

Y U A N T A

상 법 개 정 효 과 의
N E X T : **알 파 를 고 민 할 시 점**

α

이승웅 통신/지주/방산/우주
02 3770 5597
seungwoong.lee@yuantakorea.com

김용민 조선/자동차
02 3770 5606
yongmin.kim@yuantakorea.com

우도형 금융
02 3770 5589
dohyeong.woo@yuantakorea.com

장윤석, FRM 건설/기계
02 3770 5583
yoonseok.chang@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
02 3770 5594
hevin.cho@yuantakorea.com

 **유안타증권**
Yuanta Securities (Korea)



상 법 개 정 효 과 의
NEXT: 알 파 를 고 민 할 시 점



이승웅

통신/지주/방산/우주

02 3770 5597

seungwoong.lee@yuantakorea.com



김용민

조선/자동차

02 3770 5606

yongmin.kim@yuantakorea.com



우도형

금융

02 3770 5589

dohyeong.woo@yuantakorea.com



장윤석, FRM

건설/기계

02 3770 5583

yoonseok.chang@yuantakorea.com



조혜빈

Research Assistant

02 3770 5594

hevin.cho@yuantakorea.com



CONTENTS



I 디스카운트 해소를 넘어

| | |
|--------------|----|
| 지주의 시간이 온다 | 7 |
| SK(034730) | 22 |
| 동원산업(006040) | 24 |

II 조선 섹터 업데이트

| | |
|------------------|----|
| 추가적인 상방을 찾아서 | 27 |
| HD한국조선해양(009540) | 35 |
| 태광(023160) | 39 |

III 은행은 여전히 싸다

| | |
|----------------|----|
| 올라갈 길이 보인다 | 43 |
| iM금융지주(139130) | 54 |

IV 원전 르네상스

| | |
|------------------|----|
| Beyond Korea | 57 |
| 두산에너지빌리티(034020) | 70 |





Part 1. 디스카운트 해소를 넘어

지주의 시간이 온다



이승웅

통신/지주/방산/우주

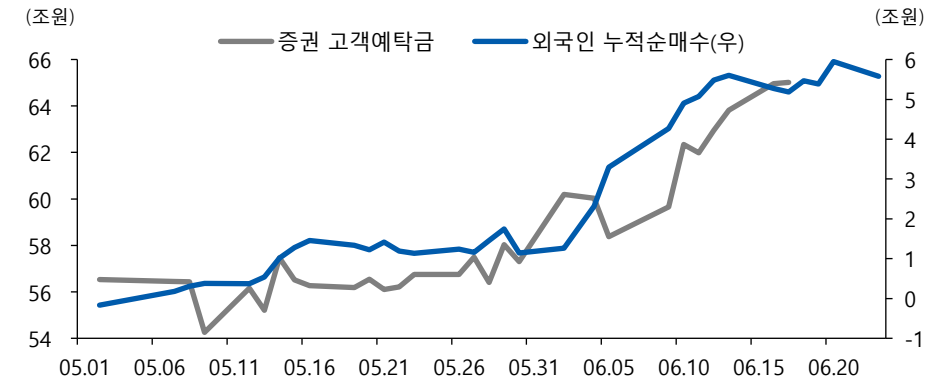
02 3770 5597

seungwoong.lee@yuantakorea.com

대선 이후 국내 증시 가파르게 상승

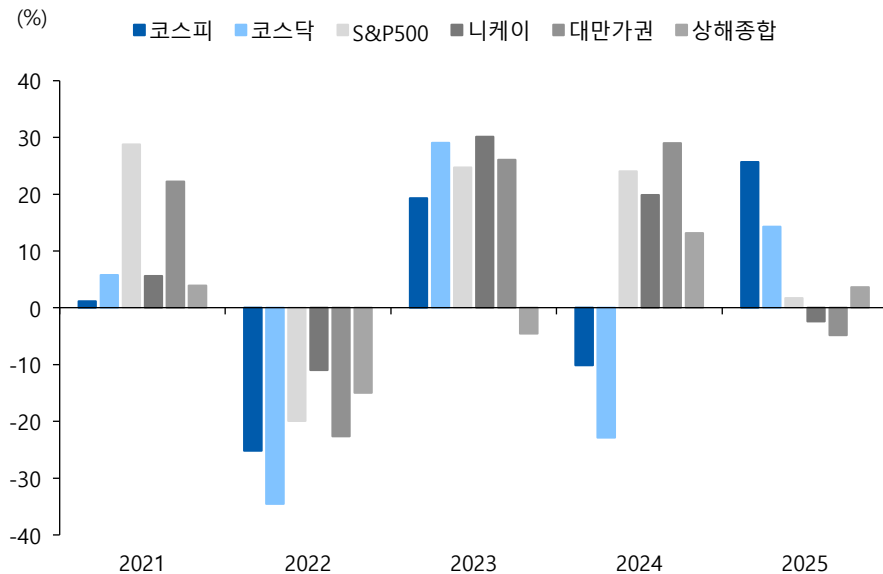
- 이재명 대통령 당선 이후 코스피와 코스닥 가파르게 상승
25년 코스피 +29.4%, 코스닥 +18.1%으로 글로벌 증시를 상회하는 중
- 5월 이후 외국인은 코스피를 5.6조원 순매수, 투자자 예약금은 65조원을 넘어서며 증시 유동성 호조
- 지배구조 개선을 필두로 하는 공약을 바탕으로 국내 증시 디스카운트 해소 기대감이 고조된 것으로 판단

5월 이후 외국인 누적순매수, 투자자 예약금 추이



자료: 유안타증권 자료: Quantivise, 유안타증권 리서치센터

주요국 및 국내 증시 수익률 비교



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 2025년은 25.06.23까지의 값

새정부 성장정책 중 자본시장 및 지배구조 관련 내용

| 공정한 자본시장 주요 공약 | 합리적 기업지배구조 주요 공약 |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> - 자본시장 불공정거래 모니터링 및 범죄 엄단 시스템 보강 - 주가조작 등 자본시장 불공정행위에 대한 원스트라이크 아웃제 도입 - 불공정거래에 대한 벌금, 과태료 등으로 투자자 피해를 보상하는 한국형 페어펀드 (공정배상기금) 도입 추진 | <ul style="list-style-type: none"> - 주주 전체의 이익이 고려되도록 주주에 대한 이사의 충실의무 명문화 - 감사위원 분리선출을 확대하는 한편 독립이사 일정 비율 이상 선임 의무화 - 집중투표제 활성화 및 기관투자자의 역할 확대 - 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에 대한 신주물량 배정 제도화 - 기업 인수 시 의무공개매수제 도입과 주주평등 원칙을 구현하는 거버넌스 구조 개혁 - 상장회사 자사주에 대한 원칙적 소각 근거를 마련하고 기보유 자사주에 대해서는 합리적 규제를 부과 |

자료: 국정기획위원회, 유안타증권 리서치센터

지배구조 개선 기대감이 지주사 주가 견인

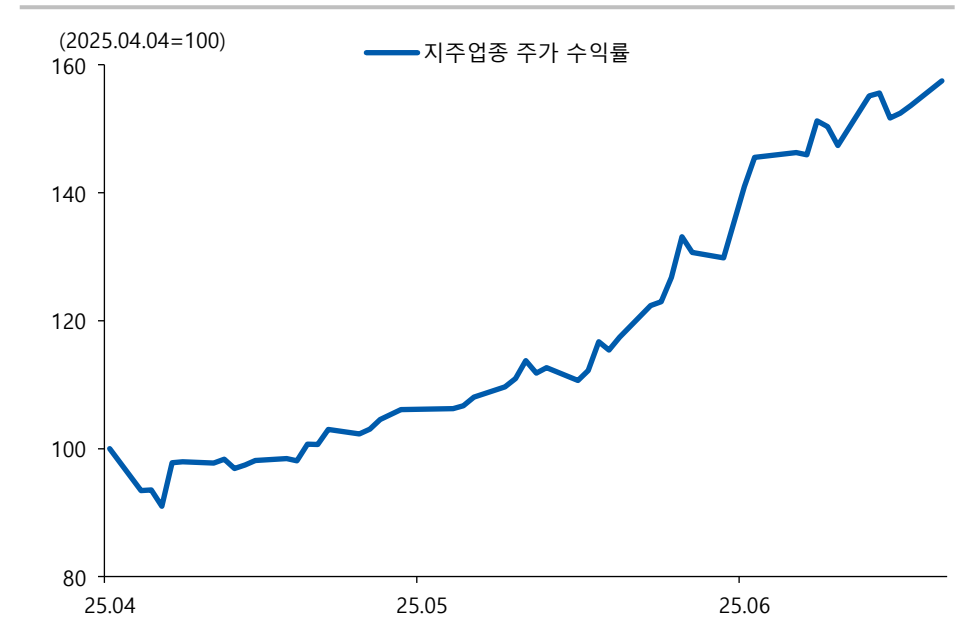
- 대선 이후 상법 개정, 자사주 의무소각, 기업가치 제고 등 규제와 제도 변화에 따른 **질적 성장 기대감이 높아지며 지주회사 디스카운트 해소**로 연결
- 장기간 증시에서 외면 받았던 **지주업종(WICS 복합기업)**은 연초 이후 **71.8% 상승**하며 코스피(+29.4%)를 큰 폭으로 상회
- 국내 자본시장은 10년간 외형 성장은 지속됐으나 질적 성장은 부족, 증시 시가총액은 14년말 1,335조원 → 24년말 2,303조원(+72.5%), 금융투자회사 총자산은 14년말 318조원에서 24년말 776조원으로 증가, 개인투자자수는 14년 437만명에서 2.2배 증가한 1,410만명으로 증가
- 최근 주요 지주사의 NAV 할인율은 -2 Std.dev 아래로 내려오면서 **단기 급등 국면**에 진입

국내 지주사 디스카운트 해소 매커니즘

| ▼주가 디스카운트 요인 | 정책 및 제도 변화 | ▲주가 디스카운트 해소 및 상승 요인 |
|--|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> - 중복 상장 - 비상장 자회사 가치 미반영 - 일반주주 의결권 가치 미반영 - 상속세 부담 - 주주환원 | <ul style="list-style-type: none"> - 상법 개정 (주주권리 강화) - 자사주 소각 의무화(주주가치 제고) - 상속증여세법 개정(주가 부양) - 기업가치 제고(주주환원 확대, 수익성 개선 등) | <ul style="list-style-type: none"> - 승계 부담 완화 - 중복 상장 가능성 하락 - 비상장 자회사 가치 반영 - 주주환원 강화 - ROE 개선 → PBR 상승 |

자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

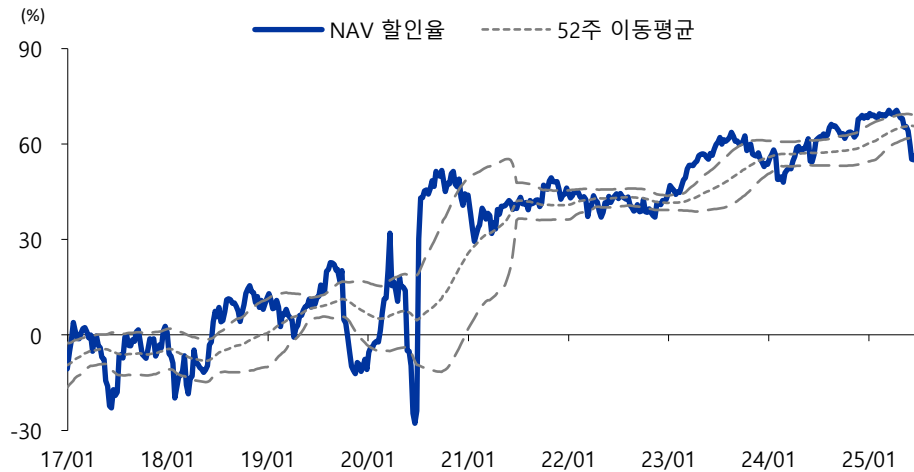
복합기업 주가 수익률 추이



자료: Quantiverse, 유안타증권 리서치센터

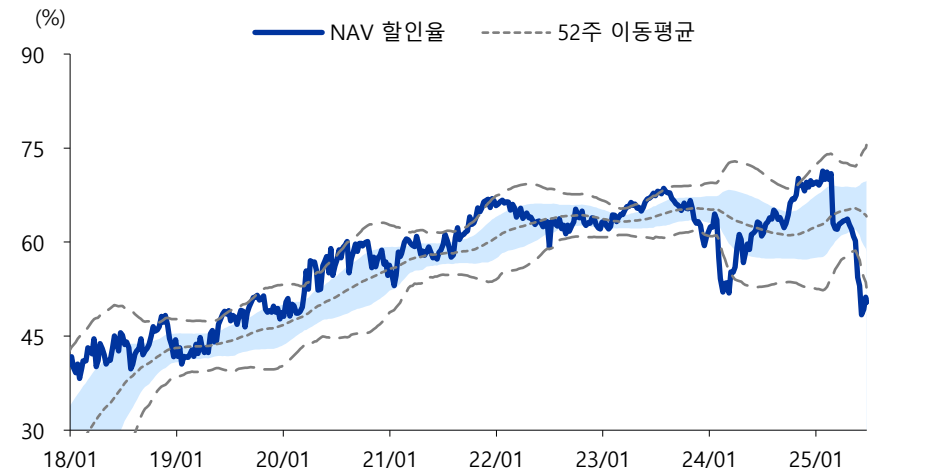
주요 지주사 NAV 할인율 하락

SK 52주 이동평균 NAV 할인율 추이



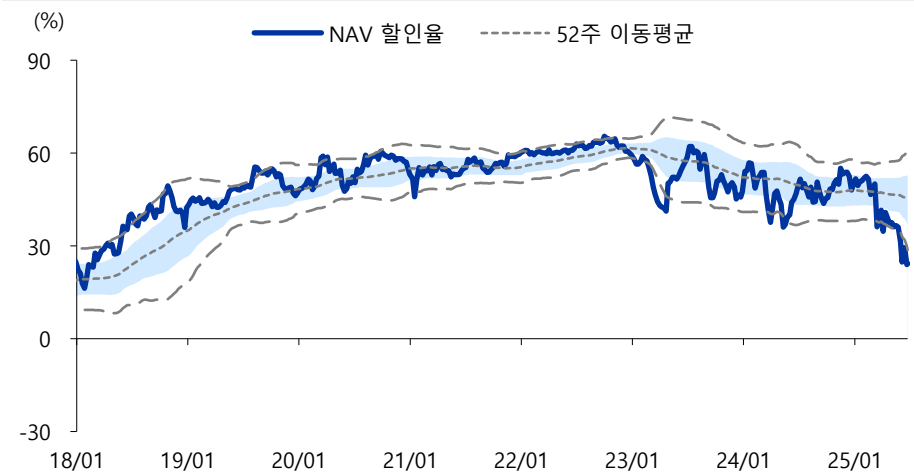
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

삼성물산 52주 이동평균 NAV 할인율 추이



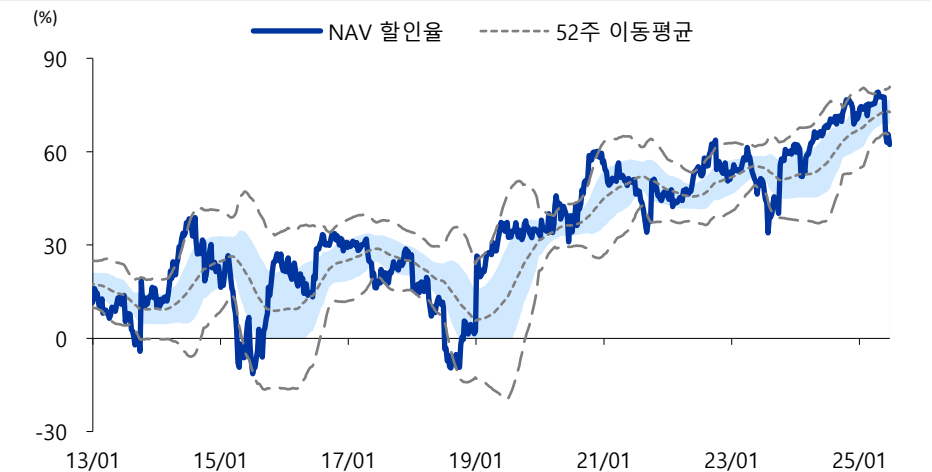
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

CJ 52주 이동평균 NAV 할인율 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

한화 52주 이동평균 NAV 할인율 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

지주 업종에 대해 긍정적 시각 유지

- 당사는 지주 업종에 대해 긍정적인 시각을 계속해서 유지
- 6/23 민주당 코스피 5000 특별위원회를 출범하는 등 **상법 개정 이후에도 제도 변화에 대한 기대감 지속될 전망**
- 현재 개정 추진중인 법안은 1) 상법개정, 2) 자사주 소각 의무화, 3) 배당소득 분리과세, 4) 상속·증여세법 개정 등 존재
- **비상장 자회사 및 의결권 가치 반영, 주주환원 강화, 저 PBR 개선으로** 이어지며 기업가치 제고에 기여할 것으로 예상
- 이외에도 새정부 성장정책에는 감사위원 분리선출, 집중투표제 활성화, 기관투자자 역할 확대, 물적분할 후 상장시 모회사 주주에 신주물량 배정 등 포함

