

안정적인 백로그, 선가에 집중할 때



SK증권조선, 한승한



조선

안정적인 백로그, 선거에 집중할 때

SK증권 리서치센터


Analyst
한승한

shane.han@sk.com
3773-9992

2Q24 Preview: 조선사별로 극명하게 나뉠 실적

올해 2분기 조선 3사 실적은 HD 한국조선해양 및 조선 자회사(HD 현대중공업, HD 현대미포) → 삼성중공업 → 한화오션 순으로 극명하게 나뉠 것으로 예상된다. 하지만 조선 3사 모두 하반기부터는 1) 건조선가(P) 상승, 2) 공정 정상화 국면 진입에 따른 비용 감소, 3) 점진적인 인력난 해소 및 강재가 하락세에 따른 안정적인 실적 개선세 이어갈 예정이다. 분기 흑자전환 시점의 차이일 뿐 중·장기적 수주전략 및 실적개선의 방향성은 달라지지 않았다.

수에즈운하 사태로 인한 컨테이너선 발주사이클 재개

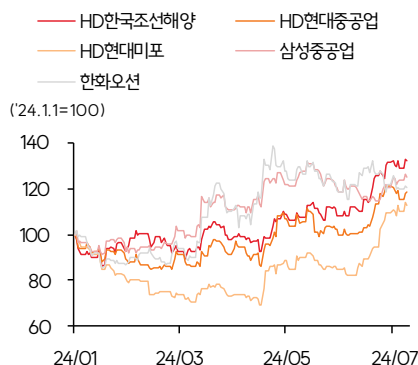
수에즈운하 사태 장기화로 인해 컨테이너 운임 급상승하면서 폭한기 버티기에 들어갈 것으로 예상됐던 글로벌 라이너들이 컨테이너선 발주를 재개했다. 글로벌 병목현상 시기 탑 티어 라이너들의 슬롯 선점으로 제대로 발주하지 못했던 하위 티어 선사들의 인콰이어리까지 확대되는 증으로, 중국 및 국내 조선사와 다수의 건조 계약을 놓고 협의 중인 것으로 파악된다. 물론 가스운반선 대비 건조 마진은 낮지만, 최근 선가 상승으로 인해 수익성은 충분히 챙길 수 있다는 판단이다. 이번 컨테이너선 수주 사이클이 단순히 백로그 확보에 그치는 것이 아니라 건조 선종믹스 효과를 통해 조선주 실적 개선에 대한 컨빅션을 견고하게 만들 요인으로 작용할 전망이다.

코스피 vs. 조선주 상승률 추이 (YTD)



자료 : Quantwise, SK 증권

조선주 커버리지 주가 상승률 추이 (YTD)



자료 : Quantwise, SK 증권

우호적인 환경 속 견조한 수주세, 신조선가를 주목하자

공정 정상화 국면에 진입한 조선주가 유의미한 캐파(Q) 확장 계획이 없는 상황에서 추가적인 상승세를 이어가려면 현재 수준의 백로그 레벨은 유지된 채 계약 선가(P)를 높이면서 비용(C) 절감을 통한 마진 극대화뿐이다. 예상치 못했던 컨테이너선 발주까지 나오면서 HD 한국조선해양은 이미 올해 수주목표의 약 96% 달성했으며, 삼성중공업과 한화오션도 올해 하반기 수주 예상되는 해양&상선 물량을 고려하면 안정적인 레벨의 수주잔고를 유지할 전망이다. 따라서 지금은 신조선가지수 상승세 지속 여부에 보다 중점을 두어야 할 때라는 판단이다.

1) Seller's Market 형성에 따라 높아진 조선소의 가격협상력과 2) 점진적으로 강화될 IMO 환경규제로 인한 친환경 선박 발주 수요는 신조선가지수의 상승세를 견인할 것으로 예상된다. 수익성 위주의 선별 수주를 통해 실적개선 모멘텀 이어가고 있는 국내 조선 3사의 전략은 계속해서 유효하며, 조선 섹터 비중확대 의견 유지와 함께 조선주 최선호주로 HD 한국조선해양과 HD 현대중공업을 제시한다.

Contents

산업분석

1. 2Q24 Preview: 조선사별로 극명하게 나뉠 실적	3
2. 수에즈운하 사태로 인한 컨테이너선 발주사이클 재개	6
3. 우호적인 환경 속 견조한 수주세, 신조선가를 주목하자	11

기업분석

HD 한국조선해양 / 매수(유지) / 200,000 원(상향)	22
HD 현대중공업 / 매수(유지) / 193,000 원(상향)	28
HD 현대미포 / 매수(유지) / 115,000 원(상향)	35
삼성중공업 / 매수(유지) / 12,000 원(유지)	41
한화오션 / 매수(유지) / 35,000 원(유지)	47

Compliance Notice

작성자(한승한)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 (2024년 07월 10일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. 2Q24 Preview: 조선사별로 극명하게 나뉠 실적

올해 2분기 실적은 HD 한국조선해양 및 조선 자회사(HD 현대중공업, HD 현대미포)
→ 삼성중공업 → 한화오션 순으로 극명하게 나뉠 것으로 예상된다.

HD 한국조선해양 및 조선 자회사,
컨센서스 상회 예상

[HD 한국조선해양]

HD 한국조선해양 조선 자회사인 HD 현대중공업과 HD 현대미포의 경우, 올해 3월부터 공정정상화에 따라 비용 확대 없는 정상적인 건조마진 시현한 것으로 파악된다. 또한 강재가 환입 및 우호적인 환율에 따라 환차익 효과 반영되면서 컨센서스 크게 상회한 실적 기록할 것으로 예상된다. 특히 현대미포조선은 선주 측의 요구로 취소된 Ro-Pax 가 선표에서 제외되며, 강재 비중이 높은 P/C 선이 조기 투입되어 놀라운 실적개선 폭을 보여주면서 분기 흑자전환에 성공한 것으로 추정된다.

삼성중공업, 변수없이 안정적인
실적 예상

[삼성중공업]

삼성중공업의 경우 경쟁사 대비 빠른 외국인 수급에 따라 공정 안정화 비용 발생하지 않은 것으로 추정되며, 이와 동시에 100% 환헷지 전략을 고수하고 있기에 조선 3사 중 가장 변수가 적다. 따라서 시장 컨센서스와 유사한 수준의 실적 시현한 것으로 추정되며, 하반기부터는 Petronas FLNG 의 본격적인 매출인식에 따른 실적개선세 보여줄 것으로 전망한다.

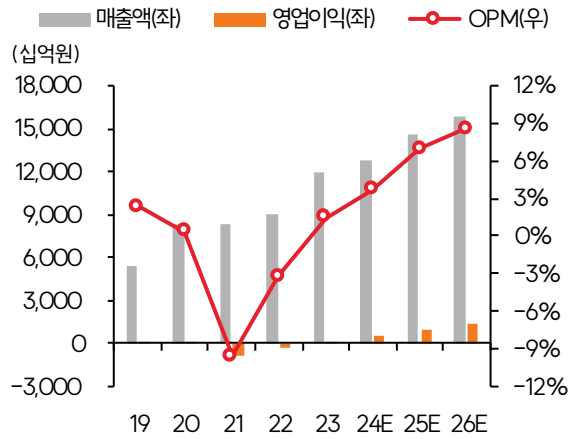
한화오션, 2분기 아쉬운 실적,
하지만 3분기 드라마틱한 개선
폭 기대

[한화오션]

한화오션의 경우 컨테이너선 중심의 공정 차질이 2 분기 내 지속적으로 발생한 것으로 파악되며, 이에 따른 비용 발생과 공손충 설정, 그리고 외주단가 인상까지 발생하며 컨센서스 대폭 하회하는 실적을 기록할 것으로 추정한다. 다만 올해 3 분기부터는 2Q24 충당금 설정에 따른 기저효과 및 본격적인 공정 정상화 국면 진입에 따라 드라마틱한 실적 개선 폭 나타날 것으로 전망한다.

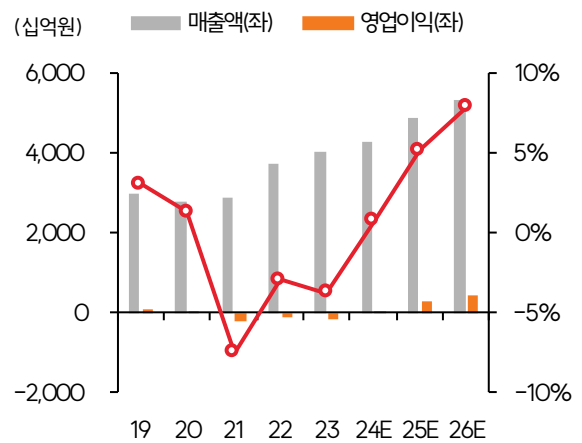
국내 조선 3사 모두 올해 하반기부터는 1) 건조선가(P) 상승, 2) 공정 정상화 국면 진입에 따른 비용 감소, 3) 점진적인 인력난 해소 및 강재가 하락세에 따른 안정적인 실적 개선세 이어갈 예정이다. 공정안정화 국면 진입에 따른 하반기부터 안정적인 수주잔고를 기반으로 수익성 극대화 수주전략 이어가며, 고선가 건조비중 확대에 따라 실적 개선 모멘텀까지 가져갈 것으로 예상되는 HD 한국조선해양과 HD 현대중공업을 조선주 Top-Pick 으로 제시한다.

HD 현대중공업 실적 추이 및 전망 (내부망 작업)



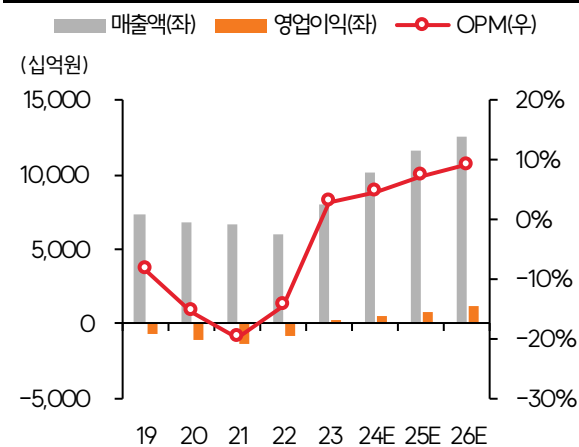
자료 : Quantiwise, SK 증권

HD 현대미포 실적 추이 및 전망 (내부망 작업)



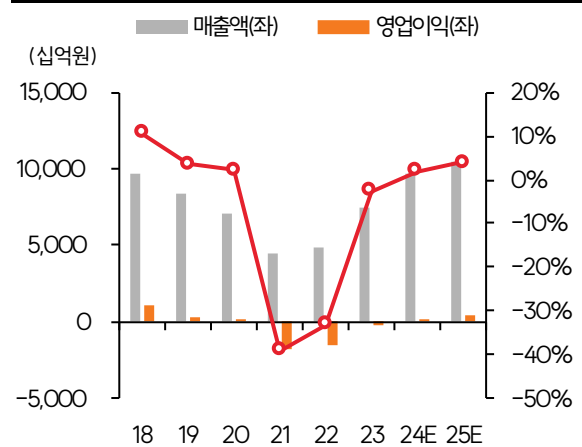
자료 : Quantiwise, SK 증권

삼성중공업 실적 추이 및 전망 (내부망 작업)



자료 : Quantiwise, SK 증권

한화오션 실적 추이 및 전망 (내부망 작업)



자료 : Quantiwise, SK 증권

각 조선사 및 선종별 예정 인도 척 수

구분	2024		2025				2026				2027				2028				24	25	26	27	28
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
HD 한국조선해양	29	23	25	24	28	32	29	29	26	28	18	19	18	16	7	5	4	2	76	109	112	71	18
LNGC	5	6	7	7	6	6	8	5	6	7	5	4	9	7	4	3	1	2	16	26	26	25	10
LPG/암모니아	2	2	4	1	2	7	8	4	9	12	11	13	7	7	3	2	3	0	6	14	33	38	8
컨테이너선	18	14	8	8	14	13	6	8	2	3	0	0	0	0	0	0	0	0	48	43	19	0	0
탱커	4	1	6	8	6	6	7	12	9	6	2	2	2	2	0	0	0	0	6	26	34	8	0
HD 현대중공업	7	10	10	11	10	14	8	7	10	8	11	10	9	9	4	4	1	2	32	45	33	39	11
LNGC	2	5	3	4	4	4	4	3	4	5	3	3	4	4	3	3	1	2	12	15	16	14	9
LPG/암모니아	1	1	2	1	1	3	3	2	5	2	8	7	5	5	1	1	0	0	2	7	12	25	2
컨테이너선	4	4	5	5	5	6	1	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	17	21	5	0	0
탱커	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	0	0	0
HD 현대삼호	8	7	6	6	10	8	10	9	5	7	4	6	7	5	3	1	3	0	19	30	31	22	7
LNGC	3	1	4	3	2	2	4	2	2	2	2	1	5	3	1	0	0	0	4	11	10	11	1
LPG/암모니아	0	0	0	0	0	1	1	0	1	2	2	3	1	1	2	1	3	0	2	1	4	7	6
컨테이너선	5	6	1	2	8	5	3	3	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0	13	16	9	0	0
탱커	0	0	1	1	0	0	2	4	1	1	0	2	1	1	0	0	0	0	0	2	8	4	0
HD 현대미포	16	11	13	8	11	14	13	16	13	17	7	5	3	4	1	1	0	0	32	46	59	19	2
P/C	4	4	7	6	9	8	7	11	9	8	5	1	2	3	0	0	0	0	8	30	35	11	0
Container	9	4	2	1	1	2	2	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	18	6	5	0	0
LPGC	1	1	2	0	1	3	4	2	3	8	1	3	1	1	0	0	0	0	2	6	17	6	0
자동차운반선	1	1	1	1	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0	1	1	0	0	2	2	2	2	2
기타	1	1	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	0	0	0
삼성중공업	12	21	12	8	7	7	8	4	6	12	6	5	6	7	3	4	2	2	60	34	30	24	11
LNGC	7	13	5	3	6	5	7	4	5	4	4	2	3	3	3	4	2	2	33	19	20	12	11
LPG/암모니아	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	2	0	4	0
컨테이너선	5	8	6	4	0	0	0	0	0	8	1	2	2	3	0	0	0	0	27	10	8	8	0
탱커	0	0	1	1	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	2	0	0
한화오션	9	8	7	8	8	11	4	8	6	10	9	8	4	2	1	1	2	1	38	34	28	23	5
LNGC	6	5	4	5	6	10	4	8	3	6	7	4	3	2	1	1	2	1	22	25	21	16	5
LPG/암모니아	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1	3	1	0	0	0	0	0	1	0	3	5	0
컨테이너선	3	3	3	3	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15	9	0	0	0
탱커	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	4	2	0

자료: Clarksons, SK 증권 추정

2. 수에즈운하 사태 장기화로 인한 컨선 발주사이클 재개

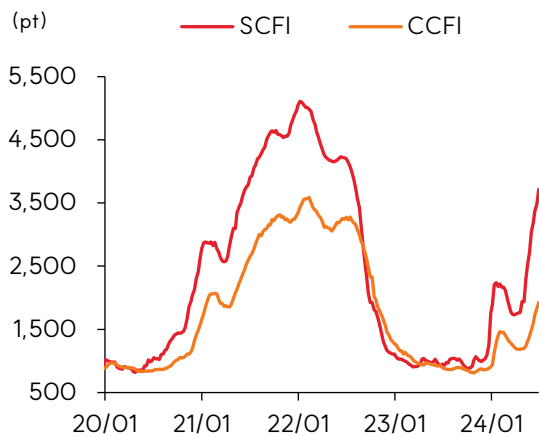
수에즈운하 사태 장기화로 인한
컨테이너운임의 급등, 상승세
지속되는 중

작년 11 월 후티 반군이 홍해 지역의 바브엘만데브 해협을 지나는 민간 선박에 대한 공격을 감행하기 시작한지 약 8 개월이 지났다. 해당 지역은 글로벌 컨테이너 해상물동량의 약 30%, 상품 무역량의 약 12%의 비중을 차지하는 곳으로, 수에즈운하 사태가 예상보다 장기화되자 상해컨테이너운임지수(SCFI)는 6 월 말 기준 3,714pt 를 기록하면서 올해 2 배 이상 상승했다. 이는 글로벌 병목현상 때 급등했던 기간 중 '21년 6 월 레벨과 비슷한 수준이다.

수에즈운하를 통과하는 선박 통행량 규모는 수에즈운하 사태가 발생한 '23 년 11 월 말 기준 약 189 백만 DWT 에서 '24 년 6 월 말 기준 약 67 백만 DWT 로 약 65% 급감했다. 같은 기간 동안 홍해/아덴만으로부터 희망봉으로 우회하는 컨테이너선의 규모는 '23 년 12 월 초 기준 약 0.3 백만 TEU에서 '24 년 6 월 말 기준 약 9.6 백만 TEU 로 33 배 이상 급증했다.

여기에 더해 중국이 미국의 대중국 관세조치에 대응하기 위해 선제적으로 재고 밀어내기에 나서면서 컨테이너선 부족현상이 발생하고 있으며, 7~8 월 운임 성수기에 더해 유럽 지역의 재고 보충 수요까지 더해지며 컨테이너운임 강세가 지속되는 중이다.

컨테이너운임지수 추이



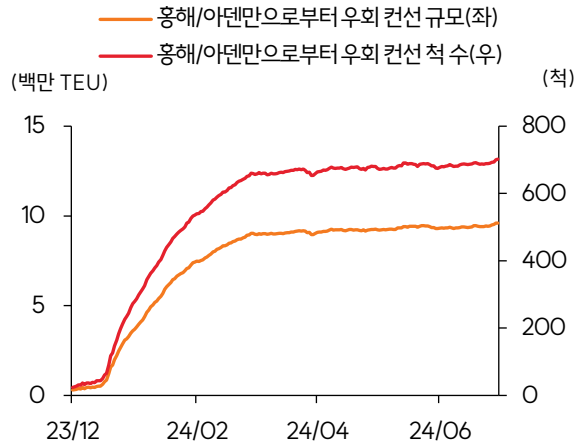
자료 : Clarksons, SK 증권

후티반군의 민간 선박 공격 지역인 홍해



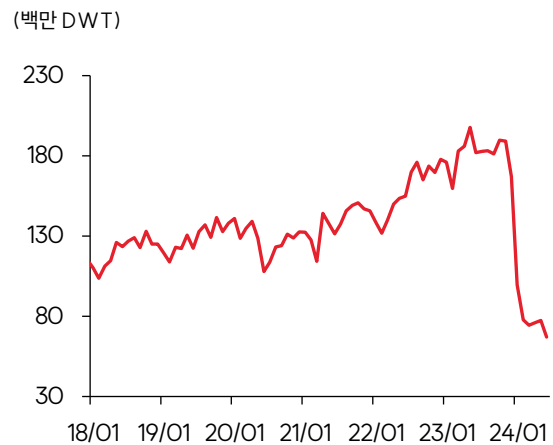
자료 : 언론 보도, SK 증권

홍해/아덴만으로부터 우회하는 컨테이너선 규모 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

수에즈운하 선박 통행량 추이

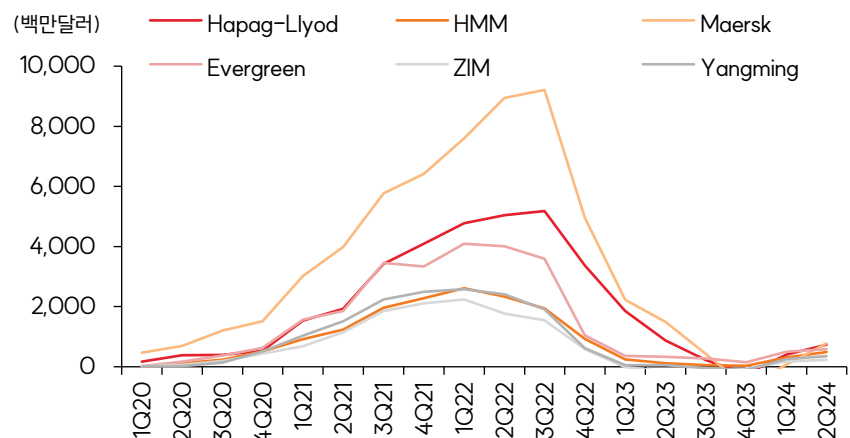


자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 병목현상 때 발주 물량
인도로 공급과잉 예상됐으나,
다시 한번 실적 반등 트리거로
작용

글로벌 탑-티어 컨테이너 선사들은 글로벌 병목현상 때 높은 운임을 통해 마련한 현금재원으로 '21년부터 '23년까지 대규모 컨테이너선 발주를 했다. 해당 선박들이 '23년 하반기부터 본격적으로 인도되면서 선대공급 과잉에 따른 컨테이너운임 약세가 전망됨에 따라 컨테이너선사들 간의 치킨게임이 이어질 것으로 예상됐으나, 수에즈운하 사태라는 변수가 장기화됨에 따라 컨테이너 운임 급등으로 이어졌으며, 다시 한번 선사들의 실적 반등에 트리거로 작용하고 있다.

