2024년
전망 시리즈 9

조선/기계/운송

# Prove Yourself
## 피크아웃을 반박하라

meritz 메리츠증권

2024년 전망 시리즈 9 조선/기계/운송

# Prove Yourself
## 피크아웃을 반박하라

조선/기계/운송
Analyst **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr


**조선/기계 Overweight 운송 Neutral**

| Top Picks | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| HD현대중공업(329180) | Buy | 175,000원 |
| 삼성중공업(010140) | Buy | 11,000원 |

| 관심종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| 한화오션(042660) | Hold | 30,000원 |
| 현대미포조선(010620) | Buy | 115,000원 |
| 태광(023160) | Buy | 26,000원 |
| 성광벤드(014620) | Buy | 20,000원 |
| 하이록코리아(013030) | Buy | 40,000원 |
| 현대글로비스(086280) | Buy | 270,000원 |
| 팬오션(028670) | Buy | 7,000원 |
| 대한항공(003490) | Buy | 27,000원 |

2024년 전망 시리즈 9 조선/기계/운송

# Contents


| | | |
|---|---|---|
| Part I | [해운] 피크아웃을 경험한 주요 해상 운임 | 07 |
| Part II | [조선] 피크아웃 논란의 종결은 탱커 | 15 |
| Part III | [항공] 회복한 항공에서 이후 기대할 점 | 35 |

| | | |
|---|---|---|
| 기업분석 | HD현대중공업(329180) | 46 |
| | 삼성중공업(010140) | 52 |
| | 한화오션(042660) | 57 |
| | 현대미포조선(010620) | 63 |
| | 태광(023160) | 66 |
| | 성광벤드(014620) | 69 |
| | 하이록코리아(013030) | 72 |
| | 현대글로비스(086280) | 75 |
| | 팬오션(028670) | 78 |
| | 대한항공(003490) | 82 |

# Summary

## Prove Yourself: 피크아웃을 반박하라

조선/기계 Overweight
운송 Neutral

### I [해운] 피크아웃을 경험한 주요 해상 운임

- 2024년 BDI 전망 1,203.2p
  - 수요: 철광석 물동량 -1.6%, 석탄 물동량 -0.2%. 석탄 교역 환경에서 상존하는 노이즈가 톤마일 방어 효과를 야기
  - 공급: 제로 수준의 폐선 전망으로, 선복량 부족은 없음
- 2024년 SCFI 전망 943.2p
  - 컨테이너 물동량 +3.8% 전망에도 불구, 컨테이너선 선복량 +7.6% 증가하면서 수급지표 악화
  - 팬데믹 기간 운임 상승을 견인했던 항만 정체현상은 안정됨

### II [조선] 피크아웃 논란의 종결은 탱커

- VLCC, Aframax 유조선 시장에서 부족한 선복량에 근거한 구조적인 발주 확대 예상
  - 2026년까지 VLCC 55척, Aframax 166척에 대한 잠재 수요가 시장 발주로 이어질 전망
- VLCC 발주의 트리거는 OPEC+ 산유국의 감산 정책 중단
- Suezmax는 Aframax의 초과 수요분의 대체재로써 발주 가능성이 부각
- 우리나라 조선소들의 탱커 수주 재개가 확인될 2024년
  - 값싸고 납기가 빠른 중국 조선소의 선점효과를 감안하더라도, 1) VLCC 수주 pool 27척, 2) Aframax 수주 pool 86척

### III [항공] 회복한 항공에서 이후 기대할 점

- [여객] 2023년 9월 국제선 여객 회복은 팬데믹 전(2019년) 대비 72.8%. 중국 노선 제외하면 사실상 회복 완료
  - 유커(중국 여행객): 비자 신청 간소화로 회복을 앞당길 기대
  - Post 유커(인도 여행객): 중산층 소비력 강화로 항공 여객 산업 전반의 기대감
- [화물] 반도체 수출량 증가는 항공화물 시장에서 기대감
  - 국제선 여객 회복을 따라간 한국시장 항공화물 공급력은 19년대비 -8.9% 수준으로 축소된 상황
  → 화물 운임의 상승 압력으로 기대감

# 기업분석

| 종목명 | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| HD현대중공업(329180) | Buy | 175,000원 |
| 삼성중공업(010140) | Buy | 11,000원 |
| 한화오션(042660) | Hold | 30,000원 |
| 현대미포조선(010620) | Buy | 115,000원 |
| 태광(023160) | Buy | 26,000원 |
| 성광벤드(014620) | Buy | 20,000원 |
| 하이록코리아(013030) | Buy | 40,000원 |
| 현대글로비스(086280) | Buy | 270,000원 |
| 팬오션(028670) | Buy | 7,000원 |
| 대한항공(003490) | Buy | 27,000원 |

# HD현대중공업(329180) 피크아웃을 논하기에는 너무 이르다

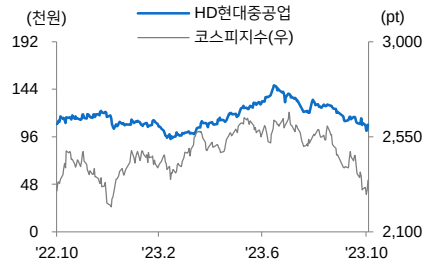
Analyst **배기연** 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12개월)** | **175,000원** |
| **현재주가 (11.2)** | **108,200원** |
| **상승여력** | **61.7%** |
| KOSPI | 2,343.12pt |
| 시가총액 | 96,053억원 |
| 발행주식수 | 8,877만주 |
| 유동주식비율 | 18.29% |
| 외국인비중 | 7.17% |
| 52주 최고/최저가 | 147,800원/93,800원 |
| 평균거래대금 | 117.1억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 에이치디한국조선해양 외 2 인 | 78.03 |
| 국민연금공단 | 6.38 |

| **주가상승률(%)** | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -10.7 | -2.3 | -3.4 |
| 상대주가 | -6.1 | 5.3 | -3.7 |

**주가그래프**




## 2024년 조선 + 해양 수주액 88억달러+α

- [조선]은 LNG선 18척 / 13,000TEU급 DF 컨테이너선 5척 / VLGC 10척 / VLCC 7척 등 78억달러+α 수주 예상
  (∵ 추정 편의를 위해 선종과 사이즈는 단순화 가정)
- [해양]은 카타르 Ruya 프로젝트 EPCI 13 공사 수주가 확인됨(2023년 10월 31일), 중앙처리플랫폼 등
  - 그 외 동남아, GoM 지역에서 발주 예정인 해양 공사에 참여 중인 입찰 결과 확인을 기대
- 2024년 조선+해양 수주액 88억달러 +α 예상
  → 2023년 조선+해양 수주 목표액인94억달러와 유사하거나 높은 수주 목표를 2024년에 제시할 가능성

## 2024년 매출액 13조 2,222억원(+14.6% YoY), 영업이익 8,765억원(+405.8% YoY), 영업이익률 +6.6% 전망

- 조선 매출액 10조 1,495억원(+31.3% YoY), 영업이익 5,889억원(+214.4% YoY), 영업이익률 +5.8%
- 해양플랜트 매출액 5,855억원(-52.0% YoY), 영업적자 51억원(적자축소), 영업이익률 -0.9%
  - 2021년 2~8월 수주했던 3개 공사 마무리되며, 매출 감소 & 적자 축소
- 엔진기계 매출액 2조 4,873억원(+1.1% YoY), 영업이익 2,927억원(-3.0% YoY), 영업이익률 +11.8%

## Valuation: 2025년 적정주가 175,000원

- 2025년 BPS 79,034원, ROE 16.3%로 추정. Implied PBR 2.2배를 도출

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021 | 8,311.3 | -800.3 | -814.2 | -10,665 | 적지 | 63,015 | - | 1.5 | - | -14.9 | 169.5 |
| 2022 | 9,045.5 | -289.2 | -352.1 | -3,966 | 적지 | 59,566 | - | 1.9 | - | -6.5 | 208.1 |
| 2023E | 11,536.0 | 173.3 | 146.8 | 1,653 | 흑전 | 61,191 | 65.5 | 1.8 | 26.2 | 2.7 | 232.1 |
| 2024E | 13,222.2 | 876.5 | 528.4 | 5,952 | 260.0 | 67,142 | 18.2 | 1.6 | 9.6 | 9.3 | 232.5 |
| 2025E | 14,094.4 | 1,373.5 | 1,055.6 | 11,891 | 99.8 | 79,034 | 9.1 | 1.4 | 6.1 | 16.3 | 200.5 |

# HD현대중공업 실적 추정 테이블

## HD현대중공업 사업부별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23P | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| WTI(달러/배럴) | 95.2 | 108.8 | 91.6 | 82.9 | 76.0 | 73.5 | 82.1 | 87.0 | 86.5 | 86.0 | 85.5 | 85.0 | 68.0 | 94.6 | 79.6 | 85.8 | 86.5 |
| 원/달러 | 1,205.0 | 1,259.6 | 1,338.0 | 1,359.3 | 1,275.6 | 1,314.7 | 1,311.0 | 1,331.0 | 1,320.0 | 1,290.0 | 1,300.0 | 1,280.0 | 1,141.4 | 1,290.4 | 1,308.1 | 1,297.5 | 1,280.0 |
| 한국후판가격(달러/톤) | 998.5 | 953.1 | 822.8 | 810.4 | 864.3 | 835.8 | 838.0 | 807.6 | 777.1 | 746.6 | 716.1 | 685.7 | 891.3 | 896.2 | 836.4 | 731.4 | 655.2 |
| **매출액** | **2,001.6** | **2,166.0** | **2,203.6** | **2,674.2** | **2,632.9** | **3,064.4** | **2,853.5** | **2,985.3** | **3,348.5** | **3,251.2** | **3,189.9** | **3,432.7** | **8,311.3** | **9,045.5** | **11,536.0** | **13,222.2** | **14,094.4** |
| **조선사업부** | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 1,556.7 | 1,578.0 | 1,578.1 | 1,754.4 | 1,766.1 | 1,968.6 | 1,804.1 | 2,189.8 | 2,558.3 | 2,558.3 | 2,390.6 | 2,642.2 | 6,320.6 | 6,467.2 | 7,728.6 | 10,149.5 | 10,745.0 |
| 영업이익 | -115.5 | -60.2 | 61.4 | -9.3 | 56.8 | 32.7 | 11.8 | 86.0 | 134.6 | 141.4 | 153.5 | 159.5 | -190.4 | -123.6 | 187.3 | 588.9 | 1,004.9 |
| *영업이익률(%)* | *-7.4%* | *-3.8%* | *3.9%* | *-0.5%* | *3.2%* | *1.7%* | *0.7%* | *3.9%* | *5.3%* | *5.5%* | *6.4%* | *6.0%* | *-3.0%* | *-1.9%* | *2.4%* | *5.8%* | *9.4%* |
| **해양플랜트사업부** | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 88.3 | 162.4 | 183.8 | 350.7 | 460.4 | 278.8 | 253.7 | 226.9 | 201.8 | 164.7 | 106.3 | 112.7 | 419.2 | 785.2 | 1,219.9 | 585.5 | 513.3 |
| 영업이익 | -91.1 | -47.1 | -50.8 | 36.2 | -83.3 | -31.0 | -27.5 | -17.6 | -9.4 | -2.6 | 1.6 | 5.2 | -194.5 | -152.8 | -159.4 | -5.1 | 21.1 |
| *영업이익률(%)* | *-103.2%* | *-29.0%* | *-27.6%* | *10.3%* | *-18.1%* | *-11.1%* | *-10.8%* | *-7.7%* | *-4.7%* | *-1.6%* | *1.5%* | *4.6%* | *-46.4%* | *-19.5%* | *-13.1%* | *-0.9%* | *4.1%* |
| **엔진기계사업부** | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 340.7 | 404.8 | 421.6 | 548.0 | 401.6 | 795.8 | 694.0 | 568.5 | 588.4 | 528.1 | 693.0 | 677.8 | 1,491.7 | 1,715.1 | 2,459.9 | 2,487.3 | 2,836.1 |
| 영업이익 | 34.1 | 43.9 | 48.3 | 45.3 | 33.2 | 126.8 | 76.8 | 64.9 | 67.7 | 60.0 | 83.4 | 81.6 | 131.6 | 171.6 | 301.7 | 292.7 | 347.5 |
| *영업이익률(%)* | *10.0%* | *10.8%* | *11.5%* | *8.3%* | 8.3% | 15.9% | 11.1% | 11.4% | 11.5% | 11.4% | 12.0% | 12.0% | *8.8%* | *10.0%* | 12.3% | 11.8% | 12.3% |
| **영업이익** | **-217.4** | **-108.3** | **14.3** | **22.2** | **-41.5** | **68.5** | **12.9** | **133.3** | **192.8** | **198.8** | **238.5** | **246.3** | **-800.3** | **-289.2** | **173.3** | **876.5** | **1,373.5** |
| *영업이익률(%)* | *-10.9%* | *-5.0%* | *0.7%* | *0.8%* | *-1.6%* | *2.2%* | *0.5%* | *4.5%* | *5.8%* | *6.1%* | *7.5%* | *7.2%* | *-9.6%* | *-3.2%* | *1.5%* | *6.6%* | *9.7%* |

자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

# HD현대중공업 수주 & 인도 테이블

## 연간 수주/인도 추정 테이블

| | (척) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 연간 수주량 | Tanker | 14 | 6 | 0 | 2 | 8 | 18 | 0 | 17 | 14 | 10 | 12 | 6 | 1 | 1 | 7 |
| | Container | 4 | 10 | 10 | 31 | 1 | 17 | 4 | 7 | 16 | 5 | 6 | 27 | 27 | 5 | 5 |
| | LNGC | 0 | 8 | 9 | 7 | 8 | 2 | 2 | 5 | 15 | 11 | 9 | 18 | 23 | 28 | 18 |
| | LPGC | 6 | 2 | 8 | 18 | 20 | 15 | 1 | 4 | 7 | 12 | 3 | 15 | 9 | 15 | 10 |
| | 기타 | 28 | 5 | 1 | 3 | 0 | 1 | 5 | 13 | 0 | 0 | 0 | 5 | 1 | 0 | 0 |
| | **선박총계** | **52** | **31** | **28** | **61** | **37** | **53** | **12** | **46** | **52** | **38** | **30** | **71** | **61** | **49** | **40** |
| 연간 인도량 | Tanker | 10 | 13 | 17 | 6 | 0 | 1 | 11 | 13 | 7 | 18 | 9 | 7 | 19 | 2 | 0 |
| | Container | 28 | 31 | 25 | 16 | 23 | 24 | 3 | 10 | 9 | 8 | 5 | 13 | 6 | 15 | 21 |
| | LNGC | 1 | 0 | 0 | 3 | 7 | 5 | 9 | 4 | 7 | 5 | 8 | 11 | 7 | 10 | 15 |
| | LPGC | 9 | 8 | 0 | 11 | 7 | 16 | 21 | 8 | 5 | 6 | 7 | 11 | 5 | 10 | 4 |
| | 기타 | 8 | 21 | 16 | 7 | 0 | 0 | 0 | 2 | 3 | 4 | 5 | 2 | 0 | 0 | 2 |
| | **선박총계** | **61** | **78** | **65** | **45** | **37** | **46** | **44** | **39** | **35** | **41** | **34** | **44** | **37** | **39** | **45** |

자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

## 해양 플랜트 수주 Pool

| 상태 | 프로젝트명 | 주도 업체 | 규모(십억달러) | Start-Up | 패키지 | 수주/참여방식 | 보도일자 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 기발표 | Ruya Project (Al Shaheen) | TotalEnergies-QatarEnergy | 6.0 | - | EPCI 13 | HHI-McDermott | 2023.10.31 |
| 기발표 | Donghae CCS Project | 한국석유공사 | | 2030 | 이산화탄소 해저 지중 저장 플랫폼 | HHI-현대건설 | 2023.10.24 |
| 입찰 중 | Safaniyah Project | Aramco | 3.5 이상 | 2027 | CRPO 104~112 | LTA | 2023.09.15 |
| 입찰 중 | Zuluf oilfield expansion project | Aramco | 1.8 이하 | 2026 | CRPO 135~137 | LTA | 2023.09.11 |
| 기발표 | Trion ultra-deepwater field | Woodside Energy | 7.2 | 2028 | FPU | HHI | 2023.08.30 |
| 입찰 중 | NFPS offshore project | Qatargas | 50.0 | 2027 | EPCI 4 (compression facilities) | HHI-McDermott | 2023.06.02 |

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

# HD현대중공업 수주잔고 분석과 2024년 수주 예상

## 2023년 10월말 수주잔고 분석

| | 단위 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 인도량 | CGT | 2,222,064 | 2,640,045 | 2,738,666 | 1,879,148 | 1,135,901 | 600,047 |
| LNG선 인도량 | 척 수 | 10 | 15 | 15 | 15 | 11 | 7 |

## 2024년 조선부문 수주 전망

| | 항목 | 단위 | 내용 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 수주량 | 가정1. 연간 CAPA는 Max(2022~25년 인도량) | CGT | 2,738,666 | | | | | | |
| | 결론1. 영업 가능한 잔여 슬롯 | CGT | | | | 0 | **859,518** | **1,602,765** | **2,138,619** |
| | 가정2. LNG선 CGT는 2021~23년 수주 평균 | CGT | 87,445 | | | | | | |
| | LNG선 연간 인도 CAPA는 15척→18척으로 확대 | 척 수 | | | | 15 | 15 | 18 | 18 |
| | 수주 우선 순위는 LNG선 > 일반상선 | | | | | | | | |
| | 가정3. 일반상선 수주비는 Container : VLGC : Tanker = 1 : 1 : 1 | | | | | | | | |
| | 결론2-1. LNG선 잔여 슬롯 | 척 수 | | | | - | **0** | **7** | **11** |
| | 2-2. LNG선 잔여 슬롯 | CGT | | | | - | 0 | 612,115 | 961,895 |
| | 결론3-1. 일반상선 잔여 슬롯 | CGT | | | | - | **859,518** | **990,650** | **1,176,724** |
| | 3-2. 13,000TEU급 DF 컨테이너선 잔여 슬롯 | 척 수 | | | | - | 5 | 6 | 7 |
| | 3-3. VLGC 잔여 슬롯 | 척 수 | | | | - | 10 | 11 | 13 |
| | 3-4. VLCC 유조선 잔여 슬롯 | 척 수 | | | | - | 7 | 8 | 9 |
| | 가정4. LNG선은 2028년 인도슬롯까지 영업 | | | | | - | ○ | ○ | ○ |
| | 가정5. 일반상선은 2026년 인도슬롯까지 영업 | | | | | - | ○ | | |
| 선가 | 가정6. LNG선 선가 | 백만달러 | 261.5 | | | - | 269.3 | 270.7 | 272.0 |
| | 가정7. 13,000TEU급 DF 컨테이너선 선가 | 백만달러 | 171.4 | | | - | 176.5 | 177.4 | 178.3 |
| | 가정8. VLGC 선가 | 백만달러 | 111.7 | | | - | 115.1 | 115.7 | 116.2 |
| | 가정9. VLCC 유조선 선가 | 백만달러 | 128.0 | | | - | 131.8 | 132.5 | 133.2 |
| | **결론. 2024년 수주액** | 백만달러 | **7,843.0** | | | | | | |

주1: 2023년 10월 31일 수주잔고 기준
2: 선가는 2023년 6월 이후 수주 선가 평균, VLCC는 시장 호가 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

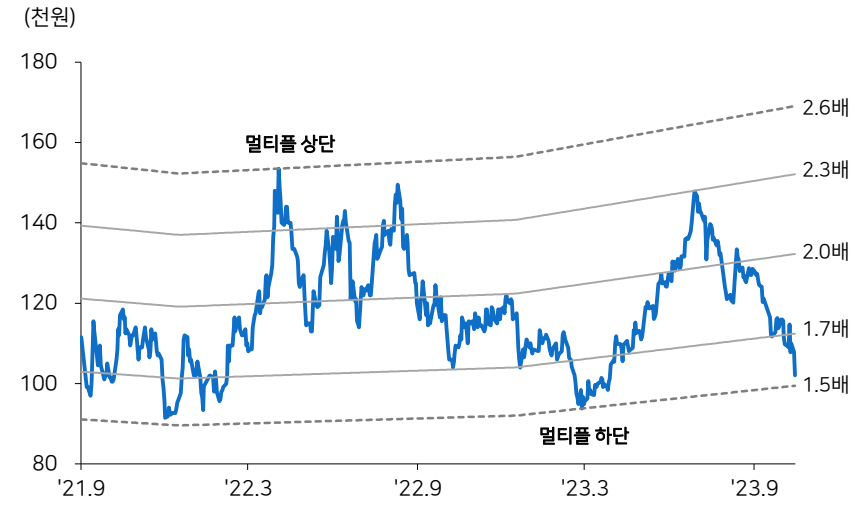
# HD현대중공업 밸류에이션에 대한 고민

- 상장후~23년ytd 기간, 12개월 Trailing PBR 은 1.4~2.5배
  vs 2023년 11월 2일 종가 기준, 12개월 Trailing PBR 1.8배
- 상장후~23년ytd 기간, 12개월 Forward PBR 은 1.5~2.6배
  vs 2023년 11월 2일 종가 기준, 12개월 Forward PBR 1.6배
- 2023~25년 예상 ROE는 2.7% → 16.3% 성장세
  ∴ 피크아웃을 과하게 우려한 주가 수준이라고 판단. 적극적인 매수 의견

**HD현대중공업 12개월 Trailing PBR 밴드차트**

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

**HD현대중공업 12개월 선행 PBR 밴드차트**




자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

# HD현대중공업 (329180)

## Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **8,311.3** | **9,045.5** | **11,536.0** | **13,222.2** | **14,094.4** |
| 매출액증가율(%) | -0.0 | 8.8 | 27.5 | 14.6 | 6.6 |
| 매출원가 | 8,520.5 | 8,882.6 | 10,708.2 | 11,420.2 | 11,734.2 |
| 매출총이익 | -209.2 | 162.9 | 827.8 | 1,802.0 | 2,360.1 |
| 판매관리비 | 591.1 | 452.0 | 654.6 | 925.6 | 986.6 |
| **영업이익** | **-800.3** | **-289.2** | **173.3** | **876.5** | **1,373.5** |
| 영업이익률(%) | -9.6 | -3.2 | 1.5 | 6.6 | 9.7 |
| 금융손익 | -485.7 | -452.3 | -503.8 | -59.9 | -37.7 |
| 종속/관계기업손익 | -0.7 | -1.4 | -13.2 | -14.5 | -14.5 |
| 기타영업외손익 | 175.1 | 321.5 | 541.1 | -97.7 | 86.1 |
| 세전계속사업이익 | -1,111.5 | -421.5 | 197.4 | 704.5 | 1,407.5 |
| 법인세비용 | -297.2 | -69.4 | 50.6 | 176.1 | 351.9 |
| **당기순이익** | **-814.2** | **-352.1** | **146.8** | **528.4** | **1,055.6** |
| 지배주주지분 순이익 | -814.2 | -352.1 | 146.8 | 528.4 | 1,055.6 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 7,886.1 | 8,000.9 | 9,563.9 | 11,281.7 | 12,532.5 |
| 현금및현금성자산 | 2,137.4 | 744.2 | 1,520.2 | 2,105.9 | 3,110.9 |
| 매출채권 | 852.2 | 877.6 | 979.7 | 1,126.5 | 1,158.4 |
| 재고자산 | 898.7 | 1,377.1 | 1,537.3 | 1,767.7 | 1,817.7 |
| 비유동자산 | 7,192.6 | 8,288.5 | 8,476.1 | 8,536.3 | 8,549.8 |
| 유형자산 | 5,986.3 | 6,237.4 | 6,333.4 | 6,321.9 | 6,326.6 |
| 무형자산 | 79.5 | 100.5 | 101.9 | 92.2 | 83.3 |
| 투자자산 | 201.9 | 495.8 | 553.4 | 634.7 | 652.4 |
| **자산총계** | **15,078.7** | **16,289.4** | **18,040.0** | **19,818.0** | **21,082.2** |
| 유동부채 | 7,048.6 | 9,072.0 | 9,916.1 | 11,192.3 | 11,469.3 |
| 매입채무 | 1,180.1 | 924.8 | 1,032.3 | 1,187.1 | 1,220.7 |
| 단기차입금 | 1,240.8 | 1,384.7 | 715.2 | 675.2 | 635.2 |
| 유동성장기부채 | 266.0 | 60.0 | 686.5 | 726.5 | 766.5 |
| 비유동부채 | 2,436.0 | 1,929.6 | 2,691.8 | 2,665.2 | 2,596.8 |
| 사채 | 536.3 | 873.3 | 799.2 | 759.2 | 719.2 |
| 장기차입금 | 1,422.7 | 285.7 | 1,135.9 | 1,095.9 | 1,055.9 |
| **부채총계** | **9,484.7** | **11,001.6** | **12,607.9** | **13,857.5** | **14,066.2** |
| 자본금 | 443.9 | 443.9 | 443.9 | 443.9 | 443.9 |
| 자본잉여금 | 3,118.4 | 3,118.4 | 3,123.1 | 3,123.1 | 3,123.1 |
| 기타포괄이익누계액 | 881.5 | 881.8 | 874.5 | 874.5 | 874.5 |
| 이익잉여금 | 1,151.7 | 845.4 | 992.3 | 1,520.6 | 2,576.2 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본총계** | **5,594.0** | **5,287.8** | **5,432.1** | **5,960.5** | **7,016.1** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **762.1** | **71.2** | **583.1** | **881.8** | **1,282.4** |
| 당기순이익(손실) | -814.2 | -352.1 | 146.8 | 528.4 | 1,055.6 |
| 유형자산상각비 | 236.3 | 246.4 | 265.8 | 273.5 | 273.3 |
| 무형자산상각비 | 3.1 | 7.9 | 10.4 | 9.8 | 8.8 |
| 운전자본의 증감 | 1,464.0 | 343.9 | 235.1 | 132.5 | 28.8 |
| **투자활동 현금흐름** | **151.7** | **-517.9** | **-435.3** | **-281.1** | **-211.6** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -244.0 | -484.5 | -358.6 | -262.0 | -278.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -122.8 | -295.4 | -57.8 | -81.4 | -17.7 |
| **재무활동 현금흐름** | **-92.6** | **-932.8** | **628.8** | **-15.1** | **-65.9** |
| 차입금의 증감 | -988.4 | -346.1 | 727.3 | -15.1 | -65.9 |
| 자본의 증가 | -1,431.6 | 0.0 | 4.7 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 822.6 | -1,393.2 | 776.1 | 585.7 | 1,005.0 |
| 기초현금 | 1,314.8 | 2,137.4 | 744.2 | 1,520.2 | 2,105.9 |
| 기말현금 | 2,137.4 | 744.2 | 1,520.2 | 2,105.9 | 3,110.9 |

## Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 108,864 | 101,894 | 129,950 | 148,944 | 158,769 |
| EPS(지배주주) | -10,665 | -3,966 | 1,653 | 5,952 | 11,891 |
| CFPS | -7,978 | -2,619 | 5,532 | 11,801 | 19,458 |
| EBITDAPS | -7,347 | -393 | 5,064 | 13,064 | 18,651 |
| BPS | 63,015 | 59,566 | 61,191 | 67,142 | 79,034 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | - | - | 65.5 | 18.2 | 9.1 |
| PCR | - | - | 19.6 | 9.2 | 5.6 |
| PSR | 0.9 | 1.1 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| PBR | 1.5 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| EBITDA(십억원) | -560.9 | -34.9 | 449.5 | 1,159.7 | 1,655.7 |
| EV/EBITDA | - | - | 26.2 | 9.6 | 6.1 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | -14.9 | -6.5 | 2.7 | 9.3 | 16.3 |
| EBITDA 이익률 | -6.7 | -0.4 | 3.9 | 8.8 | 11.7 |
| 부채비율 | 169.5 | 208.1 | 232.1 | 232.5 | 200.5 |
| 금융비용부담률 | 1.5 | 1.2 | 1.2 | 0.9 | 0.9 |
| 이자보상배율(x) | -6.4 | -2.7 | 1.2 | 7.2 | 11.3 |
| 매출채권회전율(x) | 10.3 | 10.5 | 12.4 | 12.6 | 12.3 |
| 재고자산회전율(x) | 9.9 | 7.9 | 7.9 | 8.0 | 7.9 |

# 삼성중공업(010140) 신선한 해양이 몰려온다

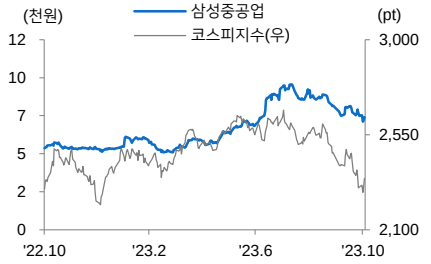
Analyst **배기연** 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12개월)** | **11,000원** |
| **현재주가 (11.2)** | **7,100원** |
| **상승여력** | **54.9%** |
| KOSPI | 2,343.12pt |
| 시가총액 | 62,480억원 |
| 발행주식수 | 88,000만주 |
| 유동주식비율 | 73.18% |
| 외국인비중 | 20.01% |
| 52주 최고/최저가 | 9,170원/4,885원 |
| 평균거래대금 | 431.1억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 삼성전자 외 8 인 | 20.88 |
| 국민연금공단 | 8.05 |

| **주가상승률(%)** | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -9.4 | 28.4 | 36.3 |
| 상대주가 | -4.7 | 38.3 | 35.9 |

**주가그래프**




## 2024년 조선+해양 수주액 90억달러+α 예상

- [조선]은 LNG선 11척 / 13,000TEU급 DF 컨테이너선 7척 / VLGC 3척 / VLCC 11척 등 60억달러+α 수주 예상
  - 모잠비크 LNG선 8척에 대한 재계약분을 고려하면, 사실상 LNG선 예상 수주량은 19척 수준
  (∵ 모잠비크 수주 건은 기존의 '매출기준 수주잔고'에는 반영하지 않아 왔기 때문)
- [해양]은 수주 걱정 없음. Delfin 1~2호기, Cedar 등 총 3기의 FLNG 수주 pool에서 2기 수주 예상
- 2024년 조선+해양 수주액 90억달러 +α 예상
  → 2023년 조선+해양 수주 목표액인95억달러와 유사하거나 높은 수주 목표를 2024년에 제시할 가능성

## 2024년 매출액 10조 8,048억원(+44.4% YoY), 영업이익 6,197억원(+148.7% YoY), 영업이익률 +5.7% 전망

- 조선 매출액 9조 8,794억원(+34.3% YoY), 영업이익 5,956억원(+164.4% YoY), 영업이익률 +6.0%
- 해양플랜트 매출액 7,253억원(+4945.9% YoY), 영업이익 40억원(흑자전환), 영업이익률 +0.6%
  - 1) Z FLNG 본격 공정 시작과 2) 고정비 회수효과 개선되면 2024년 중 분기 영업흑자 도달도 기대
  - 1) 후판가격, 인건비 인상이 반영된 시황, 2) 수요 > 공급 상황에서의 수주 영업 → 안전마진 확보 개연성

## Valuation: 2025년 적정주가 11,000원

- 2025년 BPS 6,036원, ROE 18.5%로 추정. Implied PBR 1.9배를 도출

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021 | 6,622.0 | -1,312.0 | -1,445.1 | -2,054 | 적지 | 4,671 | - | 1.2 | - | -36.9 | 196.3 |
| 2022 | 5,944.7 | -854.4 | -619.4 | -704 | 적지 | 4,084 | - | 1.3 | - | -16.1 | 305.7 |
| 2023E | 7,480.4 | 249.2 | 167.4 | 190 | 흑전 | 4,393 | 37.3 | 1.6 | 15.3 | 4.5 | 320.7 |
| 2024E | 10,804.8 | 619.7 | 545.2 | 620 | 240.1 | 5,013 | 11.5 | 1.4 | 7.5 | 13.2 | 371.3 |
| 2025E | 11,958.6 | 1,052.0 | 900.6 | 1,023 | 65.2 | 6,036 | 6.9 | 1.2 | 4.1 | 18.5 | 316.2 |

# 삼성중공업 실적 추정 테이블 / 수주 & 인도 테이블



## 삼성중공업 사업부별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23P | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| WTI(달러/배럴) | 95.2 | 108.8 | 91.6 | 82.9 | 76.0 | 73.5 | 82.1 | 87.0 | 86.5 | 86.0 | 85.5 | 85.0 | 68.0 | 94.6 | 79.6 | 85.8 | 86.5 |
| 원/달러 | 1,205.0 | 1,259.6 | 1,338.0 | 1,359.3 | 1,275.6 | 1,314.7 | 1,311.0 | 1,331.0 | 1,320.0 | 1,290.0 | 1,300.0 | 1,280.0 | 1,141.4 | 1,290.4 | 1,308.1 | 1,297.5 | 1,280.0 |
| 한국후판가격(달러/톤) | 998.5 | 953.1 | 822.8 | 810.4 | 864.3 | 835.8 | 838.0 | 807.6 | 777.1 | 746.6 | 716.1 | 685.7 | 891.3 | 896.2 | 836.4 | 731.4 | 655.2 |
| **매출액** | **1,483.8** | **1,426.1** | **1,400.1** | **1,634.5** | **1,605.1** | **1,945.8** | **2,025.5** | **1,904.0** | **2,641.4** | **2,742.7** | **2,547.0** | **2,873.6** | **6,622.0** | **5,944.7** | **7,480.3** | **10,804.8** | **11,958.6** |
| **영업이익** | **-94.9** | **-255.7** | **-167.9** | **-335.9** | **19.6** | **58.9** | **75.8** | **94.9** | **143.0** | **144.7** | **161.0** | **171.1** | **-1,312.0** | **-854.4** | **249.2** | **619.7** | **1,052.0** |
| *영업이익률(%)* | *-6.4%* | *-17.9%* | *-12.0%* | *-20.5%* | *1.2%* | *3.0%* | *3.7%* | *5.0%* | *5.4%* | *5.3%* | *6.3%* | *6.0%* | *-19.8%* | *-14.4%* | *3.3%* | *5.7%* | *8.8%* |

자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

## 연간 수주/인도 추정 테이블

| | (척) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 연간 수주량 | Tanker | 46 | 6 | 4 | 0 | 6 | 17 | 6 | 11 | 13 | 17 | 15 | 7 | 2 | 2 | 11 |
| | Container | 22 | 13 | 0 | 17 | 11 | 10 | 0 | 6 | 13 | 6 | 0 | 44 | 9 | 16 | 7 |
| | LNGC | 2 | 16 | 5 | 14 | 5 | 3 | 1 | 4 | 19 | 18 | 9 | 22 | 38 | 23 | 11+8 |
| | LPGC | 0 | 0 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 2 | 0 | 2 | 0 | 3 |
| | 기타 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 | 5 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | **선박총계** | **70** | **38** | **9** | **31** | **28** | **32** | **7** | **21** | **50** | **46** | **26** | **73** | **51** | **41** | **32+8** |
| 연간 인도량 | Tanker | 9 | 31 | 36 | 14 | 2 | 2 | 3 | 15 | 8 | 14 | 11 | 14 | 20 | 7 | 0 |
| | Container | 21 | 26 | 20 | 18 | 10 | 12 | 12 | 11 | 1 | 5 | 12 | 6 | 4 | 14 | 27 |
| | LNGC | 11 | 3 | 1 | 7 | 11 | 10 | 6 | 4 | 9 | 5 | 9 | 15 | 4 | 12 | 20 |
| | LPGC | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 4 | 0 | 0 | 1 | 2 | 2 | 0 | 0 |
| | 기타 | 0 | 3 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | **선박총계** | **43** | **64** | **58** | **44** | **23** | **24** | **23** | **36** | **18** | **24** | **37** | **40** | **30** | **33** | **47** |

자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

# 삼성중공업 수주잔고 분석과 2024년 수주 예상

## 2023년 10월말 수주잔고 분석

| | 단위 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 인도량 | CGT | 2,124,088 | 3,248,710 | 2,516,128 | 2,184,243 | 1,125,343 | 771,489 |
| LNG선 인도량 | 척 수 | 12 | 20 | 20 | 19 | 7 | 9 |

## 2024년 조선부문 수주 전망

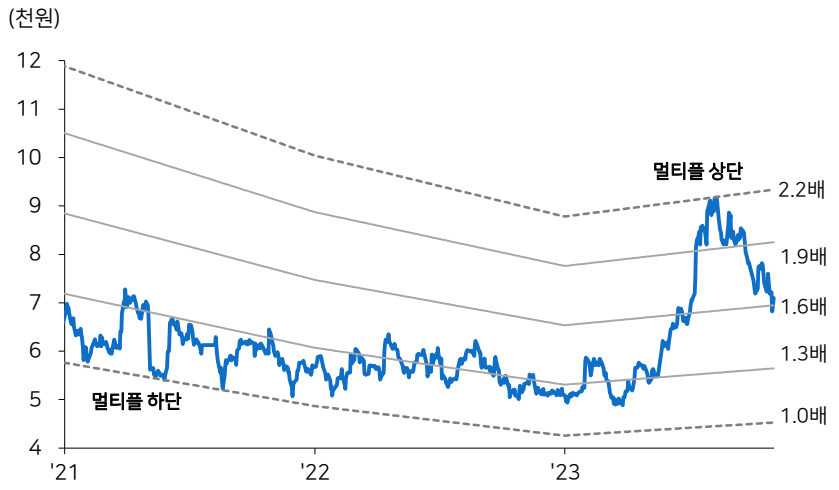
| | 항목 | 단위 | 내용 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 수주량 | 가정1. 연간 CAPA는 Max(2022~25년 인도량) | CGT | 3,248,710 | | | | | | |
| | 결론1. 영업 가능한 잔여 슬롯 | CGT | | | | 732,582 | 1,064,467 | 2,123,367 | 2,477,221 |
| | 가정2. LNG선 CGT는 2021~23년 수주 평균 | CGT | 86,112 | | | | | | |
| | LNG선 연간 인도 CAPA는 20척 | 척 수 | | | | 20 | 20 | 20 | 20 |
| | 수주 우선 순위는 LNG선 > 일반상선 | | | | | | | | |
| | 가정3. 일반상선 수주비는 Container : VLGC : Tanker = 4 : 1 : 5 | | | | | | | | |
| | 결론2-1. LNG선 잔여 슬롯 | 척 수 | | | | - | 1 | 13 | 11 |
| | 2-2. LNG선 잔여 슬롯 | CGT | | | | - | 86,112 | 1,119,457 | 947,232 |
| | 결론3-1. 일반상선 잔여 슬롯 | CGT | | | | - | 978,355 | 1,003,910 | 1,529,989 |
| | 3-2. 13,000TEU급 DF 컨테이너선 잔여 슬롯 | 척 수 | | | | - | 7 | 7 | 11 |
| | 3-3. VLGC 잔여 슬롯 | 척 수 | | | | - | 3 | 3 | 5 |
| | 3-4. VLCC 유조선 잔여 슬롯 | 척 수 | | | | - | 11 | 11 | 17 |
| | 가정4. LNG선은 2028년 인도슬롯까지 영업 | | | | | - | ○ | ○ | ○ |
| | 가정5. 일반상선은 2026년 인도슬롯까지 영업 | | | | | - | ○ | ○ | |
| 선가 | 가정6. LNG선 선가 | 백만달러 | 261.5 | | | - | 269.3 | 270.7 | 272.0 |
| | 가정7. 13,000TEU급 DF 컨테이너선 선가 | 백만달러 | 171.4 | | | - | 176.5 | 177.4 | 178.3 |
| | 가정8. VLGC 선가 | 백만달러 | 111.7 | | | - | 115.1 | 115.7 | 116.2 |
| | 가정9. VLCC 유조선 선가 | 백만달러 | 128.0 | | | - | 131.8 | 132.5 | 133.2 |
| | **결론. 2024년 수주액** | 백만달러 | 6,023.1 | | | | | | |

주1: 2023년 10월 31일 수주잔고 기준
2: 선가는 2023년 6월 이후 수주 선가 평균, VLCC는 시장 호가 기준
3: 2023년 내 카타르 LNG선 2차 수주 확정을 전제
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

# 삼성중공업 밸류에이션에 대한 고민

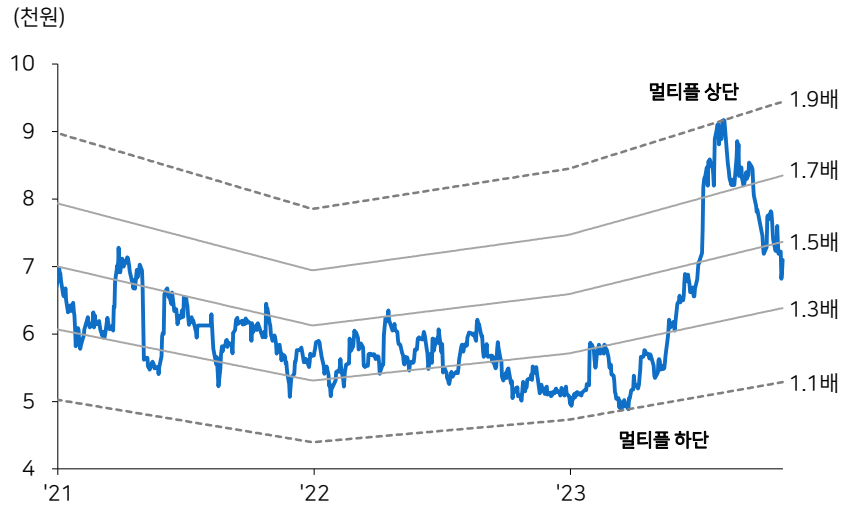
- 2021~23년ytd 기간, 12개월 Trailing PBR 은 1.0~2.2배
  vs 2023년 11월 2일 종가 기준, 12개월 Trailing PBR 1.6배
- 2021~23년ytd 기간, 12개월 Forward PBR 은 1.1~1.9배
  vs 2023년 11월 2일 종가 기준, 12개월 Forward PBR 1.4배
- 2023~25년 예상 ROE는 4.5% → 18.5% 성장세
- 1) LNG선 숏티지 지속, Dual-fuelled 컨테이너선 및 대형 유조선 수주 레퍼런스 우량, 2025년까지 줄 서 있는 FLNG 등 피크아웃 걱정 없음

**삼성중공업 12개월 Trailing PBR 밴드차트**




자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

**삼성중공업 12개월 선행 PBR 밴드차트**




자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

# 삼성중공업(010140)

## Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **6,622.0** | **5,944.7** | **7,480.4** | **10,804.8** | **11,958.6** |
| 매출액증가율(%) | -3.5 | -10.2 | 25.8 | 44.4 | 10.7 |
| 매출원가 | 7,387.7 | 6,406.9 | 6,813.8 | 9,428.7 | 10,069.5 |
| 매출총이익 | -765.7 | -462.2 | 666.5 | 1,376.0 | 1,889.2 |
| 판매관리비 | 546.3 | 392.2 | 417.4 | 756.3 | 837.1 |
| **영업이익** | **-1,312.0** | **-854.4** | **249.2** | **619.7** | **1,052.0** |
| 영업이익률(%) | -19.8 | -14.4 | 3.3 | 5.7 | 8.8 |
| 금융손익 | -115.0 | -79.5 | -120.6 | -42.1 | -18.5 |
| 종속/관계기업손익 | -1.8 | -0.8 | -0.2 | -0.3 | -0.3 |
| 기타영업외손익 | 78.9 | 380.0 | 56.7 | 149.6 | 167.6 |
| 세전계속사업이익 | -1,349.8 | -554.7 | 185.1 | 727.0 | 1,200.8 |
| 법인세비용 | 102.3 | 72.7 | 24.8 | 181.7 | 300.2 |
| **당기순이익** | **-1,452.1** | **-627.4** | **160.4** | **545.2** | **900.6** |
| 지배주주지분 순이익 | -1,445.1 | -619.4 | 167.4 | 545.2 | 900.6 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 5,593.6 | 8,411.9 | 10,122.1 | 14,615.5 | 16,068.4 |
| 현금및현금성자산 | 571.2 | 919.2 | 1,384.9 | 1,468.7 | 2,062.8 |
| 매출채권 | 113.7 | 700.8 | 816.4 | 1,232.1 | 1,313.1 |
| 재고자산 | 1,487.6 | 1,573.5 | 1,832.9 | 2,766.3 | 2,948.1 |
| 비유동자산 | 6,545.0 | 6,079.8 | 6,018.3 | 6,033.9 | 5,915.3 |
| 유형자산 | 5,613.7 | 5,235.4 | 5,133.1 | 4,970.7 | 4,819.2 |
| 무형자산 | 24.4 | 26.4 | 25.6 | 23.0 | 20.8 |
| 투자자산 | 559.9 | 384.1 | 440.6 | 621.2 | 656.3 |
| **자산총계** | **12,138.6** | **14,491.7** | **16,140.3** | **20,649.4** | **21,983.7** |
| 유동부채 | 7,058.3 | 9,216.1 | 10,610.9 | 14,615.0 | 15,137.1 |
| 매입채무 | 548.4 | 624.8 | 727.8 | 1,098.5 | 1,170.7 |
| 단기차입금 | 922.5 | 1,407.4 | 1,485.9 | 1,085.9 | 685.9 |
| 유동성장기부채 | 927.1 | 519.3 | 633.9 | 713.9 | 793.9 |
| 비유동부채 | 983.1 | 1,703.7 | 1,693.1 | 1,652.9 | 1,564.6 |
| 사채 | 173.8 | 119.5 | 424.3 | 404.3 | 384.3 |
| 장기차입금 | 223.7 | 1,017.2 | 761.1 | 681.1 | 601.1 |
| **부채총계** | **8,041.3** | **10,919.8** | **12,304.1** | **16,267.9** | **16,701.6** |
| 자본금 | 880.1 | 880.1 | 880.1 | 880.1 | 880.1 |
| 자본잉여금 | 5,487.8 | 5,502.1 | 4,496.0 | 4,496.0 | 4,496.0 |
| 기타포괄이익누계액 | 68.5 | 141.4 | 1,252.4 | 1,252.4 | 1,252.4 |
| 이익잉여금 | -1,355.2 | -1,958.9 | -1,791.5 | -1,246.3 | -345.7 |
| 비지배주주지분 | -13.8 | -22.6 | -30.5 | -30.5 | -30.5 |
| **자본총계** | **4,097.3** | **3,571.9** | **3,836.3** | **4,381.5** | **5,282.1** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **845.0** | **-1,693.0** | **691.7** | **1,291.4** | **1,223.1** |
| 당기순이익(손실) | -1,452.1 | -627.4 | 160.4 | 545.2 | 900.6 |
| 유형자산상각비 | 195.8 | 197.4 | 231.7 | 226.5 | 219.4 |
| 무형자산상각비 | 3.5 | 1.8 | 2.7 | 2.5 | 2.3 |
| 운전자본의 증감 | 1,622.8 | -961.4 | 345.9 | 517.2 | 100.7 |
| **투자활동 현금흐름** | **99.8** | **1,102.1** | **-522.9** | **-1,456.1** | **-339.1** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -39.4 | -62.4 | -98.5 | -64.0 | -68.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -419.0 | 174.9 | -56.5 | -180.6 | -35.2 |
| **재무활동 현금흐름** | **-1,369.1** | **946.8** | **297.0** | **248.4** | **-289.8** |
| 차입금의 증감 | -2,426.3 | 1,596.6 | 351.7 | 248.4 | -289.8 |
| 자본의 증가 | 1,428.8 | 14.3 | -1,006.1 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | -415.9 | 348.0 | 465.7 | 83.7 | 594.1 |
| 기초현금 | 987.2 | 571.2 | 919.2 | 1,384.9 | 1,468.7 |
| 기말현금 | 571.2 | 919.2 | 1,384.9 | 1,468.7 | 2,062.8 |

## Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 9,411 | 6,755 | 8,500 | 12,278 | 13,589 |
| EPS(지배주주) | -2,054 | -704 | 190 | 620 | 1,023 |
| CFPS | -1,132 | -810 | 545 | 1,134 | 1,638 |
| EBITDAPS | -1,581 | -745 | 550 | 964 | 1,448 |
| BPS | 4,671 | 4,084 | 4,393 | 5,013 | 6,036 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | - | - | 37.3 | 11.5 | 6.9 |
| PCR | - | - | 13.0 | 6.3 | 4.3 |
| PSR | 0.6 | 0.8 | 0.8 | 0.6 | 0.5 |
| PBR | 1.2 | 1.3 | 1.6 | 1.4 | 1.2 |
| EBITDA(십억원) | -1,112.6 | -655.2 | 483.6 | 848.7 | 1,273.8 |
| EV/EBITDA | - | - | 15.3 | 7.5 | 4.1 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | -36.9 | -16.1 | 4.5 | 13.2 | 18.5 |
| EBITDA 이익률 | -16.8 | -11.0 | 6.5 | 7.9 | 10.7 |
| 부채비율 | 196.3 | 305.7 | 320.7 | 371.3 | 316.2 |
| 금융비용부담률 | 2.0 | 1.7 | 2.4 | 1.6 | 1.4 |
| 이자보상배율(x) | -9.7 | -8.6 | 1.4 | 3.6 | 6.2 |
| 매출채권회전율(x) | 35.5 | 14.6 | 9.9 | 10.5 | 9.4 |
| 재고자산회전율(x) | 4.0 | 3.9 | 4.4 | 4.7 | 4.2 |

# 한화오션(042660) 우화를 위한 준비는 2023년에 모두 끝내자

Analyst 배기연 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

**Hold** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12개월)** | **30,000원** |
| **현재주가 (11.2)** | **23,900원** |
| **상승여력** | **25.5%** |
| KOSPI | 2,343.12pt |
| 시가총액 | 51,833억원 |
| 발행주식수 | 30,636만주 |
| 유동주식비율 | 33.38% |
| 외국인비중 | 3.40% |
| 52주 최고/최저가 | 43,444원/15,903원 |
| 평균거래대금 | 323.8억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 한화에어로스페이스 외 4 인 | 45.34 |
| 한국산업은행 | 19.50 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -22.8 | 2.5 | 44.2 |
| 상대주가 | -18.8 | 10.4 | 43.9 |