현정부에서 추진중인 증시 부양책

| | 주요 내용 | 기대 효과 및 영향 |
|------------|--|--|
| 상법 개정 | 이사의 충실의무 대상에 '주주' 명시: 현행 상법 제382조의3 "이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다"는 조항에 '주주'를 추가해 이사의 충실의무 대상을 회사뿐만 아니라 주주로 확대 | 기대 효과 - 소액주주 권익 보호 강화(예: 물적분할 후 자회사 중복 상장, 불공정 합병 등) 방지, 코리아 디스카운트 해소에 기여 우려 및 반론 - 경영진의 의사결정 위축 가능성, 소송 남발로 인한 경영 불안정성 증가 |
| 자사주 소각 의무화 | 자사주 취득시 소각 의무화: 상여금 지급, 주식보상 등을 제외하고 취득한 자사주는 원칙적으로 소각하도록 하는 것이 골자. 기보유 자사주에 대해서도 유예기간을 충분히 부여, 처분시에는 신주발행 절차에 준용하여 심사 | 기대 효과 - 실질적인 주주가치 제고(EPS, BPS 상승), 지배력 강화 목적의 자사주 매입 방지, 자사주 활용 경영권 승계 차단 우려 및 반론 - 기업의 경영 자율성 침해, 주가 안정 및 유동성 공급 수단 제한 |
| 배당소득 분리과세 | 배당소득에 대한 분리과세 추진: 배당성향 35% 이상인 상장사에 배당소득을 종합소득에서 분리해 별도의 세율로 분리 과세하는 방안. 이는 배당 확대를 유도하여 기업의 이익이 주주에게 환원되도록 하기 위한 목적 | 기대 효과 - 기업의 배당 확대 유인 제공, 투자자의 배당 투자 활성화 및 자본시장 활력 제고, 주주환원 문화 정착에 기여 우려 및 반론 - 고액 자산가에 대한 감세 혜택 집중 가능성, 조세 형평성 문제 및 세수 감소 우려 |
| 상속증여세법 개정 | 최대주주 할증과세 폐지 및 가업상속공제 확대: 기업 승계 시 최대주주에게 부과되는 할증과세(최대 20%)를 폐지하고, 가업상속공제 제도의 적용 대상과 한도를 확대 | 기대 효과 - 원활한 기업 승계 지원 및 기업의 영속성 강화, 상속세 부담 완화로 인한 투자 및 고용 창출 여력 확보, '코리아 디스카운트' 해소에 일부 기여 우려 및 반론 - '부의 대물림' 심화 및 조세 정의 훼손 비판, 대주주에 대한 과도한 특혜 논란 |

자료: 유안타증권 리서치센터

상법 개정안 시행 시점에 주목

- 현재 발의된 두 상법 개정안의 차이점은
 - 1) 시행 시점(즉시 시행 or 1년 후 시행)
 - 2) 3%를(감사위원 선출시 최대주주 및 특수관계인 합산 의결권 제한)
 - 3) 이사의 보수 결정(보수 구체화, 보수위원회 설치)
- 이사의 충실의무를 주주로 명확히 하고 전자주주총회 도입을 법제화해 주주 보호와 의사결정 투명성 제고의 공통적 목적을 보유
- 공포 후 즉시 시행될 경우 의미있는 비상장 자회사를 보유한 지주사에 주목, 1년 후 시행인 경우 지배구조 개편이 활발해질 가능성이 높아질 것

최근 발의된 상법 개정안 비교

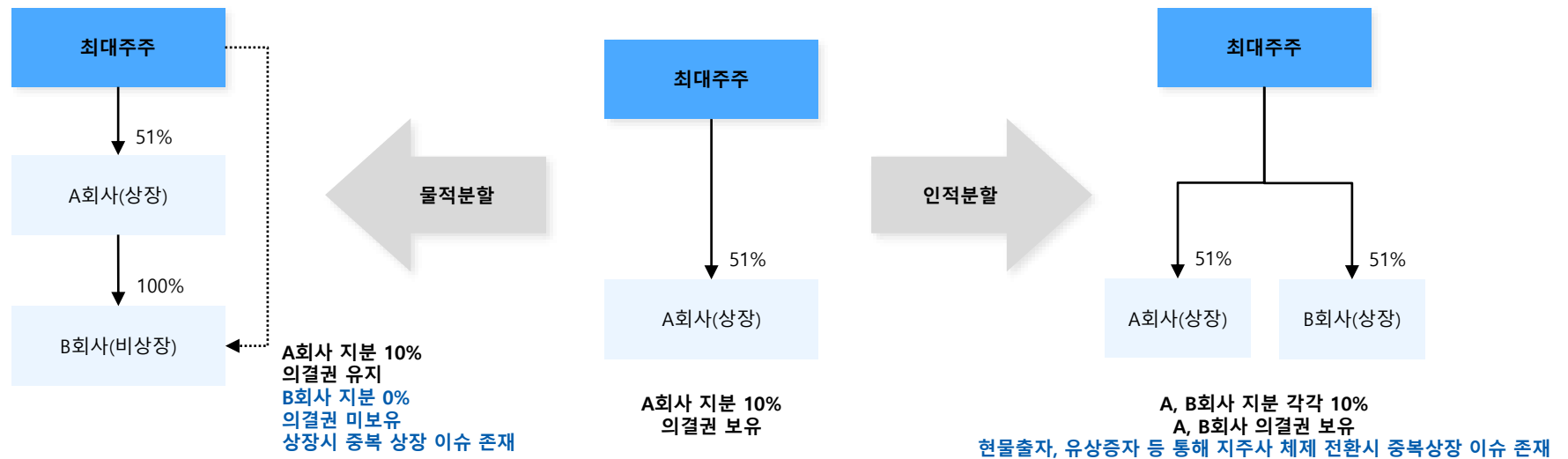
| 구분 | 이정문 의원 대표발의(25.06.05) | 신장식 의원 대표발의(25.06.10) |
|----------------|--|---|
| 이사의 충실의무 | <ul style="list-style-type: none"> - 이사는 법령과 정관에 따라 회사 및 주주를 위하여 직무를 충실히 수행해야 함 - 이사는 직무 수행 시 총주주의 이익을 보호하고 전체 주주의 이익을 공평하게 대우해야 함 | |
| 전자주주총회 도입 및 운영 | <ul style="list-style-type: none"> - 상장회사는 정관에 달리 정함이 없으면 이사회 결의로 전자주주총회 개최가 가능함 - 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사는 전자주주총회 개최 의무화 - 주주는 직접 출석 방식과 전자통신수단 방식 중 어느 한 가지 방식으로만 총회에 출석할 수 있음 - 전자주주총회는 주주가 의사 진행 및 결의에 실시간으로 참가할 수 있도록 적정하게 운영 | |
| 이사의 보수 관련 | | <ul style="list-style-type: none"> - 최대주주, 주요주주 등 특정 이사의 보수에 대해 주주총회에서 구체적인 산정 근거를 설명하고 주주의 의견을 들어야 함 - 대규모 상장회사는 이사회 내 보수위원회를 설치하여 이사 및 미등기임원을 포함한 임원 보수체계 심의·의결. 보수위원회는 사외이사가 총위원의 과반수가 되도록 구성하고, 대표는 사외이사로 함 |
| 감사위원회 구성 | <ul style="list-style-type: none"> - 감사 선임 혹은 해임시 최대주주 및 특수관계인의 합산 의결권을 3%로 제한 | |
| 시행일 | <ul style="list-style-type: none"> - 전자주주총회 관련 개정은 공포 후 1년이 경과한 날부터 시행 - 그외 규정 (이사의 충실의무 등)은 공포한 날부터 시행 | <ul style="list-style-type: none"> - 공포 후 1년이 경과한 날부터 시행 |

자료: 의안정보시스템, 유안타증권 리서치센터

비상장 자회사 가치 반영 기대

- 상법 개정시 디스카운트 요인 중 하나인 비상장 자회사 가치 및 일반주주의 의결권 가치가 지주사 가치에 온전히 반영될 것으로 예상
- 이사의 충실의무에 주주가 포함되면 비상장 자회사의 상장 혹은 합병 가능성은 낮아지고, 지주사는 비상장 자회사를 통해 성장, 그 가치를 반영 가능
- 투자자 입장에서 지주사에 대한 인식은 알짜 비상장 자회사를 보유, 연결 재무제표로 인식하는 사업체로 인식 → NAV 할인율 축소 가능성
- 당사는 비상장 자회사의 실적 기여 및 지분가치 비중이 높은 CJ(자회사 지분가치 중 CJ올리브영 비중 34.2%), LS(LS전선, LS엠트론, LS MnM 등)에 주목

물적분할 및 인적분할 개념과 의결권 변화



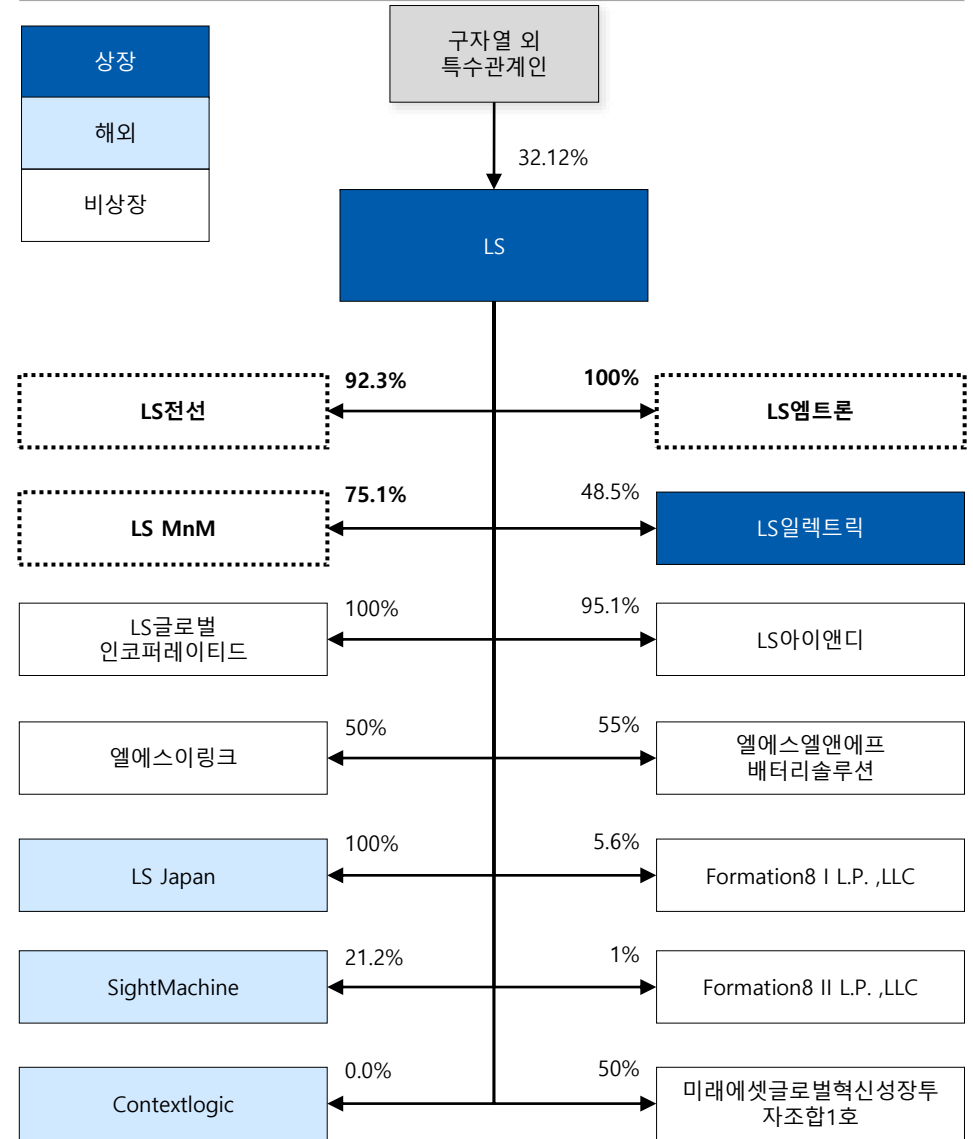
비상장 자회사 가치 반영 기대

CJ NAV 산정

| (십억원) | 기업가치 | 지분율 | 적정가치 | 비고 |
|---------------------|-------|------|--------------|---------------------------|
| A. 사업 가치 | | | 1,413 | |
| 브랜드사용 수익 | | | 1,413 | 12M fwd 예상치 10x 적용 |
| B. 자회사 가치 | | | 5,242 | B=a+b |
| a. 상장자회사 가치 | | | 2,978 | |
| CJ제일제당 | 3,824 | 40.9 | 1,565 | 전일 기준 |
| CJ프레시웨이 | 333 | 47.1 | 157 | |
| CJ CGV | 856 | 40.1 | 343 | |
| CJ ENM | 1,794 | 50.9 | 913 | |
| b. 비상장자회사 가치 | | | 2,264 | |
| CJ올리브영 | 3,500 | 51.2 | 1,790 | '24 글랜우드PE 지분 22.6% 매각 기준 |
| CJ푸드빌 | 500 | 88.1 | 440 | 23년 Pre-Money 5,000억원 적용 |
| 기타 | | | 33 | 장부가 |
| C. 순차입금(순현금) | | | 255 | 4Q24말 별도 기준 |
| D. NAV | | | 6,400 | D=A+B-C |

자료: 유안타증권 리서치센터

LS 지분구조

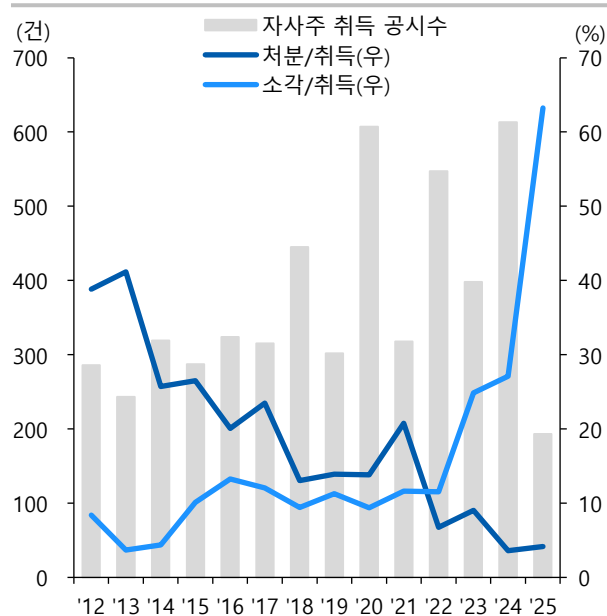


자료: 유안타증권 리서치센터

자사주 소각 의무화 필요

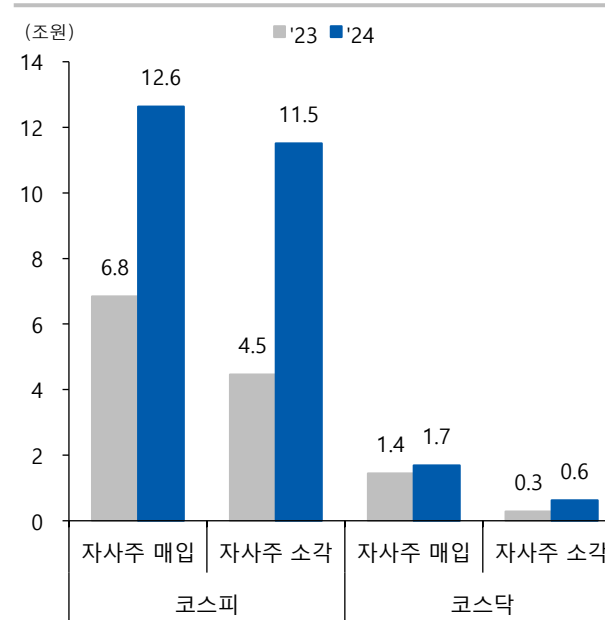
- 자사주 소각 의무화는 주주환원에 대한 신뢰도 상승과 지주회사의 지분가치 상승으로 이어질 전망
- 국내 증시 상승을 위해서는 이익 성장 외에 자사주 매입/소각 등 주주가치 제고를 통해 장기간 신뢰 구축이 중요(한국기업거버넌스포럼)
- 24년 밸류업 추진으로 국내 증시의 자사주 매입, 소각 규모는 큰 폭으로 증가, 자사주 관련 공시도 취득대비 소각 비중이 가파르게 상승
- 그동안 자사주 매입 후 소각보다는 처분 혹은 주식교환에 활용된 사례가 빈번했다는 점에서 자사주 소각 의무화는 국내외 투자자의 신뢰도를 제고로 이어지며 디스카운트 축소에 기여할 것

연도별 자사주 취득 공시 대비 소각, 처분 공시 비율 추이



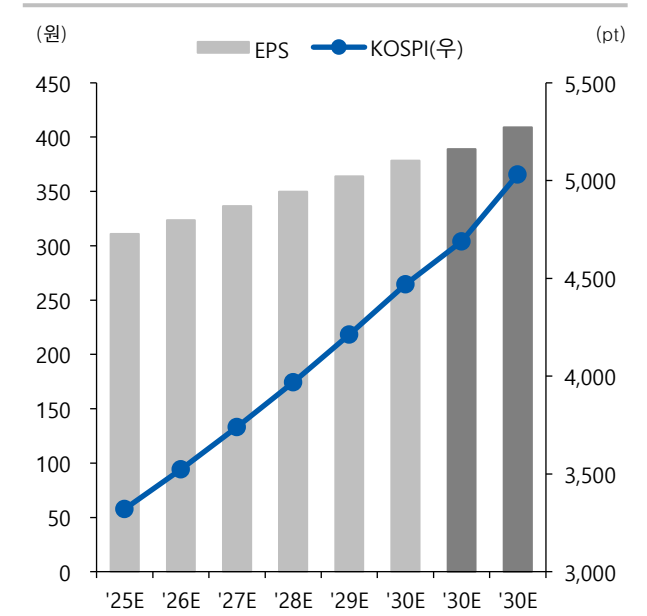
자료: Quantwise, 한국거래소, 유안타증권 리서치센터

23-24년 코스피 및 코스닥 자사주 매입/소각 규모



자료: 한국거래소, 유안타증권 리서치센터

기보유 자사주 소각 및 자사주 매입/소각 가정 KOSPI 전망

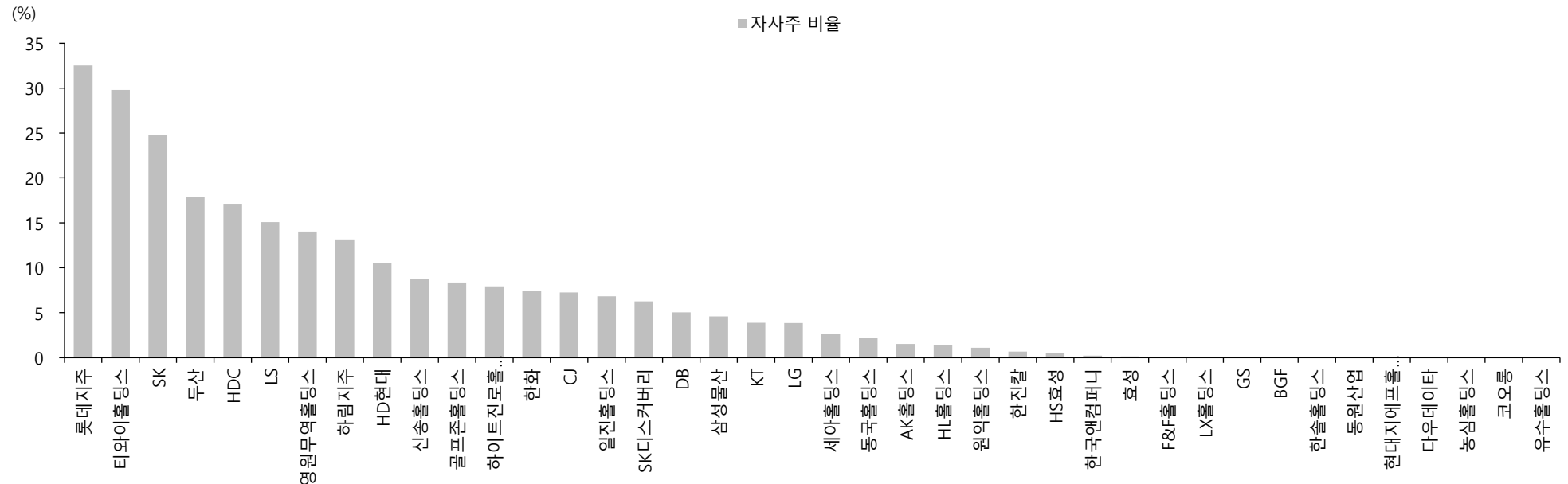


자료: 한국기업거버넌스포럼, 유안타증권 리서치센터

기보유 자사주 활용한 자회사 상장폐지 옵션도 존재

- 자사주 소각을 의무화 하더라도 기보유 자사주까지 소급 적용할 가능성은 높지 않을 것으로 예상
- 소각 외에 기보유 자사주 활용 방안으로 포괄적 주식교환 등 방식을 통해 **상장 자회사를 완전자회사로 전환하는데 활용**할 수 있을 것
- 상법 제360조의2, 제360조의3에 근거해 자회사 주주는 보유 주식을 모회사에 이전, 대가로 모회사 신주 또는 모회사 자사주를 받는 것이 가능한 것으로 파악
- 최근 동원산업은 동원F&B를 완전자회사로 전환해 상장폐지 추진, 한솔홀딩스는 한솔PNS를 소규모 주식교환으로 완전 자회사로 전환 추진
- 주요 지주사 중 보유한 자사주를 활용해 **자진 상장폐지가 가능한 자회사가 존재**하는 것으로 파악
SK(SK네트웍스), LG(HS애드), 두산(두산로보틱스, 오리콤), 한화(한화갤러리아), CJ(CJ프레시웨이), 롯데지주(롯데이노베이트, 롯데웰푸드, 롯데칠성), HDC(HDC현대EP, HDC랩스), 하림지주(하림, 선진, 팜스코)