탑-티어 라이너들의 영업이익 추이 및 전망



자료 : Bloomberg, SK 증권

주: 2Q24는 컨센서스 예상치

탑-티어 라이너들의 지연시켜왔던
컨선 발주 재개되는 중

과거 탑-티어 컨테이너선사들도 계획에는 있었으나 실제로 발주까지 이어지지 못했던 대규모 컨선 발주를 글로벌 조선사들과 협의 중인 것으로 파악된다. 이에 대한 첫 신호탄으로 지난 6월에는 CMA-CGM이 총 18척(15.5K-TEU 12척, 8K-TEU 6척)의 대규모 컨테이너선 발주를 HD 현대중공업과 HD 현대삼호에게 냈으며, Maersk 와 Hapag-Lloyd, 그리고 COSCO 를 포함한 다른 탑-티어 라이너들이 발주를 계획 중이며, 이 중 일부는 삼성중공업과 한화오션과 건조 계약을 협의 중인 것으로 추정된다.

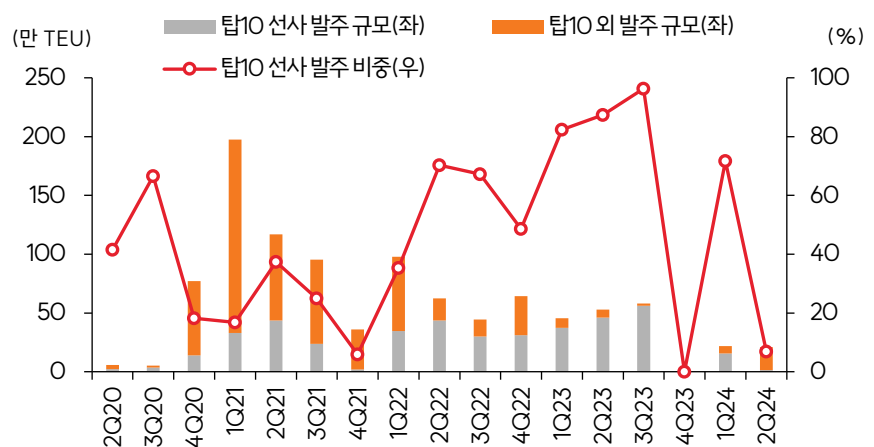
하위 티어 라이너들의 발주
물량도 기대

글로벌 병목현상 기간동안 탑 티어 선사들이 친환경 선대로의 교체 발주를 통해 메이저 조선소들의 도크 슬롯을 선점했으나, 같은 시기 하위 티어 선사들은 친환경 교체발주를 제대로 하지 못했다. 이제 하위 티어 선사들의 본격적인 친환경 교체 발주로 인해 컨테이너선 발주 사이클의 가속도가 붙을 것으로 전망한다

가스선 대비 건조마진 낮지만,
수주잔고 레벨 유지와 선종믹스
개선효과로 작용할 전망

실제로 소형 컨테이너선(Feeder) 소유주들은 가격이 급상승한 중고 선박 판매를 통해 막대한 현금재원을 확보 중이며, 이는 곧 노후선대 및 친환경 선박 교체발주로 이어질 것으로 예상한다. 현재 컨테이너선의 건조 마진은 가스운반선 보다 낮지만, 높은 백로그 유지와 동시에 선종 믹스 개선 효과에 있어 국내 조선 3 사에게는 호재임이 분명하다.

분기별 글로벌 컨테이너선 발주 규모 비교 (탑 10 vs. 탑 10 외)



자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 탑10 컨테이너선사 선복량

순위	선사	점유율	합계		소유			용선			발주잔고		
			만 TEU	선박 수	TEU	선박 수	% 선대	TEU	선박 수	% 선대	TEU	선박 수	% 선대
1	MSC	19.8%	590.5	829	294.2	532	49.8%	296.3	297	50.2%	123.6	103	20.9%
2	Maersk	14.6%	434.4	711	254.1	337	58.5%	180.2	374	41.5%	40.6	32	9.3%
3	CMA-CGM	12.6%	375.0	645	190.7	265	50.8%	184.4	380	49.2%	101.0	83	26.9%
4	COSCO	10.7%	320.5	501	187.0	191	58.3%	133.5	310	41.7%	67.5	39	21.0%
5	Hapag-Lloyd	7.2%	215.9	285	129.4	127	60.0%	86.5	158	40.0%	19.4	13	9.0%
6	ONE	6.3%	189.2	240	78.4	92	41.4%	110.8	148	58.6%	47.5	37	25.1%
7	Evergreen Line	5.7%	168.6	221	102.6	136	60.9%	66.0	85	39.1%	72.8	66	43.2%
8	HMM	2.8%	85.0	78	66.0	47	77.6%	19.0	31	22.4%	18.2	19	21.4%
9	Zim	2.4%	72.2	128	3.9	9	5.4%	68.3	119	94.6%	8.9	13	12.4%
10	Yang Ming	2.3%	69.5	93	30.0	57	43.2%	39.5	36	56.8%	7.8	5	11.1%
합계		84.4%	2520.7	3,731	1336.3	1,793	53.0%	1184.5	1,938	47.0%	507.3	410	20.1%

자료: Alphaliner, SK 증권

주: 같은 색깔은 해운 동맹을 나타냄 (노란색은 GEMINI, 파란색은 OCEAN, 초록색은 THE). 기존의 2M 동맹(MSC와 Maersk)은 '25년 1월부터 해체 예정

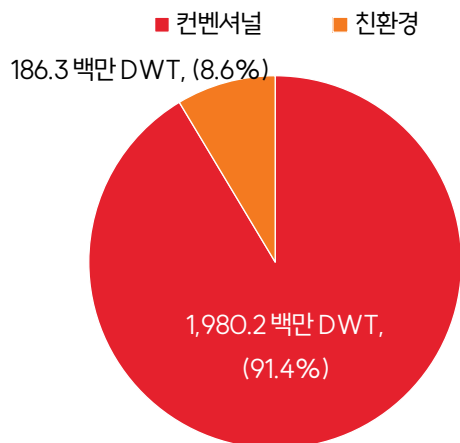
2023년부터 현재까지 글로벌 탑10 라이너들의 컨테이너선 발주

(단위: 백만불)

No	날짜	발주처	TEU	추진연료	척 수	선가	총액	내용
1	23년 2월	CMA-CGM	13,000	메탄올	12	171	2,057	HD 현대삼호
2	23년 2월	HMM	9,000	메탄올	9	124	1,112	HD 현대삼호(7척), HJ 중공업(2척)
3	23년 3월	ONE	13,700	메탄올	10	180	1,800	Imabari SB
4	23년 4월	CMA-CGM	15,000	메탄올	6	167	999	Jiangnan SY Group
5	23년 6월	Yang Ming	15,500	LNG	5	187	937	HD 현대중공업
6	23년 6월	CMA-CGM	24,000	LNG	10	240	2,400	Yangzi Xinfu SB
7	23년 6월	Maersk	9,000	메탄올	6	115	690	Jiangsu New YZJ
8	23년 7월	Evergreen	16,000	메탄올	24	194	4,656	삼성중공업(16척), 니혼조선소(8척)
9	23년 8월	MSC	10,300	LNG	10	130	1,300	Zhoushan Changhong
10	23년 9월	CMA-CGM	9,200	LNG	8	125	1,000	중국 Shanghai Waigaoqiao
11	24년 1월	ONE	13,000	메탄올	12	167	2,000	Yangzi Xinfu SB(6척), Jiangnan SY(6척)
12	24년 6월	CMA-CGM	15,000	LNG	12	200	2,400	HD 현대중공업(6척), HD 현대삼호(6척)
13	24년 6월	CMA-CGM	8,000	LNG	6	140	840	HD 현대삼호
14	24년 6월	EPS (CMA-CGM 용선계약)	18,000	LNG	12	-	-	New Times SB(8척+4척)
15	24년 6월	SFL Corp (탑-티어 라이너 용선계약)	16,800	LNG	5	-	-	New Times SB

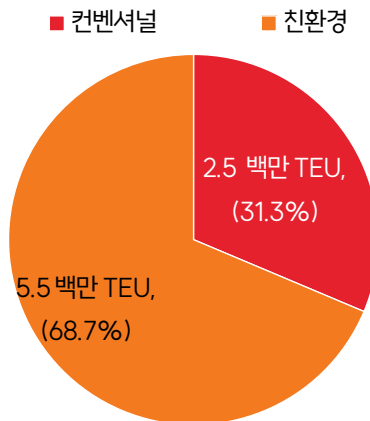
자료: Clarksons, 언론보도, SK 증권

글로벌 컨테이너선 선대 중 컨벤셔널과 친환경 선대 규모 비교



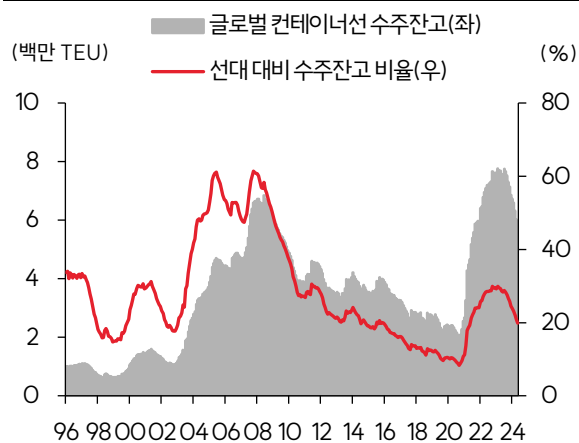
자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 컨테이너선 수주잔고 중 컨벤셔널과 친환경 선대 규모 비교



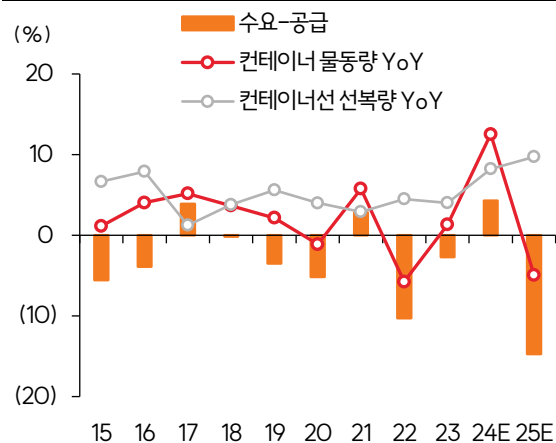
자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 컨테이너선 수주잔고 규모 및 선대 대비 비율 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 컨테이너선 수요-공급 추이 및 전망



자료 : Clarksons, SK 증권

3. 우호적인 환경 속 견조한 수주세, 신조선가에 집중하자

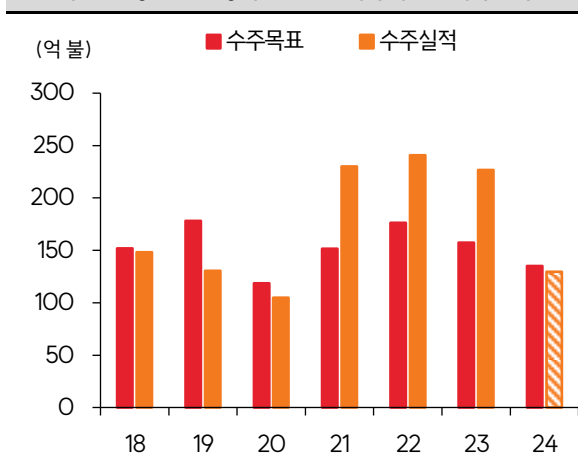
(1) 조선 3사 상반기 수주 점검

[HD 한국조선해양]

HD 한국조선해양 이미
수주목표의 95.9% 달성
: 높은 레벨의 백로그 유지

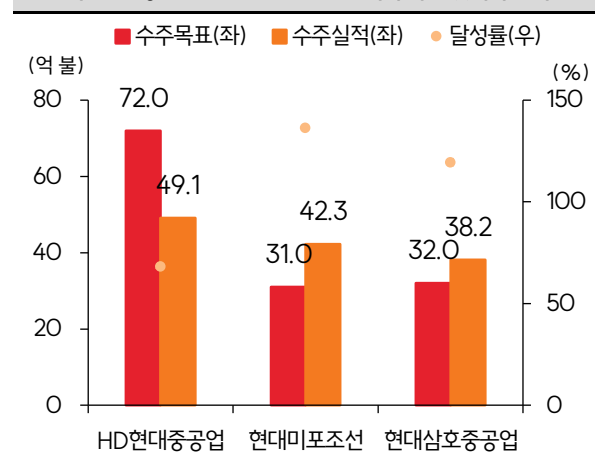
HD 한국조선해양은 올해 수주목표 135 억불 중 129.5 억불을 수주하며 이미 수주목표의 95.9%를 달성했다. 선종별로 구분해 보면 견조할 것으로 예상됐던 가스운반선의 수주세가 가장 두드러졌으며, 수주규모가 급감할 것으로 예상됐던 컨선이 CMA-CGM 의 18 척(15K-TEU 12 척, 8K-TEU 6 척) 발주로 인해 다시한번 백로그에 채워지는 모습이다. 이로써 동사는 약 3.5 년치 이상의 수주잔고 레벨을 계속해서 유지하며 이미 '27 년을 넘어 '28 년 인도슬롯 완판을 기다리는 중이다. 또 다시 제한적인 인도슬롯을 바탕으로 가격 협상력이 높아지는 Seller's Market 이 지속될 예정이며, 동사가 가장 선두에서 지휘할 전망이다.

HD 한국조선해양 조선/해양 부문 연도별 수주목표 및 수주실적



자료 : HD 한국조선해양, SK 증권

HD 한국조선해양 조선 자회사별 2024년 수주목표 및 수주실적



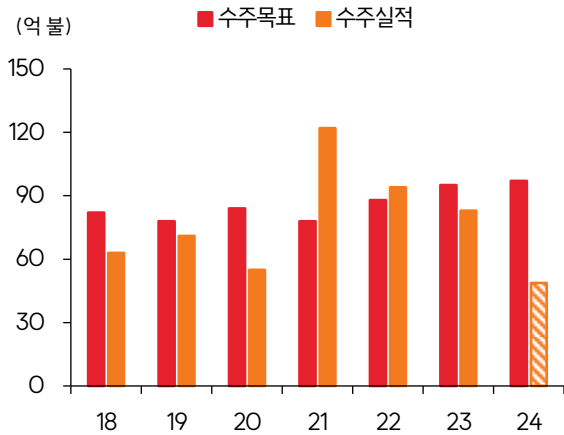
자료 : HD 한국조선해양, SK 증권

[삼성중공업]

삼성중공업 수주목표 절반 달성
: 하반기 해양과 상선 수주로
목표달성 가능할 것

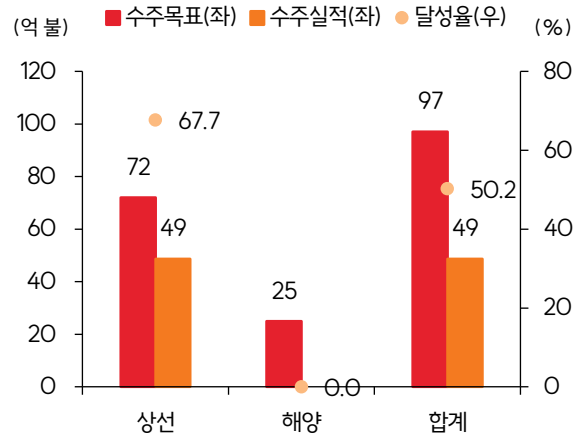
삼성중공업은 올해 수주목표의 97억불(조선 72억불, 해양 25억불) 중 48.7억불을 수주하며 50.2%를 달성했다. ADNOC과 체결한 4척의 LNGC 발주에 이어 나머지 옵션 물량도 연내 수주가 가능할 것으로 예상한다. 올해 4 분기 내 약 25 억불 규모의 모잠비크 Coral Sul #2 FLNG 수주를 예상하며, 카타르에너지의 17MTPA LNG 생산 확대에 따른 LNGC 발주 물량 또한 기대해 볼 수 있다. 또한 글로벌 탭-티어 라이너와의 컨테이너선 건조 계약을 놓고 협의 중인 것으로 파악되기 때문에 동사의 올해 수주목표 달성에는 큰 무리가 없을 것으로 예상된다.

삼성중공업 1H24 수주 선종 및 척 수



자료 : 삼성중공업, SK 증권

삼성중공업 2024 년 수주목표 및 수주실적



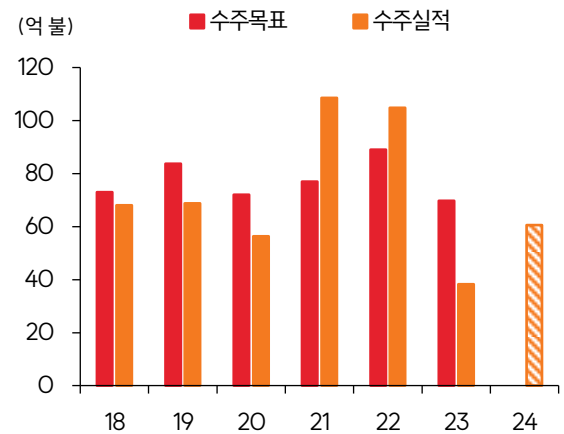
자료 : 삼성중공업, SK 증권

[한화오션]

한화오션 가이드선 제시하지 않았으나, 추정되는 목표치 충분히 초과달성 전망

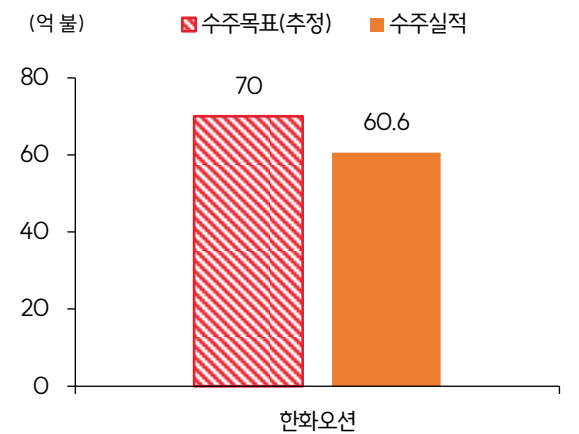
한화오션은 조선 3사 중 유일하게 올해 수주목표 가이드선을 제시하지 않았지만, 내 부적으로는 연평균 약 70 억불 규모의 수주규모를 타겟하고 있는 것으로 추정된다. 삼성중공업과 마찬가지로 ADNOC이 발주한 LNGC 4척 계약까지 완료되며, 현재 까지 약 60 억불 규모의 수주를 기록했으며 빠르면 연내 잔여 옵션 물량과 더불어 카타르에너지의 17MTPA LNG 생산 확대에 따른 LNGC 물량 또한 기대해 볼 수 있다. 또한 탑-티어 라이너와 대형 컨테이너선 건조 계약을 협의중인 것으로 파악되기 때문에 작년에 크게 우려됐었던 동사의 수주잔고 레벨은 올해 하반기에 높아지는 모습 보여줄 것으로 예상된다.