**주가그래프**

## 2024년 조선+해양 수주목표액 86억달러+α 예상

- LNG선 20척 / 13,000TEU급 DF 컨테이너선 9척 / VLGC 3척 / VLCC 9척 등 86억달러+α까지 수주 가능
  - 2023년 10월말 수주목표 달성률 21.1%로 저조했던 수주 실적 → 2024년 영업 슬롯 多
  - 2023년 조선과 해양&특수선 사업부 수주 목표액 70억달러대비 높아질 2024년 눈높이 예상
- 해양&특수선 사업부 수주 pool: 1) KDDX(한국형 차기 구축함) 초도함, 2) 장보고-III급 잠수함 (인도 해군의 Project 75 I 사업 2단계), 3) 장보고-III급 잠수함(필리핀 해군의 군현대화 프로그램) 등

## 2024년 매출액 12조 839억원(+62.5% YoY), 영업이익 6,253억원(흑자전환), 영업이익률 +5.2% 전망

- 조선 매출액 10조 7,078억원(+77.2% YoY), 영업이익 5,367억원(흑자전환), 영업이익률 +5.0%
- 해양&특수선 매출액 1조 3,762억원(-6.0% YoY), 영업이익 885억원(+224.0% YoY), 영업이익률 +6.4%

## Valuation: 2025년 적정주가 30,000원

- 2025년 BPS 18,883원, ROE 15.9%로 추정. Implied PBR 1.5배를 도출
- + Arc7 3척 리세일 효과를 반영. BPS와 ROE를 19,437원, 17.2%로 조정, 적정멀티플 1.6배 적용한 30,000원 제시

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021 | 4,486.6 | -1,754.7 | -1,699.8 | -14,072 | 적전 | 18,358 | - | 1.1 | - | -55.9 | 379.0 |
| 2022 | 4,860.2 | -1,613.6 | -1,744.8 | -14,444 | 적지 | 6,167 | - | 2.7 | - | -117.8 | 1,542.4 |
| 2023E | 7,438.4 | -161.1 | -56.4 | -278 | 적지 | 13,789 | - | 1.7 | - | -2.3 | 296.0 |
| 2024E | 12,083.9 | 625.3 | 708.6 | 2,313 | 흑전 | 16,103 | 10.3 | 1.5 | 6.7 | 15.5 | 267.6 |
| 2025E | 11,620.8 | 738.8 | 851.7 | 2,780 | 20.2 | 18,883 | 8.6 | 1.3 | 4.9 | 15.9 | 222.6 |

# 한화오션 수주잔고 분석과 2024년 수주 예상

## 2023년 10월말 수주잔고 분석

| | 단위 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 인도량 | CGT | 1,398,505 | 2,911,283 | 2,082,868 | 1,837,726 | 431,742 | 0 |
| LNG선 인도량 | 척 수 | 0 | 18 | 20 | 21 | 5 | 0 |

## 2024년 조선부문 수주 전망

| | 항목 | 단위 | 내용 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 수주량 | 가정1. 연간 CAPA는 Max(2022~25년 인도량) | CGT | 2,911,283 | | | | | | |
| | 결론1. 영업 가능한 잔여 슬롯 | CGT | | | | **828,415** | **1,073,557** | **2,479,541** | **2,911,283** |
| | 가정2. LNG선 CGT는 2021~23년 수주 평균 | CGT | 86,570 | | | | | | |
| | LNG선 연간 인도 CAPA는 20척 | 척 수 | | | | 20 | 20 | 20 | 20 |
| | 수주 우선 순위는 LNG선 > 일반상선 | | | | | | | | |
| | 가정3. 일반상선 수주비는 Container : VLGC : Tanker = 5 : 1 : 4 | | | | | | | | |
| | 결론2-1. LNG선 잔여 슬롯 | 척 수 | | | | - | **0** | **15** | **20** |
| | 2-2. LNG선 잔여 슬롯 | CGT | | | | - | 0 | 1,298,547 | 1,731,396 |
| | 결론3-1. 일반상선 잔여 슬롯 | CGT | | | | - | **1,073,557** | **1,180,994** | **1,179,887** |
| | 3-2. 13,000TEU급 DF 컨테이너선 잔여 슬롯 | 척 수 | | | | - | 9 | 9 | 14 |
| | 3-3. VLGC 잔여 슬롯 | 척 수 | | | | - | 3 | 3 | 5 |
| | 3-4. VLCC 유조선 잔여 슬롯 | 척 수 | | | | - | 9 | 9 | 14 |
| | 가정4. LNG선은 2028년 인도슬롯까지 영업 | | | | | - | ○ | ○ | ○ |
| | 가정5. 일반상선은 2026년 인도슬롯까지 영업 | | | | | - | ○ | ○ | |
| 선가 | 가정6. LNG선 선가 | 백만달러 | 261.5 | | | - | 269.3 | 270.7 | 272.0 |
| | 가정7. 13,000TEU급 DF 컨테이너선 선가 | 백만달러 | 171.4 | | | - | 176.5 | 177.4 | 178.3 |
| | 가정8. VLGC 선가 | 백만달러 | 111.7 | | | - | 115.1 | 115.7 | 116.2 |
| | 가정9. VLCC 유조선 선가 | 백만달러 | 128.0 | | | - | 131.8 | 132.5 | 133.2 |
| | **결론. 2024년 수주액** | 백만달러 | **8,560.5** | | | | | | |

주1: 2023년 10월 31일 수주잔고 기준
2: 선가는 2023년 6월 이후 수주 선가 평균, VLCC는 시장 호가 기준
3: 2023년 내 카타르 LNG선 2차 수주 확정을 전제
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

# 한화오션 실적 추정 테이블 / 수주 & 인도 테이블



## 한화오션 사업부별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23P | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| WTI(달러/배럴) | 95.2 | 108.8 | 91.6 | 82.9 | 76.0 | 73.5 | 82.1 | 87.0 | 86.5 | 86.0 | 85.5 | 85.0 | 68.0 | 94.6 | 79.6 | 85.8 | 86.5 |
| 원/달러 | 1,205.0 | 1,259.6 | 1,338.0 | 1,359.3 | 1,275.6 | 1,314.7 | 1,311.0 | 1,331.0 | 1,320.0 | 1,290.0 | 1,300.0 | 1,280.0 | 1,141.4 | 1,290.4 | 1,308.1 | 1,297.5 | 1,280.0 |
| 한국후판가격(달러/톤) | 998.5 | 953.1 | 822.8 | 810.4 | 864.3 | 835.8 | 838.0 | 807.6 | 777.1 | 746.6 | 716.1 | 685.7 | 891.3 | 896.2 | 836.4 | 731.4 | 655.2 |
| **매출액** | **1,245.5** | **1,184.1** | **981.5** | **1,449.2** | **1,439.8** | **1,820.7** | **1,916.9** | **2,260.9** | **3,105.9** | **3,062.6** | **2,843.1** | **3,072.4** | **4,486.6** | **4,860.2** | **7,438.4** | **12,083.9** | **11,620.8** |
| 조선사업부 | 1,080.0 | 1,056.4 | 953.8 | 1,126.1 | 1,144.6 | 1,375.0 | 1,687.2 | 1,835.2 | 2,699.1 | 2,699.1 | 2,522.1 | 2,787.6 | 3,734.0 | 4,216.3 | 6,041.9 | 10,707.8 | 10,874.2 |
| 해양/특수선사업부 | 168.2 | 140.4 | 46.7 | 350.3 | 326.0 | 482.0 | 229.7 | 425.8 | 406.8 | 363.5 | 321.1 | 284.8 | 739.7 | 705.6 | 1,463.4 | 1,376.2 | 746.6 |
| **영업이익** | **-470.1** | **-99.5** | **-627.8** | **-416.1** | **-62.8** | **-159.0** | **74.1** | **-13.4** | **138.0** | **150.6** | **161.8** | **175.0** | **-1,754.7** | **-1,613.6** | **-161.1** | **625.3** | **738.8** |
| *영업이익률(%)* | *-37.7%* | *-8.4%* | *-64.0%* | *-28.7%* | *-4.4%* | *-8.7%* | *3.9%* | *-0.6%* | *4.4%* | *4.9%* | *5.7%* | *5.7%* | *-39.1%* | *-33.2%* | *-2.2%* | *5.2%* | *6.4%* |

자료: 한화오션, 메리츠증권 리서치센터

## 연간 수주/인도 추정 테이블

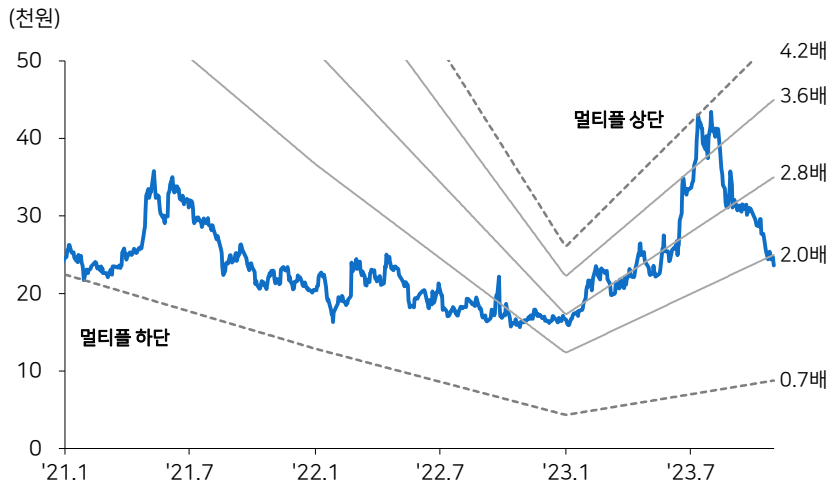
| | (척) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 연간 수주량 | Tanker | 14 | 1 | 4 | 5 | 12 | 12 | 4 | 13 | 16 | 9 | 8 | 13 | 0 | 0 | 9 |
| | Container | 12 | 27 | 0 | 19 | 6 | 11 | 0 | 5 | 7 | 3 | 14 | 20 | 6 | 0 | 9 |
| | LNGC | 0 | 12 | 4 | 5 | 36 | 8 | 3 | 4 | 18 | 10 | 6 | 16 | 40 | 17 | 20 |
| | LPGC | 0 | 0 | 0 | 3 | 10 | 2 | 0 | 0 | 0 | 2 | 1 | 9 | 0 | 0 | 3 |
| | 기타 | 27 | 3 | 2 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| | **선박총계** | **53** | **43** | **10** | **36** | **64** | **33** | **7** | **22** | **41** | **24** | **29** | **59** | **46** | **17** | **42** |
| 연간 인도량 | Tanker | 13 | 14 | 16 | 11 | 6 | 2 | 14 | 12 | 7 | 19 | 11 | 9 | 6 | 11 | 1 |
| | Container | 33 | 18 | 22 | 15 | 25 | 15 | 11 | 6 | 5 | 6 | 7 | 5 | 5 | 9 | 18 |
| | LNGC | 7 | 7 | 0 | 4 | 7 | 3 | 5 | 13 | 19 | 18 | 9 | 18 | 4 | 0 | 18 |
| | LPGC | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 8 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 7 | 3 |
| | 기타 | 10 | 16 | 18 | 8 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | **선박총계** | **63** | **55** | **58** | **42** | **41** | **28** | **38** | **35** | **31** | **43** | **27** | **32** | **17** | **27** | **41** |

자료: 한화오션, 메리츠증권 리서치센터

# 한화오션 밸류에이션에 대한 고민

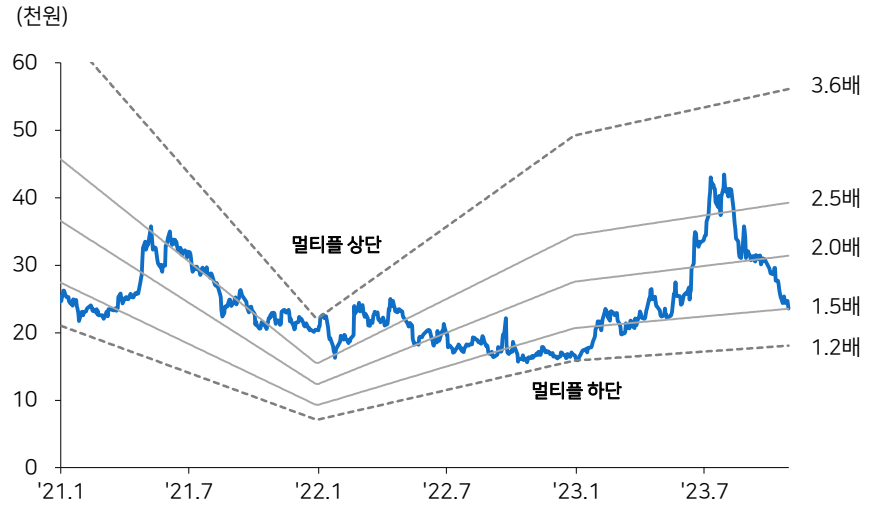
- 2021~23년ytd 기간, 12개월 Trailing PBR 은 0.7~4.2배
  vs 2023년 11월 2일 종가 기준, 12개월 Trailing PBR 1.9배
- 2021~23년ytd 기간, 12개월 Forward PBR 은 1.2~3.6배
  vs 2023년 11월 2일 종가 기준, 12개월 Forward PBR 1.5배
- 구 대우조선해양에서 현 한화오션으로 우화하는 과정에서
  2번의 유상증자, MSCI 지수 편입, 영구채의 전환 유무 등 주가의 변동폭 확대 요인 多
- 1) 2023년 11월 28일 유상증자의 신주 상장 완료되고, 2) 2024년부터 비축된 수주 슬롯을 기반으로 영업 확대를 기대

**한화오션12개월 Trailing PBR 밴드차트**




자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

**한화오션 12개월 선행 PBR 밴드차트**




자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

# 한화오션 해양/특수선 수주 Pool

## 한화오션 방위산업 수주 Pool

| 종류 | 프로젝트명 | 국가 | 내용 |
|---|---|---|---|
| 잠수함 | 장보고-III 배치2 | 한국 | ▪ 3번함에 대한 2023년 내 수주 기대<br>▪ 1조원 규모 |
| | 캐나다순찰잠수함(CPSP) | 캐나다 | ▪ 캐나다 해군 3,000톤급 잠수함 12척 도입 계획<br>▪ 장거리 잠항 및 SLBM 발사가 가능한 3,000톤급 도산안창호함이 유력 후보<br>▪ 계약자 선정은 2026년 예상<br>▪ 유지보수를 포함 총 사업규모 60조원 예상 |
| | Project 75 I 사업 2단계 | 인도 | ▪ 2단계 사업은 6척의 중형 재래식 잠수함 획득 목표<br>▪ 프로젝트 75 I는 1997년 인도 해군이 수립한 사업으로 공격용 원자력 추진 잠수함 6척, 재래식 잠수함 18척 획득 목표<br>▪ 2021년 7월 2단계 사업의 입찰제안요청서(REP)를 발송. 인도의 무리한 요구로 입찰 연기<br>▪ 2022년 12월까지 입찰 연장. 이후 한화오션만이 단독 입찰<br>▪ 2023년 말까지 입찰 연장<br>▪ 한화오션은 인도 해군에 3천톤급 중형 잠수함 DSME 3000 제안<br>▪ 장보고-III급 배치-II 모델, 리튬 이온 배터리와 연료 전지 시스템으로 구동. 수직발사대(VLS) 10기까지 장착 가능(배치-I에서는 6기 장착) 즉, 잠수함 탑재 탄도미사일(SLBM) 10발 장착 가능 |
| | 필리핀 군 현대화 | 필리핀 | ▪ 필리핀 해군은 1조 7,500억원 규모 잠수함 2척 우선 구매 계획이었음<br>▪ 2023년 9월 20일, 한화오션은 당초 계획과 달리 배수량이 더 큰 사이즈의 모델 제안<br>▪ 한화오션의 장보고-III PN 잠수함 vs 스페인 나반티아의 S-80급 vs 프랑스 나발 그룹의 스코르펜 3파전<br>▪ 2,800톤급 장보고-III PN 잠수함은 대한민국 해군의 장보고-III(KSS-III) 잠수함에서 파생된 모델 |
| | Orka | 폴란드 | ▪ 신형 잠수함 4척 도입 목표<br>▪ 2034년까지 기술 이전을 포함, 3천톤급 중형 잠수함을 도입하는 프로젝트<br>▪ 사업 규모는 8조원<br>▪ HD현대중공업 및 독일, 나발, 이탈리아 등 11개 업체가 참여 |
| 수상함 | KDDX(한국형 차기 구축함) | 한국 | ▪ 6,500톤급 6척이며 2024년부터 초도함 수주 기대<br>▪ 총 예산 7.8조원<br>▪ 미니 이지스함으로도 불림 |

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

# 한화오션(042660)

## Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **4,486.6** | **4,860.2** | **7,438.4** | **12,083.9** | **11,620.8** |
| 매출액증가율(%) | -36.2 | 8.3 | 53.0 | 62.5 | -3.8 |
| 매출원가 | 6,033.7 | 6,207.0 | 7,246.5 | 10,874.6 | 10,317.3 |
| 매출총이익 | -1,547.1 | -1,346.9 | 191.9 | 1,209.3 | 1,303.6 |
| 판매관리비 | 207.5 | 266.7 | 353.0 | 584.1 | 564.7 |
| **영업이익** | **-1,754.7** | **-1,613.6** | **-161.1** | **625.3** | **738.8** |
| 영업이익률(%) | -39.1 | -33.2 | -2.2 | 5.2 | 6.4 |
| 금융손익 | -484.0 | -596.9 | -432.4 | -10.1 | -18.1 |
| 종속/관계기업손익 | -1.3 | 0.2 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 기타영업외손익 | 512.5 | 415.9 | 560.3 | 328.7 | 414.0 |
| 세전계속사업이익 | -1,727.5 | -1,794.3 | -32.2 | 944.8 | 1,135.7 |
| 법인세비용 | -27.6 | -49.6 | 24.1 | 236.2 | 283.9 |
| **당기순이익** | **-1,699.8** | **-1,744.8** | **-56.3** | **708.6** | **851.7** |
| 지배주주지분 순이익 | -1,699.8 | -1,744.8 | -56.4 | 708.6 | 851.7 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 6,481.1 | 7,822.5 | 11,447.2 | 11,654.9 | 12,320.0 |
| 현금및현금성자산 | 1,778.9 | 659.7 | 3,248.5 | 2,355.6 | 3,143.2 |
| 매출채권 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 재고자산 | 1,139.1 | 2,202.1 | 2,422.3 | 2,664.5 | 2,664.5 |
| 비유동자산 | 4,142.1 | 4,413.2 | 5,282.4 | 6,478.8 | 6,341.2 |
| 유형자산 | 3,469.4 | 3,786.7 | 3,763.0 | 3,785.0 | 3,843.4 |
| 무형자산 | 1.2 | 1.5 | 2.4 | 2.1 | 1.9 |
| 투자자산 | 468.9 | 278.1 | 1,217.2 | 2,391.8 | 2,196.1 |
| **자산총계** | **10,623.2** | **12,235.7** | **16,729.6** | **18,133.7** | **18,661.2** |
| 유동부채 | 7,464.5 | 10,672.5 | 9,297.7 | 9,806.9 | 9,646.5 |
| 매입채무 | 467.2 | 617.0 | 962.6 | 1,308.0 | 1,199.2 |
| 단기차입금 | 1,138.0 | 1,283.4 | 659.4 | 619.4 | 579.4 |
| 유동성장기부채 | 1,346.4 | 1,324.5 | 79.1 | 119.1 | 159.1 |
| 비유동부채 | 941.2 | 818.2 | 3,207.2 | 3,393.5 | 3,229.7 |
| 사채 | 111.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 122.5 | 99.7 | 2,186.8 | 2,106.8 | 2,026.8 |
| **부채총계** | **8,405.6** | **11,490.7** | **12,504.9** | **13,200.4** | **12,876.2** |
| 자본금 | 541.5 | 541.5 | 2,680.4 | 2,680.4 | 2,680.4 |
| 자본잉여금 | 17.7 | 17.7 | 1,600.8 | 1,600.8 | 1,600.8 |
| 기타포괄이익누계액 | 327.6 | 554.5 | 559.1 | 559.1 | 559.1 |
| 이익잉여금 | -1,001.3 | -2,700.7 | -2,955.4 | -2,246.8 | -1,395.1 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| **자본총계** | **2,217.6** | **745.0** | **4,224.6** | **4,933.3** | **5,785.0** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **485.8** | **-1,065.4** | **66.2** | **747.1** | **801.0** |
| 당기순이익(손실) | -1,699.8 | -1,744.8 | -56.3 | 708.6 | 851.7 |
| 유형자산상각비 | 123.9 | 130.4 | 136.7 | 137.9 | 141.7 |
| 무형자산상각비 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 운전자본의 증감 | 760.5 | 39.1 | 244.1 | -99.7 | -192.7 |
| **투자활동 현금흐름** | **101.3** | **88.0** | **-1,336.1** | **-1,723.7** | **118.2** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -100.3 | -121.9 | -85.4 | -160.0 | -200.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 74.2 | 191.1 | -938.4 | -1,174.6 | 195.7 |
| **재무활동 현금흐름** | **-157.0** | **-129.8** | **3,860.6** | **83.7** | **-131.6** |
| 차입금의 증감 | 162.0 | 233.2 | 402.2 | 83.7 | -131.6 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 3,722.1 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 435.4 | -1,119.2 | 2,588.8 | -892.9 | 787.6 |
| 기초현금 | 1,343.6 | 1,778.9 | 659.7 | 3,248.5 | 2,355.6 |
| 기말현금 | 1,778.9 | 659.7 | 3,248.5 | 2,355.6 | 3,143.2 |

## Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 37,142 | 40,234 | 36,739 | 39,444 | 37,932 |
| EPS(지배주주) | -14,072 | -14,444 | -278 | 2,313 | 2,780 |
| CFPS | -2,043 | -8,971 | -322 | 3,568 | 4,229 |
| EBITDAPS | -13,500 | -12,277 | -119 | 2,492 | 2,875 |
| BPS | 18,358 | 6,167 | 13,789 | 16,103 | 18,883 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | - | - | - | 10.3 | 8.6 |
| PCR | - | - | - | 6.7 | 5.7 |
| PSR | 0.6 | 0.4 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| PBR | 1.1 | 2.7 | 1.7 | 1.5 | 1.3 |
| EBITDA(십억원) | -1,630.7 | -1,483.1 | -24.2 | 763.4 | 880.7 |
| EV/EBITDA | - | - | - | 6.7 | 4.9 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | -55.9 | -117.8 | -2.3 | 15.5 | 15.9 |
| EBITDA 이익률 | -36.3 | -30.5 | -0.3 | 6.3 | 7.6 |
| 부채비율 | 379.0 | 1,542.4 | 296.0 | 267.6 | 222.6 |
| 금융비용부담률 | 2.6 | 2.5 | 2.4 | 1.6 | 1.7 |
| 이자보상배율(x) | -15.2 | -13.2 | -0.9 | 3.2 | 3.8 |
| 매출채권회전율(x) | | | | | |
| 재고자산회전율(x) | 4.3 | 2.9 | 3.2 | 4.8 | 4.4 |

# 현대미포조선(010620) 유의미한 수익성 개선 타겟은 2Q~3Q24E

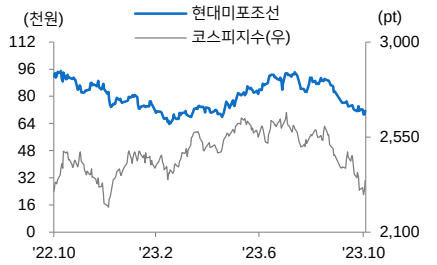
Analyst **배기연** 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12개월)** | **115,000원** |
| **현재주가 (11.2)** | **71,400원** |
| **상승여력** | **61.1%** |
| KOSPI | 2,343.12pt |
| 시가총액 | 28,519억원 |
| 발행주식수 | 3,994만주 |
| 유동주식비율 | 56.96% |
| 외국인비중 | 22.60% |
| 52주 최고/최저가 | 95,000원/63,700원 |
| 평균거래대금 | 140.8억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 에이치디한국조선해양 외 4 인 | 42.85 |
| 국민연금공단 | 7.96 |
| FIDELITY MANAGEMENT & RESEARC | 6.47 |

| **주가상승률(%)** | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -14.0 | -2.1 | -21.6 |
| 상대주가 | -9.5 | 5.5 | -21.8 |

**주가그래프**




### 2024년 고수익성의 선종 수주를 기대

- 1) 자동차운반선: 9월 6,500CEU급 선박의 1년 용선료가 2011~19년 평균 대비 438.6%까지 급등
  2) M/R & P/C: 10월 말 M/R 탱커의 운임은 2011~19년 평균 대비 +26.6% 상승

### 건조선가 상승의 효과는 2024년 2~3분기부터 반영

- 2024년 매출액 4조 6,677억원(+18.5% YoY), 영업이익 2,183억원(흑자전환), 영업이익률 +4.7% 전망
- 인도 스케쥴 기준, 2024년 4분기 건조선가는 2023년 평균 건조선가 대비 +16.6% 상승
  → 2024년 2~3분기부터 수익성 레벨업 예상