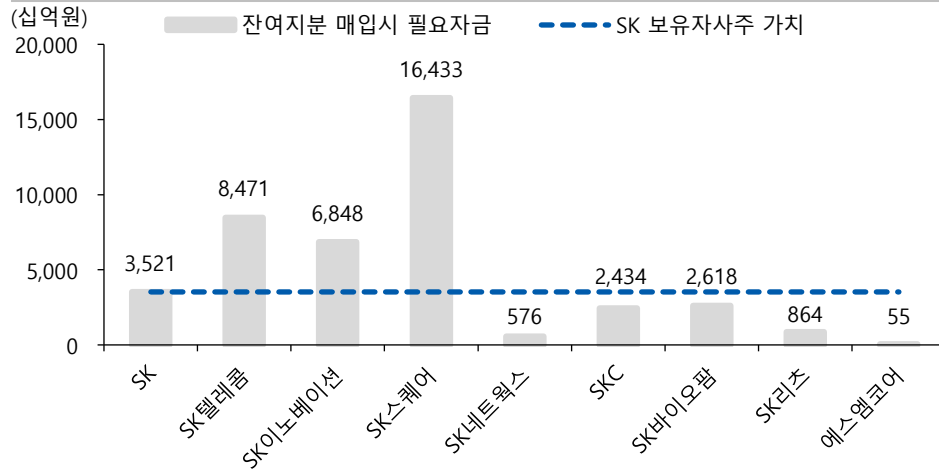
주요 지주회사 자사주 비율



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

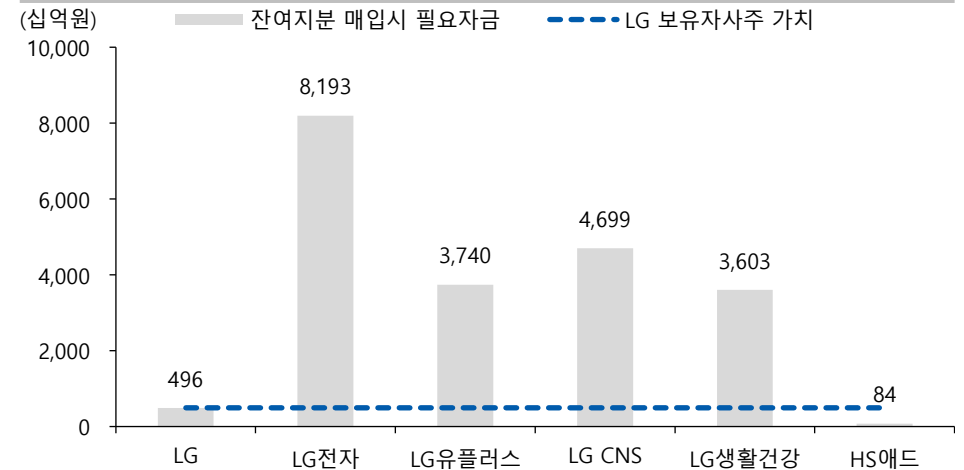
주요 지주사의 보유 자사주 및 완전자회사 전환시 소요 자금

SK: 잔여지분 매입시 필요자금



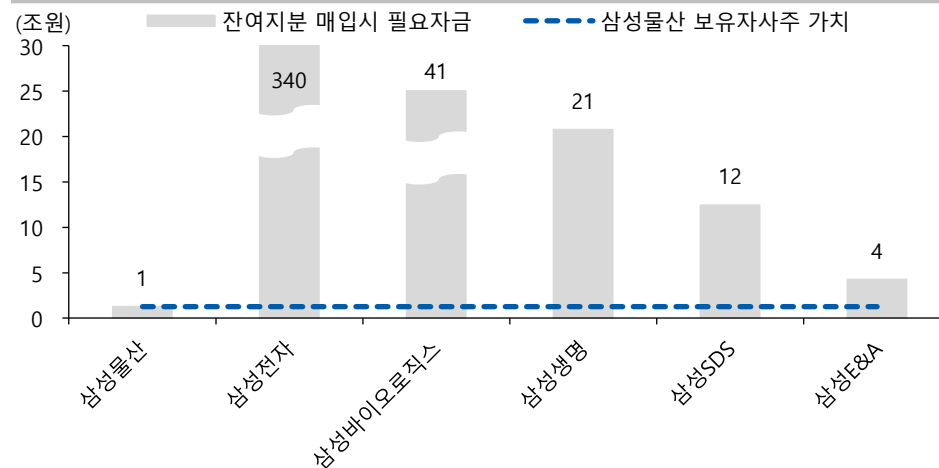
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

LG: 잔여지분 매입시 필요자금



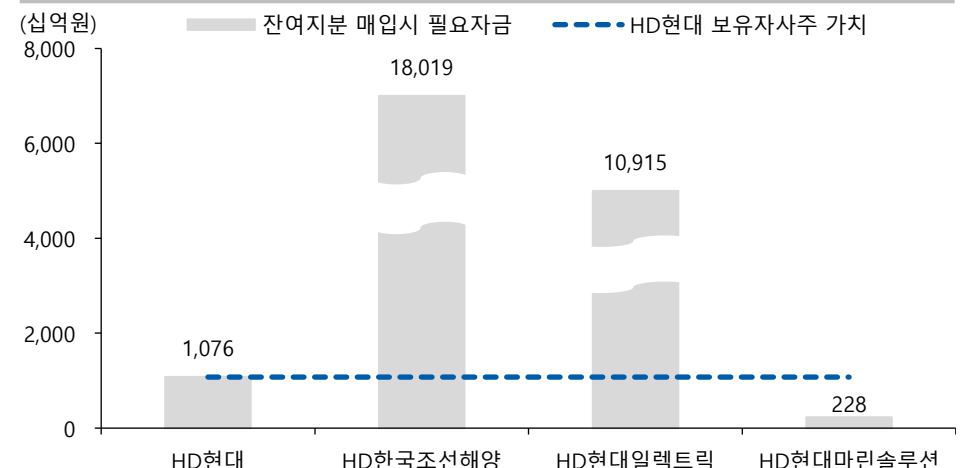
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

삼성물산: 잔여지분 매입시 필요자금



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

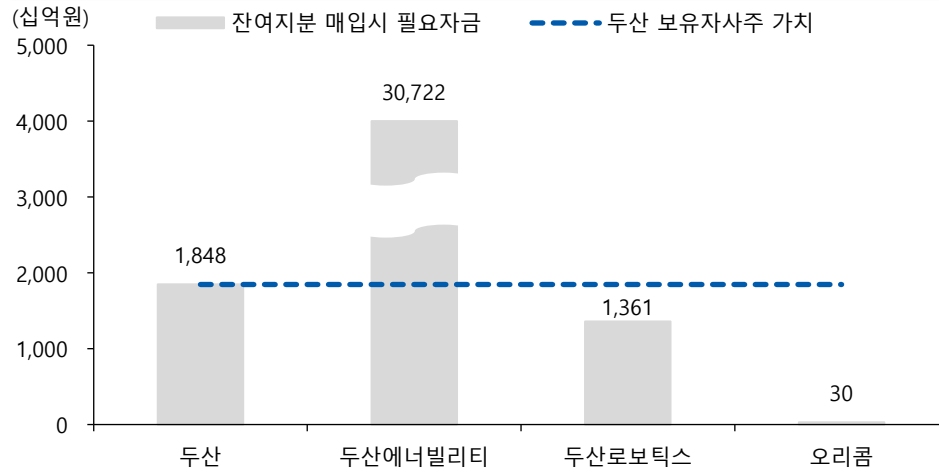
HD현대: 잔여지분 매입시 필요자금



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

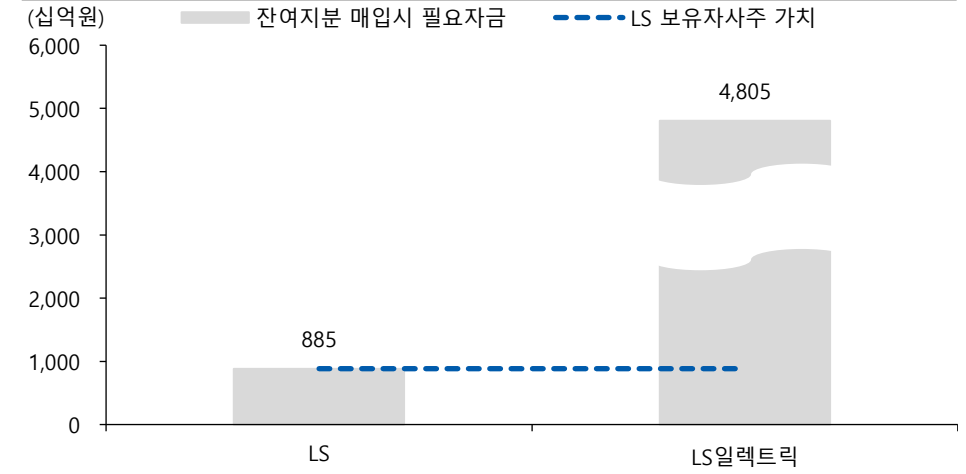
주요 지주사의 보유 자사주 및 완전자회사 전환시 소요 자금

두산: 잔여지분 매입시 필요자금



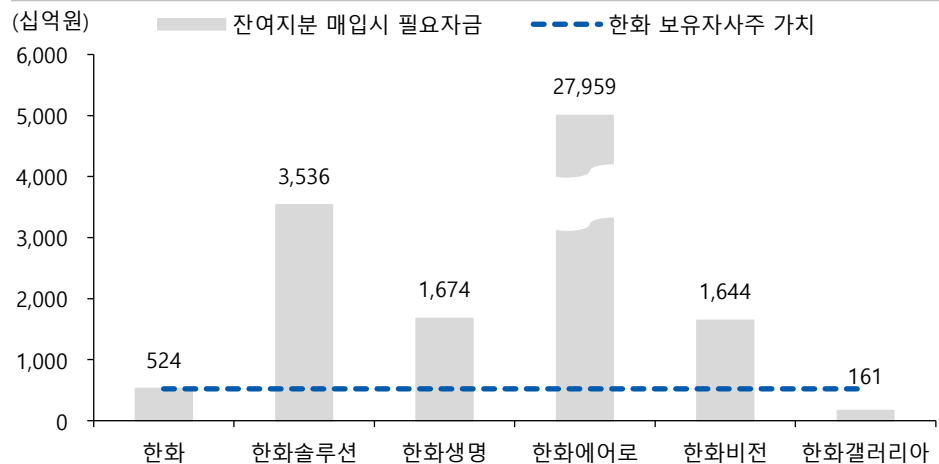
자료: Quantivise, 유안타증권 리서치센터

LS: 잔여지분 매입시 필요자금



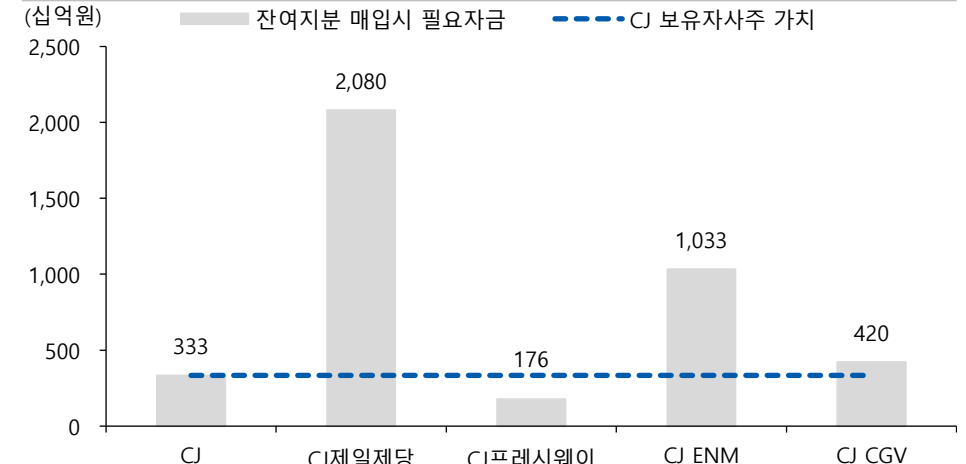
자료: Quantivise, 유안타증권 리서치센터

한화: 잔여지분 매입시 필요자금



자료: Quantivise, 유안타증권 리서치센터

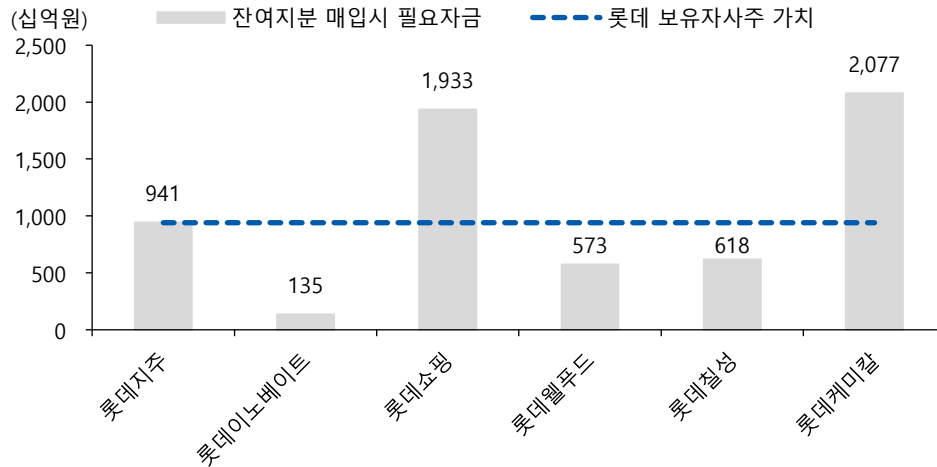
CJ: 잔여지분 매입시 필요자금



자료: Quantivise, 유안타증권 리서치센터

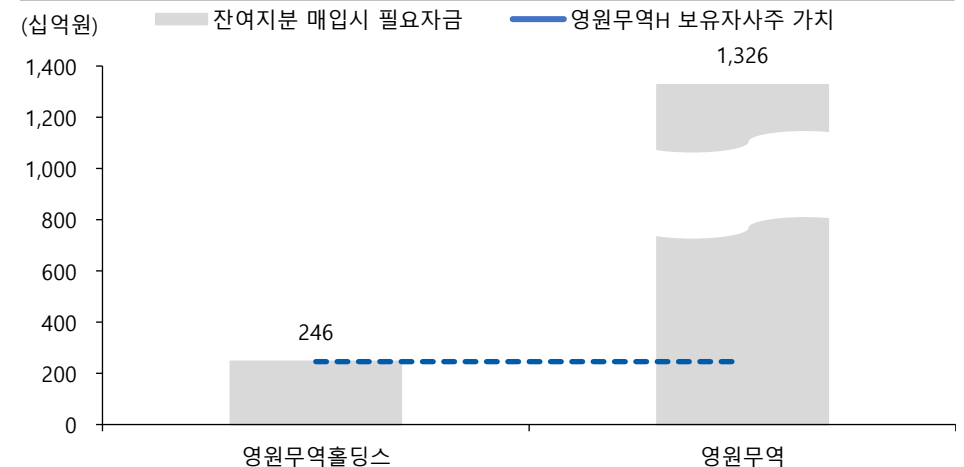
주요 지주사의 보유 자사주 및 완전자회사 전환시 소요 자금

롯데지주: 잔여지분 매입시 필요자금



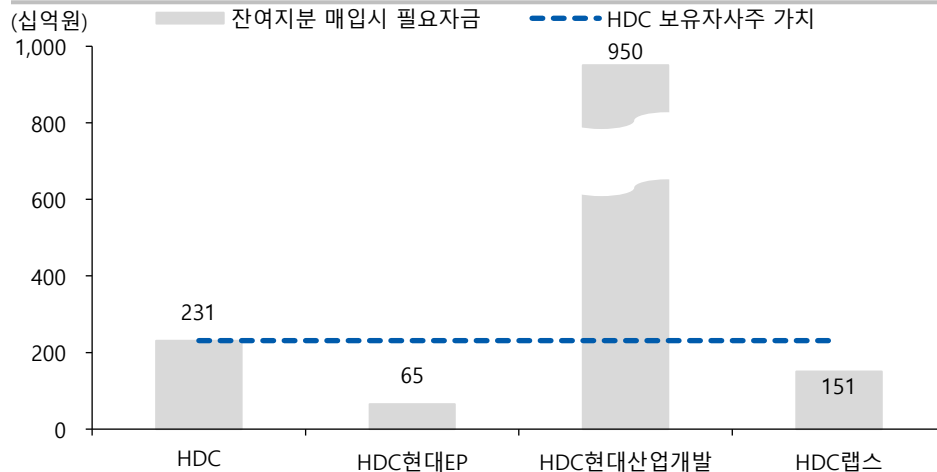
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