한화오션 1H24 수주 선종 및 척 수



자료 : 한화오션, SK 증권

2024 년 한화오션 수주목표(추정) 및 수주실적



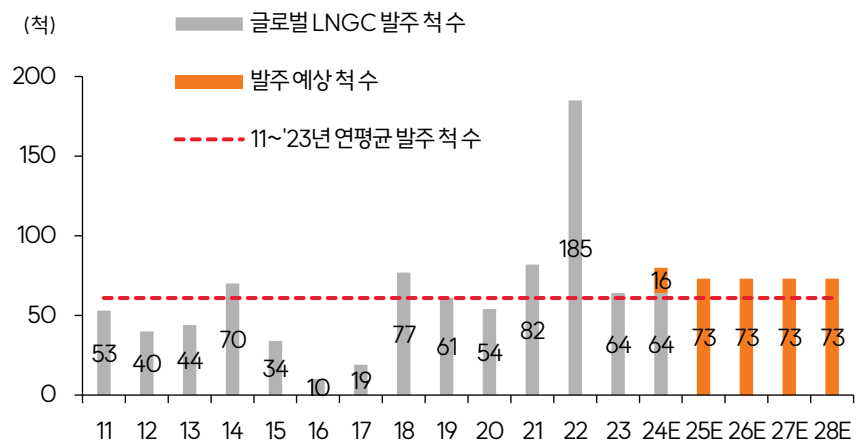
자료 : 한화오션, SK 증권

(2) LNGC 피크아웃? 걱정은 잠시 접어두자

FEED 단계 LNG 프로젝트 및
노후선대 교체수요 고려하면 향후
견조한 발주세 이어갈 것

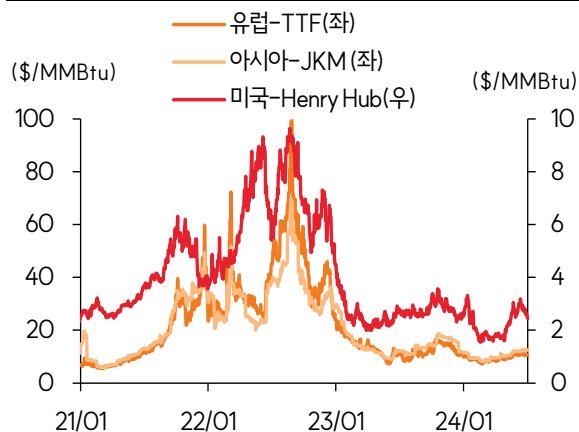
글로벌 FEED 단계의 LNG 액화 프로젝트 규모는 약 226MTPA 이며, 해당 규모에 필요한 LNGC 척 수는 총 414척이다. 러시아 프로젝트를 제외하더라도 약 400척의 LNGC 가 더 필요한 상황이다. 여기에 더해 노후화된 스팀터빈 LNGC 선대의 폐선이 본격적으로 이뤄질 시기이며, 기존 DFDE 엔진의 LNGC 선대 또한 상당 비중이 '27년부터는 IMO의 CII 등급 C 미만을 받게 될 것으로 예상된다. 이들의 교체 수요까지 고려한다면 LNGC 신조 발주 규모는 당분간 견조할 수 밖에 없다는 판단이며, 최소 '28년까지 글로벌 연평균 73척의 LNGC가 발주될 것으로 전망한다.

글로벌 LNGC 발주 추이 및 발주 예상 전망



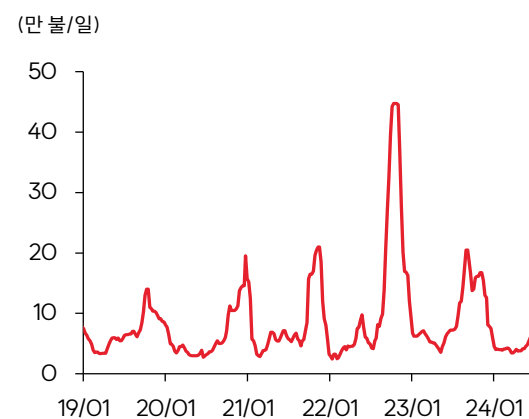
자료 : Clarksons, SK 증권 추정

글로벌 LNG 가격 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

LNGC 스팟 운임 추이



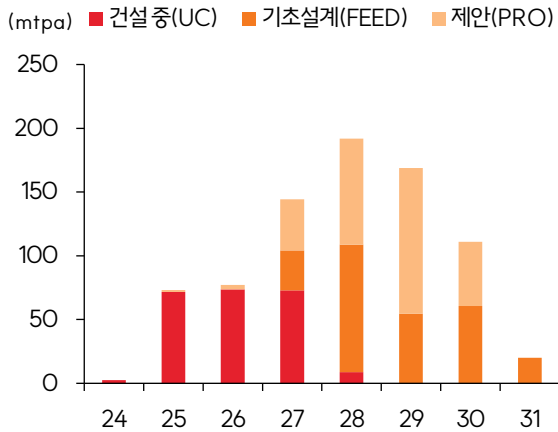
자료 : Clarksons, SK 증권

향후 대부분의 LNG 터미널 프로젝트들이 북미 지역이다. 해당 지역 지분 투자자들이 해당 물량을 중국 조선소에게 발주할 가능성은 낮다는 판단이다. 물론 북미 지역 외에도 중동의 카타르에너지(Quatar Energy) 또한 Northfield 터미널에서 16MTPA 만큼의 LNG 생산량을 추가로 확장하게 되면서 이에 해당하는 물량의 Q-max 급의 LNGC 발주를 위해 한국과 중국 조선사와 선가 및 납기를 두고 협의 중인 것으로 파악된다.

상대적으로 긴 건조기간과
납기지연 및 품질문제 우려 큰
중국조선소의 발주 가능성
낮다는 판단

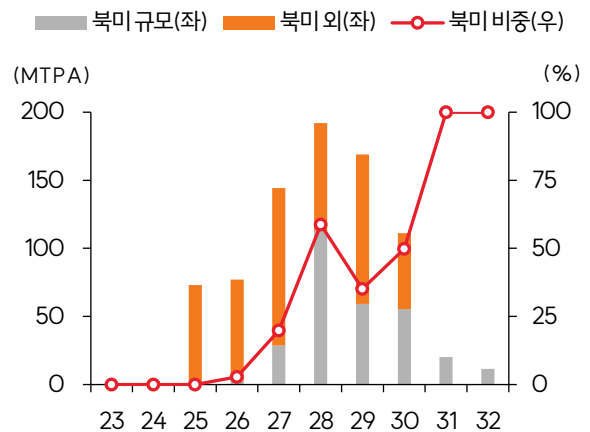
하지만 이들의 LNGC 발주는 중국 조선소가 아닌 한국 조선소에 집중될 것으로 전망한다. 중국은 한국 조선소 대비 적은 건조 캐파와 경험이 적어 상대적으로 긴 건조기간 때문에 이미 '30~'31 년 인도슬롯까지 일부 채워져 있으며, 선주 입장에서는 중국 조선소가 건조한 LNGC가 고장으로 인해 문제를 일으켰던 전례가 있기 때문에 납기지연 및 품질 문제에 대한 불확실성이 있는 중국 조선소를 찾을 가능성은 낮다는 판단이다.

예상 가동연도별 글로벌 LNG 생산 프로젝트 규모



자료 : Clarksons, SK 증권

예상 가동연도별 글로벌 LNG 생산 프로젝트 중 북미 비중



자료 : Clarksons, SK 증권

중동 메이저 오일 업체들의
본격적인 LNG 투자 확대로 발주
가시성 높아지는 중

사우디의 아람코(Aramco)와 UAE 의 애드녹(Adnoc) 등 중동 지역 주요 국영 정유·석유화학 기업들의 본격적인 LNG 투자 및 투자계획이 발표되면서 LNGC 발주가 가시화되는 중이다. 사우디 국영 석유회사 아람코 올해 6월에는 에너지인프라 기업 섴프라(Sempra)와 20 년 기간의 LNG 계약을 체결했다. 미국 텍사스에 위치한 포트 아서(Port Arthur) LNG 2 번 프로젝트에 대해 25%의 지분투자과 더불어 연간 500 만톤의 LNG 를 구매할 예정이다. 또한 미국 Rio Grande 4 번 액화트레인으로부터 20년에 걸쳐 연간 120만톤의 LNG를 구매하는 기본합의서(HOA)를 체결했다.

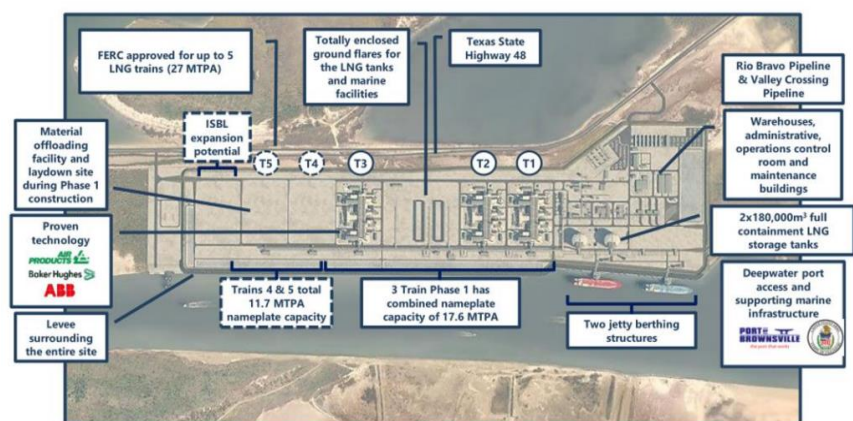
여기에 더해 최근 한화에어로스페이스와 한화오션이 미국 LNG 생산 기업인 NextDecade 에 약 3,600 억원을 투자하면서 13.7%의 지분을 확보하게 된다. 기존 한화임팩트가 보유하고 있던 9.1%의 지분까지 고려하면, 한화그룹은 총 22.7%의 지분을 보유하게 되면서 최대주주 및 경영권을 확보할 예정이다.

NextDecade는 Rio Grande LNG 수출 터미널을 보유하고 있으며, 해당 터미널은 총 5 개의 트레인으로 구성된 약 29MTPA 규모의 LNG 수출터미널이다. '23년 기준 미국의 총 LNG 수출량은 약 93MTPA로 약 31.5% 해당하는 규모다. 현재까지는 2 단계까지 계획된 프로젝트로, 1 단계의 경우 17.6MTPA 규모의 1, 2, 3 번 액화 트레인을 건설 중이며, 2 단계는 11.7MTPA 규모의 4, 5 번 액화트레인 건설이다.

NextDecade 투자를 통한
추가적인 트레인 LNGC 물량은
국내 조선소(한화오션) 수주
가능성 높음

올해 하반기 4 호 트레인에 대한 최종투자결정(FID)를 목표로 하고 있으며, 빠르면 내년 해당 물량에 대한 LNG 운반선 건조 계약('29~'30년 인도)을 체결할 수 있을 것으로 예상된다. 3, 4 번 액화터미널의 LNG 생산규모에 따른 LNGC 발주는 174K-CBM 급 기준으로 약 18~20 척이 예상된다. 이에 더해 2 개(5, 6 번)의 추가 액화 트레인 확장계획이 있는 것으로 추정되며, 이에 따른 향후 물량까지 고려하면 안정적인 장기적 LNGC 수주 물량 확보가 가능하다. 이 중 대부분의 물량을 한화오션을 포함한 국내 조선소가 가져올 가능성 상당히 높다.

Rio Grande LNG 터미널



자료 : 한화오션, SK 증권

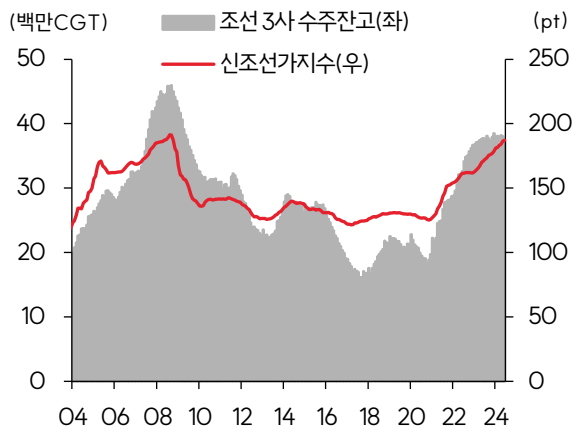
(3) 신조선가치수의 상승세는 계속된다

신조선가에 주목해야하는 이유
: 현재 레벨의 백로그 유지 =
제한된 Q

왜 신조선가치수에 주목해야 할까? 조선주 주가는 결국 수주잔고 레벨(=수주)와 선가라는 두 가지 변수로 작용한다. 아직 유의미한 캐파(Q) 확장 계획이 없기 때문에 공정 정상화 국면에 진입한 조선주가 추가적인 상승세를 이어가기 위해서는 현재 수준의 백로그 레벨은 유지된 채 계약 선가(P)를 높이면서 비용(C) 절감을 통한 마진 극대화뿐이다.

따라서 현재 Seller's Market 을 활용하여 지속적인 선박 공급 제한을 걸어놓고 수익성 위주의 선별 수주를 통해 실적개선 모멘텀 이어가고 있는 국내 조선 3 사의 전략은 계속해서 유효하다는 판단이다. 점진적으로 강화되는 IMO 환경규제를 바탕으로 곧 다가올 제 3 차 슈퍼사이클 진입 이전까지 현재 기조는 지속될 것으로 전망한다.

조선 3사 수주잔고 및 신조선가치수 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

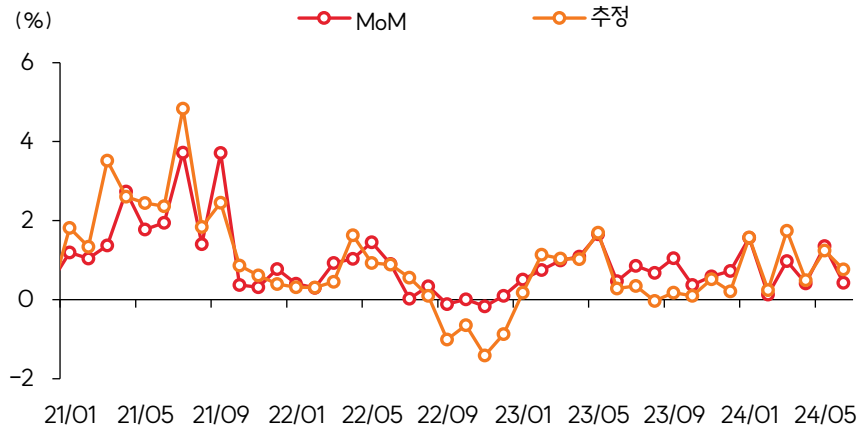
조선 3사 평균 PBR 및 신조선가치수 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

클락슨(Clarksons)에서 제공하는 신조선가치수의 정확한 계산식은 대외적으로 비 공개이지만, 최종 산출과정에서 전체 선단에서 각 선종이 차지하는 선대규모 비중만큼 곱하는 가중평균방식을 사용하는 것으로 알려져 있다. 따라서 벌크선(Bulker) → 탱커(Tanker) → 컨테이너선(Container ship) → LNG 운반선(LNG Carrier) 순으로 신조선가치수에 보다 큰 영향을 끼치는 것으로 추정된다. 실제로 신조선가치수의 월별 상승률 추이와 당사가 선대 가중평균 방식을 사용하여 종합한 월별 선가 상승률 추이를 비교하면 아래 차트와 같이 유사한 움직임을 확인할 수 있다.

신조선가치수 월별 상승률(MoM) 추이 및 당사의 선대 가중평균 추정 비교



자료 : Clarksons, SK 증권

**탱커: 선가 하락 가능성 낮음,
아직은 선대 쇼티지, 중국의
단납기 인도슬롯 가득 찬 상황**

[탱커(Tanker)]

탱커의 경우 작년까지 분명한 선대 쇼티지였으나, 작년 하반기부터 중국 조선소의 본격적인 탱커 수주를 통해 선대 대비 수주잔고 비율이 급상승했다. 다만 아직 선대 공급이 충분한 상황은 아니며(최근 10년 평균 대비 약 0.5~1년치의 수주잔고가 비어 있음), 중국 조선소의 인도슬롯이 가득 채워짐에 따라 국내 조선소로 인콰이어리가 확대되는 중이며 한화오션의 경우 최근 '26~'27년 인도 VLCC 4척을 수주했다. 글로벌적으로 제한적인 공급은 여전한 상황이며, 수에즈운하 사태 장기화에 따라 운임의 하단 또한 견고하다는 판단 하에 선가하락 가능성은 매우 낮다는 판단이다.

**컨선: 친환경 교체수요 및 운임
급등으로 선가 상승세 지속 전망**

[컨테이너선(Container)]

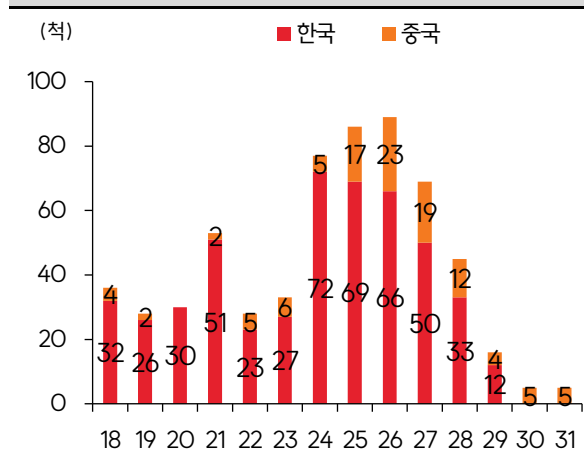
선대 공급 과잉으로 선가 하락이 우려됐던 유일한 선종인 컨테이너선마저 수에즈운하 사태 장기화로 인해 발주 사이클 재개되며 선가는 하락할 가능성이 낮아졌다. 이미 컨테이너선 중고선가는 연초 대비 28.6% 상승하면서 먼저 반응했고, 가스운반선과 탱커로 인해 타이트해진 수주잔고 속에서 글로벌 라이너들의 컨테이너선 신조 발주 및 인콰이어리 확대되면서 컨테이너선의 선가 상승은 계속될 것으로 전망한다.

**가스운반선: '28년 인도슬롯도
가득 차는 중으로 구조적으로
선가하락 가능성 매우 낮음**

[가스운반선]

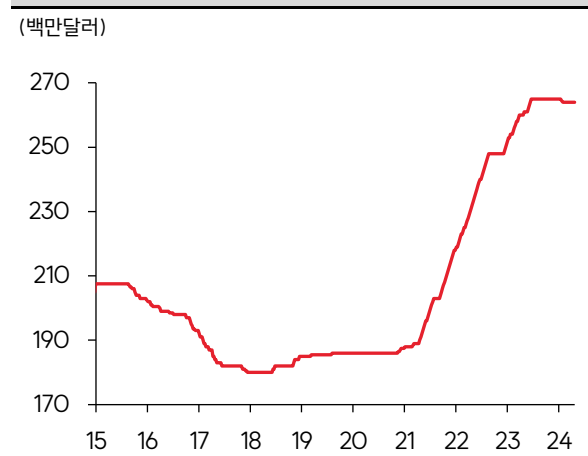
LNGC의 경우 건조할 수 있는 국가 자체가 한국과 중국에 제한되어 있다. '27년 인도 슬롯은 진작에 가득 찼으며, '28년 인도 슬롯도 절반 이상이 채워진 상황이다. 또한 글로벌 주요 LNG 기업들의 LNG 생산 확장 계획이 계속해서 발표되면서 이에 따른 LNGC의 건조한 발주세는 이어질 전망이며, 선가는 계속 높은 레벨을 유지할 것으로 전망한다.

연도별 174K-CBM급 이상 LNGC 인도 및 인도예정 척 수



자료 : Clarksons, SK 증권

174K-CBMLNGC 신조선가치 추이

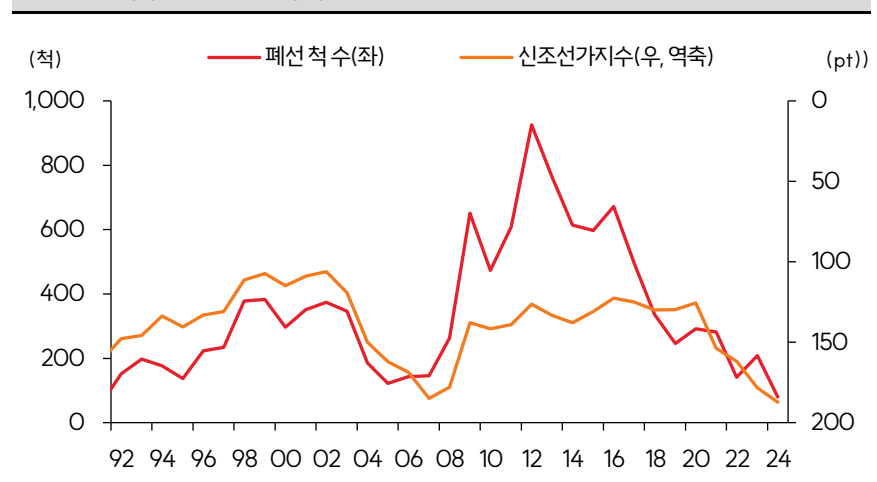


자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 폐선 추이를 통해서 신조선가와 운임과의 상관관계를 살펴볼 필요가 있다. 글로벌 선주들이 과거 장기간 하락사이클 구간 때 대거 폐선을 단행했으나, 최근 들어 폐선을 하지 않는 이유는 폐선 후 고철 스크랩을 통해 얻는 이득보다 현재 선대 운용으로 얻을 수 있는 이익이 더 높다고 판단했기 때문이며, 이는 곧 해운 업황 자체가 선주들에게 우호적인 환경이 이어질 것이라는 방증이기도 하다.