### Valuation: 2025년 적정주가 115,000원

- 2025년 BPS 65,629원, ROE 12.8%로 추정. Implied PBR 1.8배를 도출
- 2021~23년ytd 기간, 12개월 Trailing PBR 은 0.7~2.2배
  vs 2023년 11월 2일 종가 기준, 12개월 Trailing PBR 1.3배

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021 | 2,887.2 | -217.3 | -159.7 | -3,998 | 적지 | 54,170 | - | 1.3 | - | -7.1 | 75.9 |
| 2022 | 3,716.9 | -109.1 | -44.6 | -1,116 | 적지 | 53,448 | - | 1.6 | - | -2.1 | 118.3 |
| 2023E | 3,939.3 | -74.6 | -1.1 | -28 | 흑전 | 53,465 | - | 1.3 | - | -0.1 | 127.7 |
| 2024E | 4,667.7 | 218.3 | 169.4 | 4,241 | 11,425.3 | 57,706 | 16.8 | 1.2 | 7.2 | 7.6 | 138.1 |
| 2025E | 5,176.7 | 356.2 | 316.5 | 7,923 | 86.8 | 65,629 | 9.0 | 1.1 | 3.9 | 12.8 | 125.8 |

# 현대미포조선 실적 추정 테이블

## 현대미포조선 사업부별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23P | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| WTI(달러/배럴) | 95.2 | 108.8 | 91.6 | 82.9 | 76.0 | 73.5 | 82.1 | 87.0 | 86.5 | 86.0 | 85.5 | 85.0 | 68.0 | 94.6 | 79.6 | 85.8 | 86.5 |
| 원/달러 | 1,205.0 | 1,259.6 | 1,338.0 | 1,359.3 | 1,275.6 | 1,314.7 | 1,311.0 | 1,331.0 | 1,320.0 | 1,290.0 | 1,300.0 | 1,280.0 | 1,141.4 | 1,290.4 | 1,308.1 | 1,297.5 | 1,280.0 |
| 한국후판가격(달러/톤) | 998.5 | 953.1 | 822.8 | 810.4 | 864.3 | 835.8 | 838.0 | 807.6 | 777.1 | 746.6 | 716.1 | 685.7 | 891.3 | 896.2 | 836.4 | 731.4 | 655.2 |
| **매출액** | **876.0** | **935.4** | **882.3** | **1,023.2** | **909.2** | **1,033.4** | **993.8** | **1,003.0** | **1,176.6** | **1,176.6** | **1,099.4** | **1,215.2** | **2,887.2** | **3,716.9** | **3,939.3** | **4,667.7** | **5,176.7** |
| **영업이익** | **-61.8** | **-6.6** | **14.1** | **-54.7** | **-27.4** | **-52.5** | **-7.8** | **13.1** | **39.9** | **44.2** | **57.9** | **76.4** | **-217.3** | **-109.1** | **-74.6** | **218.3** | **356.2** |
| *영업이익률(%)* | *-7.1%* | *-0.7%* | *1.6%* | *-5.3%* | *-3.0%* | *-5.1%* | *-0.8%* | *1.3%* | *3.4%* | *3.8%* | *5.3%* | *6.3%* | *-7.5%* | *-2.9%* | *-1.9%* | *4.7%* | *6.9%* |

자료: 현대미포조선, 메리츠증권 리서치센터

## 현대미포조선 12개월 Trailing PBR 밴드차트

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 현대미포조선 12개월 선행 PBR 밴드차트

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

# 현대미포조선(010620)

## Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **2,887.2** | **3,716.9** | **3,939.3** | **4,667.7** | **5,176.7** |
| 매출액증가율(%) | 3.4 | 28.7 | 6.0 | 18.5 | 10.9 |
| 매출원가 | 3,008.2 | 3,704.0 | 3,895.4 | 4,286.1 | 4,639.3 |
| 매출총이익 | -121.0 | 12.9 | 43.9 | 381.7 | 537.4 |
| 판매관리비 | 96.3 | 121.9 | 118.5 | 163.4 | 181.2 |
| **영업이익** | **-217.3** | **-109.1** | **-74.6** | **218.3** | **356.2** |
| 영업이익률(%) | -7.5 | -2.9 | -1.9 | 4.7 | 6.9 |
| 금융손익 | -71.2 | -77.6 | -41.8 | 12.4 | 25.7 |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | -0.3 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 78.8 | 123.4 | 120.7 | -4.9 | 40.0 |
| 세전계속사업이익 | -209.8 | -63.3 | 4.0 | 225.9 | 422.0 |
| 법인세비용 | -49.7 | -19.5 | 2.5 | 56.5 | 105.5 |
| **당기순이익** | **-160.1** | **-43.8** | **1.5** | **169.4** | **316.5** |
| 지배주주지분 순이익 | -159.7 | -44.6 | -1.1 | 169.4 | 316.5 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 2,046.7 | 2,724.5 | 2,885.7 | 3,483.7 | 3,864.8 |
| 현금및현금성자산 | 400.4 | 490.1 | 660.5 | 1,162.8 | 1,515.5 |
| 매출채권 | 20.8 | 43.2 | 42.3 | 51.3 | 54.0 |
| 재고자산 | 265.5 | 292.6 | 286.8 | 347.5 | 365.5 |
| 비유동자산 | 1,831.6 | 2,023.8 | 2,078.8 | 2,110.3 | 2,154.3 |
| 유형자산 | 1,636.4 | 1,702.1 | 1,740.5 | 1,772.2 | 1,816.2 |
| 무형자산 | 1.8 | 8.9 | 12.9 | 12.7 | 12.6 |
| 투자자산 | 46.3 | 59.5 | 59.5 | 59.5 | 59.5 |
| **자산총계** | **3,878.3** | **4,748.3** | **4,964.6** | **5,594.0** | **6,019.1** |
| 유동부채 | 1,612.0 | 2,499.1 | 2,709.9 | 3,165.8 | 3,273.2 |
| 매입채무 | 328.3 | 471.9 | 462.6 | 560.4 | 589.5 |
| 단기차입금 | 169.2 | 107.7 | 365.8 | 325.8 | 285.8 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 62.0 | 73.9 | 74.6 | 78.8 | 80.0 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **부채총계** | **1,674.0** | **2,573.0** | **2,784.5** | **3,244.6** | **3,353.2** |
| 자본금 | 199.7 | 199.7 | 199.7 | 199.7 | 199.7 |
| 자본잉여금 | 82.3 | 82.3 | 82.3 | 82.3 | 82.3 |
| 기타포괄이익누계액 | 289.2 | 293.9 | 295.7 | 295.7 | 295.7 |
| 이익잉여금 | 1,633.4 | 1,599.8 | 1,598.6 | 1,768.1 | 2,084.5 |
| 비지배주주지분 | 40.6 | 40.5 | 44.5 | 44.5 | 44.5 |
| **자본총계** | **2,204.3** | **2,175.3** | **2,180.0** | **2,349.4** | **2,665.9** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **69.6** | **208.4** | **19.0** | **636.2** | **486.3** |
| 당기순이익(손실) | -160.1 | -43.8 | 1.5 | 169.4 | 316.5 |
| 유형자산상각비 | 55.4 | 60.6 | 67.1 | 70.4 | 73.9 |
| 무형자산상각비 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 운전자본의 증감 | 231.3 | 196.3 | -19.0 | 408.7 | 121.5 |
| **투자활동 현금흐름** | **-133.3** | **-47.3** | **-102.1** | **-99.8** | **-84.6** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -62.9 | -113.8 | -94.3 | -102.0 | -118.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -26.3 | -13.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **재무활동 현금흐름** | **-70.6** | **-71.6** | **252.0** | **-34.2** | **-49.0** |
| 차입금의 증감 | -15.9 | 7.7 | 257.2 | -18.3 | -33.6 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | -132.4 | 89.8 | 170.4 | 502.3 | 352.7 |
| 기초현금 | 532.7 | 400.4 | 490.1 | 660.5 | 1,162.8 |
| 기말현금 | 400.4 | 490.1 | 660.5 | 1,162.8 | 1,515.5 |

## Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 72,285 | 93,056 | 98,625 | 116,862 | 129,606 |
| EPS(지배주주) | -3,998 | -1,116 | -28 | 4,241 | 7,923 |
| CFPS | -4,193 | 156 | 1,243 | 7,110 | 11,774 |
| EBITDAPS | -4,051 | -1,210 | -185 | 7,231 | 10,773 |
| BPS | 54,170 | 53,448 | 53,465 | 57,706 | 65,629 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | - | - | - | 16.8 | 9.0 |
| PCR | - | 541.3 | 57.5 | 10.0 | 6.1 |
| PSR | 1.0 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| PBR | 1.3 | 1.6 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| EBITDA(십억원) | -161.8 | -48.3 | -7.4 | 288.8 | 430.3 |
| EV/EBITDA | - | - | - | 7.2 | 3.9 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | -7.1 | -2.1 | -0.1 | 7.6 | 12.8 |
| EBITDA 이익률 | -5.6 | -1.3 | -0.2 | 6.2 | 8.3 |
| 부채비율 | 75.9 | 118.3 | 127.7 | 138.1 | 125.8 |
| 금융비용부담률 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |
| 이자보상배율(x) | -62.2 | -21.5 | -7.6 | 13.8 | 23.1 |
| 매출채권회전율(x) | 40.8 | 116.1 | 92.1 | 99.7 | 98.4 |
| 재고자산회전율(x) | 13.9 | 13.3 | 13.6 | 14.7 | 14.5 |

# 태광(023160) 잠시 멈춘 이유는 추진력을 얻기 위함-중동편

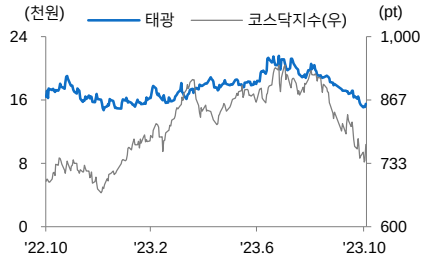
Analyst 배기연 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|---|---|
| 적정주가 (12개월) | 26,000원 |
| 현재주가 (11.2) | 15,510원 |
| 상승여력 | 67.6% |
| KOSDAQ | 772.84pt |
| 시가총액 | 4,110억원 |
| 발행주식수 | 2,650만주 |
| 유동주식비율 | 51.98% |
| 외국인비중 | 15.79% |
| 52주 최고/최저가 | 21,550원/14,700원 |
| 평균거래대금 | 32.8억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 대신인터내셔날 외 10 인 | 45.63 |
| 국민연금공단 | 8.23 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -13.8 | -14.3 | -4.6 |
| 상대주가 | -6.2 | -5.1 | -13.9 |

**주가그래프**




### 3분기 수주는 쉬고, 4분기 도약해서 2024년을 보자

- 본사 기준 2023년 예상 수주액 2,721억원(+7.2% YoY), 2024년 예상 수주액 3,297억원(+21.1% YoY)
- 2023년 3분기 예상 수주액이 546억원(-22.6% YoY)으로 수주액의 성장이 일시 둔화처럼 보일 수 있으나, 'S-Oil의 샤힌 프로젝트' 및 '모잠비크 NFE-South'프로젝트발 수주가 4분기로 미뤄졌기 때문
  → 단, 삼성중공업의 Z FLNG 공정이 2023년 4분기부터 피팅 발주 기대

### 2024년 중동 훈풍: 풍족한 자원의 이점을 활용하는 중동

- 중동 E&P 수혜 1: 사우디 Aramco의 Jafurah 2nd 확장 프로젝트 확인 중
  - 60억달러 규모의 5개 EPC 프로젝트발 피팅 발주 기대
  - 1) 현대건설 컨소시엄이 3조원 규모 계약 체결 공시(2023년 10월 24일)
  - 2) 인도의 Larsen & Toubro가 15~20억달러 규모의 계약을 체결했다고 보도됨(2023년 10월 12일)
- 중동 E&P 수혜 2: 사우디 Aramco의 또다른 대형 투자, 40억달러 규모의 Fadhili 가스전 프로젝트
  - 2023년말~2024년 초에 EPC 계약 체결하면, 2024년 내 피팅 발주 가능
- 중동 E&P 수혜 3: 카타르 Ruya 프로젝트발 4개 EPC 계약 확인. 총 60억달러 규모이며 HD현대중공업-McDermott가 핵심 계약 수주
- 중동 E&P 수혜 4: UAE Hail & Ghasha 프로젝트향 2개 EPC 계약 확인. 총 170억달러(2023년 10월 6일)

**Valuation: 2024년 적정주가 26,000원.** 2024년 BPS 21,817원, ROE 11.1%로 추정. Implied PBR 1.2배를 도출

| 별도 (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021 | 148.5 | 7.2 | 12.0 | 452 | 흑전 | 16,359 | 24.0 | 0.7 | 17.7 | 2.8 | 6.7 |
| 2022 | 213.6 | 44.3 | 35.2 | 1,329 | 193.8 | 17,620 | 12.1 | 0.9 | 7.0 | 7.8 | 11.5 |
| 2023E | 270.8 | 65.9 | 58.7 | 2,213 | 66.5 | 19,673 | 7.0 | 0.8 | 4.7 | 11.9 | 9.5 |
| 2024E | 309.4 | 79.1 | 61.2 | 2,311 | 4.4 | 21,817 | 6.7 | 0.7 | 3.5 | 11.1 | 11.8 |
| 2025E | 335.2 | 87.7 | 68.5 | 2,584 | 11.8 | 24,235 | 6.0 | 0.6 | 2.6 | 11.2 | 10.6 |

# 태광 실적 추정 테이블 (별도)

## 태광 사업부별 실적 추이 및 전망

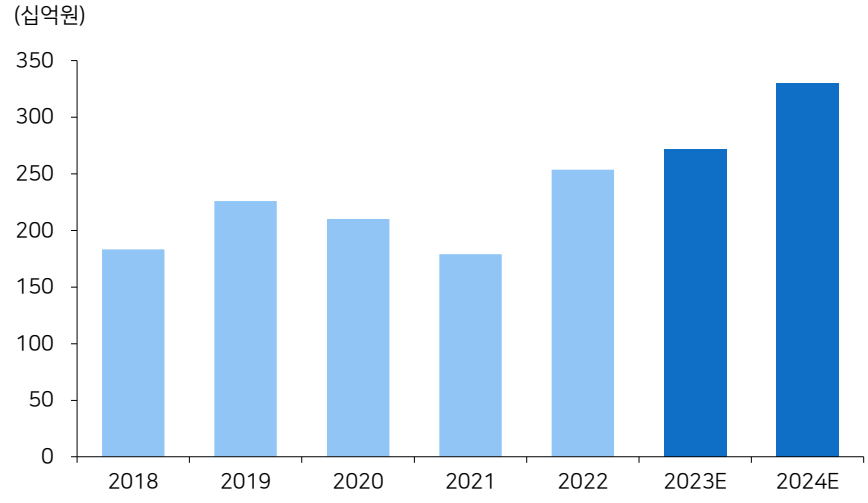
| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23E | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 원/달러 환율 | 1,205.0 | 1,259.6 | 1,338.0 | 1,359.3 | 1,275.6 | 1,314.7 | 1,311.0 | 1,331.0 | 1,320.0 | 1,290.0 | 1,300.0 | 1,280.0 | 1,141.4 | 1,290.4 | 1,308.1 | 1,297.5 | 1,280.0 |
| **수주액** | **53.9** | **72.9** | **70.6** | **56.5** | **70.6** | **65.0** | **54.6** | **81.9** | **81.7** | **75.7** | **89.8** | **82.5** | **179.1** | **253.8** | **272.1** | **329.7** | **335.3** |
| **매출액** | **39.2** | **48.0** | **60.3** | **66.1** | **73.1** | **71.7** | **65.0** | **60.9** | **70.3** | **76.4** | **78.7** | **83.9** | **148.5** | **213.6** | **270.8** | **309.4** | **335.2** |
| **영업이익** | **5.0** | **11.4** | **12.1** | **15.8** | **18.3** | **17.9** | **15.5** | **14.3** | **17.9** | **19.4** | **20.1** | **21.7** | **7.2** | **44.3** | **65.9** | **79.1** | **87.7** |
| *영업이익률(%)* | *12.7* | *23.7* | *20.1* | *23.9* | *25.0* | *24.9* | *23.8* | *23.4* | *25.5* | *25.4* | *25.5* | *25.8* | *4.9* | *20.7* | *24.3* | *25.6* | *26.2* |
| 세전이익 | 8.1 | 15.2 | 19.3 | 3.1 | 23.8 | 21.1 | 16.0 | 14.9 | 18.5 | 20.0 | 20.7 | 22.4 | 15.5 | 45.7 | 75.9 | 81.6 | 91.3 |
| **당기순이익** | **6.7** | **11.6** | **9.6** | **7.3** | **18.6** | **16.8** | **12.0** | **11.2** | **13.9** | **15.0** | **15.5** | **16.8** | **12.0** | **35.2** | **58.7** | **61.2** | **68.5** |

자료: 태광, 메리츠증권 리서치센터

## 태광 12개월 선행 PBR 밴드차트

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 태광 수주액 추이 및 전망




주: HYTC를 제외한 피팅부문 수주 기준
자료: 태광, 메리츠증권 리서치센터

# 태광(023160)

## Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **148.5** | **213.6** | **270.8** | **309.4** | **335.2** |
| 매출액증가율(%) | -21.2 | 43.8 | 26.8 | 14.3 | 8.4 |
| 매출원가 | 124.8 | 149.4 | 181.2 | 206.3 | 223.5 |
| 매출총이익 | 23.7 | 64.2 | 89.6 | 103.1 | 111.7 |
| 판매관리비 | 16.5 | 19.8 | 23.7 | 24.0 | 24.0 |
| **영업이익** | **7.2** | **44.3** | **65.9** | **79.1** | **87.7** |
| 영업이익률(%) | 4.9 | 20.7 | 24.3 | 25.6 | 26.2 |
| 금융손익 | 7.8 | 1.2 | 9.7 | 2.2 | 3.6 |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 0.5 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 15.5 | 45.7 | 75.9 | 81.7 | 91.3 |
| 법인세비용 | 3.5 | 10.5 | 17.2 | 20.4 | 22.8 |
| **당기순이익** | **12.0** | **35.2** | **58.7** | **61.2** | **68.5** |
| 지배주주지분 순이익 | 12.0 | 35.2 | 58.7 | 61.2 | 68.5 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 216.3 | 269.4 | 266.9 | 344.9 | 413.0 |
| 현금및현금성자산 | 37.5 | 39.8 | 45.0 | 84.2 | 137.0 |
| 매출채권 | 43.7 | 58.2 | 53.7 | 74.0 | 73.8 |
| 재고자산 | 120.0 | 127.8 | 140.6 | 154.7 | 170.2 |
| 비유동자산 | 246.5 | 251.2 | 304.1 | 301.4 | 297.2 |
| 유형자산 | 139.7 | 138.6 | 158.9 | 156.2 | 152.2 |
| 무형자산 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.2 |
| 투자자산 | 98.0 | 99.1 | 129.3 | 129.3 | 129.3 |
| **자산총계** | **462.7** | **520.6** | **571.0** | **646.2** | **710.2** |
| 유동부채 | 21.8 | 46.5 | 42.9 | 59.1 | 59.0 |
| 매입채무 | 6.6 | 17.9 | 16.5 | 22.7 | 22.7 |
| 단기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 7.4 | 7.1 | 6.8 | 9.0 | 9.0 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **부채총계** | **29.2** | **53.6** | **49.7** | **68.1** | **67.9** |
| 자본금 | 13.3 | 13.3 | 13.3 | 13.3 | 13.3 |
| 자본잉여금 | 34.4 | 34.4 | 34.4 | 34.4 | 34.4 |
| 기타포괄이익누계액 | -1.5 | -1.6 | -1.6 | -1.6 | -1.6 |
| 이익잉여금 | 398.6 | 432.0 | 486.4 | 543.3 | 607.3 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본총계** | **433.5** | **466.9** | **521.3** | **578.2** | **642.2** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **36.0** | **41.3** | **48.1** | **51.8** | **61.2** |
| 당기순이익(손실) | 12.0 | 35.2 | 58.7 | 61.2 | 68.5 |
| 유형자산상각비 | 6.2 | 5.6 | 7.1 | 8.6 | 8.1 |
| 무형자산상각비 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| 운전자본의 증감 | 15.3 | -15.6 | -15.6 | -18.2 | -15.4 |
| **투자활동 현금흐름** | **-39.9** | **-34.8** | **-38.1** | **-8.5** | **-4.0** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -0.9 | -4.0 | -27.1 | -6.0 | -4.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -50.6 | -1.1 | -30.3 | 0.0 | 0.0 |
| **재무활동 현금흐름** | **-11.8** | **-3.2** | **-4.8** | **-4.2** | **-4.4** |
| 차입금의 증감 | -9.9 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.0 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | -15.8 | 2.3 | 5.3 | 39.1 | 52.8 |
| 기초현금 | 53.2 | 37.5 | 39.8 | 45.0 | 84.2 |
| 기말현금 | 37.5 | 39.8 | 45.0 | 84.2 | 137.0 |

## Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 5,604 | 8,059 | 10,217 | 11,674 | 12,651 |
| EPS(지배주주) | 452 | 1,329 | 2,213 | 2,311 | 2,584 |
| CFPS | 708 | 1,857 | 2,564 | 3,328 | 3,620 |
| EBITDAPS | 509 | 1,890 | 2,762 | 3,316 | 3,620 |
| BPS | 16,359 | 17,620 | 19,673 | 21,817 | 24,235 |
| DPS | 100 | 170 | 170 | 170 | 170 |
| 배당수익률(%) | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 24.0 | 12.1 | 7.0 | 6.7 | 6.0 |
| PCR | 15.3 | 8.7 | 6.1 | 4.7 | 4.3 |
| PSR | 1.9 | 2.0 | 1.5 | 1.3 | 1.2 |
| PBR | 0.7 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| EBITDA(십억원) | 13.5 | 50.1 | 73.2 | 87.9 | 95.9 |
| EV/EBITDA | 17.7 | 7.0 | 4.7 | 3.5 | 2.6 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 2.8 | 7.8 | 11.9 | 11.1 | 11.2 |
| EBITDA 이익률 | 9.1 | 23.4 | 27.0 | 28.4 | 28.6 |
| 부채비율 | 6.7 | 11.5 | 9.5 | 11.8 | 10.6 |
| 금융비용부담률 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이자보상배율(x) | 35.4 | 298.3 | 522.6 | 1,435.4 | 1,519.3 |
| 매출채권회전율(x) | 3.2 | 4.2 | 4.8 | 4.8 | 4.5 |
| 재고자산회전율(x) | 1.2 | 1.7 | 2.0 | 2.1 | 2.1 |

# 성광벤드(014620) 잠시 멈춘 이유는 추진력을 얻기 위함-북미편

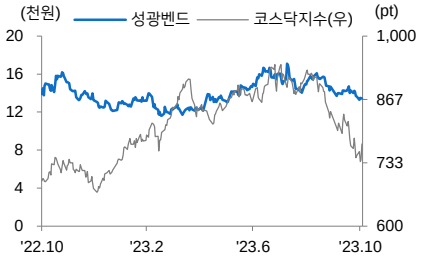
Analyst 배기연 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12개월)** | **20,000원** |
| **현재주가 (11.2)** | **13,410원** |
| **상승여력** | **49.1%** |
| KOSDAQ | 772.84pt |
| 시가총액 | 3,835억원 |
| 발행주식수 | 2,860만주 |
| 유동주식비율 | 61.98% |
| 외국인비중 | 10.61% |
| 52주 최고/최저가 | 17,100원/11,600원 |
| 평균거래대금 | 41.1억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 안재일 외 4 인 | 35.62 |
| 국민연금공단 | 6.34 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -8.6 | 7.3 | -2.5 |
| 상대주가 | -0.5 | 18.8 | -12.0 |

**주가그래프**




### 3분기 수주는 쉬고, 4분기 도약해서 2024년을 보자

- 본사 기준 2023년 예상 수주액 2,045억원(-14.4% YoY), 2024년 예상 수주액 2,808억원(+37.3% YoY)
  - 2023년 3분기 예상 수주액은 447억원(+5.6% YoY), 주요 프로젝트 확인이 지연되며 기대 수준에는 못 미칠 예상
- 용접용피팅업체들의 전방 산업의 무차별화
  → 2023년 3분기 수주 일시 둔화 이유는 동일
  → 마찬가지로 전방 산업이 중동이던, 북미던 무차별하게 수혜 예상

### 2024년 북미 훈풍: 에너지 패권국 지위에 진심인 미국

- 북미 E&P 수혜 1: 2023년말~2024년초 피팅 발주 임박한 LNG 프로젝트
  - Port Arthur LNG: 2023년 3월 FID, EPC 계약 금액 105억달러
  - Plaquemines LNG Phase 2: 2023년 3월 FID, EPC 계약 금액 85억달러
  - Rio Grande LNG Phase 1: 2023년 7월 FID, EPC 계약 금액 100억달러
- 북미 E&P 수혜 2, 2024~25년 예상되는 FLNG 프로젝트
  - Delfin FLNG 1호기, 2호기, Cedar FLNG 등 3개 프로젝트