영원무역: 잔여지분 매입시 필요자금



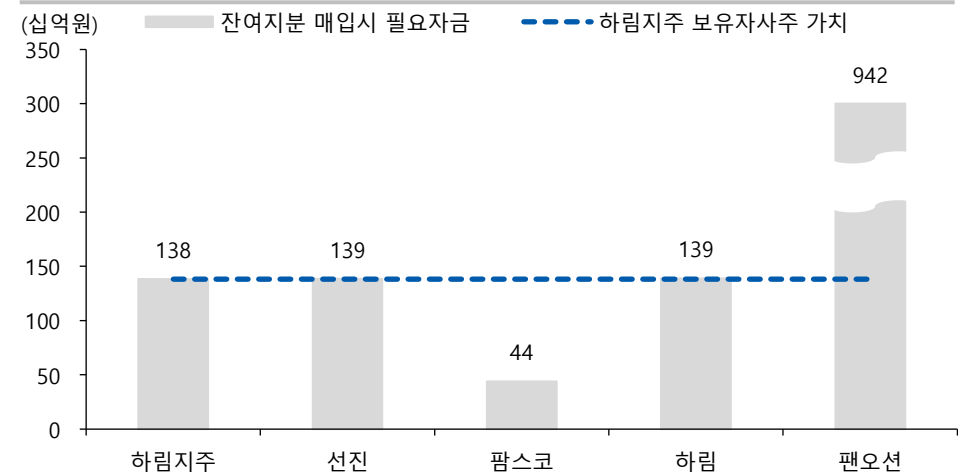
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

HDC: 잔여지분 매입시 필요자금



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

하림지주: 잔여지분 매입시 필요자금



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

지주사 주가 부양이 기대되는 정책 - 상속·증여세법

- 지난 5월 9일 발의된 <상속세 및 증여세법 일부개정법률안>에 따르면, PBR 0.8배 이상인 상장사의 경우 최대주주에 대한 20% 가산세율을 삭제, 0.8배 미만인 경우 비상장 주식과 동일한 평가 방법으로 자산, 수익 등 고려해 평가하되, 그 하한선을 순자산가치의 80%로 적용하는 내용을 포함
- 해당 개정안이 시행될 경우 PBR 0.8배 이상으로 주가를 부양시킬 필요성이 발생
- 다만 시가총액이 일정 수준 이상으로 상승하는 경우 오히려 비상장 평가가치보다 높아지게 됨
- 국내 주요 지주회사의 71% 이상이 PBR 0.8배 미만이라는 점을 감안 시, 상속·증여세법 개정은 지주사 디스카운트 원인의 해소 및 주가 부양으로 이어질 가능성이 높다고 판단

5/9 발의된 상속·증여세법 일부개정법률안의 상속, 증여세 계산 수식

$$ValuationBasis(P, BPS) = \begin{cases} BPS \times 0.8 & \text{if } P < BPS \times 0.8 \\ P & \text{if } P \geq BPS \times 0.8 \end{cases}$$

- 주가가 순자산의 80% 미만이면 비상장 기준으로 평가, 그 이상이면 시가 기준으로 과세
- 비상장의 경우, 순자산가치의 80%를 하한선으로 순이익가치와 순자산가치를 3:2 비율로 가중평가

$$TaxRate(PBR) = \begin{cases} 0.6 & \text{if } PBR < 0.8 \\ 0.5 & \text{if } PBR \geq 0.8 \end{cases}$$

- PBR 0.8배 미만 → 최대주주 할증 20% 적용
- PBR 0.8배 이상 → 최대주주 할증 삭제

$$TaxAmount(P, BPS, Shares) = ValuationBasis(P, BPS) \times Shares \times TaxRate\left(\frac{P}{BPS}\right)$$

- PBR 0.8배 기준, 상속·증여세의 과세 표준과 세율이 확정됨

상속·증여세 개정안 기반의 PBR 및 최대주주 지분율 기준 상속세 예상

| 가정 | | 순자산 가치 1조원 최근 3년 평균 순이익 1,000억원 최대주주 지분율 30% | | | | | |
|-------|---------|--|-----|-----|-----|-----|-----|
| | | 지분율 | | | | | |
| (십억원) | | 10% | 20% | 30% | 40% | 50% | 60% |
| PBR | 0.8x 미만 | 48 | 96 | 144 | 192 | 240 | 288 |
| | 0.8x | 40 | 80 | 120 | 160 | 200 | 240 |
| | 1.0x | 50 | 100 | 150 | 200 | 250 | 300 |
| | 1.2x | 60 | 120 | 180 | 240 | 300 | 360 |
| | 1.4x | 70 | 140 | 210 | 280 | 350 | 420 |

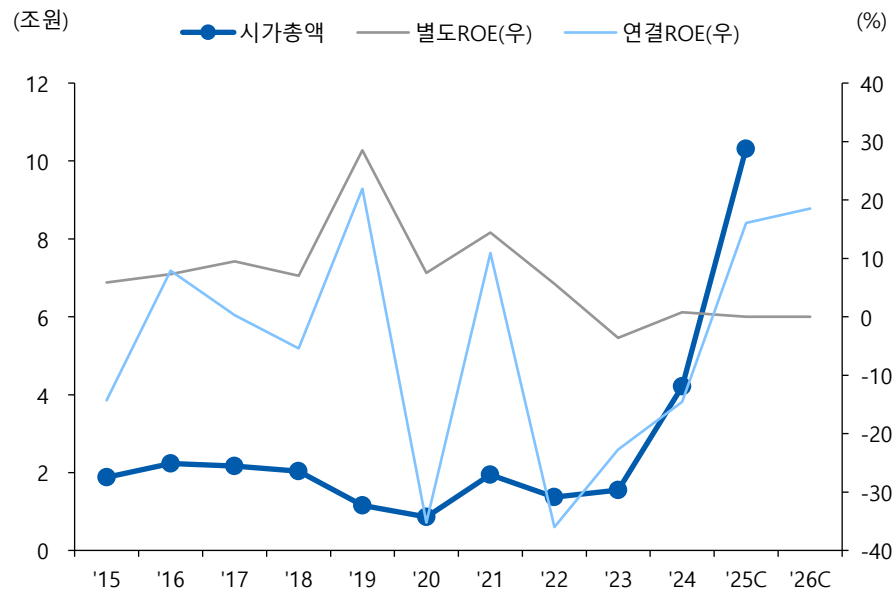
자료: 유안타증권 리서치센터

자료: 유안타증권 리서치센터

중장기 관점에서 수익성 개선, 업종에 주목

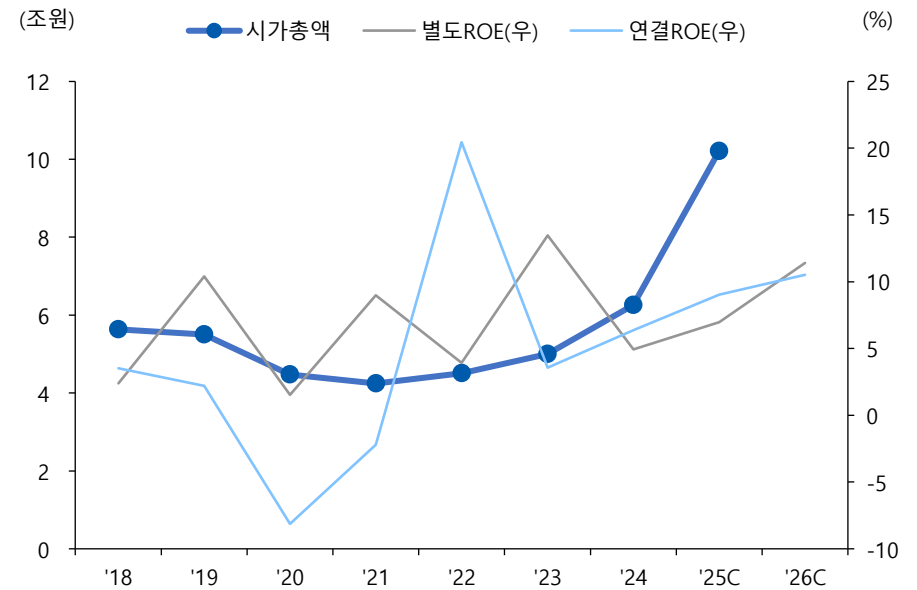
- 지배구조 개선 바탕의 제도 변화 기대감은 외국인 투자자 유입으로 이어졌고, 장기적으로 확대됐던 지주회사의 할인율은 큰 폭으로 축소
- 중장기 지주회사의 주가 방향성은 할인율보다는 펀더멘탈이 중요하게 작용, 수익성이 개선되는 구간에서 추세적으로 주가 상승을 견인
- 또한 지주회사의 주주환원 정책은 이익과 자회사로부터 수취하는 배당 수익에 기반하기 때문에 주요 투자포인트인 주주환원 확대에 대한 기대도 수반
- 따라서 법 개정 기대감 이후에는 자회사의 업황과 실적 기반으로 수익성이 개선돼 체력적으로 버틸 수 있는 지주사에 주목해야 할 시점
- 당사는 중장기 관점에서 ROE 개선이 예상되는 조선(HD현대), 원전(두산) 및 금융 업종에 주목

두산 시가총액 및 ROE 추이



자료: Quantiverse, 유안타증권 리서치센터

HD현대 시가총액 및 ROE 추이



자료: Quantiverse, 유안타증권 리서치센터

SK (034730): 재무구조 탄탄, 기대감 쑥쑥

통신/지주



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

| | |
|-------------|--------------|
| 투자 의견 | BUY (M) |
| 목표주가 | 260,000원 (M) |
| 현재주가 (6/24) | 199,200원 |
| 상승여력 | 31% |

| | |
|-------------|----------------|
| 시가총액 | 144,425 억원 |
| 총발행주식수 | 73,068,838 주 |
| 60일 평균 거래대금 | 389억원 |
| 60일 평균 거래량 | 236,038주 |
| 52주 고 | 201,000 원 |
| 52주 저 | 115,400 원 |
| 외인지분율 | 23.87 % |
| 주요주주 | 최태원 외 33 인 |
| 주가수익률(%) | 1개월 3개월 12개월 |
| 절대 | 44.9 43.6 26.1 |
| 상대 | 21.0 21.8 12.3 |
| 절대(달러환산) | 46.5 55.0 28.7 |

리밸런싱으로 다져지는 견고함

- 하반기까지 그룹 내 구조조정을 통한 리밸런싱 효과로 재무구조 개선세 이어질 전망
- 1Q SK스페셜티 매각에 따른 2.6조원의 처분이익 인식, 별도 순차입금 8.1조원으로 감소
- SK트리캠, SK레조낙, SK머티리얼즈제이엔씨 및 SK머티리얼즈퍼포먼스를 SK에코플랜트에 현물출자, 포괄적 주식교환으로 이전 결정
- C&C는 판교DC를 SKB에 매각 결정, SK실트론 매각 작업도 병행 중으로 하반기까지 사업 및 포트폴리오 조정에 따른 재무구조 개선 지속

높아진 디스카운트 해소 기대감, 투자 의견 BUY, 목표주가 26만원 유지

- 지주사 디스카운트 해소 기대감이 당분간 주가 상승 견인 전망
- 24년 ROE 개선과 주주환원 확대 통한 기업가치 제고 계획 공시, 리밸런싱 및 OI 통해 24-26년 ROE 8%, AI 등 신사업 수익화로 27년 이후 ROE 10%를 목표로 제시
- 주주환원 정책 강화. 24-26년 최소 DPS 5,000원, 시가총액의 1-2% 규모 자사주 매입/소각 혹은 추가 배당 제시해 지속적이고 강화된 주주가치 제고 의지를 밝힘
- 제도적 환경 변화에 따른 지주사 디스카운트 해소 기대감 확대 중으로 NAV 할인율 축소에 따른 주가 우상향에 무게

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 128,798 | 124,690 | 124,501 | 128,865 | 132,989 |
| 매출액증가율 | -2.5 | -3.2 | -0.2 | 3.5 | 3.2 |
| 영업이익 | 4,754 | 2,355 | 3,678 | 5,236 | 5,403 |
| 영업이익률 | 3.7 | 1.9 | 3.0 | 4.1 | 4.1 |
| 지배주주귀속이익 | -777 | -1,293 | 669 | 1,186 | 1,492 |
| 지배주주 귀속 EPS | -10,616 | -17,809 | 9,229 | 16,365 | 20,580 |
| 증가율 | -171.8 | 67.8 | -151.8 | 77.3 | 25.8 |
| PER | -15.5 | -8.9 | 21.2 | 12.0 | 9.5 |
| PBR | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA | 9.9 | 12.3 | 10.5 | 9.4 | 9.2 |
| ROA | -0.4 | -0.6 | 0.3 | 0.5 | 0.7 |
| ROE | -3.7 | -5.6 | 2.6 | 4.6 | 5.6 |

자료: 유안타증권 리서치센터

SK (034730) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 | | | | | | (단위: 십억원) |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| 매출액 | 128,798 | 124,690 | 124,501 | 128,865 | 132,989 | |
| 매출원가 | 116,610 | 113,999 | 113,826 | 117,816 | 121,586 | |
| 매출총이익 | 12,189 | 10,692 | 10,675 | 11,049 | 11,403 | |
| 판매비 | 8,052 | 8,629 | 6,997 | 5,814 | 6,000 | |
| 영업이익 | 4,754 | 2,355 | 3,678 | 5,236 | 5,403 | |
| EBITDA | 13,125 | 10,447 | 12,529 | 14,202 | 14,397 | |
| 영업외손익 | -5,608 | -1,259 | -492 | -1,281 | -785 | |
| 외환관련손익 | -157 | -459 | 366 | -459 | 0 | |
| 이자손익 | -2,219 | -2,744 | -2,502 | -2,466 | -2,429 | |
| 관계기업관련손익 | -2,359 | 3,812 | 3,512 | 3,512 | 3,512 | |
| 기타 | -873 | -1,868 | -1,868 | -1,868 | -1,868 | |
| 법인세비용차감전순손익 | -854 | 1,097 | 3,186 | 3,955 | 4,618 | |
| 법인세비용 | 571 | 748 | 797 | 989 | 1,634 | |
| 계속사업순손익 | -1,424 | 349 | 2,390 | 2,966 | 2,984 | |
| 중단사업순손익 | 1,018 | 180 | 0 | 0 | 0 | |
| 당기순이익 | -406 | 529 | 2,390 | 2,966 | 2,984 | |
| 지배자분순이익 | -777 | -1,293 | 669 | 1,186 | 1,492 | |
| 포괄순이익 | -609 | 5,479 | 2,390 | 2,966 | 2,984 | |
| 지배자분포괄이익 | -1,113 | 533 | 232 | 288 | 290 | |

주영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 | | | | | | (단위: 십억원) |
|-----------------|---------|---------|---------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| 영업활동 현금흐름 | 11,354 | 8,110 | 10,140 | 11,337 | 10,952 | |
| 당기순이익 | -406 | 529 | 2,390 | 2,966 | 2,984 | |
| 감가상각비 | 7,232 | 6,531 | 6,851 | 6,991 | 7,317 | |
| 외환손익 | -194 | 367 | -366 | 459 | 0 | |
| 중속, 관계기업관련손익 | 2,359 | -3,812 | -3,512 | -3,512 | -3,512 | |
| 자산부채의 증감 | 1,383 | 737 | -486 | -805 | -777 | |
| 기타현금흐름 | 980 | 3,759 | 5,264 | 5,238 | 4,940 | |
| 투자활동 현금흐름 | -21,628 | -12,158 | -10,229 | -9,478 | -9,181 | |
| 투자자산 | -2,008 | 1,049 | 50 | -1,151 | -1,087 | |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -18,915 | -15,673 | -8,884 | -7,884 | -9,384 | |
| 유형자산 감소 | 196 | 409 | 0 | 0 | 0 | |
| 기타현금흐름 | -901 | 2,057 | -1,395 | -443 | 1,290 | |
| 재무활동 현금흐름 | 11,524 | 5,085 | -1,791 | -1,721 | -1,725 | |
| 단기차입금 | 54 | 2,833 | -3 | 64 | 61 | |
| 사채 및 장기차입금 | 4,771 | 1,257 | 0 | 0 | 0 | |
| 자본 | 574 | 4,213 | 0 | 0 | 0 | |
| 현금배당 | -1,674 | -1,815 | -385 | -382 | -382 | |
| 기타현금흐름 | 7,799 | -1,404 | -1,404 | -1,404 | -1,404 | |
| 연결법외변동 등 기타 | 40 | 926 | 3,139 | 742 | 1,163 | |
| 현금의 증감 | 1,290 | 1,963 | 1,258 | 881 | 1,209 | |
| 기초 현금 | 21,394 | 22,684 | 24,647 | 25,905 | 26,786 | |
| 기말 현금 | 22,684 | 24,647 | 25,905 | 26,786 | 27,995 | |
| NOPLAT | 7,932 | 2,355 | 3,678 | 5,236 | 5,403 | |
| FCF | -7,561 | -7,563 | 1,255 | 3,453 | 1,568 | |

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER는 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우,