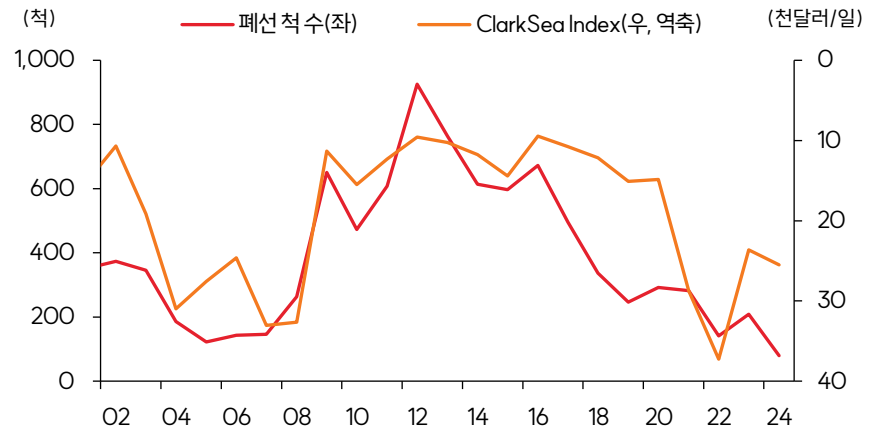
글로벌 선주들의 폐선 척 수는 '20 년을 기점으로 꾸준히 감소하고 있으며, 이에 따라 신조선가치수는 지속적인 상승세 나타내고 있다. 대표적인 운임지수이자 신조선가치수의 선행지표인 ClarkSea Index 와 비교해도 높은 상관관계를 확인할 수 있다.

글로벌 폐선 척 수 및 신조선가치수 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 페선 척 수 및 ClarkSea Index 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

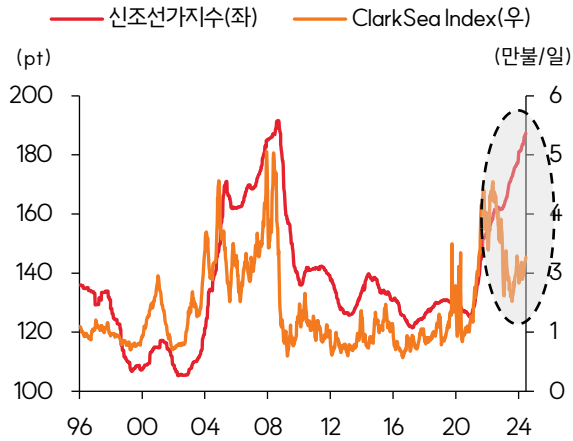
Clarksea Index와 디커플링 지속,
하지만 제 2차 슈퍼사이클과
다른 배경의 선가 상승세

신조선가치수는 7월 5일 기준으로 187.53pt를 기록하면서 역사적 최고점인 191.58pt와 약 4pt밖에 차이 나지 않는다. 대표적인 운임지수이자 신조선가치수의 선행지표인 Clarksea Index와의 디커플링 현상이 지속되면서 신조선가치수의 하락 우려가 확대된 상황이다. 하지만 현재와 배경이 다른 과거 제 2차 슈퍼사이클 구간('02~'08)과 당연히게도 다른 양상이 나타날 수밖에 없다는 판단이다.

물가 조정된 신조선가치수로 보면
상승여력은 아직 충분히 남았다는
판단

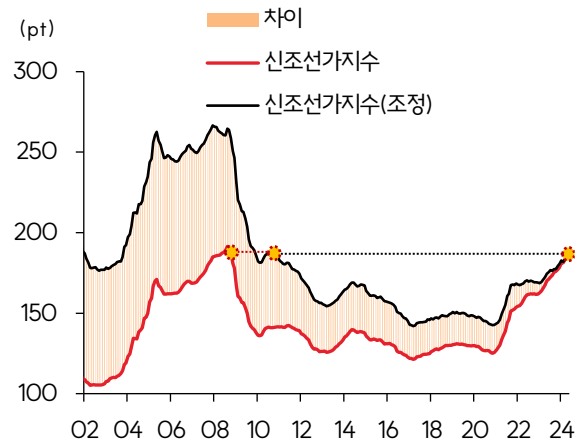
미국 CPI를 기반으로 과거 신조선가치수를 조정된 값으로 나타낸다면 현재의 신조선가치수는 금융위기 이후 내리막길을 겪고 있던 2011년 1월과 비슷한 수준이다. 결론적으로 최근의 선가상승의 주된 요인은 원자재 가격 및 임금 상승 등과 같은 인플레이션이며, 제2차 슈퍼사이클 시기와 근접한 레벨이라는 이유만으로 신조선가치수의 고점(Peak)을 논하기에는 이르다. 1) 제한적인 건조 캐파(Seller's Market)에 따라 높아진 조선소의 가격 협상력과 2) IMO 환경규제로 인해 높아져만 가는 선박 자원 및 친환경 선박 발주(교체) 수요로 인해 상승할 신조선가치수의 여력은 충분히 남아있다.

신조선가치수 및 ClarkSea Index 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

신조선가치수 vs. 미국 CPI로 역조정한 신조선가치수



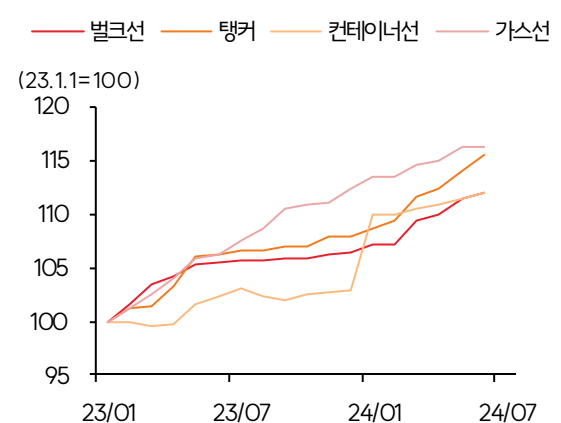
자료 : Clarksons, Bloomberg, SK 증권

신조선가치수 및 중고선가치수 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

선종별 신조선가치수 상승률 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

Company Analysis

HD 한국조선해양 (009540/KS)

수주잔고 다시 가득 채웠고, 수익성 챙겨갈 것

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 200,000 원(상향)

현재주가: 159,700 원

상승여력: 25.2%

**Analyst**
한승한shane.han@sk.com
3773-9992

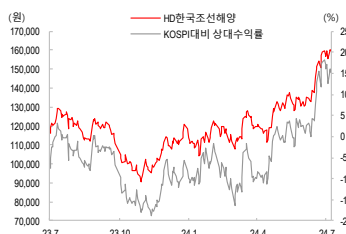
Company Data

발행주식수	7,077 만주
시가총액	11,302 십억원
주요주주	
에이치디현대(외8)	36.65%
국민연금공단	6.80%

Stock Data

주가(24/07/09)	159,700 원
KOSPI	2,867.38 pt
52주 최고가	160,000 원
52주 최저가	90,300 원
60일 평균 거래대금	38 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Preview: 시장 예상치 상회할 것으로 예상

2Q24 연결 매출액은 5 조 7,552 억원(+5.5% YoY, +4.3% QoQ), 영업이익은 2,745 억원(+285.3% YoY, +71.4% QoQ)을 기록하며 컨센서스 상회한 것으로 추정된다. 조선 자회사들 중 HD 현대중공업과 HD 현대미포가 공정 안정화에 따라 기존 예상보다 빠른 실적 개선 시현하면서 동사의 연결 실적 또한 예상 대비 빠르게 성장하는 중이다.

수주잔고 다시 가득 채웠으니, 수익성 확실하게 챙겨갈 것

동사는 올해 조선/해양 부문 수주목표 135 억불 중 129.5 억불을 수주하며 이미 목표치의 95.9%를 달성했다. 현재 약 3.5 년치의 수주잔고 레벨을 확보해 놓은 상황이며, 하반기 수주 규모에 지나치게 중점을 둘 필요는 없다. 조선소의 유의미한 캐파 확장 계획이 없는 상황에서 현재 레벨의 수주잔고만 유지되면 된다. 이제부터 동사의 실적 상승은 제한적인 인도 슬롯을 바탕으로 선가를 주도하며 P의 상승으로 만들어질 것이기 때문에 동사의 향후 계약 선가에 보다 주목할 필요가 있다는 판단이다. 남은 하반기는 확실한 수익성 위주의 선별수주 전략을 통해 조선 자회사들 향후 실적 모멘텀 강하게 가져갈 수 있을 것으로 예상한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 20 만원으로 상향

HD 한국조선해양에 대해 투자의견 매수 유지하고, 목표주가 기존 17 만원에서 20 만원으로 상향한다. 조선 자회사들의 예상보다 빠른 실적 개선에 따라 실적 추정치 상향 조정에 따른 것으로, 목표주가는 '26 년 예상 BPS 205,754 원에 Target P/B 0.95 배를 적용하여 산출했다. 국내 조선사 중 가장 높은 건조 마진을 시현 중인 HD 현대삼호를 보유하고 있으며, HD 현대중공업과 HD 현대미포의 공정 안정화 국면 진입에 따라 조선주 중 향후 실적 개선 모멘텀 가장 강할 것이라는 판단 하에 HD 현대중공업과 함께 조선주 Top-pick 으로 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	15,493	17,302	21,296	23,417	27,499	29,733
영업이익	십억원	-1,385	-356	282	1,120	2,038	2,652
순이익(지배주주)	십억원	-929	-217	222	1,092	1,766	2,121
EPS	원	-13,131	-3,065	3,133	15,425	24,959	29,962
PER	배	-7.2	-23.1	38.6	10.4	6.4	5.3
PBR	배	0.7	0.5	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	-9.8	130.8	14.5	7.6	4.5	3.5
ROE	%	-9.0	-2.2	2.3	10.5	15.0	15.6

HD 한국조선해양 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	5,516	5,755	5,926	6,221	6,470	6,814	6,924	7,291	23,417	27,499	29,733
YoY	13.9%	5.5%	18.2%	3.9%	17.3%	18.4%	16.8%	17.2%	10.0%	17.4%	8.1%
QoQ	-7.9%	4.3%	3.0%	5.0%	4.0%	5.3%	1.6%	5.3%	-	-	-
영업이익	160	275	300	386	435	502	539	562	1,120	2,038	2,652
YoY	흑전	285.3%	334%	139%	172%	83%	80%	46%	82.0%	30.1%	0.0%
QoQ	-0.6%	71.4%	9.1%	28.7%	12.8%	15.4%	7.3%	4.3%	-	-	-
영업이익률	2.9%	4.8%	5.1%	6.2%	6.7%	7.4%	7.8%	7.7%	4.8%	7.4%	8.9%

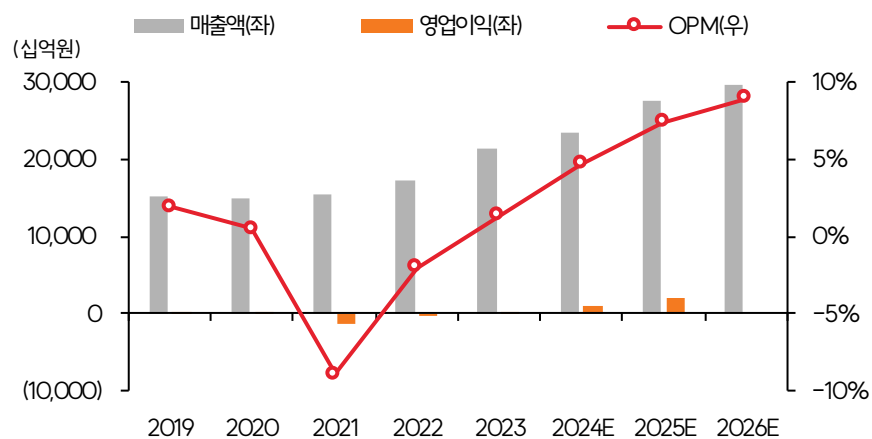
자료: Quantiwise, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'26년 예상 BPS	(A)	원	205,754	
Target P/B	(B)	배	0.95	
주당주주가치	(C)	원	196,372	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	200,000	
현재주가	(E)	원	159,700	2024년 7월 9일 종가
상승여력	(F)	%	25.2	(F) = (D-E)/(E)

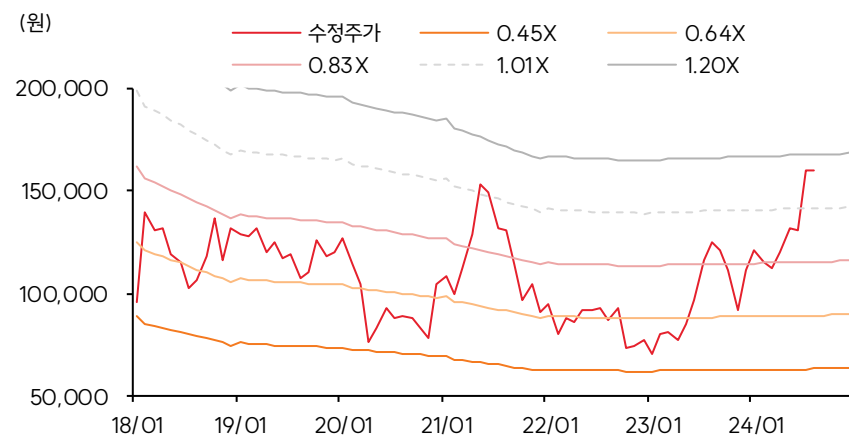
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



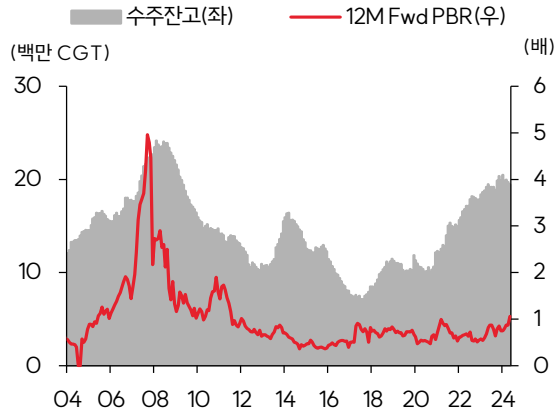
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 PBR Band Chart



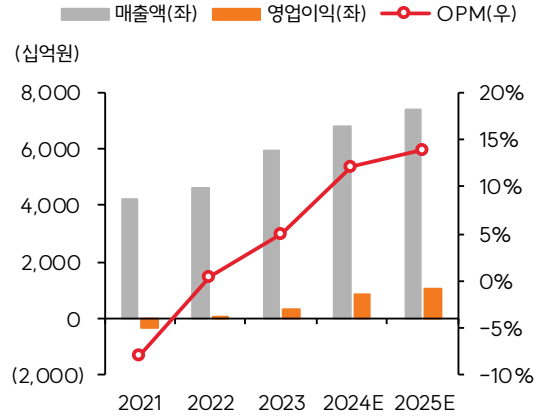
자료: Bloomberg, SK 증권

HD 한국조선해양 수주잔고 및 PBR 추이



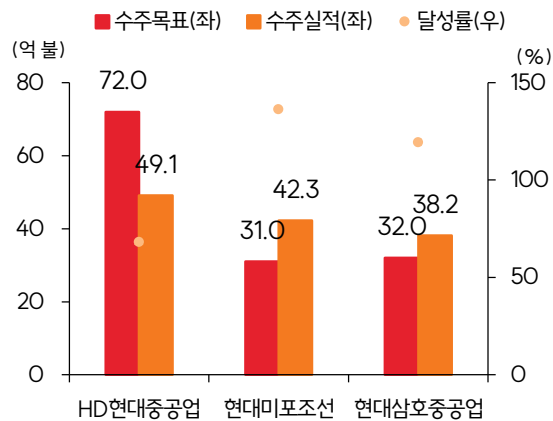
자료: Clarksons, Quantwise, SK 증권

HD 현대삼호 실적 추이 및 전망



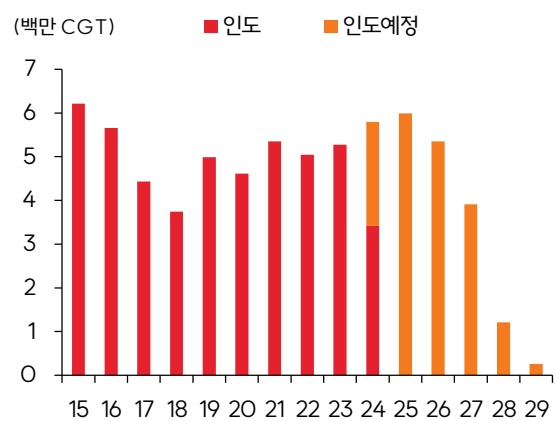
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 조선 자회사 2024 년 수주목표 및 달성률



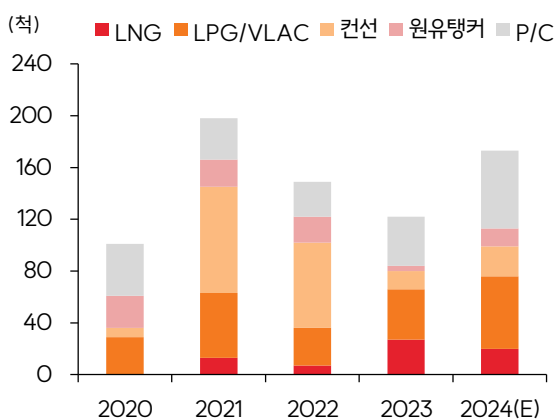
자료: 각 사, SK 증권

HD 한국조선해양 인도 및 인도예정 선박 규모



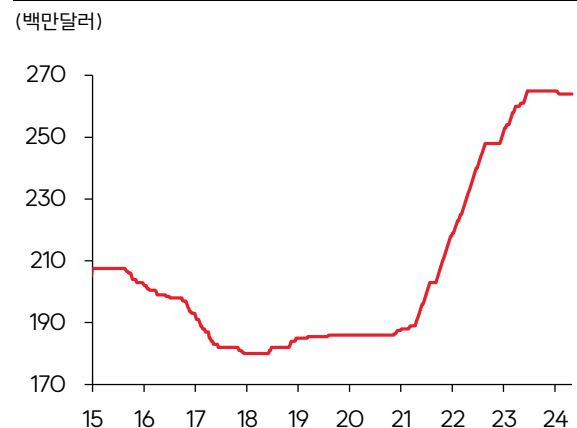
자료: Clarksons, SK 증권

HD 한국조선해양 주요 선종별 수주 척수 및 전망



자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

174K-CBMLNG 운반선 선가 추이



자료: Clarksons, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	15,776	17,735	17,783	19,207	20,046
현금및현금성자산	2,697	3,018	3,827	4,161	4,246
매출채권 및 기타채권	1,016	1,452	1,527	1,589	1,634
재고자산	2,203	2,006	2,381	2,791	2,825
비유동자산	14,108	14,507	15,148	14,616	14,653
장기금융자산	1,293	1,030	1,174	1,216	1,304
유형자산	10,143	10,504	10,697	10,123	10,057
무형자산	164	191	184	170	158
자산총계	29,883	32,243	32,932	33,823	34,699
유동부채	15,033	17,498	18,071	17,290	16,148
단기금융부채	3,375	2,791	2,885	2,795	2,369
매입채무 및 기타채무	2,143	2,338	3,572	3,459	3,278
단기충당부채	1,272	400	440	444	463
비유동부채	2,538	2,375	1,421	1,428	1,417
장기금융부채	2,131	2,186	1,220	1,220	1,220
장기매입채무 및 기타채무	9	26	25	25	25
장기충당부채	322	85	90	94	101
부채총계	17,571	19,872	19,492	18,718	17,565
지배주주지분	9,715	9,904	10,947	12,572	14,551
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,468	2,460	2,459	2,459	2,459
기타자본구성요소	-8,701	-8,608	-8,610	-8,610	-8,610
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	14,300	14,374	15,135	16,760	18,739
비지배주주지분	2,597	2,466	2,492	2,533	2,583
자본총계	12,312	12,370	13,440	15,106	17,134
부채와자본총계	29,883	32,243	32,932	33,823	34,699

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	462	2,082	1,689	916	1,495
당기순이익(손실)	-295	145	1,117	1,808	2,170
비현금성항목등	292	434	553	788	800
유형자산감가상각비	411	459	505	574	566
무형자산상각비	10	13	15	14	13
기타	-129	-38	33	200	221
운전자본감소(증가)	481	1,510	120	-1,480	-953
매출채권및기타채권의감소(증가)	39	-373	103	-62	-44
재고자산의감소(증가)	-645	199	-371	-410	-34
매입채무및기타채무의증가(감소)	-430	332	357	-113	-181
기타	-35	-32	-235	-470	-1,024
법인세납부	-19	-25	-133	-270	-503
투자활동현금흐름	-1,339	-1,267	-462	-332	-357
금융자산의감소(증가)	-652	-292	581	-277	-42
유형자산의감소(증가)	-643	-798	-696	0	-500
무형자산의감소(증가)	-39	-60	-8	0	0
기타	-6	-117	-339	-55	185
재무활동현금흐름	-977	-485	-1,415	-232	-567
단기금융부채의증가(감소)	0	0	166	-91	-426
장기금융부채의증가(감소)	-21	-33	-978	0	0
자본의증가(감소)	67	-8	-1	0	0
배당금지급	-3	-3	0	-141	-141
기타	-1,021	-441	-602	-0	0
현금의 증가(감소)	-1,870	321	809	334	85
기초현금	4,567	2,697	3,018	3,827	4,161
기말현금	2,697	3,018	3,827	4,161	4,246
FCF	-181	1,283	993	916	995