### Valuation: 2024년 적정주가 20,000원

- 2024년 BPS 18,636원, ROE 9.4%로 추정. Implied PBR 1.1배를 도출
- 2024년 별도기준 매출액 2,647억원(+19.1% YoY), 영업이익 564억원(+28.0% YoY), 영업이익률 +21.3% 예상

| 별도 (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021 | 117.2 | -7.0 | -2.0 | -71 | 적전 | 15,017 | - | 0.5 | - | -0.5 | 8.3 |
| 2022 | 215.9 | 24.7 | 25.0 | 873 | 흑전 | 15,819 | 15.2 | 0.8 | 10.9 | 5.7 | 10.1 |
| 2023E | 222.2 | 44.1 | 38.4 | 1,341 | 53.5 | 17,062 | 10.0 | 0.8 | 6.0 | 8.2 | 8.3 |
| 2024E | 264.7 | 56.4 | 47.8 | 1,671 | 24.6 | 18,636 | 8.0 | 0.7 | 4.6 | 9.4 | 10.9 |
| 2025E | 283.3 | 62.2 | 51.4 | 1,797 | 7.5 | 20,334 | 7.5 | 0.7 | 3.7 | 9.2 | 9.9 |

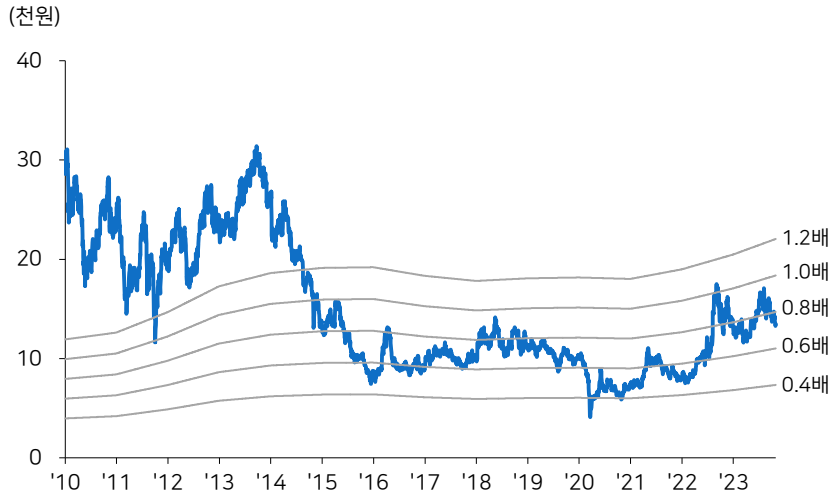
# 성광벤드 실적 추정 테이블 (별도)

### 성광벤드 사업부별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23E | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 원/달러 환율 | 1,205.0 | 1,259.6 | 1,338.0 | 1,359.3 | 1,275.6 | 1,314.7 | 1,311.0 | 1,331.0 | 1,320.0 | 1,290.0 | 1,300.0 | 1,280.0 | 1,141.4 | 1,290.4 | 1,308.1 | 1,297.5 | 1,280.0 |
| **수주액** | **71.2** | **70.8** | **42.3** | **54.6** | **33.1** | **55.8** | **44.7** | **70.9** | **70.4** | **64.8** | **76.0** | **69.6** | **148.9** | **238.9** | **204.5** | **280.8** | **283.2** |
| **매출액** | **39.3** | **59.9** | **58.1** | **58.6** | **60.9** | **58.3** | **53.9** | **49.1** | **60.0** | **65.4** | **67.7** | **71.5** | **117.2** | **215.9** | **222.2** | **264.7** | **283.3** |
| **영업이익** | **2.8** | **7.9** | **7.6** | **6.4** | **13.8** | **12.8** | **10.5** | **7.0** | **13.0** | **15.2** | **14.8** | **13.4** | **-6.9** | **24.7** | **44.1** | **56.4** | **62.2** |
| *영업이익률(%)* | *7.2* | *13.1* | *13.0* | *11.0* | *22.7* | *22.0* | *19.4* | *14.2* | *21.7* | *23.2* | *21.8* | *18.8* | *-5.9* | *11.4* | *19.8* | *21.3* | *22.0* |
| 세전이익 | 8.1 | 11.5 | 14.0 | -1.0 | 15.5 | 14.1 | 11.9 | 8.6 | 14.9 | 17.0 | 16.6 | 15.2 | -2.4 | 32.5 | 50.0 | 63.7 | 68.5 |
| **당기순이익** | 6.6 | 8.9 | 10.7 | -1.2 | 12.1 | 10.9 | 8.9 | 6.4 | 11.1 | 12.8 | 12.5 | 11.4 | -2.0 | 25.0 | 38.3 | 47.8 | 51.4 |

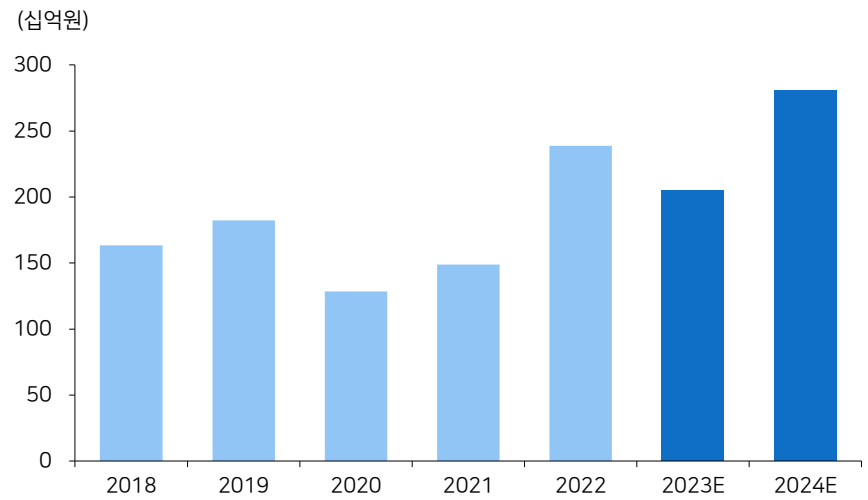
자료: 성광벤드, 메리츠증권 리서치센터

### 성광벤드 12개월 선행 PBR 밴드차트




자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

### 성광벤드 수주액 추이




주: 화진피에프(자회사)를 제외한 본사 피팅부문 수주 기준
자료: 성광벤드, 메리츠증권 리서치센터

# 성광벤드(014620)

## Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **117.2** | **215.9** | **222.2** | **264.7** | **283.3** |
| 매출액증가율(%) | -30.3 | 84.3 | 2.9 | 19.1 | 7.1 |
| 매출원가 | 105.2 | 162.4 | 152.8 | 182.3 | 195.2 |
| 매출총이익 | 12.0 | 53.6 | 69.5 | 82.3 | 88.2 |
| 판매관리비 | 19.0 | 28.9 | 25.4 | 25.9 | 25.9 |
| **영업이익** | **-7.0** | **24.7** | **44.1** | **56.4** | **62.2** |
| 영업이익률(%) | -5.9 | 11.4 | 19.8 | 21.3 | 22.0 |
| 금융손익 | 0.7 | 1.1 | 2.9 | 2.7 | 3.3 |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 3.9 | 6.8 | 3.1 | 4.6 | 3.0 |
| 세전계속사업이익 | -2.4 | 32.6 | 50.1 | 63.7 | 68.5 |
| 법인세비용 | -0.3 | 7.6 | 11.7 | 15.9 | 17.1 |
| **당기순이익** | **-2.0** | **25.0** | **38.4** | **47.8** | **51.4** |
| 지배주주지분 순이익 | -2.0 | 25.0 | 38.4 | 47.8 | 51.4 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 211.0 | 249.5 | 284.6 | 325.7 | 369.7 |
| 현금및현금성자산 | 33.0 | 67.9 | 95.9 | 105.8 | 133.8 |
| 매출채권 | 24.3 | 32.3 | 27.0 | 39.4 | 39.0 |
| 재고자산 | 125.5 | 136.9 | 150.6 | 165.7 | 182.2 |
| 비유동자산 | 254.1 | 248.6 | 243.8 | 265.2 | 269.2 |
| 유형자산 | 203.5 | 202.1 | 201.2 | 206.0 | 210.5 |
| 무형자산 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 투자자산 | 48.0 | 44.5 | 40.6 | 57.2 | 56.7 |
| **자산총계** | **465.1** | **498.1** | **528.4** | **590.9** | **638.9** |
| 유동부채 | 21.0 | 33.4 | 30.0 | 42.7 | 42.3 |
| 매입채무 | 12.3 | 16.6 | 13.9 | 20.3 | 20.0 |
| 단기차입금 | 0.0 | 0.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 14.6 | 12.3 | 10.5 | 15.2 | 15.0 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **부채총계** | **35.6** | **45.6** | **40.5** | **57.9** | **57.3** |
| 자본금 | 14.3 | 14.3 | 14.3 | 14.3 | 14.3 |
| 자본잉여금 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 |
| 기타포괄이익누계액 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이익잉여금 | 421.1 | 444.0 | 479.6 | 524.6 | 573.2 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본총계** | **429.5** | **452.4** | **488.0** | **533.0** | **581.6** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **10.7** | **17.9** | **26.4** | **38.7** | **38.3** |
| 당기순이익(손실) | -2.0 | 25.0 | 38.4 | 47.8 | 51.4 |
| 유형자산상각비 | 3.3 | 3.3 | 3.2 | 3.2 | 3.5 |
| 무형자산상각비 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본의 증감 | 9.6 | -17.6 | -15.2 | -12.4 | -16.7 |
| **투자활동 현금흐름** | **-7.5** | **20.6** | **1.6** | **-26.0** | **-7.4** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -3.3 | -0.8 | -2.1 | -8.0 | -8.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -21.6 | 3.5 | 3.9 | -16.6 | 0.6 |
| **재무활동 현금흐름** | **-3.1** | **-3.1** | **-0.9** | **-2.8** | **-2.9** |
| 차입금의 증감 | 0.0 | 0.1 | 2.2 | 0.1 | 0.0 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 1.1 | 34.9 | 28.0 | 9.9 | 28.0 |
| 기초현금 | 31.9 | 33.0 | 67.9 | 95.9 | 105.8 |
| 기말현금 | 33.0 | 67.9 | 95.9 | 105.8 | 133.8 |

## Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 4,097 | 7,551 | 7,770 | 9,254 | 9,906 |
| EPS(지배주주) | -71 | 873 | 1,341 | 1,671 | 1,797 |
| CFPS | 41 | 1,198 | 1,758 | 2,245 | 2,400 |
| EBITDAPS | -128 | 979 | 1,654 | 2,084 | 2,297 |
| BPS | 15,017 | 15,819 | 17,062 | 18,636 | 20,334 |
| DPS | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 배당수익률(%) | 1.3 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | - | 15.2 | 10.0 | 8.0 | 7.5 |
| PCR | 193.7 | 11.1 | 7.6 | 6.0 | 5.6 |
| PSR | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.4 | 1.4 |
| PBR | 0.5 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| EBITDA(십억원) | -3.7 | 28.0 | 47.3 | 59.6 | 65.7 |
| EV/EBITDA | - | 10.9 | 6.0 | 4.6 | 3.7 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | -0.5 | 5.7 | 8.2 | 9.4 | 9.2 |
| EBITDA 이익률 | -3.1 | 13.0 | 21.3 | 22.5 | 23.2 |
| 부채비율 | 8.3 | 10.1 | 8.3 | 10.9 | 9.9 |
| 금융비용부담률 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이자보상배율(x) | -1,804.0 | 1,673.4 | 852.1 | 865.5 | 948.4 |
| 매출채권회전율(x) | 3.7 | 7.6 | 7.5 | 8.0 | 7.2 |
| 재고자산회전율(x) | 0.9 | 1.6 | 1.5 | 1.7 | 1.6 |

# 하이록코리아(013030) 조용하지만 강한 행보

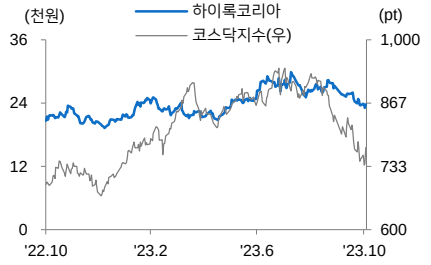
Analyst **배기연** 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12개월)** | **40,000원** |
| **현재주가 (11.2)** | **23,750원** |
| **상승여력** | **68.4%** |
| KOSDAQ | 772.84pt |
| 시가총액 | 3,053억원 |
| 발행주식수 | 1,286만주 |
| 유동주식비율 | 63.52% |
| 외국인비중 | 26.61% |
| 52주 최고/최저가 | 29,850원/19,250원 |
| 평균거래대금 | 20.9억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 문휴건 외 7 인 | 36.48 |
| 베어링자산운용 외 2 인 | 10.22 |
| FIDELITY MANAGEMENT & RESEARC | 9.99 |

| **주가상승률(%)** | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -12.8 | 10.5 | 13.9 |
| 상대주가 | -5.2 | 22.3 | 2.8 |

**주가그래프**




## 갈수록 좋아지는 전방시장

- 1) WTI 배럴당 80~90달러 수준의 고유가 지속으로 전방 시장 추가 개선
  2) 계장용피팅 업황을 선행하는 용접용피팅 업체들 실적 개선을 확인했기 때문에 걱정은 없음
- 본사 기준 2023년 예상 수주액 2,022억원(+4.9% YoY), 2024년 예상 수주액 2,221억원(+9.9% YoY)
  - 2023년 3분기 예상 수주액은 537억원(+19.3% YoY)

## 찬바람이 불고, 주주환원정책을 주목할 시기

- 1) 별도기준 2023년 당기순이익 491억원(+52.6% YoY) 예상 + 2) 30% 이상의 배당성향
  ∴ 2022년 DPS 600원 → 2023년 920원+α → 2024년 추가 상향 기대감
- 예고했던 자사주 매입 및 소각이 2023년 내 일부 진행되면, DPS 1,000원도 가능
  - DPS 1,000원 가정시 2023년 11월 2일 종가 기준, 배당수익률은 4.2%

## Valuation: 2024년 적정주가 40,000원

- 2024년 BPS 35,051원, ROE 12.3%로 추정. Implied PBR 1.1배를 도출
- 2024년 별도기준 매출액 2,191억원(+15.7% YoY), 영업이익 638억원(+18.2% YoY), 영업이익률 +29.1% 예상

| 별도 (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021 | 139.5 | 18.9 | 19.3 | 1,415 | 91.3 | 24,954 | 11.8 | 0.7 | 2.5 | 5.8 | 8.9 |
| 2022 | 170.1 | 38.1 | 32.2 | 2,363 | 67.0 | 27,211 | 8.7 | 0.8 | 2.3 | 9.1 | 7.9 |
| 2023E | 189.4 | 53.9 | 49.1 | 3,791 | 60.4 | 31,570 | 6.3 | 0.8 | 1.8 | 12.6 | 7.3 |
| 2024E | 219.1 | 63.8 | 52.5 | 4,081 | 7.7 | 35,051 | 5.8 | 0.7 | 1.0 | 12.3 | 7.2 |
| 2025E | 223.3 | 65.3 | 54.6 | 4,243 | 4.0 | 38,695 | 5.6 | 0.6 | 0.3 | 11.5 | 6.4 |

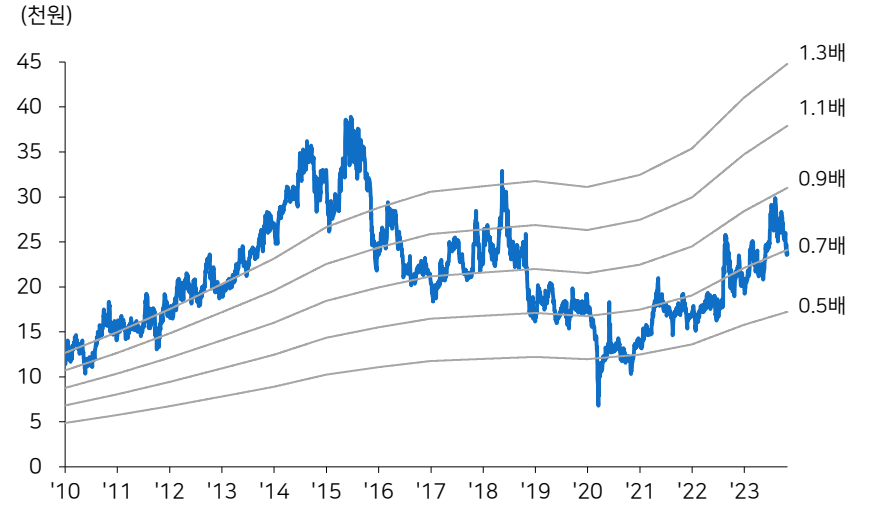
# 하이록코리아 실적 추정 테이블 (별도)

## 하이록코리아 사업부별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23E | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 원/달러 환율 | 1,205.0 | 1,259.6 | 1,338.0 | 1,359.3 | 1,275.6 | 1,314.7 | 1,311.0 | 1,331.0 | 1,320.0 | 1,290.0 | 1,300.0 | 1,280.0 | 1,141.4 | 1,290.4 | 1,308.1 | 1,297.5 | 1,280.0 |
| **수주액** | **44.0** | **58.5** | **45.0** | **45.3** | **52.9** | **42.2** | **53.7** | **53.5** | **55.9** | **55.4** | **49.8** | **61.0** | **142.4** | **192.8** | **202.2** | **222.1** | **221.9** |
| **매출액** | **30.7** | **47.3** | **41.1** | **50.9** | **42.7** | **45.3** | **50.1** | **51.3** | **54.7** | **55.2** | **52.7** | **56.5** | **139.5** | **170.1** | **189.3** | **219.1** | **223.3** |
| **영업이익** | **4.9** | **9.6** | **10.2** | **13.3** | **12.3** | **13.4** | **15.3** | **12.9** | **15.7** | **16.7** | **16.3** | **15.1** | **18.9** | **38.1** | **53.9** | **63.8** | **65.3** |
| *영업이익률(%)* | *16.1* | *20.3* | *24.9* | *26.2* | *28.8* | *29.6* | *30.5* | *25.3* | *28.8* | *30.2* | *30.9* | *26.7* | *13.6* | *22.4* | *28.5* | *29.1* | *29.3* |
| 세전이익 | 6.5 | 12.7 | 15.9 | 7.9 | 16.6 | 15.6 | 17.0 | 14.8 | 17.3 | 18.1 | 17.8 | 16.8 | 25.7 | 43.1 | 63.9 | 70.0 | 72.7 |
| **당기순이익** | **4.8** | **9.4** | **11.8** | **6.1** | **13.1** | **12.2** | **12.7** | **11.1** | **12.9** | **13.6** | **13.3** | **12.6** | **19.3** | **32.2** | **49.1** | **52.5** | **54.5** |

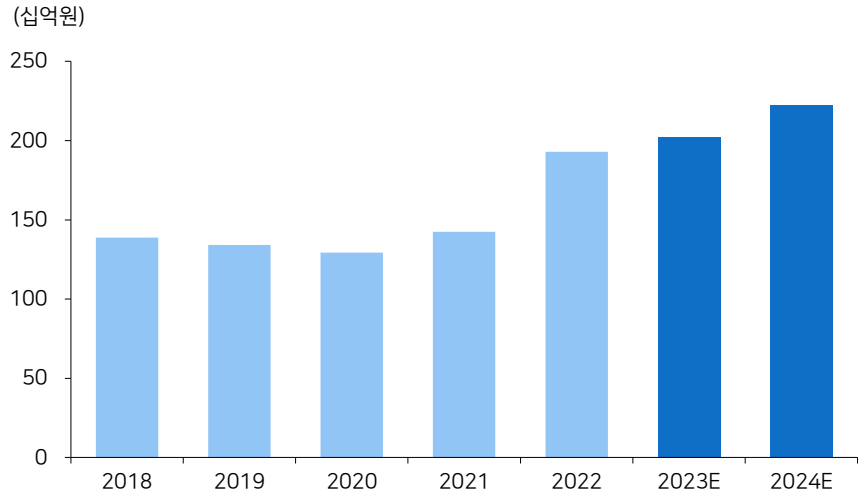
자료: 하이록코리아, 메리츠증권 리서치센터

## 하이록코리아 12개월 선행 PBR 밴드차트




자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 하이록코리아 수주액 추이




자료: 하이록코리아, 메리츠증권 리서치센터

# 하이록코리아(013030)

## Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **139.5** | **170.1** | **189.4** | **219.1** | **223.3** |
| 매출액증가율(%) | 7.2 | 21.9 | 11.3 | 15.7 | 1.9 |
| 매출원가 | 104.4 | 116.6 | 117.3 | 137.4 | 140.0 |
| 매출총이익 | 35.0 | 53.5 | 72.1 | 81.7 | 83.3 |
| 판매관리비 | 16.1 | 15.4 | 18.1 | 18.0 | 18.0 |
| **영업이익** | **18.9** | **38.1** | **53.9** | **63.8** | **65.3** |
| 영업이익률(%) | 13.6 | 22.4 | 28.5 | 29.1 | 29.2 |
| 금융손익 | 6.4 | 4.6 | 9.0 | 5.6 | 6.7 |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 0.4 | 0.4 | 1.0 | 0.6 | 0.7 |
| 세전계속사업이익 | 25.7 | 43.1 | 63.9 | 70.0 | 72.7 |
| 법인세비용 | 6.5 | 10.9 | 14.8 | 17.5 | 18.2 |
| **당기순이익** | **19.3** | **32.2** | **49.1** | **52.5** | **54.6** |
| 지배주주지분 순이익 | 19.3 | 32.2 | 49.1 | 52.5 | 54.6 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 269.3 | 301.3 | 327.0 | 374.6 | 421.4 |
| 현금및현금성자산 | 60.9 | 50.5 | 74.5 | 96.0 | 146.6 |
| 매출채권 | 40.8 | 47.9 | 48.3 | 53.2 | 52.5 |
| 재고자산 | 57.8 | 72.6 | 73.1 | 80.6 | 79.5 |
| 비유동자산 | 100.6 | 98.4 | 108.3 | 108.5 | 108.1 |
| 유형자산 | 70.1 | 70.0 | 70.2 | 69.8 | 69.5 |
| 무형자산 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 |
| 투자자산 | 6.7 | 5.8 | 5.8 | 6.4 | 6.3 |
| **자산총계** | **369.8** | **399.7** | **435.3** | **483.1** | **529.5** |
| 유동부채 | 19.8 | 25.5 | 25.6 | 28.3 | 27.9 |
| 매입채무 | 4.9 | 6.8 | 6.8 | 7.5 | 7.4 |
| 단기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 10.4 | 3.8 | 3.8 | 4.2 | 4.2 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **부채총계** | **30.1** | **29.3** | **29.5** | **32.5** | **32.1** |
| 자본금 | 6.8 | 6.8 | 6.8 | 6.8 | 6.8 |
| 자본잉여금 | 23.8 | 23.8 | 23.8 | 23.8 | 23.8 |
| 기타포괄이익누계액 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이익잉여금 | 319.0 | 349.7 | 375.2 | 420.0 | 466.8 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본총계** | **339.7** | **370.4** | **405.9** | **450.6** | **497.5** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **28.1** | **19.5** | **44.1** | **47.2** | **60.3** |
| 당기순이익(손실) | 19.3 | 32.2 | 49.1 | 52.5 | 54.6 |
| 유형자산상각비 | 4.5 | 4.5 | 2.2 | 4.4 | 4.3 |
| 무형자산상각비 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본의 증감 | 0.7 | -25.0 | 8.8 | -9.6 | 1.4 |
| **투자활동 현금흐름** | **4.7** | **-23.5** | **-13.0** | **-17.9** | **-2.0** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -2.8 | -4.5 | -4.4 | -4.0 | -4.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 0.0 | 0.9 | -0.0 | -0.6 | 0.1 |
| **재무활동 현금흐름** | **-6.4** | **-6.4** | **-7.7** | **-7.7** | **-7.7** |
| 차입금의 증감 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 27.4 | -10.4 | 24.0 | 21.6 | 50.6 |
| 기초현금 | 33.6 | 60.9 | 50.5 | 74.5 | 96.0 |
| 기말현금 | 60.9 | 50.5 | 74.5 | 96.0 | 146.6 |

## Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 10,246 | 12,495 | 14,621 | 17,044 | 17,371 |
| EPS(지배주주) | 1,415 | 2,363 | 3,791 | 4,081 | 4,243 |
| CFPS | 2,178 | 3,614 | 3,533 | 5,349 | 5,471 |
| EBITDAPS | 1,721 | 3,129 | 4,335 | 5,299 | 5,418 |
| BPS | 24,954 | 27,211 | 31,570 | 35,051 | 38,695 |
| DPS | 500 | 600 | 600 | 600 | 600 |
| 배당수익률(%) | 3.0 | 2.9 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 11.8 | 8.7 | 6.3 | 5.8 | 5.6 |
| PCR | 7.7 | 5.7 | 6.7 | 4.4 | 4.3 |
| PSR | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.4 | 1.4 |
| PBR | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| EBITDA(십억원) | 23.4 | 42.6 | 56.1 | 68.1 | 69.7 |
| EV/EBITDA | 2.5 | 2.3 | 1.8 | 1.0 | 0.3 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 5.8 | 9.1 | 12.6 | 12.3 | 11.5 |
| EBITDA 이익률 | 16.8 | 25.0 | 29.7 | 31.1 | 31.2 |
| 부채비율 | 8.9 | 7.9 | 7.3 | 7.2 | 6.4 |
| 금융비용부담률 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이자보상배율(x) | | | | | |
| 매출채권회전율(x) | 3.4 | 3.8 | 3.9 | 4.3 | 4.2 |
| 재고자산회전율(x) | 2.3 | 2.6 | 2.6 | 2.9 | 2.8 |