자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표 | | | | | | (단위: 십억원) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| 유동자산 | 64,835 | 67,463 | 68,907 | 71,185 | 73,815 | |
| 현금및현금성자산 | 22,684 | 24,647 | 25,905 | 26,786 | 27,995 | |
| 매출채권 및 기타채권 | 17,057 | 16,776 | 17,001 | 17,597 | 18,160 | |
| 재고자산 | 15,007 | 13,638 | 13,618 | 14,095 | 14,546 | |
| 비유동자산 | 142,136 | 147,515 | 148,007 | 149,905 | 151,383 | |
| 유형자산 | 73,494 | 80,364 | 82,397 | 83,290 | 85,358 | |
| 관계기업등 지분관련자산 | 26,538 | 31,108 | 31,061 | 32,150 | 33,179 | |
| 기타투자자산 | 9,532 | 8,488 | 8,486 | 8,547 | 8,606 | |
| 자산총계 | 206,970 | 214,978 | 216,914 | 221,090 | 225,197 | |
| 유동부채 | 65,353 | 71,533 | 71,477 | 72,761 | 73,974 | |
| 매입채무 및 기타채무 | 29,144 | 29,892 | 29,847 | 30,893 | 31,881 | |
| 단기차입금 | 17,388 | 20,003 | 20,003 | 20,003 | 20,003 | |
| 유동성장기부채 | 13,019 | 14,789 | 14,789 | 14,789 | 14,789 | |
| 비유동부채 | 63,738 | 63,157 | 63,144 | 63,453 | 63,744 | |
| 장기차입금 | 19,261 | 22,039 | 22,039 | 22,039 | 22,039 | |
| 사채 | 29,309 | 26,034 | 26,034 | 26,034 | 26,034 | |
| 부채총계 | 129,091 | 134,690 | 134,621 | 136,213 | 137,718 | |
| 자본지분 | 20,727 | 25,115 | 25,399 | 26,204 | 27,314 | |
| 자본금 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | |
| 자본잉여금 | 8,985 | 13,198 | 13,198 | 13,198 | 13,198 | |
| 이익잉여금 | 13,668 | 11,882 | 12,166 | 12,971 | 14,082 | |
| 비지배지분 | 57,152 | 55,173 | 56,894 | 58,673 | 60,165 | |
| 자본총계 | 77,879 | 80,288 | 82,292 | 84,877 | 87,480 | |
| 순차입금 | 59,964 | 62,016 | 60,762 | 59,902 | 58,613 | |
| 총차입금 | 86,338 | 91,034 | 91,031 | 91,095 | 91,156 | |

| Valuation 지표 | | | | | | (단위: 원, %, %) |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| EPS | -10,616 | -17,809 | 9,229 | 16,365 | 20,580 | |
| BPS | 373,965 | 455,927 | 461,075 | 475,685 | 495,843 | |
| EBITDAPS | 177,341 | 142,376 | 171,473 | 194,361 | 197,033 | |
| SPS | 1,740,299 | 1,699,362 | 1,703,889 | 1,763,612 | 1,820,048 | |
| DPS | 5,000 | 7,000 | 7,000 | 7,000 | 7,000 | |
| PER | -15.5 | -8.9 | 21.6 | 12.2 | 9.7 | |
| PBR | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | |
| EV/EBITDA | 9.9 | 12.3 | 10.6 | 9.4 | 9.3 | |
| PSR | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | |

| 재무비율 | | | | | | (단위: %, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| 매출액 증가율 (%) | -2.5 | -3.2 | -0.2 | 3.5 | 3.2 | |
| 영업이익 증가율 (%) | -41.7 | -50.5 | 56.2 | 42.4 | 3.2 | |
| 지배순이익 증가율 (%) | 적전 | 0.0 | 0.0 | 77.3 | 25.8 | |
| 매출총이익률 (%) | 9.5 | 8.6 | 8.6 | 8.6 | 8.6 | |
| 영업이익률 (%) | 3.7 | 1.9 | 3.0 | 4.1 | 4.1 | |
| 지배순이익률 (%) | -0.6 | -1.0 | 0.5 | 0.9 | 1.1 | |
| EBITDA 마진 (%) | 10.2 | 8.4 | 10.1 | 11.0 | 10.8 | |
| ROIC | 8.6 | 0.8 | 2.7 | 3.9 | 3.5 | |
| ROA | -0.4 | -0.6 | 0.3 | 0.5 | 0.7 | |
| ROE | -3.7 | -5.6 | 2.6 | 4.6 | 5.6 | |
| 부채비율 (%) | 165.8 | 167.8 | 163.6 | 160.5 | 157.4 | |
| 순차입금/자기자본 (%) | 289.3 | 246.9 | 239.2 | 228.6 | 214.6 | |
| 영업이익/금융비용 (배) | 1.5 | 0.6 | 1.0 | 1.5 | 1.5 | |

동원산업 (006040): 디스카운트 벗겨내는 중

통신/지주



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

| | |
|-------------|---------------|
| 투자 의견 | NOT RATED (I) |
| 목표주가 | -원 (I) |
| 현재주가 (6/24) | 47,050원 |
| 상승여력 | - |

| | | | |
|-------------|--------------|------|------|
| 시가총액 | 18,643 억원 | | |
| 총발행주식수 | 44,147,986 주 | | |
| 60일 평균 거래대금 | 25억원 | | |
| 60일 평균 거래량 | 57,705주 | | |
| 52주 고 | 50,200 원 | | |
| 52주 저 | 26,643 원 | | |
| 외인지분율 | 1.75 % | | |
| 주요주주 | 김남정 외 14 인 | | |
| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
| 절대 | 3.4 | 24.5 | 33.5 |
| 상대 | (13.6) | 5.6 | 18.9 |
| 절대(달러환산) | 4.6 | 34.3 | 36.3 |

그룹 차원에서의 사업 시너지 기대감 높아지는 중

- 25년 수익성 개선에 따른 실적 호조 지속될 것으로 예상. 식품부문의 포트폴리오 다각화와 연포장, 제관 사업의 수출 확대, 건설부문의 수익성 개선 등 기인
- 글로벌 성장을 위해 동원F&B, 동원홈푸드, StarKist, S.C.A SA 등 식품계열사를 글로벌 식품 Division으로 통합, 국내 계열사의 제품과 StarKist의 네트워크로 R&D, 마케팅 등에서 시너지를 극대화할 계획. 글로벌 M&A도 추진할 계획
- 2030년 그룹 총 매출액 16조원(24년 8.9조원), 이중 글로벌 식품 Division 매출액 10조원(비중 22%→40%)로 확대 목표로 제시

적극적이고 선제적인 지배구조 개선을 통한 재평가 지속될 전망

- 주요 지주사 중 기업가치 제고에 가장 적극적인 상황으로 체질적인 할인율 해소 기대
- 지난 4월 동원F&B와 포괄적 주식교환을 통해 100% 자회사 편입을 결정, 6/11 임시주총에서 승인 완료
- 기업가치 제고를 위해 중복상장 해소 및 유동주식수 확대를 통해 동사의 할인율 축소, 25년 중간배당을 도입하고 배당성향 30%까지 지속 확대하는 한편, 중장기 배당 정책을 수립할 계획

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

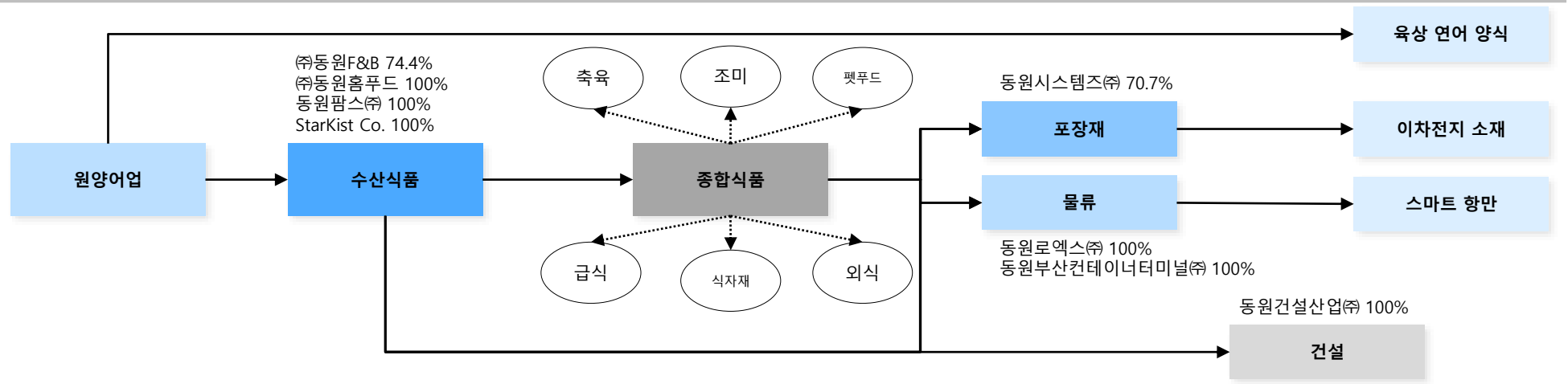
(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A |
|-------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 2,857 | 7,603 | 9,026 | 8,949 | 8,944 |
| 매출액증가율 | 6.5 | 166.1 | 18.7 | -0.9 | -0.1 |
| 영업이익 | 306 | 509 | 494 | 465 | 501 |
| 영업이익률 | 10.7 | 6.7 | 5.5 | 5.2 | 5.6 |
| 지배주주귀속순이익 | 241 | 233 | 186 | 225 | 75 |
| 지배주주 귀속 EPS | 11,534 | 7,189 | 4,215 | 1,732 | 0 |
| 증가율 | -3.0 | -37.7 | -41.4 | -58.9 | -100.0 |
| PER | 3.2 | 4.0 | 5.8 | 8.8 | 18.4 |
| PBR | 0.6 | 0.5 | 0.7 | 0.6 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 3.9 | 4.6 | 4.1 | 5.7 | 4.7 |
| ROA | 7.9 | 4.8 | 2.7 | 3.0 | 1.0 |
| ROE | 21.0 | 15.0 | 8.5 | 8.6 | 2.7 |

자료: 유안타증권 리서치센터

동원산업 (006040): 디스카운트 벗겨내는 중

동원그룹 지분구조 및 사업 내용



자료: 동원산업, 유안타증권 리서치센터

동원산업 기업가치 제고 계획

| Dual Listing 해소 | 배당 확대 지속 | 유통 주식수 확대 |
|---|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 기업가치 저평가 개선(주가 할인요소 제거) 글로벌 스탠다드 달성 투자자 신뢰 증대(정보 제공 및 소통 강화 예정) | <ul style="list-style-type: none"> 25년 중간배당 예정(연2회 배당 실시, 24/7/31: 신주 상장, '25.08: 중간배당 기준 일, '25.09: 중간배당 배당금 지급) 배당성향 지속 확대(20%→25%→30%) 배당 가시성 확보 중장기 배당정책 공시 | <ul style="list-style-type: none"> 유통 주식수 부족에 따른 주가 디스카운트 해소(기존 주식수 대비 10% 증가) 소액주주 지분율 상승(12.11%→21.11%) 거래 활성화 및 투자자 적극유치 |

자료: 동원산업, 유안타증권 리서치센터

동원산업 (006040) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 | | | | | | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월) | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | |
| 매출액 | 2,857 | 7,603 | 9,026 | 8,949 | 8,944 | |
| 매출원가 | 2,363 | 6,156 | 7,535 | 7,429 | 7,338 | |
| 매출총이익 | 494 | 1,447 | 1,492 | 1,519 | 1,606 | |
| 판매비 | 187 | 938 | 997 | 1,054 | 1,105 | |
| 영업이익 | 306 | 509 | 494 | 465 | 501 | |
| EBITDA | 435 | 783 | 793 | 758 | 806 | |
| 영업외손익 | 0 | -108 | -89 | -116 | -305 | |
| 외환관련손익 | -5 | 5 | 5 | -2 | -1 | |
| 이자손익 | -40 | -61 | -71 | -86 | -92 | |
| 관계기업관련손익 | 12 | 7 | 5 | 2 | -39 | |
| 기타 | 33 | -58 | -28 | -31 | -175 | |
| 법인세비용차감전순손익 | 307 | 401 | 406 | 349 | 196 | |
| 법인세비용 | 63 | 86 | 109 | 76 | 82 | |
| 계속사업순손익 | 244 | 315 | 297 | 272 | 114 | |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 당기순이익 | 244 | 315 | 297 | 272 | 114 | |
| 지배지분순이익 | 241 | 233 | 186 | 225 | 75 | |
| 포괄순이익 | 224 | 373 | 339 | 266 | 182 | |
| 지배지분포괄이익 | 221 | 274 | 194 | 220 | 143 | |

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 | | | | | | (단위: 십억원) |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월) | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | |
| 영업활동 현금흐름 | 402 | 587 | 499 | 661 | 421 | |
| 당기순이익 | 244 | 315 | 297 | 272 | 114 | |
| 감가상각비 | 125 | 260 | 283 | 278 | 289 | |
| 외환손익 | 1 | 0 | 5 | 0 | 0 | |
| 중속, 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 자산부채의 증감 | 33 | -147 | -255 | -65 | -338 | |
| 기타현금흐름 | 0 | 159 | 170 | 177 | 356 | |
| 투자활동 현금흐름 | -131 | -478 | 7 | -882 | 135 | |
| 투자자산 | -135 | -185 | 194 | 80 | -10 | |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -71 | -186 | -238 | -577 | -321 | |
| 유형자산 감소 | 4 | 7 | 9 | 3 | 22 | |
| 기타현금흐름 | 71 | -114 | 42 | -388 | 444 | |
| 재무활동 현금흐름 | -213 | -88 | -287 | 316 | -858 | |
| 단기차입금 | 16 | 104 | 153 | 132 | -204 | |
| 사채 및 장기차입금 | -86 | -23 | -247 | 386 | -436 | |
| 자본 | 0 | 0 | 9 | 0 | 0 | |
| 현금배당 | -7 | -24 | -26 | -46 | -47 | |
| 기타현금흐름 | -136 | -145 | -176 | -156 | -171 | |
| 연결범위변동 등 기타 | 3 | -2 | -5 | 2 | 20 | |
| 현금의 증감 | 62 | 20 | 214 | 97 | -282 | |
| 기초 현금 | 109 | 307 | 327 | 541 | 638 | |
| 기말 현금 | 171 | 327 | 541 | 638 | 356 | |
| NOPLAT | 306 | 509 | 494 | 465 | 501 | |
| FCF | 397 | 449 | 300 | 115 | 147 | |

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER는 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우,

자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표 | | | | | | (단위: 십억원) |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월) | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | |
| 유동자산 | 1,183 | 3,047 | 3,396 | 3,771 | 3,168 | |
| 현금및현금성자산 | 171 | 327 | 541 | 638 | 356 | |
| 매출채권 및 기타채권 | 325 | 882 | 977 | 1,095 | 1,103 | |
| 재고자산 | 466 | 1,101 | 1,479 | 1,302 | 1,372 | |
| 비유동자산 | 1,923 | 3,638 | 3,665 | 3,954 | 3,990 | |
| 유형자산 | 868 | 2,172 | 2,209 | 2,512 | 2,487 | |
| 관계기업등 지분관련자산 | 236 | 58 | 58 | 43 | 34 | |
| 기타투자자산 | 223 | 364 | 436 | 451 | 456 | |
| 자산총계 | 3,106 | 6,685 | 7,061 | 7,725 | 7,158 | |
| 유동부채 | 1,061 | 2,216 | 2,683 | 3,071 | 2,421 | |
| 매입채무 및 기타채무 | 311 | 924 | 1,207 | 1,142 | 1,106 | |
| 단기차입금 | 249 | 638 | 789 | 924 | 773 | |
| 유동성장기부채 | 385 | 445 | 430 | 779 | 390 | |
| 비유동부채 | 750 | 1,842 | 1,470 | 1,519 | 1,491 | |
| 장기차입금 | 148 | 530 | 518 | 460 | 376 | |
| 사채 | 279 | 938 | 719 | 817 | 815 | |
| 부채총계 | 1,811 | 4,058 | 4,153 | 4,589 | 3,912 | |
| 자배지분 | 1,251 | 1,851 | 2,521 | 2,697 | 2,796 | |
| 자본금 | 18 | 58 | 50 | 46 | 36 | |
| 자본잉여금 | 108 | 85 | 1,614 | 1,621 | 1,625 | |
| 이익잉여금 | 1,188 | 1,742 | 1,916 | 2,103 | 2,138 | |
| 비지배지분 | 44 | 776 | 388 | 439 | 450 | |
| 자본총계 | 1,295 | 2,627 | 2,908 | 3,136 | 3,246 | |
| 순차입금 | 911 | 1,897 | 1,815 | 1,903 | 1,928 | |
| 총차입금 | 1,236 | 2,733 | 2,552 | 3,086 | 2,473 | |

| Valuation 지표 | | | | | | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월) | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | |
| EPS | 11,896 | 11,534 | 7,189 | 4,215 | 1,732 | |
| BPS | 62,664 | 92,737 | 61,235 | 66,309 | 70,567 | |
| EBITDAPS | 21,507 | 38,698 | 30,589 | 14,200 | 18,546 | |
| SPS | 141,263 | 375,883 | 347,967 | 167,680 | 205,805 | |
| DPS | 909 | 909 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | |
| PER | 3.2 | 4.0 | 5.8 | 8.8 | 18.4 | |
| PBR | 0.6 | 0.5 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | |
| EV/EBITDA | 3.9 | 4.6 | 4.1 | 5.7 | 4.7 | |
| PSR | 0.3 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | |

| 재무비율 | | | | | | (단위: 배, %, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 결산 (12월) | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | |
| 매출액 증가율 (%) | 6.5 | 166.1 | 18.7 | -0.9 | 0.0 | |
| 영업이익 증가율 (%) | 58.3 | 66.0 | -2.8 | -6.0 | 7.9 | |
| 지배순이익 증가율 (%) | 436.9 | -3.0 | -20.1 | 20.6 | -66.5 | |
| 매출총이익률 (%) | 17.3 | 19.0 | 16.5 | 17.0 | 18.0 | |
| 영업이익률 (%) | 10.7 | 6.7 | 5.5 | 5.2 | 5.6 | |
| 지배순이익률 (%) | 8.4 | 3.1 | 2.1 | 2.5 | 0.8 | |
| EBITDA 마진 (%) | 15.2 | 10.3 | 8.8 | 8.5 | 9.0 | |
| ROIC | 20.8 | 20.2 | 13.4 | 11.8 | 12.0 | |
| ROA | 7.9 | 4.8 | 2.7 | 3.0 | 1.0 | |
| ROE | 21.0 | 15.0 | 8.5 | 8.6 | 2.7 | |
| 부채비율 (%) | 139.8 | 154.5 | 142.8 | 146.4 | 120.5 | |
| 순차입금/자기자본 (%) | 70.4 | 72.2 | 62.4 | 60.7 | 59.4 | |
| 영업이익/금융비용 (배) | 6.9 | 7.2 | 5.8 | 3.9 | 4.2 | |