자료 : HD한국조선해양, SK증권

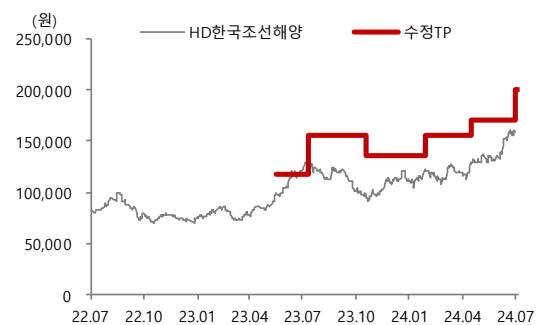
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	17,302	21,296	23,417	27,499	29,733
매출원가	16,936	20,248	21,534	24,579	25,892
매출총이익	366	1,048	1,884	2,920	3,841
매출총이익률(%)	2.1	4.9	8.0	10.6	12.9
판매비와 관리비	722	766	764	883	1,189
영업이익	-356	282	1,120	2,038	2,652
영업이익률(%)	-2.1	1.3	4.8	7.4	8.9
비영업손익	-76	-290	179	40	21
순금융손익	-32	8	11	56	-33
외환관련손익	171	49	529	337	300
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0	0
세전계속사업이익	-431	-8	1,299	2,078	2,673
세전계속사업이익률(%)	-2.5	-0.0	5.5	7.6	9.0
계속사업법인세	-136	-153	182	270	503
계속사업이익	-295	145	1,117	1,808	2,170
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-295	145	1,117	1,808	2,170
순이익률(%)	-1.7	0.7	4.8	6.6	7.3
지배주주	-217	222	1,092	1,766	2,121
지배주주귀속 순이익률(%)	-1.3	1.0	4.7	6.4	7.1
비지배주주	-78	-77	25	41	49
총포괄이익	-260	-11	1,071	1,808	2,170
지배주주	-203	103	935	1,537	1,845
비지배주주	-58	-114	137	271	325
EBITDA	66	754	1,640	2,625	3,230

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	11.7	23.1	10.0	17.4	8.1
영업이익	적지	흑전	296.8	82.0	30.1
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	60.0	28.7
EBITDA	흑전	1,049.4	117.5	60.1	23.0
EPS	적지	흑전	392.4	61.8	20.0
수익성 (%)					
ROA	-1.0	0.5	3.4	5.4	6.3
ROE	-2.2	2.3	10.5	15.0	15.6
EBITDA마진	0.4	3.5	7.0	9.5	10.9
안정성 (%)					
유동비율	104.9	101.4	98.4	111.1	124.1
부채비율	142.7	160.6	145.0	123.9	102.5
순차입금/자기자본	8.0	-0.6	-9.9	-13.4	-15.1
EBITDA/이자비용(배)	0.4	3.9	6.9	13.0	30.0
배당성향	0.0	0.0	13.0	8.0	6.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-3,065	3,133	15,425	24,959	29,962
BPS	137,417	140,085	154,830	177,791	205,754
CFPS	2,886	9,801	22,776	33,262	38,135
주당 현금배당금	0	0	2,000	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER	-23.1	38.6	10.4	6.4	5.3
PBR	0.5	0.9	1.0	0.9	0.8
PCR	24.5	12.3	7.0	4.8	4.2
EV/EBITDA	130.8	14.5	7.6	4.5	3.5
배당수익률	0.0	0.0	1.3	1.3	1.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.10	매수	200,000원	6개월		
2024.04.26	매수	170,000원	6개월	-17.67%	-5.88%
2024.02.07	매수	155,000원	6개월	-23.56%	-16.52%
2023.10.27	매수	135,000원	6개월	-19.82%	-8.89%
2023.07.20	매수	155,000원	6개월	-26.03%	-17.94%
2023.05.24	매수	118,000원	6개월	-3.72%	9.66%
2022.11.10	매수	100,000원	6개월	-21.03%	-3.60%
2021.12.15	매수	120,000원	6개월	-27.15%	-14.58%



Compliance Notice

작성자(한승한)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 기관투자자 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 (2024년 07월 10일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

HD 현대중공업 (329180/KS)

대장주의 면모를 보여줄 예정

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 193,000 원(상향)

현재주가: 152,400 원

상승여력: 26.6%

Analyst
한승한shane.han@sks.co.kr
3773-9992

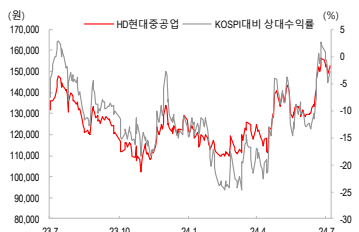
Company Data

발행주식수	8,877 만주
시가총액	13,529 십억원
주요주주	
에이치디한국조선해양 (와1)	75.03%
국민연금공단	6.38%

Stock Data

주가(24/07/09)	152,400 원
KOSPI	2,867.38 pt
52주 최고가	156,400 원
52주 최저가	102,100 원
60일 평균 거래대금	40 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Preview: 컨센서스 상회할 것으로 예상

2Q24 연결 매출액은 3 조 2,272 억원(+5.3% YoY, +8.0% QoQ)을 기록하며 컨센서스 부합한 것으로 추정되며, 영업이익의 경우 컨센서스(1,062 억원)를 상회하는 1,253 억원(+82.8% YoY, +489.2% QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 올해 3월부터 공정 정상화 국면에 진입하면서 관련 비용이 크게 발생하지 않았으며, 강재가 환입 및 환차익 효과 등의 일회성 요인이 발생한 것으로 추정된다. '22 년 수주물량에 대한 매출 비중이 증가함에 따라 실적 개선 폭 확대되는 중이며, 올해 연말 기준으로 약 70%까지 확대될 전망이다.

모든 선종에서의 견조한 수주세, 향후 선종믹스 효과 및 수익성 기대

동사의 주력 선종인 가스운반선(LPGC, VLAC, LNGC)에 더해 시장에서 기대하지 않았던 CMA-CGM 항 컨테이너선 건조계약까지 마무리될 시 선종 믹스 개선 효과와 더불어 대부분의 선종에서 최소 하이싱글 이상의 높은 수익성 가져갈 수 있을 것으로 예상된다. 해양 부문의 경우 쉘난도 중대재해 관련 추가적인 비용은 발생하지 않은 것으로 파악되나, 기존 3 기의 해양플랜트 공정 인식이 마무리됨에 따라 연간 약 1,400 억원 규모의 적자가 발생할 것으로 추정된다. 다만 작년 수주한 해양플랜트의 본격적인 건조에 따른 매출 인식이 4Q24 부터 예상되며, 3Q25 부터는 BEP 에 가까운 실적 기록할 전망이다. 특수선 부문에서는 동사가 기본설계한 '한국형차기구축함(KDDX)'의 상세설계 및 초도함 건조 사업 또한 수주할 가능성 높다는 판단이며, 미군 함정 MRO 관련 MOU 소식에 따른 특수선 모멘텀을 기대해본다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 193,000 원으로 상향

HD 현대중공업에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 16 만원에서 19.3 만 원으로 상향한다. 목표주가는 동사의 공정 정상화 국면에 진입하면서 예상 대비 빠른 실적 성장에 따른 추정치 상향 조정하며, '26 년 예상 BPS 87,505 원에 Target P/B 2.2 배를 적용하여 산출했다. HD 한국조선해양과 함께 조선주 Top-Pick 으로 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	8,311	9,045	11,964	12,853	14,654	15,914
영업이익	십억원	-800	-289	179	475	1,020	1,363
순이익(지배주주)	십억원	-814	-352	25	464	939	1,164
EPS	원	-9,172	-3,966	278	5,232	10,574	13,112
PER	배	-10.4	-29.2	463.9	29.1	14.4	11.6
PBR	배	1.5	1.9	2.2	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	배	-17.5	-358.6	30.4	19.8	11.1	9.0
ROE	%	-14.9	-6.5	0.5	8.5	15.3	16.2

HD 현대중공업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,988	3,227	3,234	3,404	3,492	3,659	3,684	3,819	12,853	14,654	15,914
YoY	13.5%	5.3%	13.3%	-0.3%	16.9%	13.4%	13.9%	12.2%	7.4%	14.0%	8.6%
QoQ	-12.5%	8.0%	0.2%	5.3%	2.6%	4.8%	0.7%	3.7%	-	-	-
영업이익	21	125	151	178	226	251	265	278	475	1,020	1,363
YoY	흑전	82.8%	1069%	28.0%	963.9%	100.0%	75.9%	56.7%	165.9%	114.8%	33.6%
QoQ	-84.7%	489.2%	20.4%	17.7%	27.4%	10.8%	5.9%	4.8%	-	-	-
영업이익률	0.7%	3.9%	4.7%	5.2%	6.5%	6.8%	7.2%	7.3%	3.7%	7.0%	8.6%

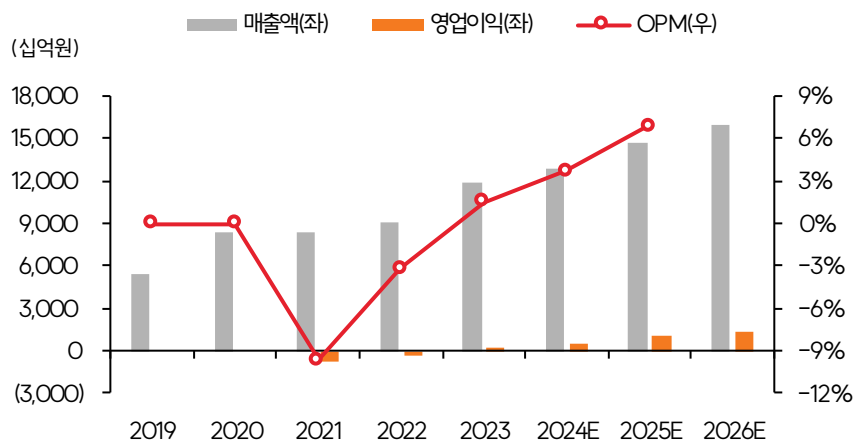
자료: Quantwise, SK 증권 추정

HD 현대중공업 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'26년 예상 BPS	(A)	원	87,505	
Target P/B	(B)	배	2.2	
주당주주가치	(C)	원	192,511	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	193,000	
현재주가	(E)	원	152,400	2024년 7월 9일 종가
상승여력	(F)	%	26.6	(F) = (D-E)/(E)

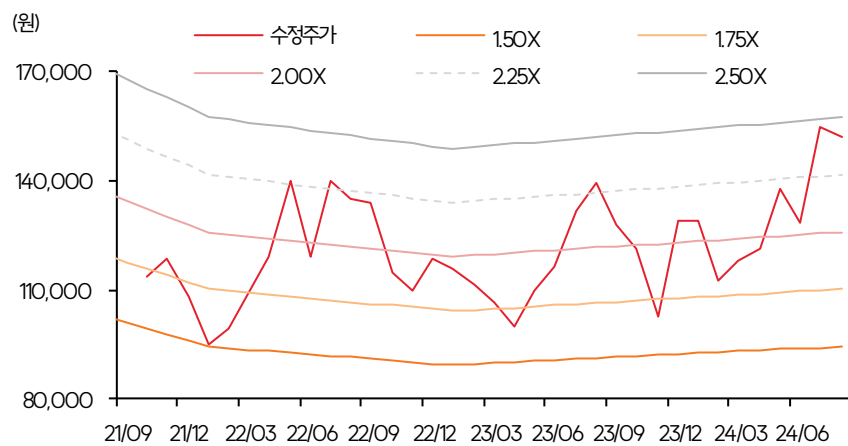
자료: SK 증권 추정

HD 현대중공업 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



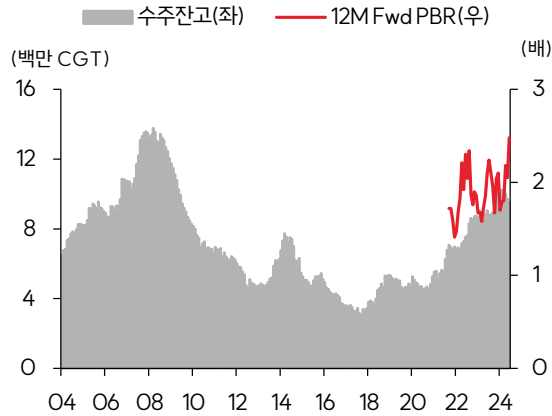
자료: HD 현대중공업, SK 증권 추정

HD 현대중공업 PBR Band Chart



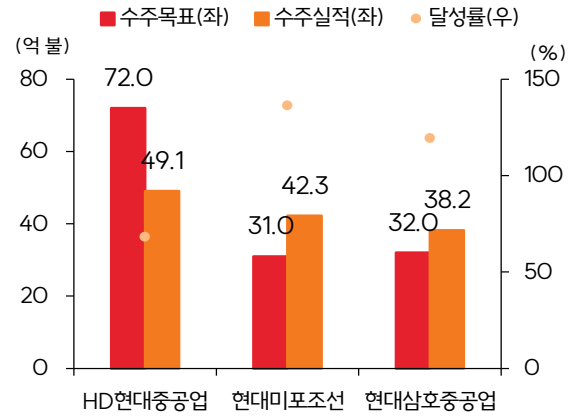
자료: Bloomberg, SK 증권

HD 현대중공업 수주잔고 및 PBR 추이



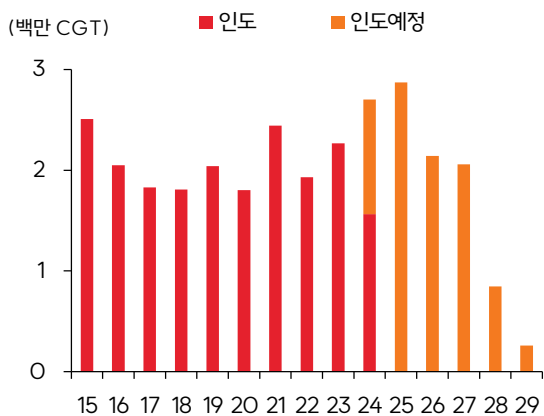
자료: Clarksons, Quantwise, SK 증권

HD 현대 조선 3사 2024년 수주목표 및 달성률



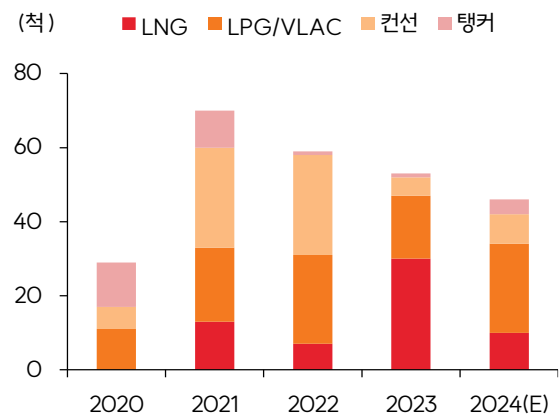
자료: 각 사, SK 증권

HD 현대중공업 인도 및 인도예정 선박 규모



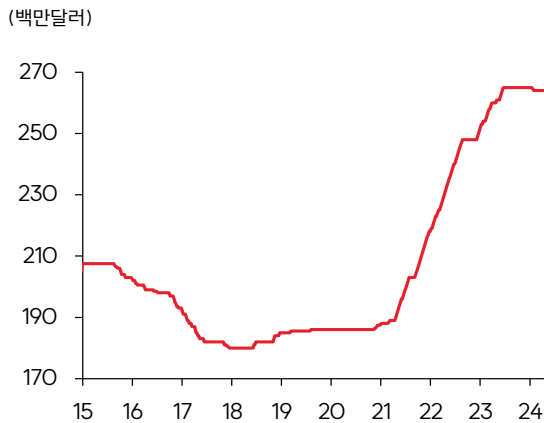
자료: Clarksons, SK 증권

HD 현대중공업 주요 선종별 수주 척 수 및 전망



자료: Clarksons, HD 현대중공업, SK 증권 추정

174K-CBMLNGC 선가 추이



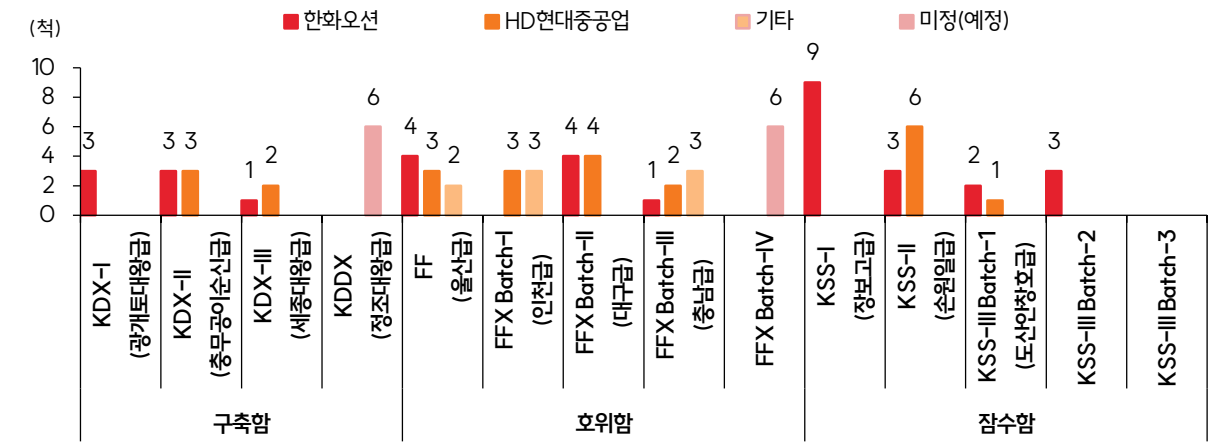
자료: Clarksons, SK 증권

한국형 차기 구축함(KDDX) 사업 내용

구분	내용
사업 내용	6000t급 미니 이지스함 6척 건조(~2030년)
총사업비	설계비 1.8조원 건조비 6.0조원
진행과정	1. 개념설계 - 대우조선해양 (한화오션) 2. 기본설계 - HD현대중공업 3. 상세설계 및 초도함 건조 (올해 입찰 예정) 4. 후속함 건조
특징	- 선체, 전투체계, 다기능 레이더 등 각종 무장 의 국산화 - 차세대 구축함 건조시 글로벌 함정 시장 진출을 위한 레퍼런스

자료: 산업자료, SK 증권

국내 함정(수상함&잠수함) 사업 수주



자료 : 각 사, SK 증권

HD 현대중공업 해외 함정 수주

계약연도	인도연도	국가	함정 종류	척 수	규모(톤)	계약금액(억원)
-	1988	뉴질랜드	군수지원함	1	8,400	-
1995	1997	방글라데시	경비함	1	600	160
1998	2001	베네수엘라	군수지원함	1	10,000	540
2016	2020	뉴질랜드	군수지원함	1	26,000	4,000
	2020	필리핀	호위함	2	2,600	3,700
2021	2025	필리핀	초계함	2	3,200	2,590
2022	2028	필리핀	원해경비함	6	2,200	7,449
2024	2029	페루	호위함	1	3,400	6,240
			원해경비함	1	2,200	
			상륙함	2	1,500	

자료: HD 현대중공업, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,001	8,800	9,093	9,929	10,398
현금및현금성자산	744	928	1,577	2,095	1,551
매출채권 및 기타채권	1,132	1,384	1,438	1,567	1,702
재고자산	1,377	1,310	1,626	1,576	1,711
비유동자산	8,289	8,334	8,513	8,481	8,280
장기금융자산	732	533	640	754	818
유형자산	6,237	6,452	6,278	6,107	5,856
무형자산	100	108	132	157	143
자산총계	16,289	17,134	17,605	18,410	18,678
유동부채	9,072	9,945	9,917	9,775	8,878
단기금융부채	1,833	1,928	1,679	1,594	1,432
매입채무 및 기타채무	1,124	1,515	1,979	1,987	1,974
단기충당부채	901	180	241	251	272
비유동부채	1,930	1,981	2,023	2,031	2,032
장기금융부채	1,610	1,884	1,921	1,921	1,921
장기매입채무 및 기타채무	0	4	3	3	3
장기충당부채	280	51	59	66	67
부채총계	11,002	11,926	11,940	11,806	10,910
지배주주지분	5,288	5,207	5,665	6,604	7,768
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,118	3,123	3,123	3,123	3,123
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	845	773	1,249	2,188	3,352
비지배주주지분	0	0	-0	-0	-0
자본총계	5,288	5,207	5,665	6,604	7,768
부채와자본총계	16,289	17,134	17,605	18,410	18,678