# 현대글로비스(086280) 우호적 환율 + 기다려온 PCTC 운임 갱신

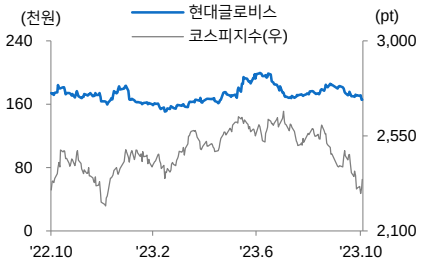
Analyst 배기연 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|---|---|
| 적정주가 (12개월) | 270,000원 |
| 현재주가 (11.2) | 165,500원 |
| 상승여력 | 63.1% |
| KOSPI | 2,343.12pt |
| 시가총액 | 62,063억원 |
| 발행주식수 | 3,750만주 |
| 유동주식비율 | 49.66% |
| 외국인비중 | 48.04% |
| 52주 최고/최저가 | 199,600원/150,800원 |
| 평균거래대금 | 120.2억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 정의선 외 4 인 | 29.34 |
| Den Norske Amerikalinje AS | 11.00 |
| PROJECT GUARDIAN HOLDINGS LIMI | 10.00 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -10.2 | -0.6 | -4.6 |
| 상대주가 | -5.6 | 7.1 | -4.9 |

**주가그래프**




**2024년 매출액 27조 2,778억원(+3.9% YoY)으로 소폭 성장, 영업이익은 1조 7,903억원(+9.5% YoY) 전망**

**물류 10조 4,183억원(+11.9% YoY), 영업이익 8,413억원(+12.6% YoY), 영업이익률 +8.1%(+0.0%p YoY)**

- 가정1) 2024년 현대차/기아 내수 판매량 0.9% 증가, 가정 2) 현대차/ 기아 해외 공장 내수+수출 4.2% 증가

**해운 4조 1,064억원(-1.2% YoY), 영업이익 3,911억원(+21.8% YoY), 영업이익률 +9.5%(+1.8%p YoY)**

- 2023년 4분기부터, 일부 자동차운반선 장기계약에 대하여 스팟 시장 고운임을 반영하기 시작
  → 2023~24년 BDI 1,203.2~1,212.1p로 하향 안정화하며 하락하는 벌크선 수익성 상쇄

**유통 12조 7,531억원(-0.3% YoY), 영업이익 5,579억원(-1.6% YoY), 영업이익률 +4.4%(-0.1%p YoY)**

- 2024년 원/달러 환율 전망치가 1,297.5원이며, CKD부문에 대한 우호적 매크로 환경을 조성
  → 팬데믹 시기 동안 확대됐던 안전재고 확충 수요가 둔화되는 기저효과를 만회해줄 개연성

**Valuation: 2024년 적정주가 270,000원**

- 2024년 BPS 225,535원, ROE 15.6% 추정, Implied PBR 1.2배 도출

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021 | 21,779.6 | 1,126.3 | 782.9 | 20,877 | 29.2 | 154,732 | 8.0 | 1.1 | 4.5 | 14.4 | 109.4 |
| 2022 | 26,981.9 | 1,798.5 | 1,189.8 | 31,729 | 52.3 | 183,094 | 5.2 | 0.9 | 2.9 | 18.8 | 101.7 |
| 2023E | 26,261.4 | 1,634.9 | 1,158.5 | 30,894 | -2.5 | 210,527 | 5.4 | 0.8 | 2.7 | 15.7 | 87.2 |
| 2024E | 27,277.8 | 1,790.3 | 1,312.7 | 35,005 | 12.9 | 239,532 | 4.7 | 0.7 | 2.0 | 15.6 | 73.0 |
| 2025E | 28,246.4 | 1,836.4 | 1,371.9 | 36,584 | 4.5 | 269,815 | 4.5 | 0.6 | 1.6 | 14.4 | 66.2 |

# 현대글로비스 실적 추정 테이블

## 현대글로비스 사업부별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23P | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 소비자물가지수(Index) | 105.4 | 107.5 | 108.8 | 109.2 | 110.4 | 111.0 | 112.2 | 113.6 | 114.8 | 116.3 | 117.6 | 118.1 | 102.5 | 107.7 | 111.8 | 116.7 | 121.4 |
| PCTC 용선료(달러/일) | 41.2 | 52.9 | 70.8 | 96.7 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 95.0 | 90.3 | 85.7 | 81.5 | 22.8 | 65.4 | 100.0 | 88.1 | 71.8 |
| WTI(달러/배럴) | 95.2 | 108.8 | 91.6 | 82.9 | 76.0 | 73.5 | 82.1 | 87.0 | 86.5 | 86.0 | 85.5 | 85.0 | 68.0 | 94.6 | 79.6 | 85.8 | 86.5 |
| 환율(원/달러) | 1,205.0 | 1,259.6 | 1,338.0 | 1,359.3 | 1,275.6 | 1,314.7 | 1,311.0 | 1,331.0 | 1,320.0 | 1,290.0 | 1,300.0 | 1,280.0 | 1,141.4 | 1,290.4 | 1,308.1 | 1,297.5 | 1,280.0 |
| **매출액** | **6,293.2** | **6,862.9** | **7,014.1** | **6,811.6** | **6,300.8** | **6,534.8** | **6,330.1** | **7,095.7** | **6,909.0** | **6,722.4** | **6,854.1** | **6,792.3** | **21,779.6** | **26,981.9** | **26,261.4** | **27,277.8** | **28,246.4** |
| 물류 사업부 | 2,172.2 | 2,370.1 | 2,472.2 | 2,462.4 | 2,144.9 | 2,258.2 | 2,244.1 | 2,660.3 | 2,529.0 | 2,530.0 | 2,656.9 | 2,702.3 | 7,150.7 | 9,476.9 | 9,307.5 | 10,418.3 | 11,434.2 |
| 국내 물류 매출액 | 407.3 | 437.4 | 437.5 | 491.4 | 476.1 | 500.2 | 476.0 | 515.7 | 478.8 | 503.6 | 494.0 | 524.6 | 1,627.4 | 1,773.6 | 1,968.0 | 2,001.1 | 2,156.9 |
| 해외 물류 매출액 | 1,764.9 | 1,932.7 | 2,034.7 | 1,971.0 | 1,668.8 | 1,758.0 | 1,768.1 | 2,144.6 | 2,050.2 | 2,026.4 | 2,162.9 | 2,177.7 | 5,523.3 | 7,703.3 | 7,339.5 | 8,417.2 | 9,277.3 |
| 영업이익률(%) | 5.5 | 6.9 | 6.4 | 7.6 | 7.8 | 9.7 | 8.5 | 6.4 | 7.8 | 9.7 | 8.5 | 6.4 | 6.8 | 6.6 | 8.0 | 8.1 | 8.1 |
| 해운 사업부 | 1,054.8 | 1,113.6 | 1,244.8 | 1,157.7 | 1,008.8 | 1,052.6 | 1,036.3 | 1,059.4 | 1,020.0 | 1,003.7 | 1,022.7 | 1,060.0 | 3,341.8 | 4,570.9 | 4,157.1 | 4,106.4 | 4,219.1 |
| PCTC | 732.0 | 746.0 | 880.2 | 866.7 | 763.8 | 778.8 | 768.1 | 764.9 | 754.5 | 749.0 | 754.2 | 778.7 | 2,313.4 | 3,224.9 | 3,075.6 | 3,036.4 | 3,163.1 |
| 벌크 | 322.8 | 367.6 | 364.6 | 291.0 | 245.0 | 273.8 | 268.2 | 294.5 | 265.4 | 254.7 | 268.6 | 281.3 | 1,028.4 | 1,346.0 | 1,081.5 | 1,070.0 | 1,056.1 |
| 영업이익률(%) | 12.2 | 8.4 | 9.0 | 7.8 | 10.5 | 7.0 | 5.0 | 8.5 | 8.5 | 9.0 | 10.2 | 10.3 | 5.7 | 9.3 | 7.7 | 9.5 | 9.8 |
| 유통 사업부 | 3,066.2 | 3,379.2 | 3,297.2 | 3,191.5 | 3,147.1 | 3,225.1 | 3,049.7 | 3,376.0 | 3,360.1 | 3,188.6 | 3,174.5 | 3,029.9 | 11,287.1 | 12,934.1 | 12,797.9 | 12,753.1 | 12,593.1 |
| CKD(Complete Knock Down) | 2,465.6 | 2,662.2 | 2,662.2 | 2,666.9 | 2,649.9 | 2,689.6 | 2,571.9 | 2,763.3 | 2,769.9 | 2,558.5 | 2,552.1 | 2,409.6 | 8,940.5 | 10,456.9 | 10,674.7 | 10,290.1 | 10,146.5 |
| 오토비즈 | 191.3 | 212.0 | 205.5 | 189.7 | 170.6 | 179.8 | 181.7 | 187.2 | 192.0 | 194.2 | 195.3 | 196.8 | 733.2 | 798.5 | 719.3 | 778.3 | 781.9 |
| 기타 유통 | 409.3 | 505.0 | 429.5 | 334.9 | 326.6 | 354.6 | 296.1 | 425.5 | 398.2 | 436.0 | 427.0 | 423.5 | 1,613.4 | 1,678.7 | 1,402.8 | 1,684.7 | 1,664.7 |
| 영업이익률(%) | 5.8 | 5.7 | 6.3 | 5.3 | 4.2 | 3.7 | 4.7 | 5.1 | 4.9 | 4.2 | 4.4 | 4.0 | 4.0 | 5.8 | 4.4 | 4.4 | 4.0 |
| **영업이익** | **426.3** | **448.5** | **478.1** | **445.7** | **406.6** | **412.6** | **384.2** | **431.5** | **449.0** | **470.3** | **469.7** | **401.2** | **1,126.2** | **1,798.5** | **1,634.9** | **1,790.3** | **1,836.4** |
| 영업이익률(%) | 6.8 | 6.5 | 6.8 | 6.5 | 6.5 | 6.3 | 6.1 | 6.1 | 6.5 | 7.0 | 6.9 | 5.9 | 5.2 | 6.7 | 6.2 | 6.6 | 6.5 |
| 세전이익 | 371.3 | 428.1 | 345.7 | 452.2 | 357.4 | 390.6 | 349.0 | 455.4 | 424.6 | 473.8 | 415.3 | 436.5 | 985.2 | 1,597.4 | 1,552.5 | 1,750.2 | 1,829.2 |
| **당기순이익** | **291.9** | **305.0** | **236.3** | **359.6** | **283.6** | **290.7** | **246.0** | **341.6** | **318.4** | **355.3** | **311.5** | **327.4** | **783.2** | **1,192.8** | **1,161.9** | **1,312.7** | **1,371.9** |
| 지배주주순이익 | 292.2 | 304.1 | 234.8 | 358.8 | 281.3 | 288.6 | 244.0 | 341.6 | 318.4 | 355.3 | 311.5 | 327.4 | 782.9 | 1,189.8 | 1,155.5 | 1,312.7 | 1,371.9 |

자료: 현대글로비스, 메리츠증권 리서치센터

# 현대글로비스 (086280)

## Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **21,779.6** | **26,981.9** | **26,261.4** | **27,277.8** | **28,246.4** |
| 매출액증가율(%) | 31.8 | 23.9 | -2.7 | 3.9 | 3.6 |
| 매출원가 | 20,287.9 | 24,680.5 | 24,136.3 | 25,035.4 | 25,923.5 |
| 매출총이익 | 1,491.7 | 2,301.4 | 2,125.1 | 2,242.3 | 2,322.9 |
| 판매관리비 | 365.5 | 502.9 | 490.2 | 452.0 | 486.5 |
| **영업이익** | **1,126.3** | **1,798.5** | **1,634.9** | **1,790.3** | **1,836.4** |
| 영업이익률(%) | 5.2 | 6.7 | 6.2 | 6.6 | 6.5 |
| 금융손익 | -36.5 | -37.3 | -13.2 | 30.6 | 56.4 |
| 종속/관계기업손익 | 20.9 | -9.3 | -0.5 | -1.4 | -5.4 |
| 기타영업외손익 | -125.4 | -154.5 | -67.3 | -69.3 | -58.2 |
| 세전계속사업이익 | 985.2 | 1,597.4 | 1,553.9 | 1,750.2 | 1,829.2 |
| 법인세비용 | 202.0 | 404.6 | 391.0 | 437.6 | 457.3 |
| **당기순이익** | **783.2** | **1,192.8** | **1,162.9** | **1,312.7** | **1,371.9** |
| 지배주주지분 순이익 | 782.9 | 1,189.8 | 1,158.5 | 1,312.7 | 1,371.9 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 6,968.2 | 8,181.9 | 8,966.1 | 9,628.7 | 10,736.0 |
| 현금및현금성자산 | 1,645.3 | 2,059.8 | 2,424.4 | 3,316.2 | 4,022.3 |
| 매출채권 | 2,579.2 | 3,102.0 | 3,231.3 | 3,093.1 | 3,334.9 |
| 재고자산 | 1,370.4 | 1,452.3 | 1,512.9 | 1,448.2 | 1,561.4 |
| 비유동자산 | 5,202.7 | 5,695.9 | 5,849.5 | 5,944.6 | 6,110.5 |
| 유형자산 | 3,865.1 | 4,470.0 | 4,583.0 | 4,722.2 | 4,847.4 |
| 무형자산 | 102.1 | 104.2 | 111.5 | 97.5 | 85.3 |
| 투자자산 | 885.1 | 858.0 | 906.5 | 876.3 | 929.1 |
| **자산총계** | **12,170.9** | **13,877.8** | **14,815.7** | **15,573.3** | **16,846.5** |
| 유동부채 | 3,943.0 | 4,343.8 | 4,285.9 | 4,064.8 | 4,231.7 |
| 매입채무 | 1,902.5 | 1,842.2 | 1,919.0 | 1,837.0 | 1,980.5 |
| 단기차입금 | 952.7 | 1,021.1 | 875.0 | 835.0 | 795.0 |
| 유동성장기부채 | 164.2 | 154.9 | 111.0 | 71.0 | 31.0 |
| 비유동부채 | 2,415.6 | 2,654.4 | 2,614.8 | 2,505.9 | 2,476.5 |
| 사채 | 299.2 | 299.4 | 279.5 | 239.5 | 199.5 |
| 장기차입금 | 710.4 | 659.2 | 609.9 | 569.9 | 529.9 |
| **부채총계** | **6,358.5** | **6,998.2** | **6,900.7** | **6,570.7** | **6,708.3** |
| 자본금 | 18.8 | 18.8 | 18.8 | 18.8 | 18.8 |
| 자본잉여금 | 153.6 | 153.6 | 153.6 | 153.6 | 153.6 |
| 기타포괄이익누계액 | -4.4 | -0.1 | 84.0 | 84.0 | 84.0 |
| 이익잉여금 | 5,619.9 | 6,679.2 | 7,623.9 | 8,711.6 | 9,847.2 |
| 비지배주주지분 | 10.0 | 13.6 | 20.2 | 20.2 | 20.2 |
| **자본총계** | **5,812.4** | **6,879.6** | **7,914.9** | **9,002.6** | **10,138.2** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **1,105.5** | **1,558.8** | **1,833.3** | **1,896.2** | **1,778.5** |
| 당기순이익(손실) | 783.2 | 1,192.8 | 1,162.9 | 1,312.7 | 1,371.9 |
| 유형자산상각비 | 402.1 | 446.9 | 498.9 | 500.8 | 514.8 |
| 무형자산상각비 | 17.0 | 19.1 | 14.6 | 13.9 | 12.2 |
| 운전자본의 증감 | -367.4 | -724.1 | -154.1 | 68.8 | -120.4 |
| **투자활동 현금흐름** | **-349.4** | **-526.6** | **-666.8** | **-606.1** | **-699.3** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -308.0 | -340.5 | -429.3 | -640.0 | -640.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -127.4 | 17.8 | -45.8 | 30.2 | -52.8 |
| **재무활동 현금흐름** | **-561.8** | **-438.0** | **-690.9** | **-398.2** | **-373.1** |
| 차입금의 증감 | -30.2 | 382.5 | -244.3 | -173.2 | -136.9 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 244.2 | 414.5 | 364.6 | 891.9 | 706.1 |
| 기초현금 | 1,401.2 | 1,645.3 | 2,059.8 | 2,424.4 | 3,316.2 |
| 기말현금 | 1,645.3 | 2,059.8 | 2,424.4 | 3,316.2 | 4,022.3 |

## Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 580,789 | 719,517 | 700,305 | 727,407 | 753,238 |
| EPS(지배주주) | 20,877 | 31,729 | 30,894 | 35,005 | 36,584 |
| CFPS | 41,331 | 67,376 | 60,637 | 59,583 | 61,327 |
| EBITDAPS | 41,208 | 60,387 | 57,291 | 61,468 | 63,024 |
| BPS | 154,732 | 183,094 | 210,527 | 239,532 | 269,815 |
| DPS | 3,800 | 5,700 | 6,000 | 6,300 | 7,000 |
| 배당수익률(%) | 2.3 | 3.5 | 3.6 | 3.8 | 4.2 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 8.0 | 5.2 | 5.4 | 4.7 | 4.5 |
| PCR | 4.1 | 2.4 | 2.7 | 2.8 | 2.7 |
| PSR | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| PBR | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| EBITDA(십억원) | 1,545.3 | 2,264.5 | 2,148.4 | 2,305.0 | 2,363.4 |
| EV/EBITDA | 4.5 | 2.9 | 2.7 | 2.0 | 1.6 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 14.4 | 18.8 | 15.7 | 15.6 | 14.4 |
| EBITDA 이익률 | 7.1 | 8.4 | 8.2 | 8.5 | 8.4 |
| 부채비율 | 109.4 | 101.7 | 87.2 | 73.0 | 66.2 |
| 금융비용부담률 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.3 | 0.3 |
| 이자보상배율(x) | 15.8 | 16.1 | 12.3 | 20.6 | 22.2 |
| 매출채권회전율(x) | 9.2 | 9.5 | 8.3 | 8.6 | 8.8 |
| 재고자산회전율(x) | 17.5 | 19.1 | 17.7 | 18.4 | 18.8 |

# 팬오션(028670) 견조한 이익에 기반한 밸류에이션

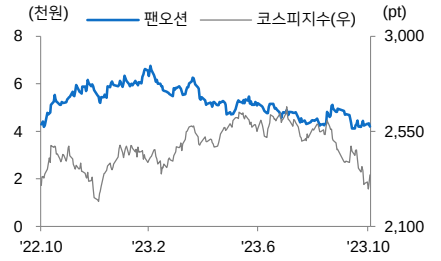
Analyst **배기연** 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12개월)** | **7,000원** |
| **현재주가 (11.2)** | **4,195원** |
| **상승여력** | **66.9%** |
| KOSPI | 2,343.12pt |
| 시가총액 | 22,425억원 |
| 발행주식수 | 53,457만주 |
| 유동주식비율 | 45.21% |
| 외국인비중 | 13.26% |
| 52주 최고/최저가 | 6,760원/4,120원 |
| 평균거래대금 | 167.2억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 하림지주 외 10 인 | 54.77 |
| 국민연금공단 | 8.16 |

| **주가상승률(%)** | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -15.4 | -20.8 | -5.1 |
| 상대주가 | -11.0 | -14.7 | -5.3 |

**주가그래프**




### 2024년 연간 BDI 전망 1,203.2p로 2023년과 유사 → 실적도 2023년과 유사할 전망

- 2024년 매출액 4조 8,695억원(+4.7% YoY)으로 소폭 성장, 영업이익은 4,588억원(+0.1% YoY)로 일정할 전망
  - 벌크선 3조 4,953억원(+2.3% YoY), 영업이익 3,276억원(+4.3% YoY), 영업이익률 +9.4%(+0.2%p YoY)
  - 컨테이너선 3,678억원(+0.1% YoY), 영업이익 269억원(-19.1% YoY), 영업이익률 +7.3%(-1.7%p YoY)
  - 탱커 3,156억원(-3.3% YoY), 영업이익 486억원(-42.8% YoY), 영업이익률 +15.4%(-10.6%p YoY)
  - LNG선 2,045억원(+122.5% YoY), 영업이익 628억원(+124.0% YoY), 영업이익률 +30.7%(+0.2%p YoY)

### HMM 매각이 주가에 미치는 영향

- 모회사인 하림지주가 HMM 인수에 대한 의지가 강력한 상황
- 하림지주 / 동원 / LX 3파전 이며 보도에 따르면, 11월 8일 HMM에 대한 실사 종료
  → 11월말 인수 우선협상대상자가 공개될 가능성

### Valuation: 2024년 적정주가 7,000원

- 2024년 BPS 9,838원, ROE 7.7% 추정, Implied PBR 0.7배 도출

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021 | 4,616.1 | 573.0 | 549.3 | 1,028 | 505.5 | 6,729 | 5.3 | 0.8 | 4.9 | 17.2 | 80.4 |
| 2022 | 6,420.3 | 789.6 | 677.1 | 1,267 | 23.3 | 8,404 | 4.5 | 0.7 | 3.0 | 16.7 | 68.0 |
| 2023E | 4,648.7 | 458.5 | 383.7 | 718 | -43.3 | 9,251 | 5.8 | 0.5 | 5.3 | 8.1 | 54.4 |
| 2024E | 4,869.5 | 458.8 | 394.3 | 738 | 2.7 | 9,838 | 5.7 | 0.4 | 3.7 | 7.7 | 49.8 |
| 2025E | 5,123.7 | 544.7 | 491.9 | 920 | 24.8 | 10,608 | 4.6 | 0.4 | 2.7 | 9.0 | 44.8 |