Part 2. 조선 섹터 업데이트

추가적인 상방을 찾아서



김용민

조선/자동차

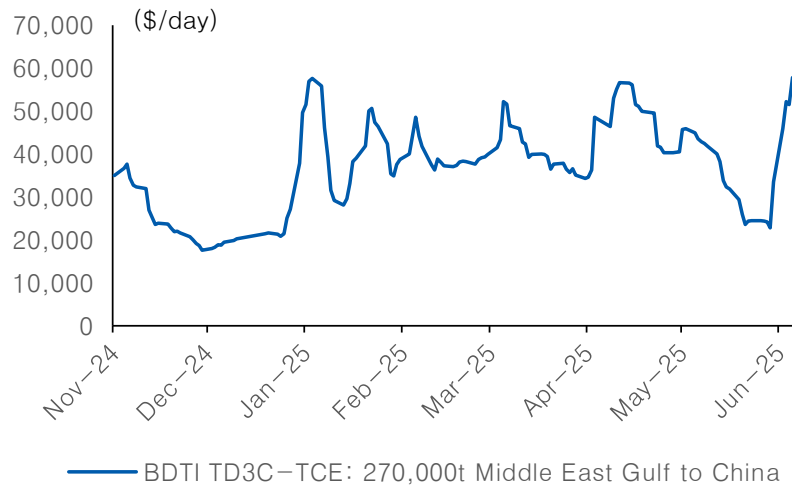
02 3770 5606

yongmin.kim@yuantakorea.com

조선: 지정학적 수혜, 미국에 이어 중동발 VLCC까지

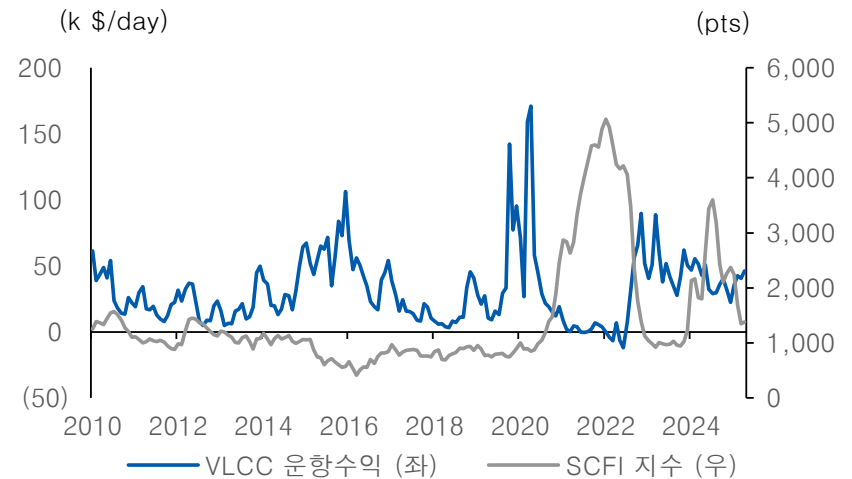
- 최근 이란-이스라엘 지정학적 리스크 확대 이후, 현지시간 22일 이란 의회가 호르무즈 해협 봉쇄안을 결의하였으며, 최고국가안보회의의 결정 이후 실질적 봉쇄 여부가 결정될 전망이다. 글로벌 원유와 LNG 운송량의 20-30%가 지나가는 호르무즈 해협의 봉쇄는 필연적으로 단기적인 운임 상승을 초래할 것이라 예상
- 일례로 BDTI TD3C-TCE: 270,000t Middle East Gulf to China (호르무즈 해협 통과 항로) 일간 수익성 지표는 6월 19일 기준 일주일만에 154% 상승하였음. 향후 실질적 해협 봉쇄시 원유운반선의 실질적 톤-마일 상승에 따른 VLCC(초대형 유조선) 운임 및 수익성 추가상승 가능성 존재.
- 현재 글로벌 VLCC 수주잔고는 105척으로 (23년 18척, 24년 75척, 25년 10척 발주) 상당한 수준의 발주를 기록했으나, 해당 선박들이 모두 인도되어도 2002-2003년까지 인도된 기존 선박들을 대체할 수 있는 수준에 불과.

지정학적 리스크에 따른 호르무즈 해협 통과 항로 VLCC의 단기 수익성 급증



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

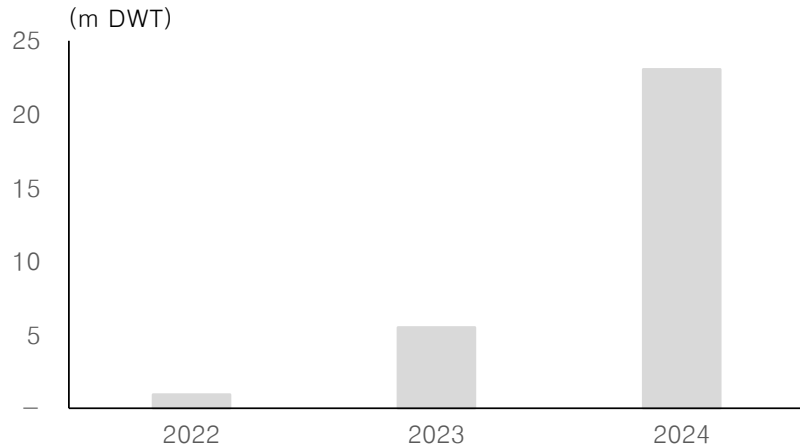
중요한 점은, VLCC가 COVID-19 당시 컨테이너선에 비해 돈을 벌지 못했다는 것



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

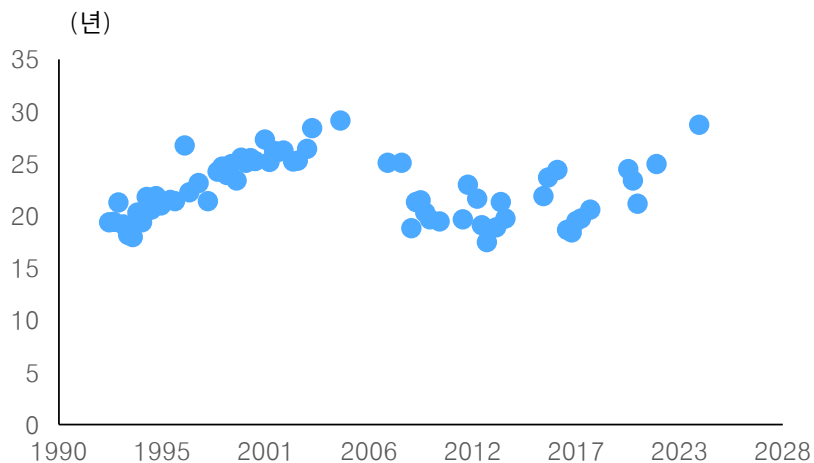
조선: 지정학적 수혜, 미국에 이어 중동발 VLCC까지

그나마 2024년 VLCC 발주가 늘어나긴 했으나...



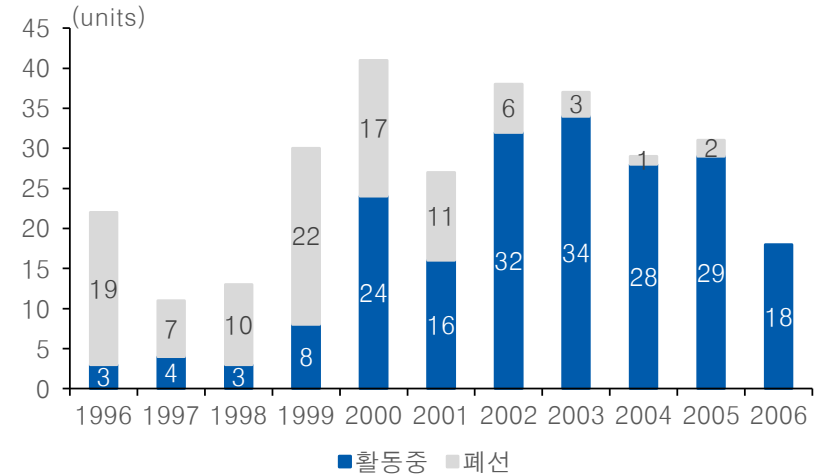
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

평균적으로 VLCC는 20~25년 정도 사용하고 나면 폐선되기 때문에...



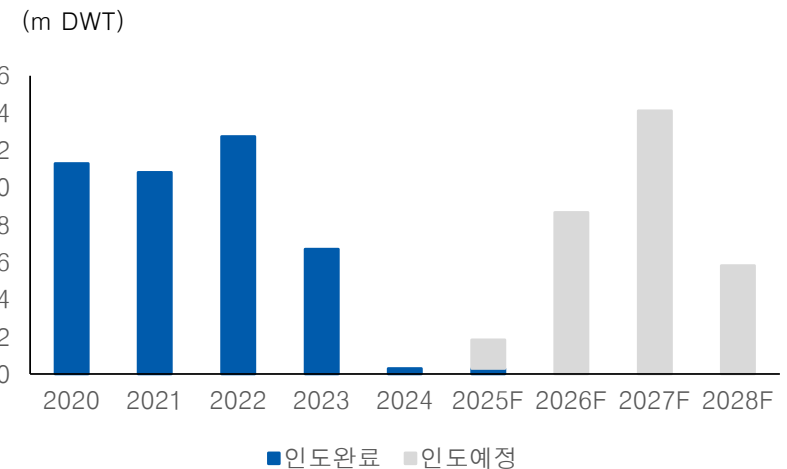
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

해당 물량들이 전부 인도되어도 2003년 이전 인도된 선박들을 대체할 수 있는 수준에 불과한데...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

결론: 2028년 인도물량이 2003년 인도물 대체 = 향후 교체발주 대기수요 존재 확인

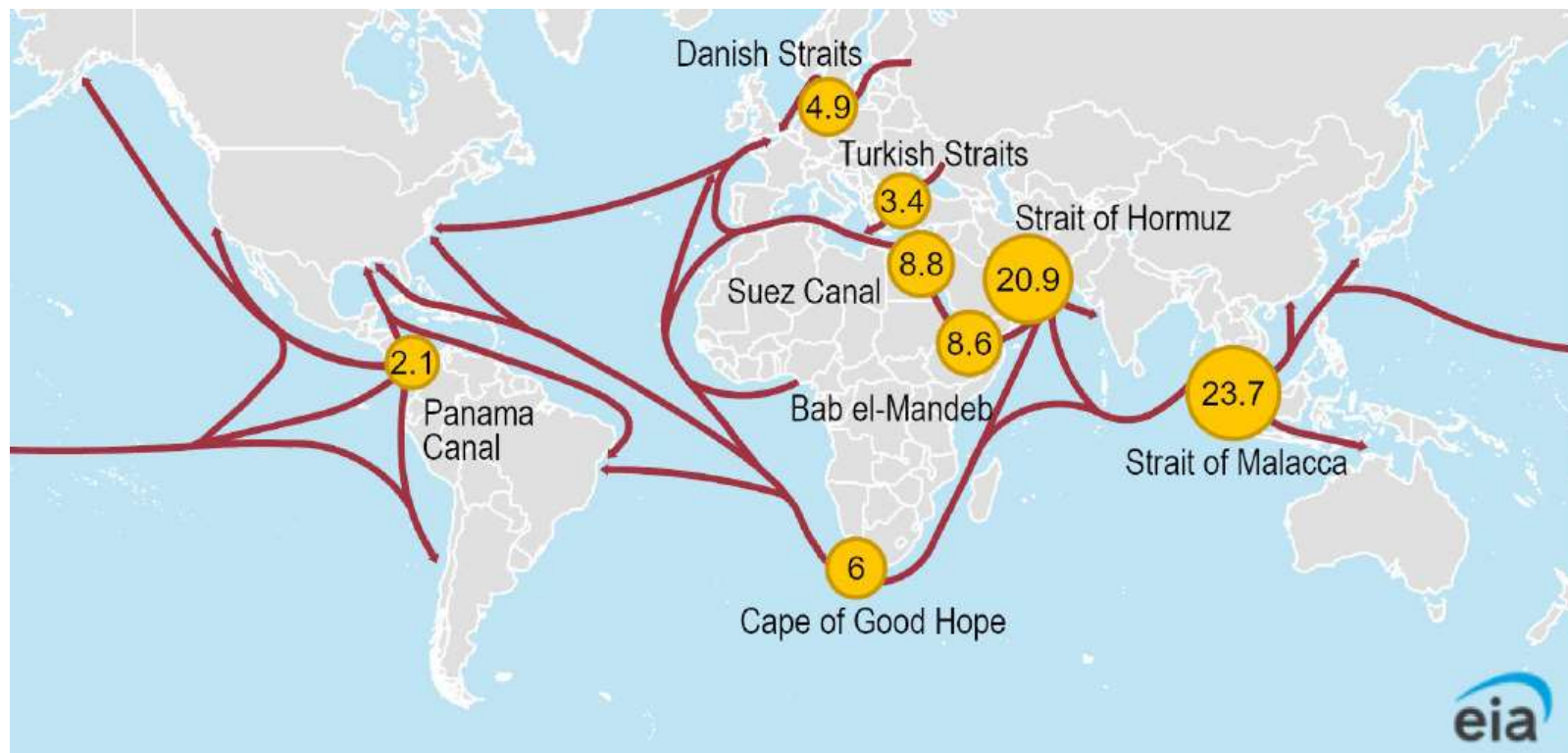


자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

조선: 에너지 패권 경쟁의 중장기 수혜 가능성

- 알래스카 LNG(미국), 북극항로(러시아), 호르무즈 해협 (중동) 등 일련의 사건을 통해 글로벌 에너지 시장 내의 패권 경쟁이 심화될 것으로 전망되며, 이에 따른 불확실성 및 운송 루트 다변화로 인해 향후 VLCC, LNG선 발주 수요 확대 전망.
- 국내 조선업체들은 사실상 중국 조선소들의 유일한 대항마로 여겨지고 있으며, 이에 향후 수주에 대해서도 긍정적인 시각을 유지. USTR의 중국 조선업 제재 케이스와 같이, 글로벌 지정학적 리스크 관점에서의 수혜를 기대.

주요 관문의 글로벌 액상 석유류 일간 운송량 (2023년 기준, 알래스카 LNG는 향후 개발 예정)



자료: 유안타증권 리서치센터, EIA, 단위: m barrels per day

조선: 미 해군 함정 신조가 아닌 블록 건조를 기다려야 하는 이유

- 미 해군 함정 건조에 대한 완전한 수주를 확보하는 것은 사실상 불가능하다고 판단. 오히려 기존 보고서에서 제시한 블록 건조에 대한 가능성이 더욱 높다고 예상.
- 납기 준수, 비용 합리화, 기밀 누출, 생산능력 확장, 미국내 조선업 부흥 등 포괄적인 관점에서 블록 건조는 모두를 만족시킬 수 있는 절충안이라 판단.
- 특정 선박에 대해 단일 조선소가 몰아서 수주를 받는 미국 조선업체 특성상, 해외 조선소의 완전건조 입찰 참여 기회는 매우 제한적일 것이라 예상.

미 해군 함정 건조 관련 시나리오별 장단점 비교

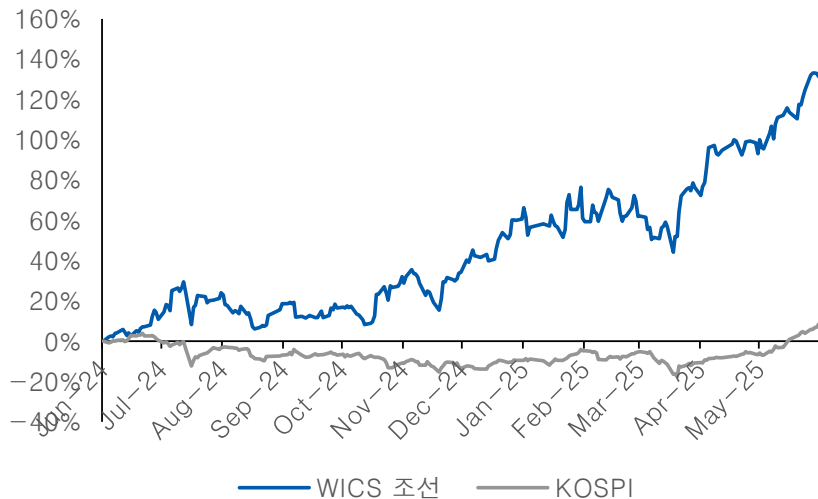
| | 해외 (한국) 완전 건조 | 해외 (한국) 블록 외주 | 미국 완전 건조 |
|--------------------|---------------|-------------------------|---------------|
| 납기 준수 | 초도물량 인도시점 지연 | 현존 잔고 납기 준수 가능 | 납기 준수 사실상 불가능 |
| 비용 절감 | 매우 효과적인 비용 절감 | 인건비 절감 가능 | 없음 |
| 기밀 누설 리스크 | 매우 높음 | 매우 제한적 | 없음 |
| 미국 내 조선 노동력 보존 가능성 | 매우 제한적 | 고부가가치 사업 집중하여 숙련공 유지 가능 | 현상 유지 |
| 해외 (한국) 인프라 증설 | 추가 특수선 야드 증설 | 상선 야드 사용 가능 | 없음 |

자료: 유안타증권 리서치센터

조선: 전부 올랐으면, laggard를 기대할 만한 종목은?

- 최근 1년, WICS 조선 지수는 +131% 상승하며 KOSPI(+9%)를 크게 상회. 실적 개선과 견조한 발주 모멘텀으로 인한 상승도 있었으나, 가장 주요한 트리거는 해상패권 관점에서 중국의 독주를 제지하기 위한 미국의 상선, LNG 및 방산 부문에서의 협력 가능성.
- 이로 인한 중장기적 성장에 대해서는 긍정적인 관점을 유지하나, 단기적으로는 밸류에이션 부담이 가중될 수 있는 구간에 돌입했다고 판단. Laggard play 관점에서 외인지분의 확대폭이 제한적이었거나, 추가 상승률이 peer 대비 저조한 업체들의 투자 매력도 상대적으로 증가할 수 있다고 판단.
- 비중확대 의견 유지하며, Sector top pick은 HD한국조선해양으로 유지. NR 종목 중에서는 피팅업체 태광의 상대적으로 저조한 추가상승세를 분석.