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	71	169	526	901	29
당기순이익(손실)	-352	25	464	939	1,164
비현금성항목등	120	292	342	372	486
유형자산감가상각비	246	268	268	251	251
무형자산상각비	8	10	13	15	14
기타	-135	14	62	105	221
운전자본감소(증가)	344	-77	-184	-305	-1,349
매출채권및기타채권의감소(증가)	-251	-228	92	-129	-135
재고자산의감소(증가)	-478	67	-317	51	-136
매입채무및기타채무의증가(감소)	-248	371	-23	7	-13
기타	-45	-73	-136	-187	-471
법인세납부	-5	-2	-39	-82	-199
투자활동현금흐름	-518	-478	-433	-264	-65
금융자산의감소(증가)	-9	30	-17	-29	-52
유형자산의감소(증가)	-472	-469	-112	-80	0
무형자산의감소(증가)	-29	-36	-36	-40	0
기타	-8	-4	-268	-115	-13
재무활동현금흐름	-933	503	-538	-84	-163
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-353	-84	-163
장기금융부채의증가(감소)	-10	-14	199	0	0
자본의증가(감소)	0	5	-1	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-923	512	-383	0	0
현금의 증가(감소)	-1,393	184	649	518	-544
기초현금	2,137	744	928	1,577	2,095
기말현금	744	928	1,577	2,095	1,551
FCF	-400	-300	414	821	29

자료 : HD현대중공업, SK증권

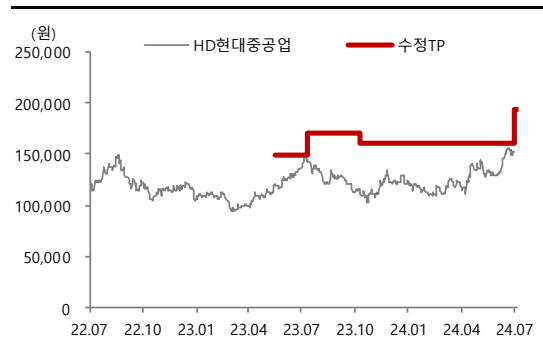
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	9,045	11,964	12,853	14,654	15,914
매출원가	8,883	11,309	11,887	13,093	13,934
매출총이익	163	655	966	1,561	1,980
매출총이익률(%)	18	5.5	7.5	10.7	12.4
판매비와 관리비	452	476	491	540	616
영업이익	-289	179	475	1,020	1,363
영업이익률(%)	-3.2	1.5	3.7	7.0	8.6
비영업손익	-132	-144	28	0	0
순금융손익	-61	-83	-68	-24	-73
외환관련손익	23	10	103	39	51
관계기업등 투자손익	-1	-0	-0	0	0
세전계속사업이익	-421	34	503	1,020	1,363
세전계속사업이익률(%)	-4.7	0.3	3.9	7.0	8.6
계속사업법인세	-69	10	39	82	199
계속사업이익	-352	25	464	939	1,164
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-352	25	464	939	1,164
순이익률(%)	-3.9	0.2	3.6	6.4	7.3
지배주주	-352	25	464	939	1,164
지배주주귀속 순이익률(%)	-3.9	0.2	3.6	6.4	7.3
비지배주주	0	0	-0	-0	-0
총포괄이익	-306	-85	459	939	1,164
지배주주	-306	-85	459	939	1,164
비지배주주	0	-0	-0	-0	-0
EBITDA	-35	457	755	1,287	1,628

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	88	32.3	7.4	14.0	8.6
영업이익	적지	흑전	165.9	114.8	33.6
세전계속사업이익	적지	흑전	1,364.0	102.8	33.6
EBITDA	적지	흑전	65.4	70.4	26.5
EPS	적지	흑전	1,781.3	102.1	24.0
수익성 (%)					
ROA	-2.2	0.1	2.7	5.2	6.3
ROE	-6.5	0.5	8.5	15.3	16.2
EBITDA마진	-0.4	3.8	5.9	8.8	10.2
안정성 (%)					
유동비율	88.2	88.5	91.7	101.6	117.1
부채비율	208.1	229.0	210.8	178.8	140.4
순차입금/자기자본	41.8	47.0	25.5	12.3	14.7
EBITDA/이자비용(배)	-0.3	3.5	5.6	10.8	16.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-3,966	278	5,232	10,574	13,112
BPS	59,566	58,660	63,819	74,393	87,505
CFPS	-1,102	3,410	8,389	13,579	16,100
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-29.2	463.9	29.1	14.4	11.6
PBR	1.9	2.2	2.4	2.0	1.7
PCR	-105.3	37.8	18.2	11.2	9.5
EV/EBITDA	-358.6	30.4	19.8	11.1	9.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.10	매수	193,000원	6개월		
2023.10.19	매수	160,000원	6개월	-22.74%	-2.25%
2023.07.20	매수	170,000원	6개월	-25.35%	-16.12%
2023.05.24	매수	149,000원	6개월	-12.48%	-0.81%



Compliance Notice

작성자(한승한)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 기관투자자 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 (2024년 07월 10일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

HD 현대미포 (010620/KS)

예상보다 빠른 분기 흑전 예상

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 115,000 원(상향)

현재주가: 95,800 원

상승여력: 20.0%

2Q24 Preview: 실적 서프라이즈, 예상보다 빠른 분기 흑전 예상

2Q24 연결 매출액은 1조 490억원(+1.5% YoY, +4.9% QoQ), 영업이익은 44억원(흑전 YoY, 흑전 QoQ)을 기록하면서 기존 예상 대비 1개 분기 빠른 분기 흑자 전환에 성공한 것으로 추정한다. 외주단가 인상이 일부 있었음에도 불구하고 놀라운 실적 시현의 근거로는 1) 선주 측의 요구로 Ro-Pax 2 척이 취소되고, 컨선 건조 비중이 감소하면서 고선가 P/C 선의 조기투입 효과와 2) 강재가 환입요인 및 P/C 선의 강재가 비중이 이전 건조 선종 대비 높기 때문에 그 효과가 이번 분기에 더 크게 나타난 점, 그리고 3) 원/달러 강세에 따른 환차익 등의 요인 때문인 것으로 추정된다.

주력 선종의 강한 발주세와 높은 선가, 실적 개선에 대한 컨빅션 견고

동사의 현재까지 수주실적 42.3 억불 달성하며 이미 올해 수주목표인 31 억불을 초과 달성한 상황이다. 특히 주력 선종인 P/C 선의 수주세가 돋보였으며, 올해 현재까지 52 척 수주하면서 전고점인 '17년 51 척을 이미 뛰어넘을 정도로 우호적인 발주 환경이라는 것을 확인할 수 있다. 해당 선종의 계약 선가 또한 계속해서 높아지는 중으로 향후 실적 개선에 대한 컨빅션 견고해지는 요인으로 작용할 예정이다. MR 탱커 뿐만 아니라 중형가스선(MGC) 및 액화이산화탄소운반선(LCO2C) 시장 개화에 따른 추가적인 수주 모멘텀 또한 기대해볼 수 있다.



Analyst
한승한

shane.han@sk.com
3773-9992

Company Data

발행주식수	3,994 만주
시가총액	3,826 십억원
주요주주	
에이치디한국조선해양(외4)	42.85%
국민연금공단	10.20%

Stock Data

주가(24/07/09)	95,800 원
KOSPI	2,867.38 pt
52주 최고가	96,900 원
52주 최저가	59,100 원
60일 평균 거래대금	24 십억원

주가 및 상대수익률



투자의견 매수 유지, 목표주가 115,000 원으로 상향

HD 현대미포에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 9만원에서 11.5만원으로 상향한다. 목표주가 상향은 예상보다 빠른 공정안정화에 따라 실적 추정치 상향 조정에 따른 것이며, '26년 예상 BPS 63,331원에 Target P/B 1.8 배를 적용하여 산출했다. 중소형 선박 조선사 특성상 건조 리드타임이 대형사 대비 짧다는 점과 수주잔고에 남아있는 선박들의 계약 선가가 이전 대비 점진적으로 높게 형성되어 있다는 점을 고려하면 동사의 실적 개선 속도는 조선주 내 가장 빠를 것이라는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,887	3,717	4,039	4,289	4,919	5,372
영업이익	십억원	-217	-109	-153	31	256	425
순이익(지배주주)	십억원	-160	-45	-143	43	187	321
EPS	원	-3,998	-1,116	-3,579	1,078	4,672	8,035
PER	배	-17.5	-75.7	-23.7	88.9	20.5	11.9
PBR	배	1.3	1.6	1.7	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	배	-15.7	-63.4	-44.4	36.8	11.3	7.1
ROE	%	-7.1	-2.1	-7.0	2.2	8.8	13.6

HD 현대미포 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,000	1,049	1,098	1,142	1,190	1,237	1,234	1,258	4,289	4,919	5,372
YoY	10.0%	1.5%	10.4%	3.6%	18.9%	17.9%	12.5%	10.2%	6.2%	14.7%	9.2%
QoQ	-9.3%	4.9%	4.6%	4.0%	4.2%	4.0%	-0.2%	1.9%	-	-	-
영업이익	-11	4	12	26	44	64	69	79	31	256	425
YoY	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	1372.4%	475.3%	207.2%	흑전	726.6%	66.1%
QoQ	적지	흑전	175.1%	113.4%	70.9%	46.8%	7.5%	13.9%	-	-	-
영업이익률	-1.1%	0.4%	1.1%	2.2%	3.7%	5.2%	5.6%	6.3%	0.7%	5.2%	7.9%

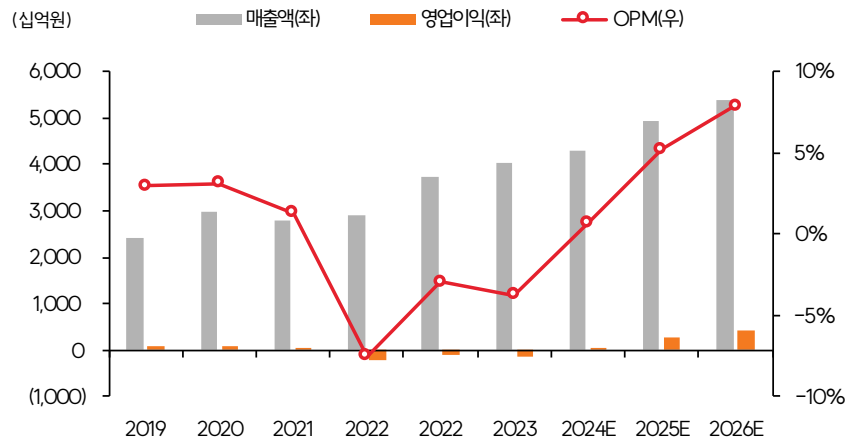
자료: Quantiwise, SK 증권 추정

HD 현대미포 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'26년 예상 BPS	(A)	원	63,331	
Target P/B	(B)	배	1.8	
주당주주가치	(C)	원	113,996	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	115,000	
현재주가	(E)	원	95,800	2024년 7월 9일 종가
상승여력	(F)	%	20.0	(F) = (D-E)/(E)

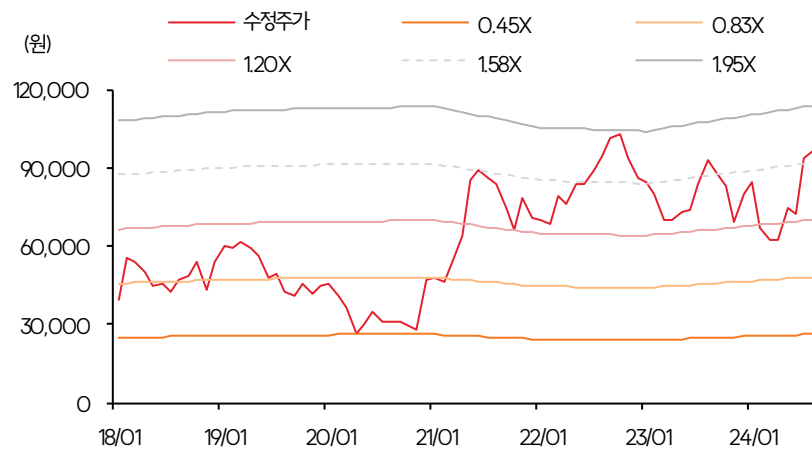
자료: SK 증권 추정

HD 현대미포 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



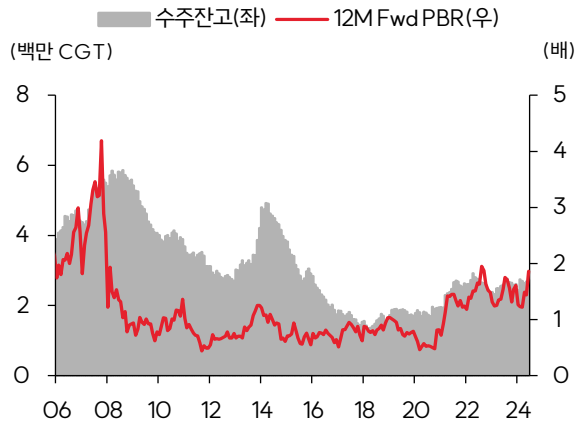
자료: HD 현대미포, SK 증권 추정

HD 현대미포 PBR Band Chart



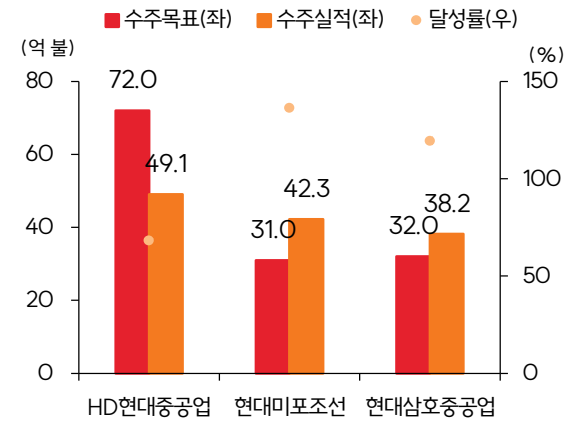
자료: Bloomberg, SK 증권

HD 현대미포 수주잔고 및 PBR 추이



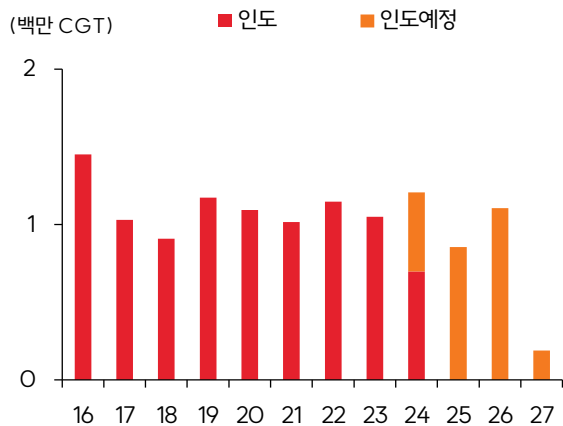
자료: Clarksons, Quantwise, SK 증권

HD 현대그룹 조선 3사 2024년 조선/해양 수주목표 및 실적



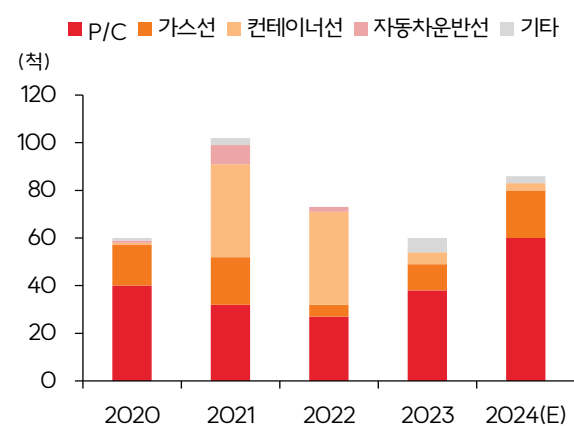
자료: 각 사, SK 증권

HD 현대미포 인도 및 인도예정 선박 규모



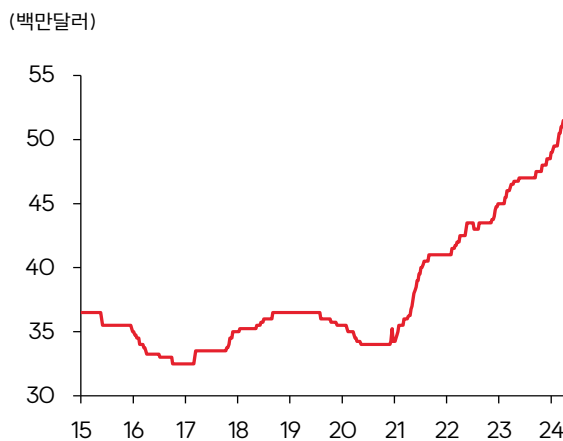
자료: Clarksons, SK 증권

HD 현대미포 주요 선종별 수주 척 수 및 전망



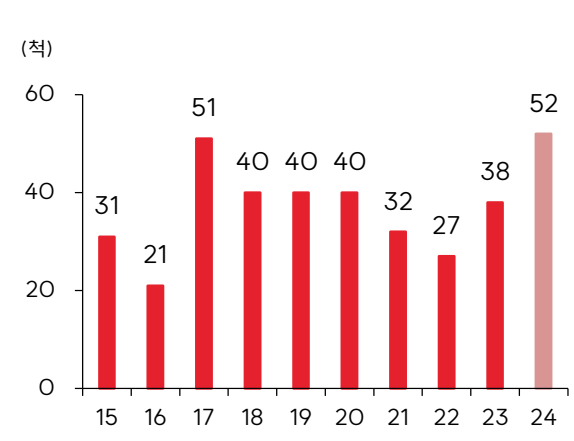
자료: HD 현대미포, SK 증권 추정

MR 탱커 선가 추이



자료: Clarksons, SK 증권

HD 현대미포 P/C 선 수주 척 수 추이



자료: HD 현대미포, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,724	2,799	2,798	3,162	3,645
현금및현금성자산	490	310	554	682	946
매출채권 및 기타채권	87	165	155	168	184
재고자산	293	230	281	304	332
비유동자산	2,024	2,110	2,189	2,216	2,163
장기금융자산	136	111	132	151	163
유형자산	1,702	1,757	1,756	1,764	1,698
무형자산	9	15	15	15	15
자산총계	4,748	4,909	4,988	5,378	5,808
유동부채	2,499	2,735	2,682	2,857	2,916
단기금융부채	212	536	314	317	329
매입채무 및 기타채무	566	456	678	742	766
단기충당부채	145	74	42	51	55
비유동부채	74	158	238	238	240
장기금융부채	54	139	218	218	218
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	8	7	7	7	8
부채총계	2,573	2,894	2,920	3,096	3,157
지배주주지분	2,135	1,970	2,016	2,202	2,523
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	82	82	82	82	82
기타자본구성요소	-41	-41	-41	-41	-41
자기주식	-6	-6	-6	-6	-6
이익잉여금	1,600	1,428	1,471	1,658	1,979
비지배주주지분	40	45	52	80	128
자본총계	2,175	2,015	2,068	2,282	2,651
부채와자본총계	4,748	4,909	4,988	5,378	5,808

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	208	-533	472	235	313
당기순이익(손실)	-44	-139	49	214	369
비현금성항목등	50	44	85	139	123
유형자산감가상각비	61	69	72	72	66
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-11	-26	13	67	57
운전자본감소(증가)	196	-438	358	-51	-94
매출채권및기타채권의감소(증가)	-24	-72	20	-13	-15
재고자산의감소(증가)	-23	63	-47	-23	-28
매입채무및기타채무의증가(감소)	135	-149	115	63	24
기타	4	-2	-36	-139	-177
법인세납부	-2	-3	-15	-71	-93
투자활동현금흐름	-47	-112	-132	-104	5
금융자산의감소(증가)	72	14	0	-6	-10
유형자산의감소(증가)	-113	-116	-58	-80	0
무형자산의감소(증가)	-5	-10	-1	0	0
기타	-1	1	-73	-18	15
재무활동현금흐름	-72	464	-188	3	13
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-42	3	13
장기금융부채의증가(감소)	-2	-2	-2	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-70	465	-144	0	0
현금의 증가(감소)	90	-180	244	128	264
기초현금	400	490	310	554	682
기말현금	490	310	554	682	946
FCF	95	-649	414	155	313