# 팬오션 실적 추정 테이블

## 팬오션 사업부별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23E | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| BDI(Index) | 2,041.1 | 2,529.7 | 1,654.8 | 1,522.9 | 1,010.7 | 1,312.8 | 1,193.8 | 1,331.2 | 1,116.0 | 1,149.3 | 1,287.2 | 1,260.4 | 2,943.4 | 1,937.1 | 1,212.1 | 1,203.2 | 1,203.2 |
| SCFI(Index) | 4,850.8 | 4,211.0 | 3,279.3 | 1,374.7 | 968.8 | 983.5 | 985.7 | 969.0 | 931.4 | 920.2 | 942.9 | 978.4 | 3,755.0 | 3,429.0 | 976.8 | 943.2 | 906.4 |
| VLCC(WS) | 37.9 | 47.0 | 70.7 | 92.8 | 215.2 | 192.5 | 187.7 | 198.9 | 197.7 | 196.6 | 195.4 | 194.3 | 35.7 | 62.1 | 198.6 | 196.0 | 197.7 |
| WTI(달러/배럴) | 95.2 | 108.8 | 91.6 | 82.9 | 76.0 | 73.5 | 82.1 | 87.0 | 86.5 | 86.0 | 85.5 | 85.0 | 68.0 | 94.6 | 79.6 | 85.8 | 86.5 |
| 원/달러 환율 | 1,205.0 | 1,259.6 | 1,338.0 | 1,359.3 | 1,275.6 | 1,314.7 | 1,311.0 | 1,331.0 | 1,320.0 | 1,290.0 | 1,300.0 | 1,280.0 | 1,141.4 | 1,290.4 | 1,308.1 | 1,297.5 | 1,280.0 |
| **매출액** | **1,440.9** | **1,722.2** | **1,836.5** | **1,420.7** | **996.4** | **1,224.7** | **1,197.2** | **1,230.3** | **1,177.5** | **1,184.9** | **1,237.7** | **1,269.4** | **4,616.1** | **6,420.3** | **4,648.7** | **4,869.5** | **5,123.7** |
| 벌크선 | 1,055.2 | 1,298.4 | 1,432.5 | 1,037.7 | 761.1 | 857.0 | 878.8 | 919.8 | 866.3 | 858.4 | 893.5 | 877.1 | 3,569.2 | 4,823.8 | 3,416.7 | 3,495.3 | 3,459.4 |
| 컨테이너선 | 125.7 | 131.5 | 131.0 | 121.2 | 98.0 | 96.6 | 87.1 | 85.9 | 94.3 | 90.7 | 91.5 | 91.4 | 353.3 | 509.4 | 367.5 | 367.8 | 350.4 |
| 탱커 | 51.2 | 67.5 | 86.8 | 100.4 | 82.5 | 86.9 | 77.3 | 79.4 | 79.2 | 79.0 | 78.8 | 78.6 | 140.2 | 305.9 | 326.2 | 315.6 | 316.9 |
| LNG | 99.2 | 37.7 | 21.8 | 13.1 | 21.7 | 17.9 | 26.0 | 26.4 | 26.1 | 25.5 | 51.5 | 101.4 | 93.6 | 171.8 | 91.9 | 204.5 | 506.9 |
| 곡물사업 | 74.3 | 188.6 | 111.8 | 85.1 | 109.5 | 187.2 | 164.5 | 148.2 | 33.1 | 166.3 | 128.0 | 118.9 | 459.8 | 609.4 | 446.3 | 486.3 | 490.1 |
| **영업이익** | **169.1** | **238.8** | **224.4** | **157.2** | **112.6** | **125.0** | **106.2** | **114.7** | **105.0** | **104.2** | **118.2** | **131.4** | **572.9** | **789.6** | **458.5** | **458.8** | **544.6** |
| ***총 영업이익률(%)*** | ***11.7*** | ***13.9*** | ***12.2*** | ***11.1*** | ***11.3*** | ***10.2*** | ***8.9*** | ***9.3*** | ***8.9*** | ***8.8*** | ***9.6*** | ***10.3*** | ***12.4*** | ***12.3*** | ***9.9*** | ***9.4*** | ***10.6*** |
| 벌크선 | 124.2 | 178.7 | 146.7 | 92.7 | 66.1 | 77.3 | 82.2 | 88.8 | 79.6 | 79.4 | 85.4 | 83.3 | 515.4 | 542.4 | 314.2 | 327.6 | 324.3 |
| ***영업이익률(%)*** | ***11.8*** | ***13.8*** | ***10.2*** | ***8.9*** | ***8.7*** | ***9.0*** | ***9.3*** | ***9.7*** | ***9.2*** | ***9.3*** | ***9.6*** | ***9.5*** | ***14.4*** | ***11.2*** | ***9.2*** | ***9.4*** | ***9.4*** |
| 컨테이너선 | 33.7 | 39.8 | 37.7 | 26.6 | 12.5 | 7.0 | 7.0 | 6.7 | 6.7 | 6.3 | 6.7 | 7.3 | 70.2 | 137.8 | 33.3 | 26.9 | 23.3 |
| ***영업이익률(%)*** | ***26.8*** | ***30.3*** | ***28.8*** | ***21.9*** | ***12.8*** | ***7.3*** | ***8.1*** | ***7.8*** | ***7.1*** | ***6.9*** | ***7.3*** | ***8.0*** | ***19.9*** | ***27.0*** | ***9.0*** | ***7.3*** | ***6.7*** |
| 탱커 | 7.0 | 21.2 | 35.6 | 42.8 | 30.0 | 31.6 | 10.6 | 12.7 | 12.5 | 12.3 | 12.0 | 11.8 | -9.6 | 106.7 | 84.9 | 48.6 | 50.0 |
| **영업이익률(%)** | **13.7** | **31.5** | **41.0** | **42.6** | ***36.4*** | ***36.4*** | ***13.7*** | ***16.0*** | ***15.8*** | ***15.5*** | ***15.3*** | ***15.0*** | ***-6.9*** | ***34.9*** | ***26.0*** | ***15.4*** | ***15.8*** |
| LNG선 | 1.9 | 0.5 | 3.4 | -0.2 | 6.0 | 5.6 | 8.1 | 8.3 | 8.2 | 7.8 | 15.9 | 30.8 | 3.3 | 5.6 | 28.0 | 62.8 | 154.2 |
| ***영업이익률(%)*** | ***1.9*** | ***1.4*** | ***15.4*** | ***-1.5*** | ***27.7*** | ***31.3*** | ***31.2*** | ***31.6*** | ***31.4*** | ***30.7*** | ***30.9*** | ***30.4*** | ***3.5*** | ***3.2*** | ***30.5*** | ***30.7*** | ***30.4*** |
| 금융손익 | -9.2 | -14.5 | -42.3 | 12.4 | 9.3 | -21.9 | -10.4 | -8.8 | -6.7 | -6.2 | -5.2 | -4.0 | -29.9 | -53.6 | -31.7 | -22.1 | -8.0 |
| 지분법손익 | 4.7 | 3.9 | 1.7 | 8.2 | -3.5 | -0.5 | 2.3 | 2.5 | 2.7 | 2.9 | 2.7 | 2.6 | 12.6 | 18.5 | 0.8 | 10.8 | 11.1 |
| 기타영업외손익 | -1.4 | -3.2 | -15.9 | -46.0 | -5.1 | -10.5 | -12.8 | -12.5 | -12.8 | -13.2 | -9.9 | -10.9 | -5.3 | -66.5 | -40.8 | -46.7 | -48.9 |
| 세전이익 | 163.2 | 225.0 | 167.9 | 131.9 | 113.4 | 92.2 | 85.3 | 95.9 | 88.3 | 87.6 | 105.7 | 119.2 | 550.4 | 688.0 | 386.8 | 400.8 | 498.8 |
| **당기순이익** | **162.9** | **224.8** | **166.8** | **122.6** | **113.2** | **91.9** | **84.1** | **94.5** | **86.8** | **86.1** | **104.0** | **117.3** | **549.3** | **677.1** | **383.7** | **394.3** | **491.9** |
| 지배주주순이익 | 162.9 | 224.8 | 166.8 | 122.6 | 113.2 | 91.9 | 84.1 | 94.5 | 86.8 | 86.1 | 104.0 | 117.3 | 549.3 | 677.1 | 383.7 | 394.3 | 491.9 |

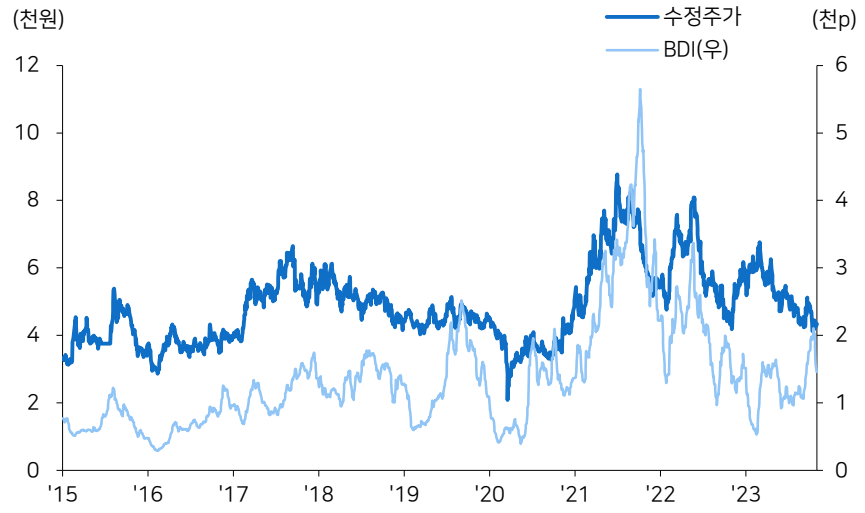
자료: 팬오션, 메리츠증권 리서치센터

# 팬오션 밸류에이션에 대한 고민

- 2015년 7월 30일 회생절차 종결 후 팬오션의 밸류에이션은
  12개월 선행 PBR 0.5~0.9배 박스권 움직임
  - 회생과정에서 BDI 변동성을 줄이고자 확보한 CVC(연속항해용선계약)가 이익 변동폭을 축소시켰기 때문

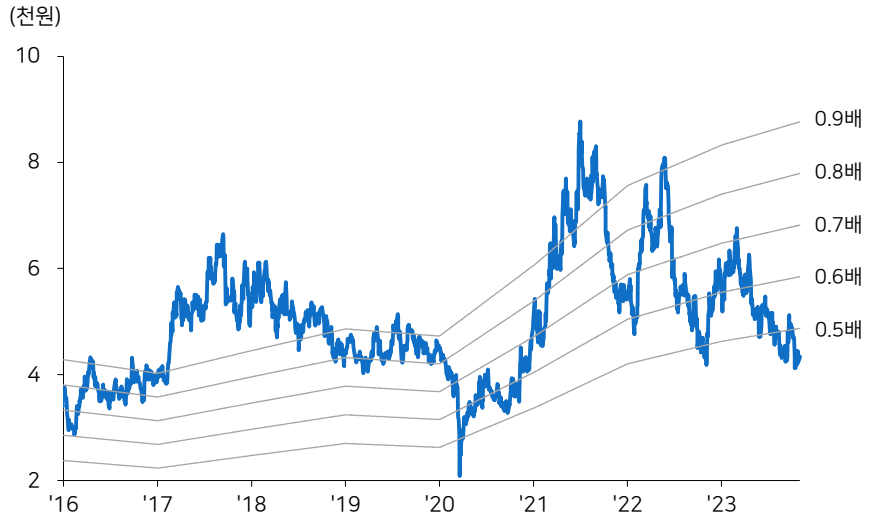
- 특이적인 이벤트 외에 주가는 박스권에 대한 회귀성이 강한 특성
  특이적 이벤트: 1) 하림지주의 인수, 2) 팬데믹 기간 BDI의 폭등, 3) 하림그룹의 HMM 인수 참여

**BDI와 팬오션 주가 간 상관관계 – 상관계수 0.7422**




자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

**팬오션 12개월 선행 PBR 밴드차트**




자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

# 팬오션 (028670)

## Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **4,616.1** | **6,420.3** | **4,648.7** | **4,869.5** | **5,123.7** |
| 매출액증가율(%) | 84.9 | 39.1 | -27.6 | 4.7 | 5.2 |
| 매출원가 | 3,950.4 | 5,520.4 | 4,039.3 | 4,239.0 | 4,447.9 |
| 매출총이익 | 665.7 | 900.0 | 609.4 | 630.5 | 675.9 |
| 판매관리비 | 92.8 | 110.3 | 150.9 | 171.7 | 131.2 |
| **영업이익** | **573.0** | **789.6** | **458.5** | **458.8** | **544.7** |
| 영업이익률(%) | 12.4 | 12.3 | 9.9 | 9.4 | 10.6 |
| 금융손익 | -29.9 | -53.6 | -31.7 | -22.1 | -8.0 |
| 종속/관계기업손익 | 12.6 | 18.5 | 0.8 | 10.8 | 11.2 |
| 기타영업외손익 | -5.3 | -66.5 | -40.8 | -46.7 | -48.9 |
| 세전계속사업이익 | 550.4 | 688.0 | 386.8 | 400.8 | 498.8 |
| 법인세비용 | 1.1 | 10.9 | 3.1 | 6.5 | 7.0 |
| **당기순이익** | **549.3** | **677.1** | **383.7** | **394.3** | **491.9** |
| 지배주주지분 순이익 | 549.3 | 677.1 | 383.7 | 394.3 | 491.9 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 1,358.7 | 1,834.2 | 1,747.6 | 2,181.1 | 2,622.6 |
| 현금및현금성자산 | 521.6 | 744.6 | 672.5 | 1,083.9 | 1,504.7 |
| 매출채권 | 249.2 | 268.3 | 232.4 | 239.8 | 246.7 |
| 재고자산 | 108.2 | 129.1 | 111.8 | 115.3 | 118.7 |
| 비유동자산 | 5,130.1 | 5,714.7 | 5,889.3 | 5,695.4 | 5,589.7 |
| 유형자산 | 4,963.3 | 5,444.1 | 5,550.4 | 5,353.0 | 5,243.7 |
| 무형자산 | 6.5 | 7.2 | 9.5 | 7.7 | 6.3 |
| 투자자산 | 147.2 | 226.5 | 242.7 | 247.9 | 252.8 |
| **자산총계** | **6,488.8** | **7,548.9** | **7,637.0** | **7,876.6** | **8,212.2** |
| 유동부채 | 1,149.4 | 1,226.8 | 998.3 | 963.2 | 926.7 |
| 매입채무 | 236.8 | 242.4 | 209.9 | 216.6 | 222.8 |
| 단기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유동성장기부채 | 325.9 | 320.7 | 213.6 | 153.6 | 93.6 |
| 비유동부채 | 1,742.5 | 1,829.6 | 1,693.6 | 1,654.2 | 1,614.7 |
| 사채 | 121.1 | 113.4 | -10.0 | -30.0 | -50.0 |
| 장기차입금 | 126.0 | 141.3 | 66.3 | 46.3 | 26.3 |
| **부채총계** | **2,891.9** | **3,056.3** | **2,691.9** | **2,617.4** | **2,541.4** |
| 자본금 | 534.6 | 534.6 | 534.6 | 534.6 | 534.6 |
| 자본잉여금 | 1,942.1 | 1,942.1 | 1,942.1 | 1,942.1 | 1,942.1 |
| 기타포괄이익누계액 | 266.5 | 538.9 | 688.1 | 688.1 | 688.1 |
| 이익잉여금 | 851.3 | 1,474.7 | 1,778.0 | 2,092.1 | 2,503.8 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본총계** | **3,596.8** | **4,492.6** | **4,945.1** | **5,259.2** | **5,670.9** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **767.7** | **1,410.8** | **763.0** | **645.7** | **723.3** |
| 당기순이익(손실) | 549.3 | 677.1 | 383.7 | 394.3 | 491.9 |
| 유형자산상각비 | 359.4 | 665.5 | 148.3 | 287.4 | 279.3 |
| 무형자산상각비 | 1.0 | 0.8 | 1.0 | 1.7 | 1.4 |
| 운전자본의 증감 | -129.0 | 30.3 | 73.7 | -2.1 | -1.9 |
| **투자활동 현금흐름** | **-351.2** | **-577.4** | **-211.6** | **-59.9** | **-127.9** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -333.7 | -344.7 | -135.4 | -90.0 | -170.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -34.1 | -60.8 | -20.1 | -5.2 | -4.9 |
| **재무활동 현금흐름** | **-158.0** | **-642.7** | **-643.7** | **-174.4** | **-174.7** |
| 차입금의 증감 | 761.2 | 89.2 | -268.5 | -94.2 | -94.5 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 284.0 | 223.0 | -72.1 | 411.4 | 420.7 |
| 기초현금 | 237.6 | 521.6 | 744.6 | 672.5 | 1,083.9 |
| 기말현금 | 521.6 | 744.6 | 672.5 | 1,083.9 | 1,504.7 |

## Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 8,635 | 12,010 | 8,696 | 9,109 | 9,585 |
| EPS(지배주주) | 1,028 | 1,267 | 718 | 738 | 920 |
| CFPS | 1,772 | 2,733 | 1,487 | 1,332 | 1,473 |
| EBITDAPS | 1,746 | 2,724 | 1,137 | 1,399 | 1,544 |
| BPS | 6,729 | 8,404 | 9,251 | 9,838 | 10,608 |
| DPS | 100 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 배당수익률(%) | 1.8 | 2.6 | 3.6 | 3.6 | 3.6 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 5.3 | 4.5 | 5.8 | 5.7 | 4.6 |
| PCR | 3.1 | 2.1 | 2.8 | 3.1 | 2.8 |
| PSR | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| PBR | 0.8 | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| EBITDA(십억원) | 933.3 | 1,455.9 | 607.8 | 747.9 | 825.3 |
| EV/EBITDA | 4.9 | 3.0 | 5.3 | 3.7 | 2.7 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 17.2 | 16.7 | 8.1 | 7.7 | 9.0 |
| EBITDA 이익률 | 20.2 | 22.7 | 13.1 | 15.4 | 16.1 |
| 부채비율 | 80.4 | 68.0 | 54.4 | 49.8 | 44.8 |
| 금융비용부담률 | 0.9 | 1.2 | 0.8 | 1.2 | 1.1 |
| 이자보상배율(x) | 13.1 | 10.4 | 13.0 | 8.0 | 9.8 |
| 매출채권회전율(x) | 23.2 | 24.8 | 18.6 | 20.6 | 21.1 |
| 재고자산회전율(x) | 55.8 | 54.1 | 38.6 | 42.9 | 43.8 |

# 대한항공(003490) 풍파 속의 항공업

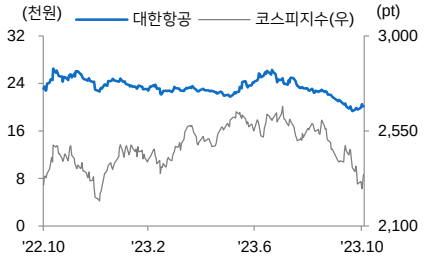
Analyst **배기연** 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12개월)** | **27,000원** |
| **현재주가 (11.2)** | **20,150원** |
| **상승여력** | **34.0%** |
| KOSPI | 2,343.12pt |
| 시가총액 | 74,196억원 |
| 발행주식수 | 36,822만주 |
| 유동주식비율 | 65.50% |
| 외국인비중 | 16.05% |
| 52주 최고/최저가 | 26,500원/19,350원 |
| 평균거래대금 | 192.8억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 한진칼 외 22 인 | 27.04 |
| 국민연금공단 | 7.32 |

| **주가상승률(%)** | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -7.4 | -12.8 | -11.8 |
| 상대주가 | -2.5 | -6.0 | -12.1 |

**주가그래프**




## 본업은 좋다

- [여객] 국제선: 2024년 1분기 2019년 동기 대비 공급력 100% 회복 전망. 이연수요 지속에 따라 높은 Yield 유지
  → 2024년 국제선 Yield 110원 이상 유지 전망
- [화물] 운임 정상국면으로 회귀하나, 4분기 성수기를 기점으로 화물운임 반등 + 반도체 업황 개선에 따른 물동량 증가. 2024년 Yield 410원 전망
  동사 공급력 증가율 flat 가정해도 경쟁사의 화물사업 진출로 인한 시장점유율 영향은 제한적으로 판단
  ⇒ 2024년 매출액: 국내선 6,006억원(+21.2% YoY), 국제선 9조 2,888억원(+7.5% YoY), 화물 3조 4,011억원(-8.7% YoY) 전망

## 매크로 불확실성에 따른 비용 확대

- 항공유 배럴당 110~120달러. 중동 전쟁 지속 시 유가 추가 상승 개연성
- WTI 기준 2019년 대비 2024년 85.8달러/배럴로 50.4% 상승 전망
- 영업비용 2019년 대비 2024년 23.9% 증가 전망

## Valuation: 2024년 EV/EBITDA 6.1배 적용한 적정주가 27,000원

- 2024년 별도 기준 EBITDA 1조 8,834억원(-36.9% YoY) 예상

| 별도 (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021 | 8,753.4 | 1,464.4 | 638.7 | 2,113 | 흑전 | 19,999 | 13.9 | 1.5 | 5.9 | 12.3 | 275.4 |
| 2022 | 13,412.7 | 2,883.6 | 1,779.6 | 4,953 | 134.4 | 24,979 | 4.6 | 0.9 | 3.1 | 22.0 | 204.2 |
| 2023E | 14,407.0 | 1,318.4 | 966.6 | 2,623 | -47.1 | 26,840 | 7.7 | 0.8 | 3.5 | 10.1 | 194.3 |
| 2024E | 14,963.5 | 88.8 | 131.6 | 355 | -86.5 | 26,447 | 56.8 | 0.8 | 4.9 | 1.3 | 190.8 |
| 2025E | 13,825.6 | -690.0 | -736.2 | -2,002 | 적전 | 23,703 | -10.1 | 0.9 | 7.9 | -7.9 | 201.4 |

# 대한항공 실적 추정 테이블(별도)

## 대한항공 사업부별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23E | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| WTI(달러/배럴) | 95.2 | 108.8 | 91.6 | 82.9 | 76.0 | 73.5 | 82.1 | 87.0 | 86.5 | 86.0 | 85.5 | 85.0 | 68.0 | 94.6 | 79.6 | 85.8 | 86.5 |
| 연말 기재 수 (대) | 154 | 154 | 155 | 155 | 156 | 156 | 160 | 160 | 166 | 166 | 167 | 167 | 154 | 155 | 160 | 167 | 167 |
| **1) 대한항공 매출 (별도)** | **2,805.2** | **3,332.4** | **3,668.4** | **3,606.8** | **3,195.9** | **3,535.4** | **3,830.4** | **3,845.4** | **3,640.3** | **3,659.2** | **3,941.2** | **3,722.7** | **8,753.4** | **13,412.7** | **14,407.0** | **14,963.5** | **13,825.6** |
| 매출액_항공운송사업부 | 2,708.1 | 3,219.6 | 3,546.4 | 3,447.6 | 3,078.4 | 3,413.7 | 3,715.8 | 3,716.0 | 3,544.2 | 3,545.8 | 3,833.8 | 3,592.7 | 8,386.7 | 12,921.7 | 13,923.9 | 14,516.5 | 13,351.9 |
| I) 국내선 매출 | 77.4 | 128.4 | 135.1 | 122.6 | 110.7 | 127.7 | 130.9 | 126.4 | 133.4 | 161.4 | 157.0 | 148.8 | 268.7 | 463.5 | 495.6 | 600.6 | 599.0 |
| ASK(백만km) | 678.0 | 782.0 | 769.0 | 696.0 | 662.0 | 709.0 | 739.5 | 730.8 | 833.3 | 952.5 | 933.8 | 849.0 | 2,522.0 | 2,925.0 | 2,841.3 | 3,568.6 | 3,581.1 |
| RPK(백만km) | 515.0 | 694.0 | 649.0 | 621.0 | 573.0 | 623.0 | 637.5 | 603.3 | 690.5 | 792.3 | 757.8 | 729.8 | 1,897.0 | 2,479.0 | 2,436.8 | 2,970.4 | 2,980.8 |
| L/F(%) | 76.0 | 88.7 | 84.4 | 89.2 | 86.6 | 87.9 | 86.2 | 82.6 | 82.9 | 83.2 | 81.1 | 86.0 | 75.2 | 84.8 | 85.8 | 83.2 | 83.2 |
| Yield(원) | 150.3 | 185.0 | 208.2 | 197.4 | 193.2 | 205.0 | 205.3 | 209.5 | 193.2 | 203.7 | 207.2 | 203.9 | 139.6 | 185.2 | 203.2 | 202.0 | 200.8 |
| II) 국제선 매출 | 282.4 | 745.9 | 1,319.1 | 1,542.2 | 1,667.0 | 2,093.3 | 2,484.4 | 2,399.6 | 2,273.5 | 2,233.6 | 2,528.5 | 2,253.3 | 815.2 | 3,889.6 | 8,644.2 | 9,288.8 | 8,103.7 |
| ASK(백만km) | 5,670.0 | 6,946.0 | 12,117.0 | 14,716.0 | 16,034.0 | 19,351.0 | 21,482.9 | 21,865.5 | 24,286.0 | 24,580.9 | 25,678.5 | 24,710.0 | 20,997.0 | 39,449.0 | 78,733.4 | 99,255.4 | 99,597.1 |
| RPK(백만km) | 2,254.0 | 5,492.0 | 9,670.0 | 11,726.0 | 13,191.0 | 16,223.0 | 18,212.2 | 18,244.8 | 19,868.5 | 19,708.9 | 21,002.4 | 19,636.5 | 6,737.0 | 29,142.0 | 65,871.0 | 80,216.3 | 80,493.1 |
| L/F(%) | 39.8 | 79.1 | 79.8 | 79.7 | 82.3 | 83.8 | 84.8 | 83.4 | 81.8 | 80.2 | 81.8 | 79.5 | 32.1 | 73.9 | 83.7 | 80.8 | 80.8 |
| Yield(원) | 125.3 | 135.8 | 136.4 | 131.5 | 126.4 | 129.0 | 136.4 | 131.5 | 114.4 | 113.3 | 120.4 | 114.7 | 118.8 | 132.3 | 131.2 | 115.8 | 100.7 |
| III) 화물 매출 | 2,148.6 | 2,171.2 | 1,856.4 | 1,548.2 | 1,048.5 | 963.8 | 812.0 | 901.1 | 832.7 | 847.8 | 832.6 | 888.1 | 6,694.8 | 7,724.4 | 3,725.4 | 3,401.1 | 3,420.5 |
| ATK(백만톤km) | 3,097.0 | 3,064.0 | 2,920.0 | 2,923.0 | 2,744.0 | 2,935.0 | 2,696.0 | 2,801.3 | 2,744.0 | 2,935.0 | 2,696.0 | 2,801.3 | 12,587.0 | 12,004.0 | 11,176.3 | 11,176.3 | 11,176.3 |
| RPK(백만톤km) | 2,572.0 | 2,535.0 | 2,300.0 | 2,209.0 | 2,016.0 | 2,060.0 | 2,030.5 | 2,173.9 | 2,016.0 | 2,060.0 | 2,030.5 | 2,173.9 | 10,682.0 | 9,616.0 | 8,280.4 | 8,280.4 | 8,280.4 |
| L/F(%) | 83.0 | 82.7 | 78.8 | 75.6 | 73.5 | 70.2 | 75.3 | 77.6 | 73.5 | 70.2 | 75.3 | 77.6 | 84.9 | 80.1 | 74.1 | 74.1 | 74.1 |
| Yield(원) | 835.4 | 856.5 | 807.1 | 700.9 | 520.1 | 467.9 | 399.9 | 414.5 | 413.0 | 411.5 | 410.0 | 408.5 | 623.7 | 800.0 | 450.6 | 410.8 | 413.0 |
| IV) 기타(부가수익, 기내식, 호텔) | 199.7 | 174.1 | 235.8 | 234.6 | 252.2 | 228.9 | 288.6 | 289.0 | 304.7 | 303.2 | 315.7 | 302.5 | 608.0 | 844.2 | 1,058.7 | 1,226.1 | 1,228.7 |
| 매출액_항공우주 사업부 | 97.1 | 112.8 | 121.9 | 159.2 | 117.5 | 121.7 | 114.5 | 129.4 | 96.1 | 113.4 | 107.4 | 130.0 | 366.7 | 491.0 | 483.1 | 446.9 | 473.7 |
| 영업비용(매출원가+판관비) | 2,016.7 | 2,596.5 | 2,829.1 | 3,086.7 | 2,780.9 | 3,067.4 | 3,565.1 | 3,675.2 | 3,661.2 | 3,665.3 | 3,837.1 | 3,711.2 | 7,289.0 | 10,529.1 | 13,088.6 | 14,874.7 | 14,515.6 |
| I) 연료비 | 663.3 | 1,014.1 | 1,170.6 | 1,159.6 | 1,004.5 | 980.8 | 1,231.6 | 1,331.0 | 1,392.0 | 1,416.4 | 1,437.7 | 1,386.6 | 1,800.0 | 4,007.5 | 4,548.0 | 5,632.7 | 5,688.1 |
| II) 연료비 외 | 1,353.5 | 1,582.4 | 1,658.5 | 1,927.1 | 1,776.3 | 2,086.6 | 2,333.5 | 2,344.2 | 2,269.1 | 2,248.9 | 2,399.3 | 2,324.6 | 5,489.0 | 6,521.5 | 8,540.6 | 9,242.0 | 8,827.5 |
| 감가상각비 | 370.3 | 368.9 | 374.4 | 389.7 | 389.8 | 394.3 | 433.2 | 433.2 | 466.4 | 466.4 | 471.9 | 471.9 | 1,616.8 | 1,503.3 | 1,650.6 | 1,876.5 | 1,887.5 |
| 인건비 | 412.8 | 519.3 | 515.3 | 651.4 | 512.7 | 601.7 | 624.6 | 653.9 | 615.2 | 601.7 | 624.6 | 653.9 | 1,693.3 | 2,098.8 | 2,392.9 | 2,495.4 | 2,495.4 |
| 공항관련비 | 176.9 | 158.5 | 186.8 | 207.3 | 222.8 | 284.0 | 311.3 | 323.1 | 298.9 | 306.5 | 322.6 | 317.4 | 660.5 | 729.5 | 1,141.3 | 1,245.5 | 1,245.5 |
| **영업이익(별도)** | **788.4** | **735.9** | **839.2** | **520.1** | **415.0** | **468.0** | **265.3** | **170.1** | **-20.8** | **-6.1** | **104.1** | **11.5** | **1,464.4** | **2,883.6** | **1,318.4** | **88.7** | **-690.0** |
| **EBITDA(별도)** | **1,158.7** | **1,104.8** | **1,213.6** | **909.8** | **804.8** | **862.3** | **706.2** | **610.9** | **425.3** | **439.9** | **555.5** | **462.7** | **3,081.2** | **4,387.0** | **2,984.2** | **1,883.4** | **1,113.8** |