1년간 KOSPI를 상회하며 지속 상승한 조선업종 전체 주가



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantwise

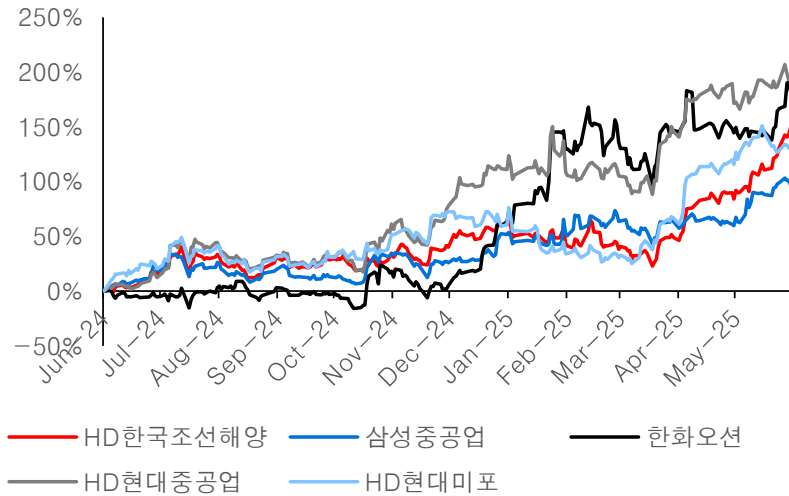
지속적 리레이팅의 주요 트리거는 미국과 조선업 협력 가능성

| 날짜 | 내용 |
|------------|--|
| 2025.01.06 | - 트럼프, "미국의 조선업은 한국의 도움과 협력 필요" |
| 2025.01.06 | - 트럼프, 해군을 재건할 의향이 있느냐는 질문에 "그렇다"고 답함 |
| 2025.01.10 | - 트럼프, "선박 건조와 관련해 동맹국을 이용할 수 있을 것"이라 발언 |
| 2025.03.14 | - 중국 위슨(WISON) 조선소가 미국의 러시아 관련 제재 대상에 등재 |
| 2025.03.31 | - 케빈 매카시 전 미국 하원의장, 존스법 개정에 힘을 보태겠다 언급 |
| 2025.03.31 | - 선박 건조와 MRO 사업 분야에서 규제는 풀겠다는 취지 |
| 2025.03.31 | - 엑손모빌, 중국에 액화천연가스 병커링 선박(LNGBV) 2척 발주 취소 |
| 2025.03.31 | - 미 무역대표부(USTR) 공청회 이후 중국산 선박 발주 취소 첫 사례 |
| 2025.04.09 | - 트럼프, 국가 안보 차원에서 미국 조선업의 재건을 도모하고 중국의 해양패권을 저지하기 위한 행정명령을 내림 |
| 2025.04.09 | - 미 무역대표부(USRT)에 중국의 해양, 물류, 조선 부문에 대한 불공정 표적화 조사에 대한 조치를 지시하는 내용 포함 |
| 2025.06.12 | - 존스법을 폐지하는 'Open America's Water Act'가 상·하원에서 발의 |

자료: 유안타증권 리서치센터, 언론 종합

조선: 전부 올랐으면, laggard를 기대할 만한 종목은?

조선업종 내 12개월 주가 변동 추이: 조선업체



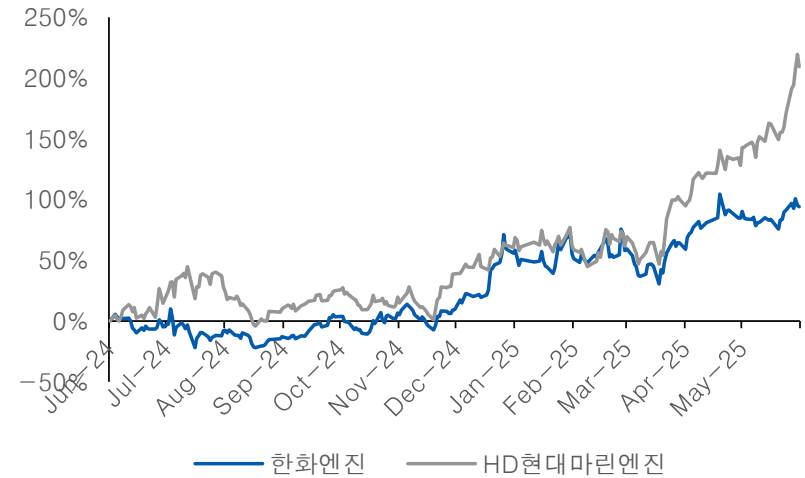
자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

조선업종 내 12개월 주가 변동 추이: LNG 보냉재



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

조선업종 내 12개월 주가 변동 추이: 선박 엔진



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

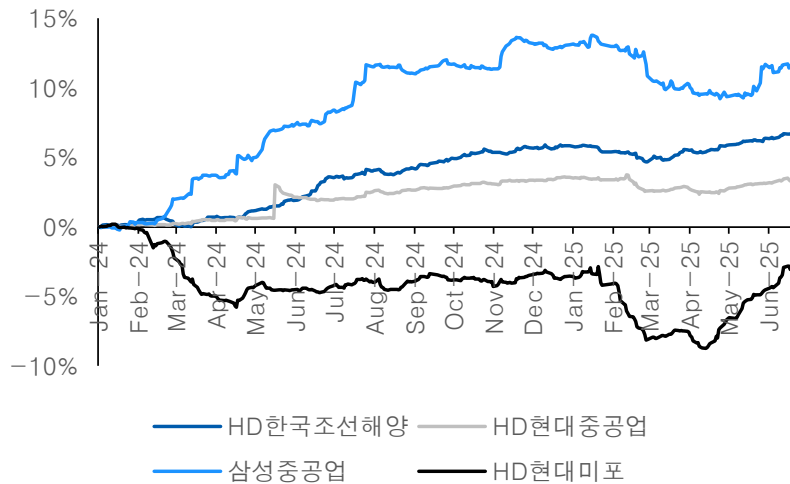
조선업종 내 12개월 주가 변동 추이: 피팅



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

조선: 전부 올랐으면, laggard를 기대할 만한 종목은?

조선업종 내 2024년 이후 외인지분을 변동 추이: 조선업체



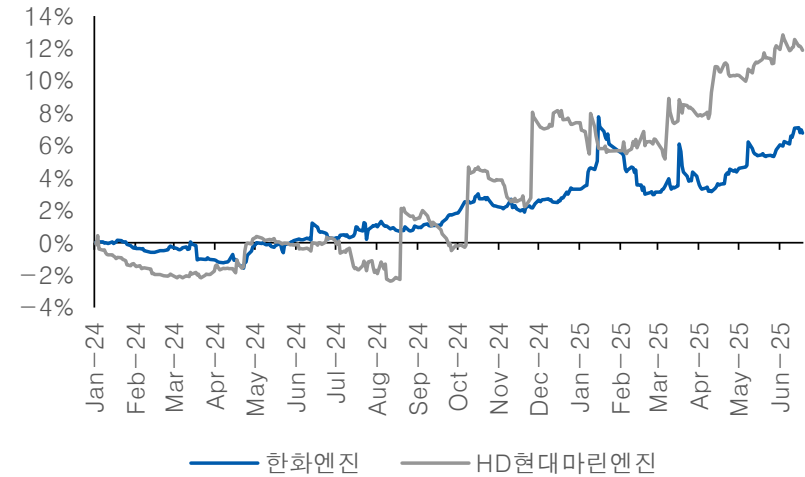
자료: 유안타증권 리서치센터, Quantwise

조선업종 내 2024년 이후 외인지분을 변동 추이: LNG 보냉제



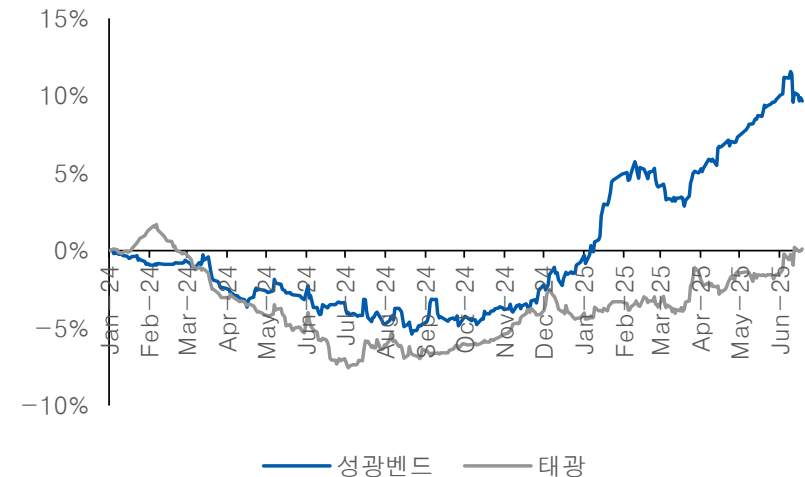
자료: 유안타증권 리서치센터, Quantwise

조선업종 내 2024년 이후 외인지분을 변동 추이: 선박 엔진



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantwise

조선업종 내 2024년 이후 외인지분을 변동 추이: 피팅



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantwise

HD한국조선해양 (009540): “조선” “지주”사

조선/자동차



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
havin.cho@yuantakorea.com

| | |
|-------------|--------------|
| 투자의견 | BUY (M) |
| 목표주가 | 466,000원 (U) |
| 현재주가 (6/24) | 392,000원 |
| 상승여력 | 19% |

| | | | |
|-------------|------------------------|------|-------|
| 시가총액 | 277,431억원 | | |
| 총발행주식수 | 70,773,116주 | | |
| 60일 평균 거래대금 | 727억원 | | |
| 60일 평균 거래량 | 260,310주 | | |
| 52주 고 | 392,000원 | | |
| 52주 저 | 150,500원 | | |
| 외인지분율 | 33.00% | | |
| 주요주주 | 에이치디현대 외 7 인 36.65% | | |
| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
| 절대 | 35.9 | 85.8 | 154.1 |
| 상대 | 13.5 | 57.6 | 126.3 |
| 절대(달러환산) | 35.0 | 97.0 | 154.9 |

“조선”업종 내의 긍정적인 점 – 지주사 할인율 축소, HD현대삼호 상장가능성 축소

상법개정안 시행시 동사의 핵심 자회사인 HD현대삼호의 상장 가능성 매우 제한적으로 하락. 따라서, 조선업체들 중 가장 높은 수익성을 기록중인 HD현대삼호의 적정가치가 온전히 HD한국조선해양에 점진적으로 반영될 수 있다고 판단. 또한 상장 자회사인 HD현대중공업, HD현대미포의 FY25F 연간 이익률 상승 및 배당 증가에 따른 지주사 할인율 축소 기대

“지주”사 관점에서의 긍정적인 점 – 반기배당, 신사업

6월 13일 공시된 주주명부폐쇄 기준일 설정으로 보아, **연내 반기배당 정책 도입 가능성 존재**. 1Q25 기준 주요 조선 자회사 모두 순현금 전환하며, 연결 순현금 6조원 초과한 상황. 향후 미국 조선소 투자를 포함한 신사업은 HD한국조선해양이 주도할 것이라 예상. 자회사의 배당을 통한 지속적인 현금 집중으로 동사의 주주환원정책 혹은 신사업 투자 여력 모두 상승하고 있다고 판단. 보유중인 현대중공업 지분 (75.02%)의 향후 잠재적 매각 또한 밸류에이션 관점에서 지주사 할인율을 해소하여 긍정적.

투자의견 BUY, 목표주가 466,000원으로 상향

향후 진행될 HD현대중공업 지분 유동화와 주주환원정책을 고려하여 상장 자회사에 대한 지주사 할인율을 50%로 인하. 현대삼호중공업의 적정가치에 대해서는 배당할인모형을 통하여 16.8조원 제시.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

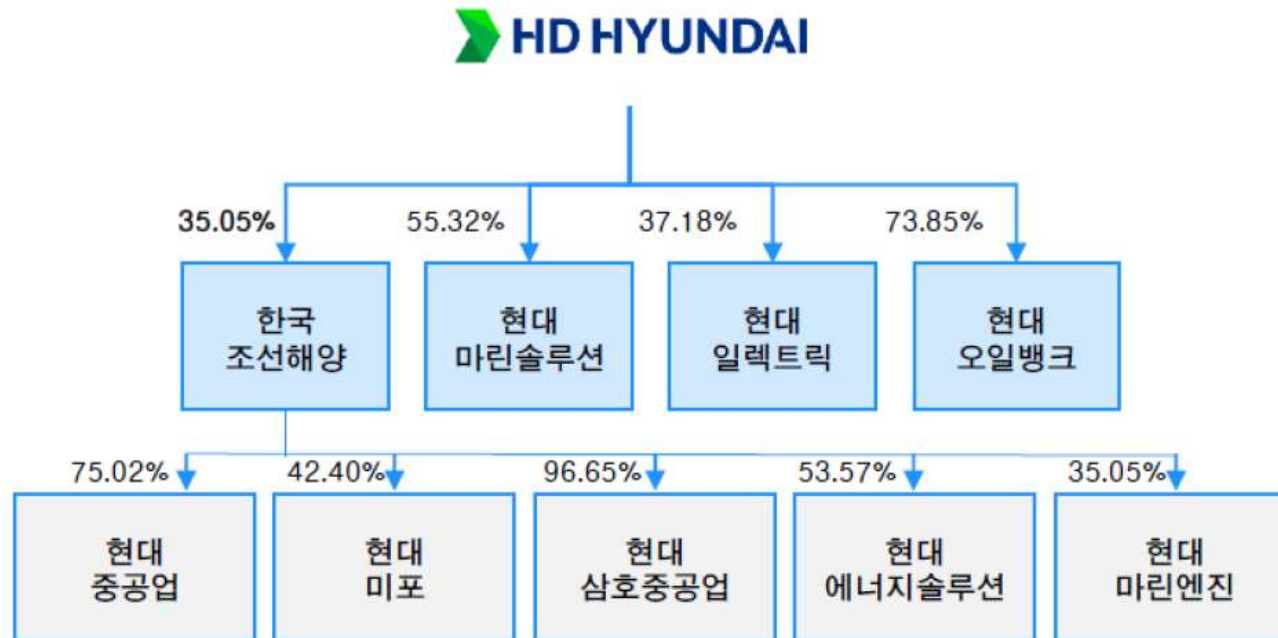
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 21,296 | 25,539 | 29,783 | 32,365 | 33,979 |
| 매출액증가율 | 23.1 | 19.9 | 16.6 | 8.7 | 5.0 |
| 영업이익 | 282 | 1,434 | 4,007 | 4,513 | 4,627 |
| 영업이익률 | 1.3 | 5.6 | 13.5 | 13.9 | 13.6 |
| 지배주주귀속순이익 | 222 | 1,172 | 2,813 | 3,072 | 3,088 |
| 지배주주 귀속 EPS | 3,133 | 16,565 | 39,742 | 43,413 | 43,637 |
| 증가율 | -202.2 | 428.7 | 139.9 | 9.2 | 0.5 |
| PER | 31.7 | 9.5 | 9.9 | 9.0 | 9.0 |
| PBR | 0.7 | 1.0 | 2.1 | 1.8 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 12.5 | 6.5 | 6.1 | 5.4 | 5.2 |
| ROA | 0.7 | 3.4 | 7.4 | 7.6 | 7.3 |
| ROE | 2.3 | 11.2 | 23.0 | 21.3 | 18.9 |

자료: 유안타증권 리서치센터

HD한국조선해양 (009540): “조선” “지주”사

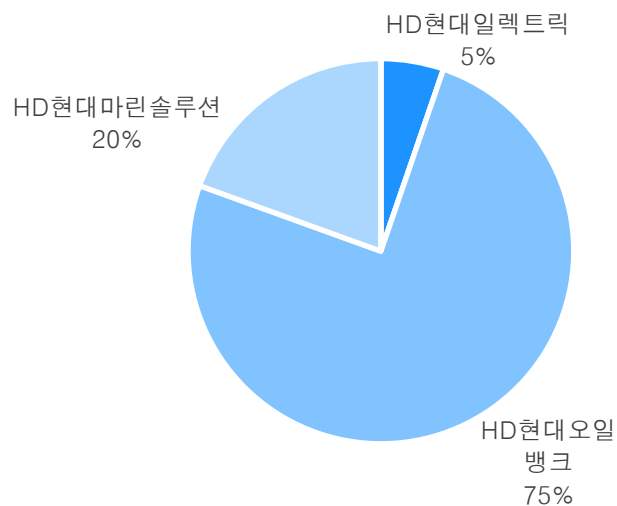
- 상법개정안 시행시 동사의 핵심 자회사인 HD현대삼호의 상장 가능성 매우 제한적으로 하락. 따라서, 조선업체들 중 가장 높은 수익성을 기록중인 HD현대삼호의 적정가치가 온전히 HD한국조선해양에 점진적으로 반영될 수 있다고 판단.
- FY25-27F 동사의 배당액이 HD현대 별도 배당수익에 높은 기여도를 기록할 것이라는 점을 감안시 다소 저조한 지분율 (35.05%)을 확대할 수요가 존재한다고 판단. KCC가 보유한 지분 (3.9%) 혹은 연말 자사주 매입 및 소각을 기대하는 근거.
- 보유중인 현대중공업 지분 (75.02%)의 향후 잠재적 매각 또한 긍정적. 기존 적정가치 산출에 상장 자회사 지분가치를 60% 할인하여 적용하였으나, 매각후 유동화되는 지분의 가치는 할인을 적용할 이유가 없음.