자료 : HD현대미포, SK증권 추정

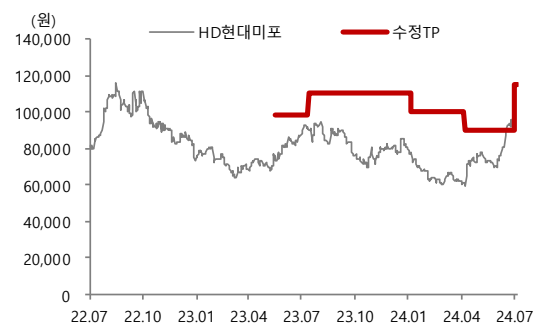
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,717	4,039	4,289	4,919	5,372
매출원가	3,704	4,070	4,105	4,489	4,758
매출총이익	13	-31	184	430	613
매출총이익률(%)	0.3	-0.8	4.3	8.7	11.4
판매비와 관리비	122	122	153	174	188
영업이익	-109	-153	31	256	425
영업이익률(%)	-2.9	-3.8	0.7	5.2	7.9
비영업손익	46	-4	34	30	37
순금융손익	8	2	-5	4	10
외환관련손익	60	28	93	29	27
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-63	-157	65	286	462
세전계속사업이익률(%)	-1.7	-3.9	1.5	5.8	8.6
계속사업법인세	-19	-18	16	71	93
계속사업이익	-44	-139	49	214	369
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-44	-139	49	214	369
순이익률(%)	-1.2	-3.4	1.2	4.4	6.9
지배주주	-45	-143	43	187	321
지배주주귀속 순이익률(%)	-1.2	-3.5	1.0	3.8	6.0
비지배주주	1	4	6	28	48
총포괄이익	-25	-160	54	214	369
지배주주	-29	-165	35	140	241
비지배주주	3	5	19	74	128
EBITDA	-48	-84	103	328	491

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	28.7	8.7	6.2	14.7	9.2
영업이익	적지	적지	흑전	726.6	66.2
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	337.8	61.7
EBITDA	적지	적지	흑전	217.0	50.0
EPS	적지	적지	흑전	333.4	72.0
수익성 (%)					
ROA	-1.0	-2.9	1.0	4.1	6.6
ROE	-2.1	-7.0	2.2	8.8	13.6
EBITDA마진	-1.3	-2.1	2.4	6.7	9.1
안정성 (%)					
유동비율	109.0	102.3	104.3	110.7	125.0
부채비율	118.3	143.6	141.2	135.6	119.1
순차입금/자기자본	-16.1	13.7	-5.8	-11.0	-19.4
EBITDA/이자비용(배)	-9.5	-6.0	4.0	14.1	69.3
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-1,116	-3,579	1,078	4,672	8,035
BPS	53,608	49,485	50,624	55,296	63,331
CFPS	405	-1,844	2,891	6,467	9,686
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-75.7	-23.7	88.9	20.5	11.9
PBR	1.6	1.7	1.9	1.7	1.5
PCR	208.8	-46.0	33.1	14.8	9.9
EV/EBITDA	-63.4	-44.4	36.8	11.3	7.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.10	매수	115,000원	6개월		
2024.04.15	매수	90,000원	6개월	-14.06%	7.67%
2024.01.15	매수	100,000원	6개월	-34.86%	-25.40%
2023.07.21	매수	110,000원	6개월	-25.47%	-14.36%
2023.05.24	매수	98,000원	6개월	-14.36%	-5.31%
2022.11.10	매수	105,000원	6개월	-27.13%	-10.48%
2021.11.29	매수	97,000원	6개월	-11.35%	19.59%



Compliance Notice

작성자(한승한)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 기관투자자 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 (2024년 07월 10일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

삼성중공업 (010140/KS)

변수 없이 컨센서스 부합 예상

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 12,000 원(유지)

현재주가: 9,700 원

상승여력: 23.7%



Analyst
한승한

shane.han@sk.com
3773-9992

Company Data

발행주식수 88,000 만주

시가총액 8,536 십억원

주요주주

삼성전자(외8) 20.87%

국민연금공단 8.05%

Stock Data

주가(24/07/09) 9,700 원

KOSPI 2,867.38 pt

52주 최고가 10,170 원

52주 최저가 6,820 원

60일 평균 거래대금 82 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Preview: 순조로운 항해 이어가며 시장 예상치 부합 예상

2Q24 연결 매출액은 2 조 4,287 억원(+24.8% YoY, +3.4% QoQ), 영업이익은 852 억원(+44.6% YoY, +9.4% QoQ)을 기록하면서 컨센서스에 부합한 것으로 추정된다. LNGC 건조 비중의 점진적인 확대와 더불어 이번 분기에는 외주단가 상승 및 공정 안정화 관련 일회성 비용이 발생하지 않은 것으로 파악되며, 환헷지 100% 전략을 고수하고 있기 때문에 안정적인 실적 개선세 계속해서 이어가는 중이다. 올해 4 월부터 Petronas ZLNG 건조에 착수했으나 유의미한 공정 투입이 발생하지 않았기에 약 1천억원의 매출만 발생한 것으로 추정된다.

상반기는 예상대로, 하반기 수주와 실적이 더 기대된다

동사는 올해 수주목표 97 억불(조선 72 억불, 해양 25 억불) 중 약 50%(49 억불)을 달성했다. 하반기 ADNOC 항 후속 옵션 LNGC 물량과 카타르에너지의 16MTPA LNG 생산 확장에 따른 Q-Max LNGC 물량 또한 기대해볼 수 있으며, 탑-티어 선사 중 한 곳과 컨테이너선 건조 계약을 놓고 협의 중인 것으로 추정된다. LPGC/VLAC 화물창의 경우 세진중공업으로부터 연 2 척 분을 공급받을 예정이며, 중국 영성 쪽 부지를 활용하여 내재화 계획을 검토 중인 파악됨에 따라 추가적인 VLAC 수주 기대해본다. 해양플랜트의 경우 Coral Sul #2 FLNG 를 올해 4 분기 내 수주할 것으로 예상한다. Petronas ZLNG 의 본격적인 건조는 3Q24 부터 잡힐 예정으로, 하반기 약 7 천억원의 매출액이 발생하면서 고선가 건조 비중 확대와 함께 실적 개선세를 견인할 전망이다. 작년에 이어 올해 수주와 실적 가이던스 모두 무난하게 초과 달성할 수 있을 것으로 예상된다.

투자의견 매수 및 목표주가 12,000 원 유지

삼성중공업에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 12,000 원 유지한다. '26 년 예상 BPS 6,287 원에 Target P/B 1.9 배를 적용하여 산출했다. 조선 3 사 중 변수 없이 가장 안정적인 실적개선세 보여주고 있으며, 올해 하반기부터 내년까지 상선에 더해 수익성 높은 FLNG 의 본격적인 공정 인식에 따른 이익 성장이 기대된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	6,622	5,945	8,009	10,090	11,565	12,594
영업이익	십억원	-1,312	-854	233	460	835	1,144
순이익(지배주주)	십억원	-1,445	-619	-148	288	687	862
EPS	원	-1,642	-704	-168	328	781	979
PER	배	-3.5	-7.3	-46.0	29.6	12.4	9.9
PBR	배	1.2	1.3	2.0	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	배	-5.7	-9.3	19.5	12.7	8.3	6.3
ROE	%	-36.9	-16.1	-4.2	7.8	15.9	16.9

삼성중공업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,348	2,429	2,562	2,751	2,742	2,828	2,885	3,110	10,090	11,565	12,594
YoY	46.3%	24.8%	26.5%	13.1%	16.8%	16.4%	12.6%	13.1%	26.0%	14.6%	14.6%
QoQ	-3.5%	3.4%	5.5%	7.3%	-0.3%	3.1%	2.0%	7.8%	-	-	-
영업이익	78	85	129	169	178	195	220	242	460	835	1,144
YoY	298.2%	44.6%	69.5%	113.5%	128.0%	129.2%	70.8%	43.6%	97.3%	81.3%	37.1%
QoQ	-1.4%	9.4%	51.0%	31.2%	5.2%	10.0%	12.6%	10.2%	-	-	-
영업이익률	3.3%	3.5%	5.0%	6.1%	6.5%	6.9%	7.6%	7.8%	4.6%	7.2%	9.1%

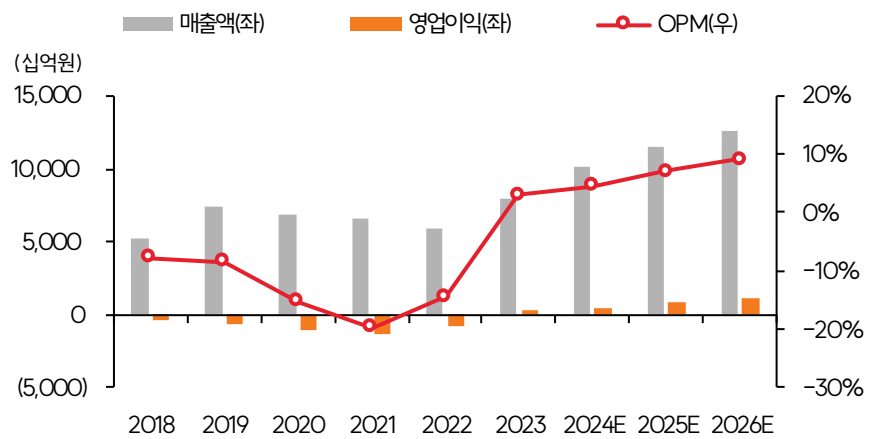
자료: Quantwise, SK 증권 추정

삼성중공업 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'25년 BPS	(A)	원	6,287	
Target P/B	(B)	배	1.9	
주당주가가치	(C)	원	11,945	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	12,000	
현재주가	(E)	원	9,700	2024년 7월 9일 종가
상승여력	(F)	%	23.7	(F) = (D-E)/(E)

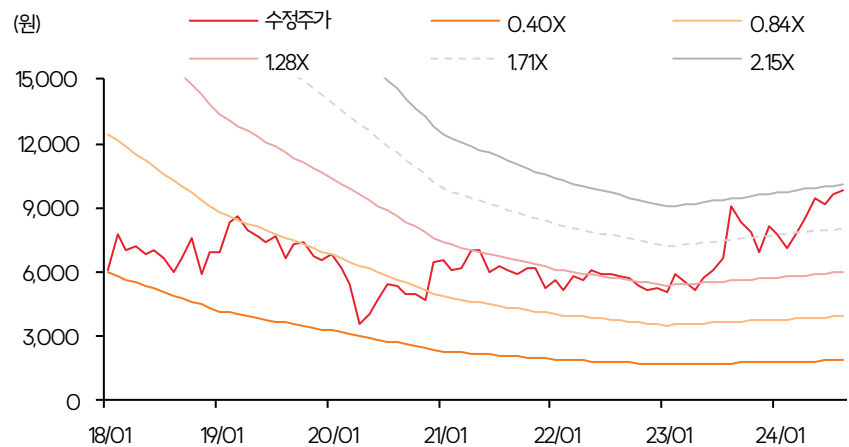
자료: 삼성중공업, SK 증권 추정

삼성중공업 실적 추이 및 전망



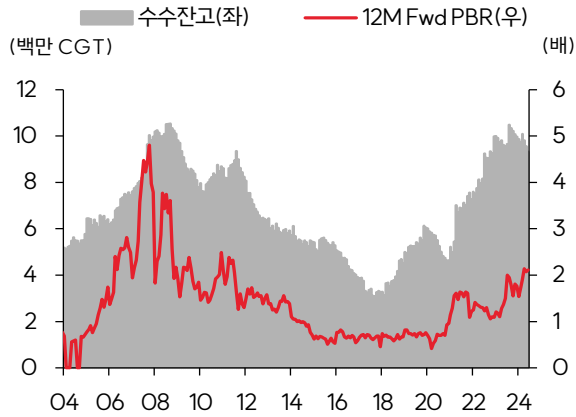
자료: 삼성중공업, SK 증권 추정

삼성중공업 PBR Band Chart



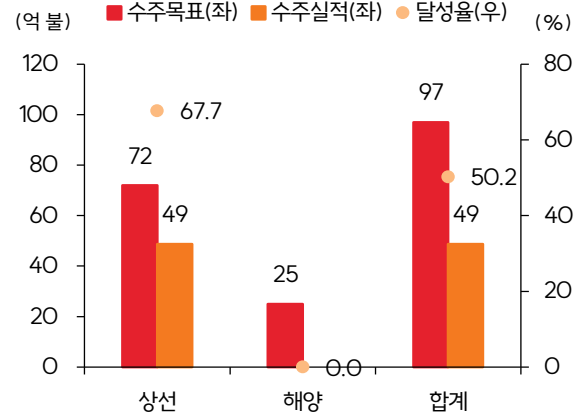
자료: Bloomberg, SK 증권

삼성중공업 수주잔고 및 PBR 추이



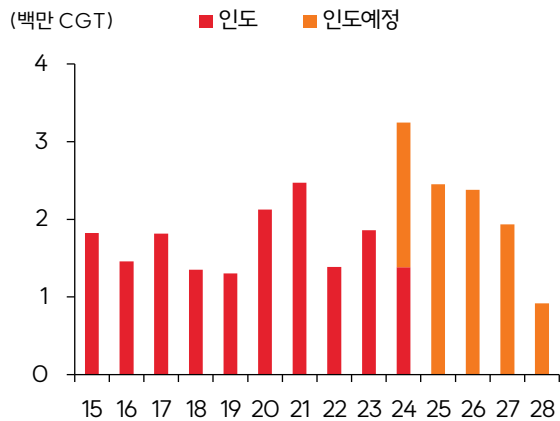
자료: Clarksons, Quantwise, SK 증권

삼성중공업 2024년 수주목표 및 달성률



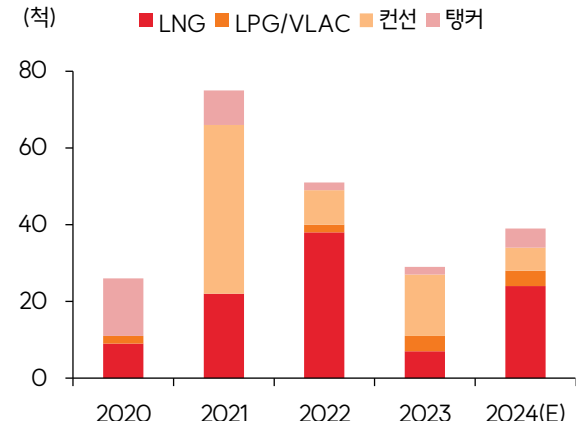
자료: 삼성중공업, SK 증권

삼성중공업 인도 및 인도예정 선박 규모



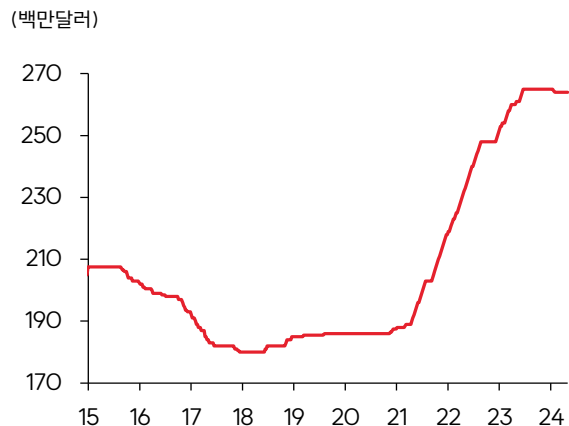
자료: 삼성중공업, Clarksons, SK 증권

삼성중공업 주요 선종별 수주 척 수 및 전망



자료: 삼성중공업, SK 증권 추정

174K-CBMLNGC 선가 추이



자료: Clarksons, SK 증권

삼성중공업의 FLNG 포트폴리오

프로젝트	투입지역	CAPA (백만톤/년)	수주금액 (억 달러)	프로젝트 진행현황
Prelude	호주	3.0	36	2011년 수주, 2017년 인도
Pretrons DUA	말레이시아	1.6	15	2014년 수주, 2020년 인도
Coral Sul #1	모잠비크	3.4	25	2017년 수주, 2021년 출항
Petronas ZLNG	말레이시아	2.2	15	2023년 1월 수주
Pembina Cedar	캐나다	3.0	23	2023년 12월 수주
Coral Sul #2	모잠비크	3.4	25(예상)	2H24 수주 예상
Delfin	미국	3.5	15(예상)	25년 수주 예상
Ksi Lisims	캐나다	6.0	15(예상)	25년 수주 예상

자료: 삼성중공업, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,412	9,245	9,732	10,414	11,137
현금및현금성자산	919	584	1,312	898	765
매출채권 및 기타채권	774	545	326	535	583
재고자산	1,574	1,729	726	809	881
비유동자산	6,080	6,348	6,514	6,380	6,198
장기금융자산	472	539	821	913	987
유형자산	5,235	5,209	5,027	4,800	4,547
무형자산	26	27	27	28	25
자산총계	14,492	15,593	16,245	16,794	17,335
유동부채	9,216	11,232	11,413	11,431	11,339
단기금융부채	3,053	3,786	3,847	3,493	3,311
매입채무 및 기타채무	810	931	1,704	1,850	1,872
단기충당부채	1,300	1,085	470	644	701
비유동부채	1,704	952	941	930	884
장기금융부채	1,603	849	846	846	846
장기매입채무 및 기타채무	50	59	50	50	50
장기충당부채	29	30	46	35	38
부채총계	10,920	12,184	12,354	12,361	12,223
지배주주지분	3,594	3,439	3,984	4,671	5,533
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496
기타자본구성요소	-970	-970	-970	-970	-970
자기주식	-970	-970	-970	-970	-970
이익잉여금	-1,959	-2,169	-1,880	-1,193	-331
비지배주주지분	-23	-30	-93	-238	-421
자본총계	3,572	3,409	3,891	4,433	5,112
부채와자본총계	14,492	15,593	16,245	16,794	17,335

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-1,693	-516	1,116	246	622
당기순이익(손실)	-627	-156	227	542	679
비현금성항목등	-86	639	446	515	601
유형자산감가상각비	197	238	281	267	253
무형자산상각비	2	3	3	3	3
기타	-285	398	163	244	345
운전자본감소(증가)	-961	-716	636	-570	-313
매출채권및기타채권의감소(증가)	-498	235	217	-209	-48
재고자산의감소(증가)	-36	43	1,068	-83	-72
매입채무및기타채무의증가(감소)	162	125	169	146	22
기타	-50	-292	-228	-336	-578
법인세납부	-31	-8	-34	-96	-233
투자활동현금흐름	1,102	-195	-443	-282	-301
금융자산의감소(증가)	455	-71	-242	-142	-227
유형자산의감소(증가)	261	-152	-64	-40	0
무형자산의감소(증가)	1	-0	-4	-4	0
기타	386	28	-133	-97	-74
재무활동현금흐름	947	376	-464	-354	-182
단기금융부채의증가(감소)	-130	-75	-439	-354	-182
장기금융부채의증가(감소)	916	500	86	0	0
자본의증가(감소)	-992	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	1,152	-49	-111	0	0
현금의 증가(감소)	348	-335	728	-414	-133
기초현금	571	919	584	1,312	898
기말현금	919	584	1,312	898	765
FCF	-1,432	-668	1,052	206	622

자료 : 삼성중공업, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	5,945	8,009	10,090	11,565	12,594
매출원가	6,407	7,364	9,185	10,209	10,757
매출총이익	-462	645	905	1,355	1,837
매출총이익률(%)	-7.8	8.1	9.0	11.7	14.6
판매비와 관리비	392	412	445	521	693
영업이익	-854	233	460	835	1,144
영업이익률(%)	-14.4	2.9	4.6	7.2	9.1
비영업손익	300	-529	-196	-197	-232
순금융손익	-84	-146	-159	-145	-112
외환관련손익	40	37	-18	-2	0
관계기업등 투자손익	-1	-0	0	0	0
세전계속사업이익	-555	-296	265	637	912
세전계속사업이익률(%)	-9.3	-3.7	2.6	5.5	7.2
계속사업법인세	73	-140	37	96	233
계속사업이익	-627	-156	227	542	679
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-627	-156	227	542	679
순이익률(%)	-10.6	-1.9	2.3	4.7	5.4
지배주주	-619	-148	288	687	862
지배주주귀속 순이익률(%)	-10.4	-1.9	2.9	5.9	6.8
비지배주주	-8	-7	-61	-146	-182
총포괄이익	-525	-163	482	542	679
지배주주	-517	-155	488	549	688
비지배주주	-9	-8	-6	-7	-9
EBITDA	-655	474	744	1,105	1,400

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	-10.2	34.7	26.0	14.6	8.9
영업이익	적지	흑전	97.3	81.3	37.1
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	140.9	43.1
EBITDA	적지	흑전	57.0	48.5	26.7
EPS	적지	적지	흑전	138.4	25.4
수익성 (%)					
ROA	-4.7	-1.0	1.4	3.3	4.0
ROE	-16.1	-4.2	7.8	15.9	16.9
EBITDA마진	-11.0	5.9	7.4	9.6	11.1
안정성 (%)					
유동비율	91.3	82.3	85.3	91.1	98.2
부채비율	305.7	357.4	317.5	278.8	239.1
순차입금/자기자본	45.8	71.8	23.6	18.8	10.9
EBITDA/이자비용(배)	-6.6	2.7	4.1	6.4	10.4
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-704	-168	328	781	979
BPS	4,084	3,908	4,526	5,307	6,287
CFPS	-477	105	650	1,088	1,270
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-7.3	-46.0	29.6	12.4	9.9
PBR	1.3	2.0	2.1	1.8	1.5
PCR	-10.7	73.8	14.9	8.9	7.6
EV/EBITDA	-9.3	19.5	12.7	8.3	6.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.04.15	매수	12,000원	6개월		
2023.07.20	매수	11,000원	6개월	-27.84%	-16.64%
2023.05.24	매수	7,800원	6개월	-11.38%	9.74%
2022.11.10	중립	5,500원	6개월	-2.90%	9.82%
2021.08.23	중립	5,620원	6개월	1.65%	14.76%



Compliance Notice

작성자(한승한)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 기관투자자 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 (2024년 07월 10일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

한화오션 (042660/KS)

줄건 쥐, 하반기를 기대하자

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 35,000 원(유지)

현재주가: 30,250 원

상승여력: 15.7%



Analyst
한승한

shane.han@sk.com
3773-9992

Company Data

발행주식수	30,643 만주
시가총액	9,267 십억원
주요주주	
한화에어로스페이스(외4)	46.29%
한국산업은행	19.50%

Stock Data

주가(24/07/09)	30,250 원
KOSPI	2,867.38 pt
52주 최고가	43,444 원
52주 최저가	21,400 원
60일 평균 거래대금	60 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Preview: 컨센서스 대폭 하회하며 영업적자 기록 예상

2Q24 연결 매출액 2 조 4,076 억원(+32.2% YoY, +5.4% QoQ), 영업적자 22 억원(적지 YoY, 적전 QoQ)을 기록하면서 컨센서스 큰 폭 하회한 것으로 추정된다. 1) 컨테이너선에 집중된 공정 지연으로 인해 공손충 설정과 2) 외주단가 인상이 주된 요인으로 작용한 것으로 파악된다. 다만 이번 분기 대폭의 충당금 설정 및 외주단가 인상으로 인해 올해 3분기부터는 관련 비용 발생하지 않을 것으로 예상됨에 따라 드라마틱한 실적 개선 폭 시현하며 분기 흑자 달성할 것으로 전망한다.