자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

# 영업실적은 성장가도

**장거리 노선 호조**
**화물 시장점유율 변동은 제한적**

- [여객] 2023년 4월 부, 미주노선 19년 수준을 상회하는 성장세 돌입. 9월 기준 유럽노선 회복률은 67.1%으로 회복세 지속

  Boeing 기재 인도지연 지속으로 수급불균형에 따른 높은 Yield 유지 전망

- [화물] LCC 업체들이 화물사업 진출을 발표했지만, 밸리카고 확대 및 여객기 개조 방식으로 진행

  아시아나 화물사업 인수후보 에어인천의 9월 누계 국제화물 수송량은 대한항공의 3%, 아시아나항공의 6%

  항공기 수명은 약 30년인데, 아시아나항공 평균 기령은 27년으로 화물기 교체주기 도달

**화물강자 유지**

| (톤, 대) | 기종 | 최대 적재량 | 대수 | 평균 기령 | 최대이륙중량 | 비중(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 대한항공 | B747 | 100 | 11 | 12 | 447.69 | 22 |
| | B777 | 86 | 12 | 8 | 347.81 | 25 |
| 아시아나항공 | B747 | 100 | 7 | 27 | 447.69 | 22 |
| | B767 | 52 | 1 | 27 | 186.80 | 28 |
| 제주항공 | B737 | 20 | 2 | - | 79.02 | 25 |
| 티웨이항공 | A330 | 20 | | 13 | 215.28 | 9 |

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

**글로벌 FSC Peer Valuation**

| | PER(배) | | | PBR(배) | | | ROE(%) | | | EV/EBITDA(배) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 22 | 23E | 24E | 22 | 23E | 24E | 22 | 23E | 24E | 22 | 23E | 24E |
| China Southern | - | 9.3 | 6.5 | - | 1.2 | 1.0 | - | 13.1 | 16.1 | - | 7.8 | 7.1 |
| China Eastern | - | 7.9 | 6.3 | - | 1.3 | 1.1 | - | 18.6 | 19.0 | - | 7.2 | 6.6 |
| Singapore Airlines | - | 7.5 | 12.7 | - | 1.1 | 1.0 | - | 13.8 | 8.7 | 4.5 | 4.7 | 5.7 |
| ANA Holdings | - | 13.4 | 12.3 | - | 1.5 | 1.3 | - | 11.4 | 11.3 | 6.6 | 5.4 | 5.2 |
| 대한항공 | 5.4 | 8.8 | 65.2 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 22.0 | 10.1 | 1.3 | 3.3 | 3.9 | 5.5 |
| **업종평균** | **-** | **8.6** | **9.4** | **-** | **1.3** | **1.0** | **-** | **13.4** | **13.7** | **-** | **6.3** | **6.1** |

주: Outlier 제외
자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

# 대한항공 (003490)

## Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **8,753.4** | **13,412.7** | **14,407.0** | **14,963.5** | **13,825.6** |
| 매출액증가율(%) | 18.2 | 53.2 | 7.4 | 3.9 | -7.6 |
| 매출원가 | 6,627.4 | 9,594.7 | 11,265.1 | 11,671.0 | 10,783.5 |
| 매출총이익 | 2,126.0 | 3,818.0 | 3,141.9 | 3,292.5 | 3,042.1 |
| 판매관리비 | 661.6 | 934.4 | 1,823.6 | 3,203.7 | 3,732.1 |
| **영업이익** | **1,464.4** | **2,883.6** | **1,318.4** | **88.8** | **-690.0** |
| 영업이익률(%) | 16.7 | 21.5 | 9.2 | 0.6 | -5.0 |
| 금융손익 | 0.3 | 53.6 | -80.9 | -69.4 | -46.2 |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -565.2 | -319.4 | 22.3 | 158.1 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 899.5 | 2,617.9 | 1,259.8 | 177.5 | -736.2 |
| 법인세비용 | 260.8 | 838.2 | 293.2 | 45.9 | 0.0 |
| **당기순이익** | **638.7** | **1,779.6** | **966.6** | **131.6** | **-736.2** |
| 지배주주지분 순이익 | 638.7 | 1,779.6 | 966.6 | 131.6 | -736.2 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 6,373.8 | 7,610.9 | 9,461.1 | 10,446.9 | 10,294.2 |
| 현금및현금성자산 | 1,043.5 | 816.9 | 2,219.0 | 3,435.1 | 3,860.2 |
| 매출채권 | 925.4 | 895.3 | 954.6 | 924.1 | 847.8 |
| 재고자산 | 585.5 | 716.0 | 763.4 | 739.0 | 678.0 |
| 비유동자산 | 19,819.2 | 20,454.8 | 19,710.8 | 17,961.4 | 16,090.0 |
| 유형자산 | 15,799.4 | 15,344.4 | 14,580.0 | 12,929.2 | 11,266.5 |
| 무형자산 | 255.1 | 227.9 | 203.3 | 179.5 | 158.5 |
| 투자자산 | 1,918.5 | 2,702.2 | 2,838.6 | 2,763.8 | 2,576.2 |
| **자산총계** | **26,193.0** | **28,065.7** | **29,172.0** | **28,408.2** | **26,384.2** |
| 유동부채 | 7,942.9 | 8,243.7 | 8,760.6 | 8,601.5 | 8,202.3 |
| 매입채무 | 135.2 | 254.2 | 271.0 | 262.4 | 240.7 |
| 단기차입금 | 985.6 | 866.1 | 1,013.6 | 1,013.6 | 1,013.6 |
| 유동성장기부채 | 3,956.5 | 2,697.7 | 2,757.5 | 2,757.5 | 2,757.5 |
| 비유동부채 | 11,272.0 | 10,596.4 | 10,498.4 | 10,039.3 | 9,427.6 |
| 사채 | 1,058.2 | 1,819.7 | 1,848.0 | 1,848.0 | 1,848.0 |
| 장기차입금 | 919.2 | 1,116.9 | 1,311.7 | 1,311.7 | 1,311.7 |
| **부채총계** | **19,214.9** | **18,840.1** | **19,259.0** | **18,640.7** | **17,629.9** |
| 자본금 | 1,744.7 | 1,846.7 | 1,846.7 | 1,846.7 | 1,846.7 |
| 자본잉여금 | 3,902.3 | 4,099.8 | 4,099.8 | 4,099.8 | 4,099.8 |
| 기타포괄이익누계액 | 581.6 | 826.4 | 823.8 | 823.8 | 823.8 |
| 이익잉여금 | 449.5 | 2,452.9 | 3,142.8 | 2,997.3 | 1,984.1 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본총계** | **6,978.1** | **9,225.6** | **9,913.0** | **9,767.5** | **8,754.3** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **3,498.4** | **5,368.4** | **3,596.2** | **1,995.8** | **806.5** |
| 당기순이익(손실) | 638.7 | 1,779.6 | 966.6 | 131.6 | -736.2 |
| 유형자산상각비 | 1,586.6 | 1,475.3 | 1,639.2 | 1,770.8 | 1,782.7 |
| 무형자산상각비 | 30.2 | 28.1 | 26.6 | 23.8 | 21.0 |
| 운전자본의 증감 | 76.5 | 931.8 | 958.4 | -213.4 | -535.1 |
| **투자활동 현금흐름** | **-2,549.2** | **-2,940.4** | **-924.2** | **118.3** | **477.7** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -331.5 | -745.2 | -595.0 | -120.0 | -120.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -156.9 | -783.7 | -136.4 | 74.8 | 187.6 |
| **재무활동 현금흐름** | **-1,076.2** | **-2,631.7** | **-1,277.0** | **-898.0** | **-859.1** |
| 차입금의 증감 | -3,281.6 | -1,520.7 | -126.3 | -338.0 | -308.0 |
| 자본의 증가 | 3,298.0 | 299.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | -112.4 | -226.6 | 1,402.1 | 1,216.1 | 425.1 |
| 기초현금 | 1,155.9 | 1,043.5 | 816.9 | 2,219.0 | 3,435.1 |
| 기말현금 | 1,043.5 | 816.9 | 2,219.0 | 3,435.1 | 3,860.2 |

## Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 28,965 | 37,350 | 39,126 | 40,637 | 37,547 |
| EPS(지배주주) | 2,113 | 4,953 | 2,623 | 355 | -2,002 |
| CFPS | 11,132 | 13,052 | 8,415 | 5,544 | 3,025 |
| EBITDAPS | 10,196 | 12,216 | 8,104 | 5,115 | 3,025 |
| BPS | 19,999 | 24,979 | 26,840 | 26,447 | 23,703 |
| DPS | 0 | 750 | 750 | 750 | 750 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 3.3 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 13.9 | 4.6 | 7.7 | 56.8 | -10.1 |
| PCR | 2.6 | 1.8 | 2.4 | 3.6 | 6.7 |
| PSR | 1.0 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| PBR | 1.5 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.9 |
| EBITDA(십억원) | 3,081.2 | 4,387.0 | 2,984.2 | 1,883.4 | 1,113.8 |
| EV/EBITDA | 5.9 | 3.1 | 3.5 | 4.9 | 7.9 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 12.3 | 22.0 | 10.1 | 1.3 | -7.9 |
| EBITDA 이익률 | 35.2 | 32.7 | 20.7 | 12.6 | 8.1 |
| 부채비율 | 275.4 | 204.2 | 194.3 | 190.8 | 201.4 |
| 금융비용부담률 | 4.2 | 2.7 | 2.8 | 1.9 | 2.0 |
| 이자보상배율(x) | 4.0 | 8.0 | 3.2 | 0.3 | -2.5 |
| 매출채권회전율(x) | 11.1 | 14.7 | 15.6 | 15.9 | 15.6 |
| 재고자산회전율(x) | 15.6 | 20.6 | 19.5 | 19.9 | 19.5 |

## Compliance Notice

당사는 자료 공표일 현재 삼성중공업의 이해관계인정법인입니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

| | | |
|---|---|---|
| **기업** | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 | |
| 추천기준일<br>직전 1개월간<br>종가대비 3등급 | Buy | 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 |
| | Hold | 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 |
| | Sell | 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만 |
| **산업** | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 | |
| 추천기준일<br>시장지수대비 3등급 | Overweight (비중확대) | |
| | Neutral (중립) | |
| | Underweight (비중축소) | |

### 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|---|---|
| 매수 | 86.5% |
| 중립 | 13.5% |
| 매도 | 0.0% |

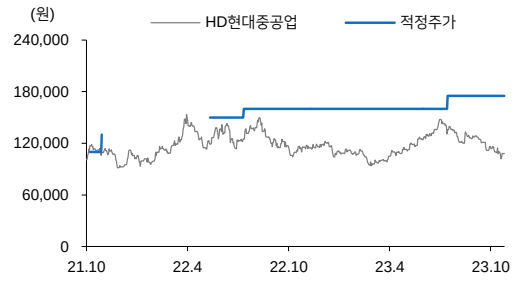
2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### HD현대중공업 (329180) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021.10.29 | 산업브리프 | Buy | 110,000 | 김현 | 2.5 | 7.7 |
| 2021.11.19 | 산업분석 | Buy | 130,000 | 김현 | -18.4 | -12.3 |
| 2021.12.22 | | | | Univ Out | | |
| 2022.05.31 | 산업분석 | Buy | 150,000 | 배기연 | -14.4 | -4.7 |
| 2022.07.30 | 기업브리프 | Buy | 160,000 | 배기연 | -26.5 | -6.6 |
| 2023.07.28 | 기업브리프 | Buy | 175,000 | 배기연 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

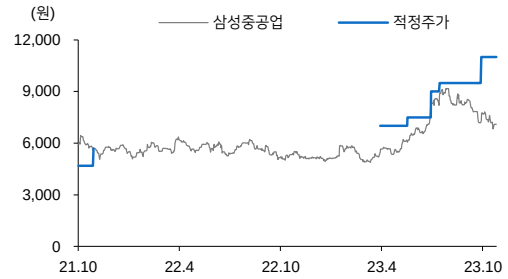


## 삼성중공업 (010140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021.08.10 | 기업브리프 | Hold | 4,684 | 김현 | 27.3 | 37.7 |
| 2021.11.19 | 산업분석 | Hold | 5,700 | 김현 | -2.4 | 1.8 |
| 2021.12.22 | | | | Univ Out | | |
| 2023.04.13 | Indepth | Buy | 7,000 | 배기연 | -18.5 | -11.3 |
| 2023.06.01 | 산업분석 | Buy | 7,500 | 배기연 | -9.8 | 8.9 |
| 2023.07.13 | 기업브리프 | Buy | 9,000 | 배기연 | -6.5 | -4.6 |
| 2023.07.28 | 기업브리프 | Buy | 9,500 | 배기연 | -11.2 | -3.5 |
| 2023.10.10 | 기업브리프 | Buy | 11,000 | 배기연 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

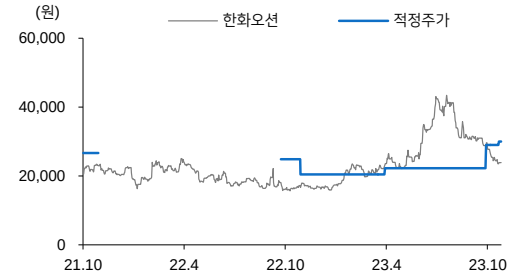



## 한화오션 (042660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021.08.18 | 기업브리프 | Hold | 26,653 | 김현 | -14.8 | -1.2 |
| 2021.12.22 | | | | Univ Out | | |
| 2022.10.10 | 산업브리프 | Buy | 24,876 | 배기연 | -34.1 | -30.9 |
| 2022.11.14 | 기업브리프 | Buy | 20,434 | 배기연 | -5.4 | 15.2 |
| 2023.04.13 | Indepth | Hold | 22,210 | 배기연 | 41.2 | 95.6 |
| 2023.10.10 | 기업브리프 | Hold | 29,000 | 배기연 | -10.0 | 2.1 |
| 2023.11.03 | 산업분석 | Hold | 30,000 | 배기연 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

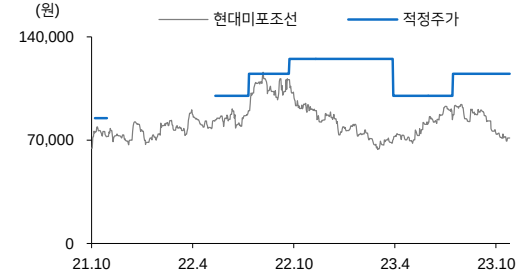



## 현대미포조선 (010620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021.10.29 | 산업브리프 | Hold | 85,000 | 김현 | -13.0 | -7.1 |
| 2021.12.22 | | | | Univ Out | | |
| 2022.05.31 | 산업분석 | Buy | 100,000 | 배기연 | -15.4 | -8.9 |
| 2022.07.30 | 기업브리프 | Buy | 115,000 | 배기연 | -8.1 | 0.9 |
| 2022.10.10 | 산업브리프 | Buy | 125,000 | 배기연 | -35.3 | -14.8 |
| 2023.04.13 | Indepth | Buy | 100,000 | 배기연 | -20.3 | -7.2 |
| 2023.07.28 | 기업브리프 | Buy | 115,000 | 배기연 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

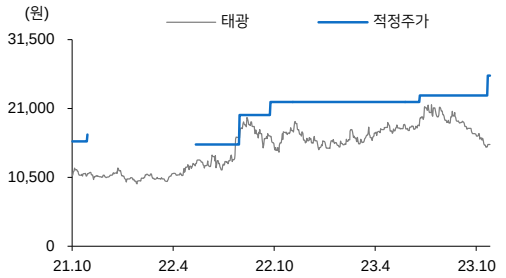


## 태광 (023160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021.06.04 | 산업분석 | Buy | 16,000 | 김현 | -27.2 | -17.2 |
| 2021.11.19 | 산업분석 | Buy | 17,000 | 김현 | -36.8 | -33.8 |
| 2021.12.22 | | | | Univ Out | | |
| 2022.05.31 | 산업분석 | Buy | 15,500 | 배기연 | -15.6 | 7.4 |
| 2022.08.17 | 기업브리프 | Buy | 20,000 | 배기연 | -12.1 | -2.0 |
| 2022.10.11 | 산업브리프 | Buy | 22,000 | 배기연 | -23.7 | -13.6 |
| 2023.07.04 | 기업브리프 | Buy | 23,000 | 배기연 | -17.6 | -6.3 |
| 2023.11.03 | 산업분석 | Buy | 26,000 | 배기연 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

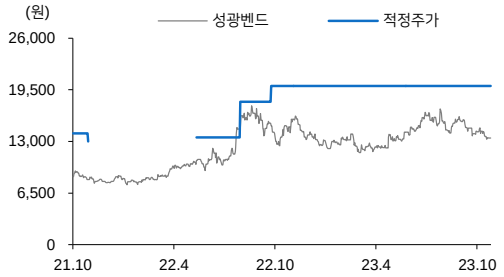



## 성광벤드 (014620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021.06.04 | 산업분석 | Buy | 14,000 | 김현 | -34.2 | -26.1 |
| 2021.11.19 | 산업분석 | Buy | 13,000 | 김현 | -37.7 | -34.4 |
| 2021.12.22 | | | | Univ Out | | |
| 2022.05.31 | 산업분석 | Buy | 13,500 | 배기연 | -17.7 | 9.3 |
| 2022.08.17 | 기업브리프 | Buy | 18,000 | 배기연 | -12.3 | -2.8 |
| 2022.10.11 | 산업브리프 | Buy | 20,000 | 배기연 | -30.3 | -14.5 |
| 2023.10.11 | | 1년 경과 | | | - | - |
| 2023.10.11 | 산업브리프 | Buy | 20,000 | 배기연 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

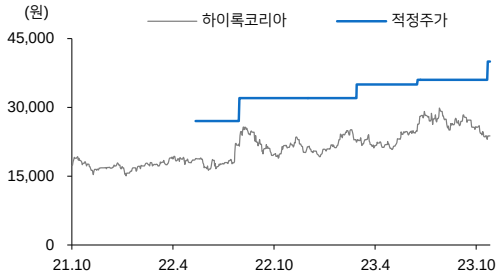



## 하이록코리아 (013030) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021.11.19 | 산업분석 | Buy | 26,000 | 김현 | -36.0 | -32.3 |
| 2021.12.22 | | | | Univ Out | | |
| 2022.05.31 | 산업분석 | Buy | 27,000 | 배기연 | -32.9 | -18.0 |
| 2022.08.17 | 기업브리프 | Buy | 32,000 | 배기연 | -31.5 | -19.5 |
| 2023.03.14 | 산업브리프 | Buy | 35,000 | 배기연 | -34.7 | -28.7 |
| 2023.06.30 | 기업브리프 | Buy | 36,000 | 배기연 | -25.6 | -17.1 |
| 2023.11.03 | 산업분석 | Buy | 40,000 | 배기연 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

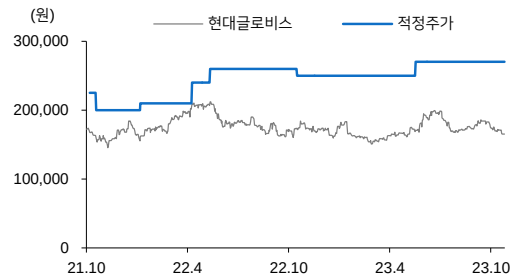


## 현대글로비스 (086280) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021.10.29 | 기업브리프 | Buy | 225,000 | 배기연 | -26.4 | -25.1 |
| 2021.11.09 | 산업분석 | Buy | 200,000 | 배기연 | -18.1 | -8.0 |
| 2022.01.27 | 기업브리프 | Buy | 210,000 | 배기연 | -13.7 | -2.9 |
| 2022.04.29 | 기업브리프 | Buy | 240,000 | 배기연 | -13.9 | -12.3 |
| 2022.05.31 | 산업분석 | Buy | 260,000 | 배기연 | -31.5 | -18.5 |
| 2022.11.02 | 산업분석 | Buy | 250,000 | 배기연 | -33.4 | -26.4 |
| 2023.06.01 | 산업분석 | Buy | 270,000 | 배기연 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

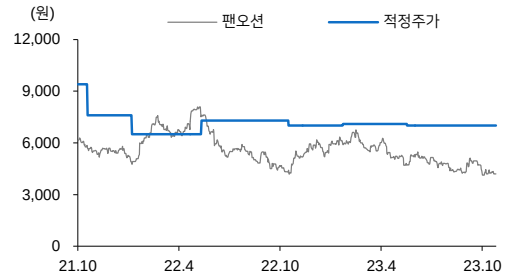



## 팬오션 (028670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

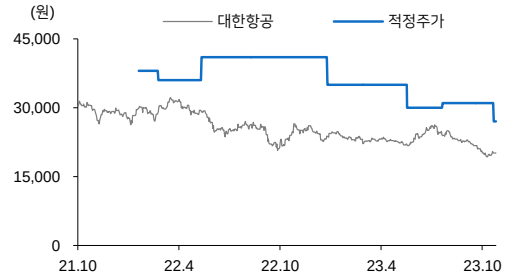
| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021.09.13 | Indepth | Buy | 9,400 | 배기연 | -28.4 | -17.7 |
| 2021.11.09 | 산업분석 | Buy | 7,600 | 배기연 | -27.7 | -23.7 |
| 2022.01.27 | 기업브리프 | Buy | 6,500 | 배기연 | 3.9 | 24.5 |
| 2022.05.31 | 산업분석 | Hold | 7,300 | 배기연 | -24.8 | 4.4 |
| 2022.11.02 | 산업분석 | Buy | 7,000 | 배기연 | -20.9 | -9.4 |
| 2023.02.07 | Indepth | Buy | 7,100 | 배기연 | -19.2 | -4.8 |
| 2023.06.01 | 산업분석 | Buy | 7,000 | 배기연 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이




## 대한항공 (003490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2022.02.08 | 산업브리프 | Buy | 38,000 | 배기연 | -23.2 | -20.4 |
| 2022.03.15 | 산업분석 | Buy | 36,000 | 배기연 | -16.2 | -10.6 |
| 2022.05.31 | 산업분석 | Buy | 41,000 | 배기연 | -39.3 | -28.5 |
| 2023.01.10 | 산업브리프 | Buy | 35,000 | 배기연 | -33.8 | -29.1 |
| 2023.06.01 | 산업분석 | Buy | 30,000 | 배기연 | -19.0 | -12.5 |
| 2023.08.03 | 기업브리프 | Buy | 31,000 | 배기연 | -28.6 | -19.4 |
| 2023.11.03 | 산업분석 | Buy | 27,000 | 배기연 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이