견고한 수주세, 하반기 함정 사업 가시화에 따른 특수선 모멘텀 기대

미국 필리조선소 인수에 따라 미국 본토(2, 3, 4 함대) 함정 MRO 수주 가능성 매우 높아졌으며, 아직 한화오션 USA Internation LLC 에 3 천억원 이상의 투자재원이 남아 있는 것으로 추정되기 때문에 추가 조선소 인수를 기대해본다. 캐나다&폴란드 잠수함 및 호주 호위함 프로젝트 등 시간이 지날수록 동사의 수주 기대감 및 가시성 높아지며 특수선 모멘텀 충분히 기대해 볼만하다. 한화그룹의 넥스트디케이드(NextDecade) 지분 투자를 통해 향후 Rio Grande 4, 5 번 액화트레인 FID 가 결정되면 해당 LNGC 물량 수주 가능성 높다는 판단이며, 현재 탑-티어 라이너와 컨테이너선 건조 계약을 협의 중인 것으로 파악되기 때문에 작년부터 이어진 동사의 상선 수주규모에 대한 지나친 우려는 하반기 갈수록 점진적으로 해소될 것으로 예상한다.

투자의견 매수 및 목표주가 35,000 원 유지

한화오션에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 기존 35,000 원을 유지한다. 목표주가는 '25 년 예상 BSP 15,841 원에 Target P/B 2.2 배를 적용하여 산출했다. 이번 분기 시장 예상치 크게 하회하는 실적 기록할 것으로 예상되나, 3분기부터는 공정 안정화에 따른 큰 폭의 실적 개선세 보여줄 전망이며, 올해 하반기부터 안정적인 실적 개선 모멘텀 가져갈 것으로 예상한다. 또한 미국 조선소 인수에 따른 미국 본토 함정 MRO 수주 가능성과 글로벌 잠수함 프로젝트 수주 기대감에 따른 특수선 프리미엄 이전 대비 높게 평가 받기에 충분하다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	7,030	4,487	4,860	7,408	9,693	10,430
영업이익	십억원	153	-1,755	-1,614	-196	193	439
순이익(지배주주)	십억원	87	-1,700	-1,745	160	173	372
EPS	원	683	-13,403	-13,757	522	566	1,215
PER	배	35.7	-1.5	-1.2	48.1	53.4	24.9
PBR	배	0.8	1.2	2.9	1.8	2.1	1.9
EV/EBITDA	배	15.2	-2.1	-2.7	-160.8	32.5	18.8
ROE	%	23	-55.9	-117.8	6.3	3.9	8.0

한화오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	2,283.6	2,407.6	2,441	2,561	2,596	2,605	2,551	2,677	7,408	9,693.2	10,430
YoY	58.6%	32.2%	27.4%	14.8%	13.7%	8.2%	4.5%	4.5%	52.4%	30.8%	7.60%
QoQ	2.4%	5.4%	1.4%	4.9%	1.4%	0.3%	-2.1%	4.9%	-	-	-
영업이익	52.9	-2.2	58	85	92	108	118	121	-196	193	439
YoY	흑전	적지	-22.2%	흑전	73.0%	흑전	104.9%	42.4%	적지	흑전	126.8
QoQ	흑전	적전	흑전	47.1%	7.8%	17.7%	9.7%	2.3%	-	-	-
영업이익률	2.3%	-0.1%	2.4%	3.3%	3.5%	4.1%	4.6%	4.5%	-2.7%	2.0%	4.2%

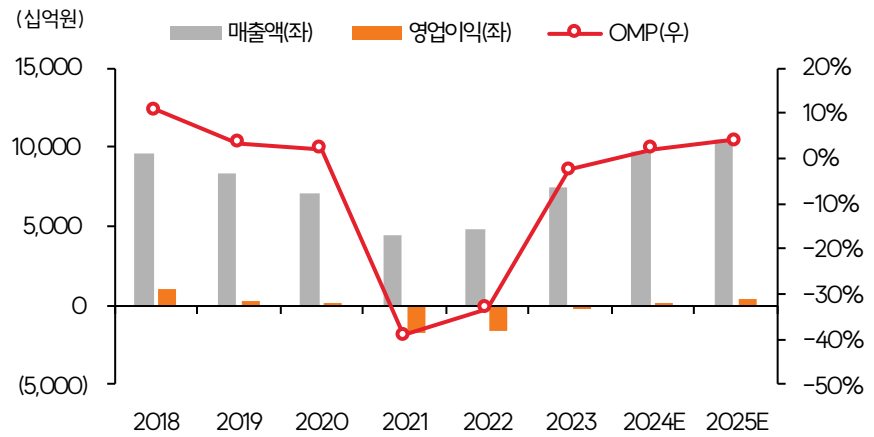
자료: Quantiwise, SK 증권 추정

한화오션 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'25년 예상 BPS	(A)	원	15,841	
Target P/B	(B)	배	2.2	
주당주주가치	(C)	원	34,850	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	35,000	
현재주가	(E)	원	30,250	2024년 7월 9일 종가
상승여력	(F)	%	15.7	(F) = (D-E)/(E)

자료: 한화오션, SK 증권 추정

한화오션 실적 추이 및 전망



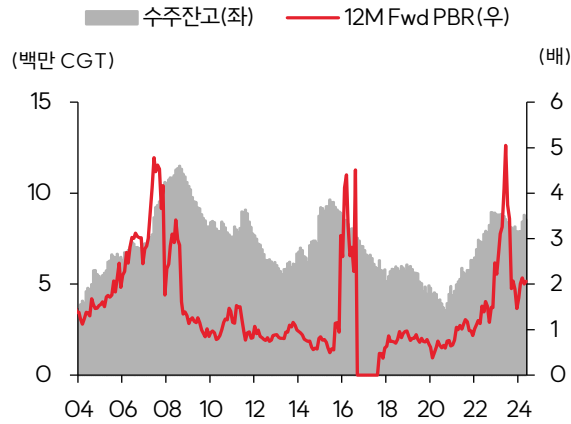
자료: 한화오션, SK 증권 추정

한화오션 PBR Band Chart



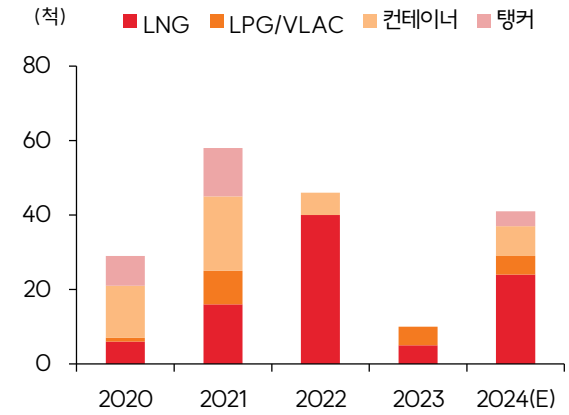
자료: Bloomberg, SK 증권

한화오션 수주잔고 및 PBR 추이



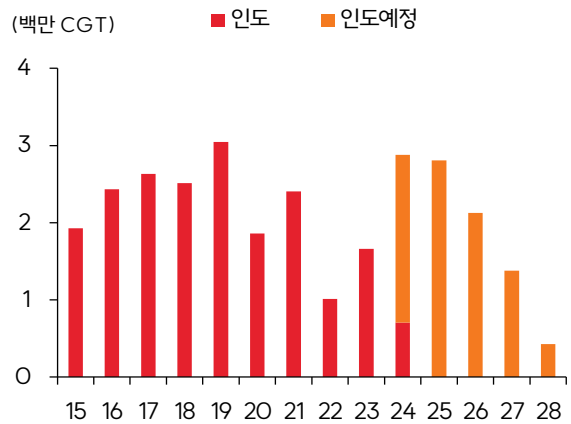
자료: Clarksons, SK 증권

한화오션 주요 선종별 수주 척 수 및 전망



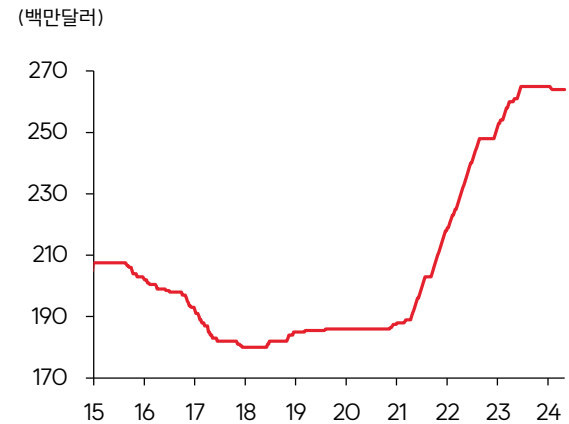
자료: 한화오션, Clarksons, SK 증권 추정

한화오션 인도 및 인도예정 선박 규모



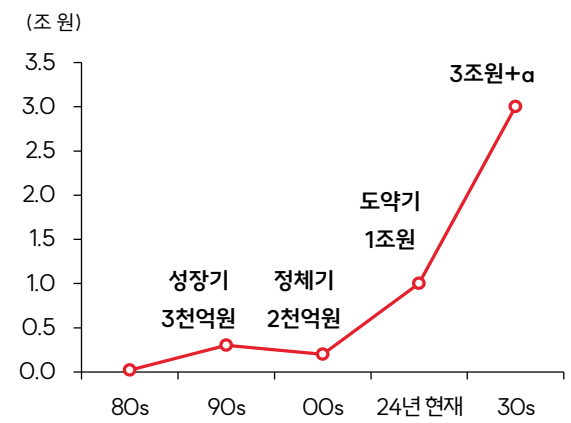
자료: Clarksons, SK 증권

174K-CBM급 LNGC 선가 추이



자료: 한화오션, SK 증권 추정

한화오션 특수선 사업부 매출액 추이 및 전망



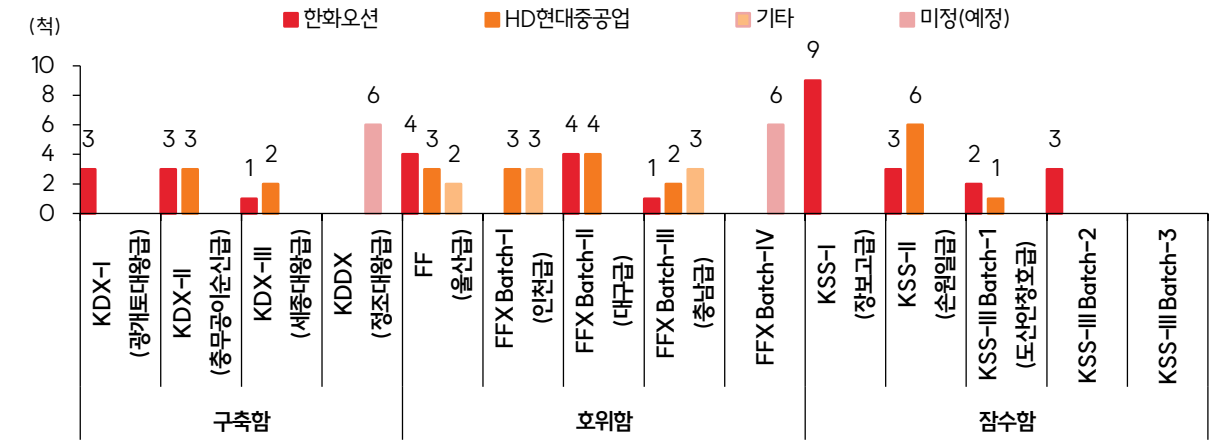
자료: 한화오션, SK 증권

한화오션이 인수할 예정인 미국 필리조선소(Philly Shipyard)



자료: 한화오션, SK 증권

국내 함정(수상함&잠수함) 사업 수주



자료 : 각 사, SK 증권

한화오션의 해외 함정 수주

계약연도	인도연도	국가	함정 종류	척 수	규모(톤)	계약금액(억)
1998	2001	방글라데시	호위함	1	2,300	USD 1.0
2010	-	말레이시아	훈련함 설계	2	1,200	USD 0.62
2012	2018	영국	군수지원함	4	37,000	GBP 4.52
2013	2016	노르웨이	군수지원함	1	26,000	USD 2.34
2013	2019	태국	호위함	1	3,600	USD 4.70
2003	-	인도네시아	잠수함 창정비	2	1,400	USD 0.60/USD 0.75
2011	2021	인도네시아	잠수함 건조	3	1,300	USD 10.80
2017	-	인도네시아	잠수함 성능개량	1	1,300	USD 0.3

자료: 한화오션, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	6,481	7,822	9,218	10,282	10,817
현금및현금성자산	1,779	660	1,799	1,407	1,566
매출채권 및 기타채권	345	405	332	168	175
재고자산	1,139	2,202	2,891	3,191	3,336
비유동자산	4,142	4,413	4,727	5,472	5,683
장기금융자산	465	334	128	219	226
유형자산	3,469	3,787	4,062	4,368	4,573
무형자산	1	2	4	5	4
자산총계	10,623	12,236	13,945	15,753	16,500
유동부채	7,464	10,672	7,459	8,750	9,108
단기금융부채	2,538	2,900	778	2,200	2,290
매입채무 및 기타채무	617	806	1,059	1,574	1,638
단기충당부채	1,758	1,570	715	513	537
비유동부채	941	818	2,173	2,518	2,534
장기금융부채	504	343	1,805	2,104	2,104
장기매입채무 및 기타채무	7	5	5	8	8
장기충당부채	335	329	230	244	254
부채총계	8,406	11,491	9,633	11,268	11,642
지배주주지분	2,218	745	4,307	4,481	4,853
자본금	541	541	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	18	10	2,740	112	112
기타자본구성요소	2,332	2,340	2,340	2,341	2,341
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	-1,001	-2,701	-2,868	-74	298
비지배주주지분	0	0	5	5	4
자본총계	2,218	745	4,312	4,486	4,858
부채와자본총계	10,623	12,236	13,945	15,753	16,500

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	486	-1,065	-1,939	-913	524
당기순이익(손실)	-1,700	-1,745	160	173	372
비현금성항목등	1,453	711	-546	152	204
유형자산감가상각비	124	130	146	169	184
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	1,329	580	-692	-18	20
운전자본감소(증가)	760	39	-1,195	-1,228	-67
매출채권및기타채권의감소(증가)	343	-187	25	146	-7
재고자산의감소(증가)	-290	-672	-803	-356	-145
매입채무및기타채무의증가(감소)	1	152	260	87	64
기타	-28	-70	-358	-16	-16
법인세납부	0	0	0	-7	-31
투자활동현금흐름	101	88	197	-938	-412
금융자산의감소(증가)	93	44	341	-36	-17
유형자산의감소(증가)	-95	-119	-130	-452	-388
무형자산의감소(증가)	0	-2	-3	-1	0
기타	103	165	-12	-448	-7
재무활동현금흐름	-157	-130	2,885	1,467	55
단기금융부채의증가(감소)	-77	-45	-552	1,301	89
장기금융부채의증가(감소)	-17	-23	-29	195	0
자본의증가(감소)	0	-8	3,725	-2,628	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-62	-55	-259	2,599	-35
현금의 증가(감소)	435	-1,119	1,140	-393	160
기초현금	1,344	1,779	660	1,799	1,407
기말현금	1,779	660	1,799	1,407	1,566
FCF	391	-1,185	-2,069	-1,365	136

자료 : 한화오션 SK증권 추정

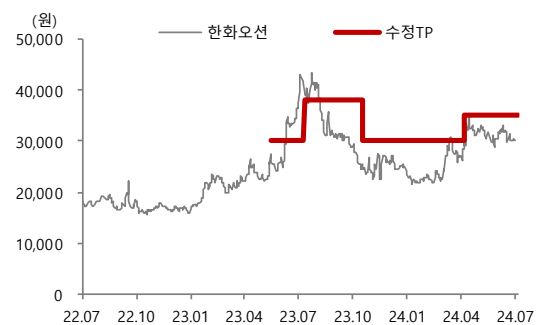
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	4,487	4,860	7,408	9,693	10,430
매출원가	6,034	6,207	7,310	9,136	9,598
매출총이익	-1,547	-1,347	99	557	832
매출총이익률(%)	-34.5	-27.7	1.3	5.8	8.0
판매비와 관리비	208	267	295	364	393
영업이익	-1,755	-1,614	-196	193	439
영업이익률(%)	-39.1	-33.2	-2.7	2.0	4.2
비영업손익	27	-181	80	-14	-35
순금융손익	-76	-56	-41	-34	12
외환관련손익	1	-52	16	-23	41
관계기업등 투자손익	-1	0	1	0	0
세전계속사업이익	-1,727	-1,794	-116	179	404
세전계속사업이익률(%)	-38.5	-36.9	-1.6	1.9	3.9
계속사업법인세	-28	-50	-276	6	31
계속사업이익	-1,700	-1,745	160	173	372
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,700	-1,745	160	173	372
순이익률(%)	-37.9	-35.9	2.2	1.8	3.6
지배주주	-1,700	-1,745	160	173	372
지배주주귀속 순이익률(%)	-37.9	-35.9	2.2	1.8	3.6
비지배주주	0	0	0	-0	-0
총포괄이익	-1,650	-1,473	-10	178	372
지배주주	-1,650	-1,473	-10	178	372
비지배주주	0	0	0	-0	-0
EBITDA	-1,631	-1,483	-50	363	623

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-36.2	8.3	52.4	30.8	7.6
영업이익	적전	적지	적지	흑전	126.8
세전계속사업이익	적전	적지	적지	흑전	125.0
EBITDA	적전	적지	적지	흑전	71.5
EPS	적전	적지	흑전	8.5	114.6
수익성 (%)					
ROA	-16.2	-15.3	1.2	1.2	2.3
ROE	-55.9	-117.8	6.3	3.9	8.0
EBITDA마진	-36.3	-30.5	-0.7	3.7	6.0
안정성 (%)					
유동비율	86.8	73.3	123.6	117.5	118.8
부채비율	379.0	1,542.4	223.4	251.2	239.7
순차입금/자기자본	41.3	257.7	9.9	55.4	49.3
EBITDA/이자비용(배)	-14.1	-12.2	-0.3	2.0	3.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-13,403	-13,757	522	566	1,215
BPS	17,491	5,880	14,063	14,626	15,841
CFPS	-12,425	-12,728	998	1,119	1,815
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-1.5	-1.2	48.1	53.4	24.9
PBR	1.2	2.9	1.8	2.1	1.9
PCR	-1.6	-1.3	25.1	27.0	16.7
EV/EBITDA	-2.1	-2.7	-160.8	32.5	18.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.04.15	매수	35,000원	6개월		
2023.10.26	매수	30,000원	6개월	-17.33%	2.33%
2023.07.20	중립	38,202원	6개월	-13.15%	-36.13%
2023.05.24	매수	30,206원	6개월	6.43%	42.50%
2022.11.10	중립	16,880원	6개월	19.86%	56.84%
2021.08.20	중립	23,987원	6개월	-14.83%	9.81%



Compliance Notice

작성자(한승한)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 기관투자자 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 (2024년 07월 10일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------