HD현대그룹 지배구조



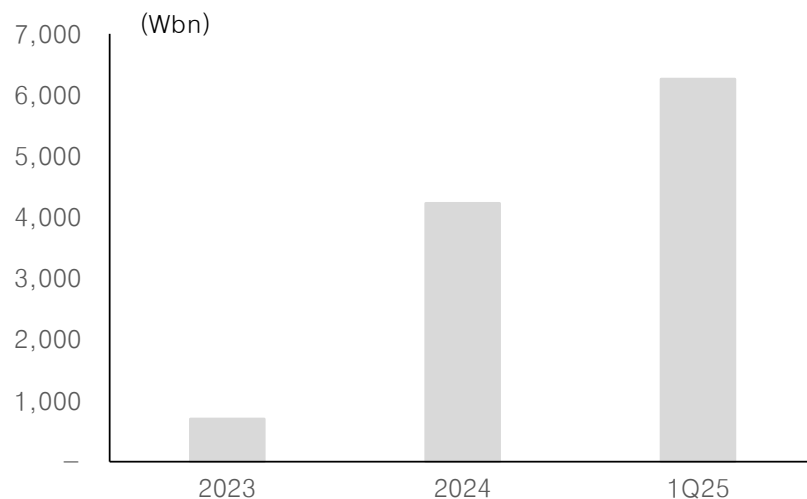
HD한국조선해양 (009540): “조선” “지주”사

HD현대의 1Q24 별도 기준 배당수익 기여도



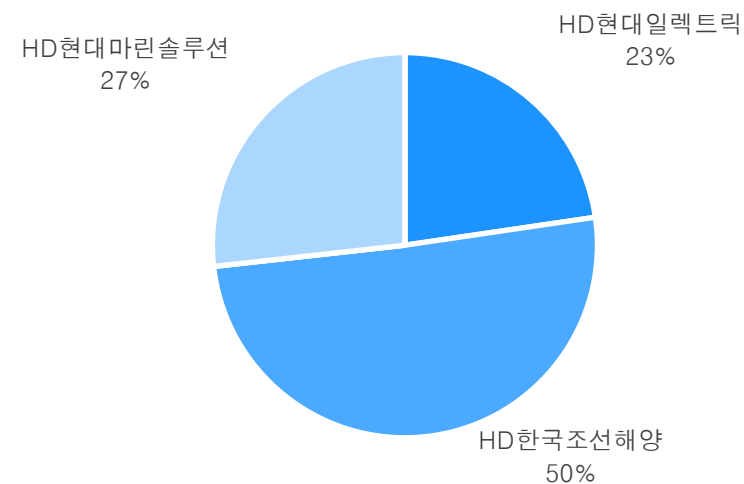
자료: 유안타증권 리서치센터

HD한국조선해양: 연결 순현금



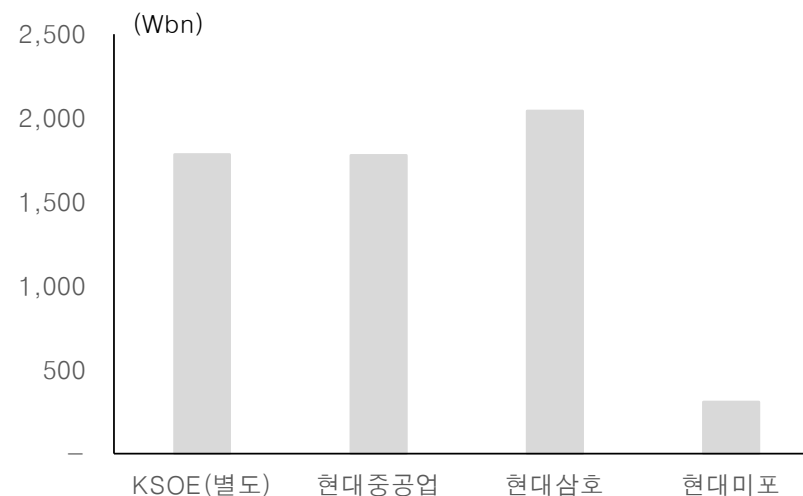
자료: 유안타증권 리서치센터

HD현대의 1Q25 별도 기준 배당수익 기여도



자료: 유안타증권 리서치센터

HD한국조선해양: 각 사별 순현금



자료: 유안타증권 리서치센터

HD한국조선해양 (009540) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 | | | | | | (단위: 십억원) |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| 매출액 | 21,296 | 25,539 | 29,783 | 32,365 | 33,979 | |
| 매출원가 | 20,248 | 22,943 | 24,265 | 26,132 | 27,453 | |
| 매출총이익 | 1,048 | 2,595 | 5,518 | 6,233 | 6,527 | |
| 판매비 | 766 | 1,161 | 1,511 | 1,720 | 1,899 | |
| 영업이익 | 282 | 1,434 | 4,007 | 4,513 | 4,627 | |
| EBITDA | 754 | 1,960 | 4,547 | 5,066 | 5,193 | |
| 영업외손익 | -290 | 389 | 709 | 639 | 551 | |
| 외환관련손익 | 49 | 858 | 1,150 | 1,020 | 890 | |
| 이자손익 | 8 | 7 | 69 | 129 | 171 | |
| 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 기타 | -348 | -477 | -510 | -510 | -510 | |
| 법인세비용차감전순손익 | -8 | 1,823 | 4,716 | 5,152 | 5,178 | |
| 법인세비용 | -153 | 368 | 1,226 | 1,339 | 1,346 | |
| 계속사업순손익 | 145 | 1,455 | 3,490 | 3,812 | 3,832 | |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 당기순이익 | 145 | 1,455 | 3,490 | 3,812 | 3,832 | |
| 지배자분순이익 | 222 | 1,172 | 2,813 | 3,072 | 3,088 | |
| 포괄순이익 | -11 | 1,275 | 3,310 | 3,632 | 3,652 | |
| 지배자분포괄이익 | 103 | 1,055 | 2,739 | 3,005 | 3,022 | |

주영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 | | | | | | (단위: 십억원) |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| 영업활동 현금흐름 | 2,082 | 4,289 | 5,333 | 6,769 | 7,227 | |
| 당기순이익 | 145 | 1,455 | 3,490 | 3,812 | 3,832 | |
| 감가상각비 | 459 | 504 | 520 | 535 | 549 | |
| 외환손익 | 0 | 0 | -1,150 | -1,020 | -890 | |
| 중속, 관계기업관련손익 | 48 | 61 | 0 | 0 | 0 | |
| 자산부채의 증감 | 1,510 | 2,369 | 2,240 | 2,290 | 2,304 | |
| 기타현금흐름 | -81 | -100 | 234 | 1,151 | 1,433 | |
| 투자활동 현금흐름 | -1,267 | -1,233 | -1,197 | -1,139 | -1,062 | |
| 투자자산 | -101 | 74 | -199 | -199 | -152 | |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -822 | -891 | -700 | -700 | -700 | |
| 유형자산 감소 | 24 | 24 | 0 | 0 | 0 | |
| 기타현금흐름 | -368 | -440 | -298 | -241 | -210 | |
| 재무활동 현금흐름 | -485 | -2,359 | -3,268 | -3,719 | -3,875 | |
| 단기차입금 | -73 | 413 | -86 | -49 | -63 | |
| 사채 및 장기차입금 | -457 | -89 | 0 | 0 | 0 | |
| 자본 | -8 | 140 | 0 | 0 | 0 | |
| 현금배당 | -3 | -1 | -361 | -849 | -990 | |
| 기타현금흐름 | 56 | -2,821 | -2,821 | -2,821 | -2,821 | |
| 연결법위변동 등 기타 | -8 | 2 | 935 | -783 | -1,377 | |
| 현금의 증감 | 321 | 699 | 1,803 | 1,128 | 913 | |
| 기초 현금 | 2,697 | 3,018 | 3,717 | 5,520 | 6,648 | |
| 기말 현금 | 3,018 | 3,717 | 5,520 | 6,648 | 7,561 | |
| NOPLAT | 282 | 1,434 | 4,007 | 4,513 | 4,627 | |
| FCF | 1,260 | 3,398 | 4,633 | 6,069 | 6,527 | |

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER는 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표 | | | | | | (단위: 십억원) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| 유동자산 | 17,735 | 20,431 | 22,830 | 24,512 | 25,989 | |
| 현금및현금성자산 | 3,018 | 3,717 | 5,520 | 6,648 | 7,561 | |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,452 | 1,634 | 1,767 | 1,856 | 1,895 | |
| 재고자산 | 2,006 | 2,232 | 2,344 | 2,414 | 2,462 | |
| 비유동자산 | 14,507 | 16,288 | 16,646 | 16,991 | 17,277 | |
| 유형자산 | 10,504 | 11,111 | 11,291 | 11,455 | 11,606 | |
| 관계기업등 지분관련자산 | 309 | 257 | 277 | 299 | 323 | |
| 기타투자자산 | 667 | 1,916 | 2,095 | 2,271 | 2,399 | |
| 자산총계 | 32,243 | 36,719 | 39,476 | 41,503 | 43,266 | |
| 유동부채 | 17,498 | 19,325 | 19,096 | 18,318 | 17,405 | |
| 매입채무 및 기타채무 | 3,204 | 3,884 | 4,399 | 4,795 | 5,082 | |
| 단기차입금 | 926 | 187 | 187 | 187 | 187 | |
| 유동성장기부채 | 1,294 | 375 | 375 | 375 | 375 | |
| 비유동부채 | 2,375 | 3,238 | 3,274 | 3,296 | 3,310 | |
| 장기차입금 | 986 | 202 | 202 | 202 | 202 | |
| 사채 | 710 | 652 | 652 | 652 | 652 | |
| 부채총계 | 19,872 | 22,563 | 22,371 | 21,614 | 20,715 | |
| 자본지분 | 9,904 | 11,099 | 13,372 | 15,416 | 17,334 | |
| 자본금 | 354 | 354 | 354 | 354 | 354 | |
| 자본잉여금 | 2,460 | 2,600 | 2,600 | 2,600 | 2,600 | |
| 이익잉여금 | 14,374 | 15,084 | 17,536 | 19,760 | 21,858 | |
| 비지배지분 | 2,466 | 3,056 | 3,734 | 4,473 | 5,217 | |
| 자본총계 | 12,370 | 14,156 | 17,105 | 19,889 | 22,551 | |
| 순차입금 | -75 | -1,533 | -3,578 | -4,854 | -5,898 | |
| 총차입금 | 4,976 | 5,306 | 5,220 | 5,171 | 5,107 | |

| Valuation 지표 | | | | | | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| EPS | 3,133 | 16,565 | 39,742 | 43,413 | 43,637 | |
| BPS | 140,052 | 156,961 | 189,094 | 218,001 | 245,132 | |
| EBITDAPS | 10,657 | 27,692 | 64,251 | 71,586 | 73,382 | |
| SPS | 300,908 | 360,851 | 420,821 | 457,309 | 480,114 | |
| DPS | 0 | 5,100 | 12,000 | 14,000 | 15,000 | |
| PER | 31.7 | 9.5 | 9.9 | 9.0 | 9.0 | |
| PBR | 0.7 | 1.0 | 2.1 | 1.8 | 1.6 | |
| EV/EBITDA | 12.5 | 6.5 | 6.1 | 5.4 | 5.2 | |
| PSR | 0.3 | 0.4 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | |

| 재무비율 | | | | | | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| 매출액 증가율 (%) | 23.1 | 19.9 | 16.6 | 8.7 | 5.0 | |
| 영업이익 증가율 (%) | 흑전 | 408.1 | 179.4 | 12.6 | 2.5 | |
| 지배순이익 증가율 (%) | 흑전 | 428.8 | 139.9 | 9.2 | 0.5 | |
| 매출총이익률 (%) | 4.9 | 10.2 | 18.5 | 19.3 | 19.2 | |
| 영업이익률 (%) | 1.3 | 5.6 | 13.5 | 13.9 | 13.6 | |
| 지배순이익률 (%) | 1.0 | 4.6 | 9.4 | 9.5 | 9.1 | |
| EBITDA 마진 (%) | 3.5 | 7.7 | 15.3 | 15.7 | 15.3 | |
| ROIC | -54.8 | 13.7 | 35.3 | 35.4 | 31.6 | |
| ROA | 0.7 | 3.4 | 7.4 | 7.6 | 7.3 | |
| ROE | 2.3 | 11.2 | 23.0 | 21.3 | 18.9 | |
| 부채비율 (%) | 160.6 | 159.4 | 130.8 | 108.7 | 91.9 | |
| 순차입금/자기자본 (%) | -0.8 | -13.8 | -26.8 | -31.5 | -34.0 | |
| 영업이익/금융비용 (배) | 1.5 | 7.0 | 19.0 | 21.6 | 22.4 | |

태광 (023160): 경쟁사 대비 아중동 디스카운트 해소 가능성

조선/자동차



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
havin.cho@yuantakorea.com

| | |
|-------------|---------------|
| 투자의견 | NOT RATED (I) |
| 목표주가 | -원 (I) |
| 현재주가 (6/24) | 21,100원 |
| 상승여력 | - % |

| | | | |
|-------------|--------------------------|--------|------|
| 시가총액 | 5,592억원 | | |
| 총발행주식수 | 26,500,000주 | | |
| 60일 평균 거래대금 | 68억원 | | |
| 60일 평균 거래량 | 329,966주 | | |
| 52주 고 | 25,250원 | | |
| 52주 저 | 12,300원 | | |
| 외인지분율 | 15.25% | | |
| 주요주주 | 대신인터내셔널 외 10 인 45.63% | | |
| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
| 절대 | 9.6 | (4.1) | 56.9 |
| 상대 | (2.0) | (13.8) | 64.8 |
| 절대(달러환산) | 8.9 | 1.7 | 57.4 |

성광벤드와 함께 국내 피팅사업 양분

- 산업플랜트용 관이음쇠 (피팅) 제품을 생산 및 판매하며, 글로벌 해양플랜트 및 조선항 피팅을 납품하는 업체로서 경쟁사인 성광벤드와 대동소이한 사업구조를 가짐
- 글로벌 에너지 수출 프로젝트의 활성화로 인해 향후 피팅제품 수출규모 상승여력 확보한 상태

경쟁사 대비 아중동에 치우친 매출비중

- 경쟁사인 성광벤드의 경우 1년간 주가 +178% 상승, 24년 이후 외인지분 10% 상승하였으나, 동사의 경우 외인지분 변동 없으며 1년간 주가상승률은 54%에 그침.
- 경쟁사의 FY22-24 수출금액내 북아메리카 비중이 평균 53%인 반면, 동사의 FY22-24 수출금액내 아메리카 비중은 평균 24%에 불과했으며 오히려 중동의 매출기여도가 평균 52% 수준으로 주요 매출 발생처의 차이에 따른 리레이팅 부재가 주요한 요인이라 판단.

아메리카향 매출 확대와 동반되는 영업이익률 회복이 laggard play의 핵심

- 1Q25기준 동사의 수출금액내 아메리카 비중은 33%까지 상승하였으며, 이에 반해 성광벤드는 20%로 하락. 향후 지속적인 아메리카향 매출 확대와 동반하여 고마진 스테인리스강 제품의 매출비중 확대에 의한 영업이익률 회복이 주가 상승의 트리거가 될 수 있다고 판단.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

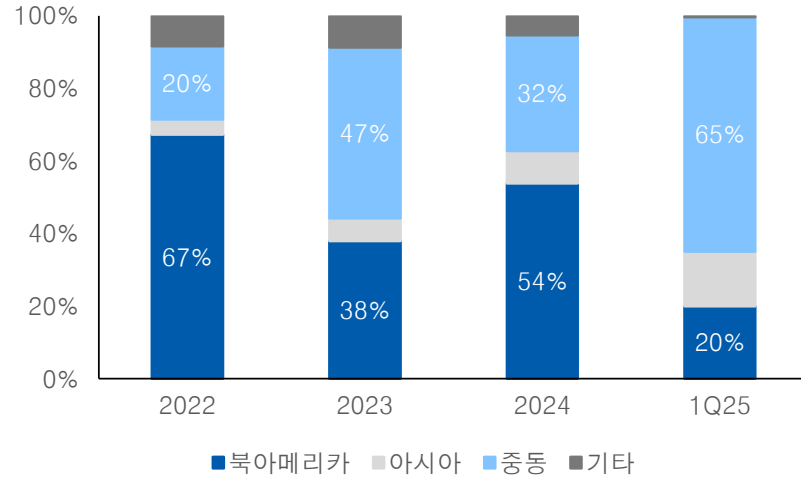
(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A |
|-------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 1,884 | 1,851 | 2,497 | 3,121 | 2,668 |
| 매출액증가율 | -0.7 | -1.8 | 34.9 | 25.0 | -14.5 |
| 영업이익 | -31 | 135 | 454 | 577 | 399 |
| 영업이익률 | -1.6 | 7.3 | 18.2 | 18.5 | 15.0 |
| 지배주주귀속순이익 | -50 | 152 | 358 | 551 | 449 |
| 지배주주 귀속 EPS | 574 | 1,350 | 2,078 | 1,695 | 0 |
| 증가율 | -403.7 | 135.2 | 53.9 | -18.4 | -100.0 |
| PER | -40.0 | 18.0 | 10.1 | 8.3 | 8.1 |
| PBR | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 44.8 | 10.8 | 5.5 | 5.9 | 5.8 |
| ROA | -1.1 | 3.1 | 6.5 | 9.0 | 7.0 |
| ROE | -1.2 | 3.5 | 7.8 | 10.9 | 8.2 |

자료: 유안타증권 리서치센터

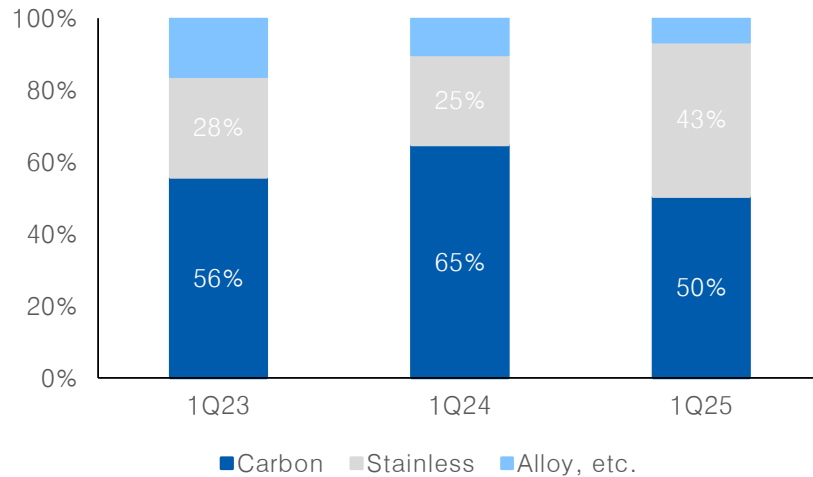
태광 (023160): 경쟁사 대비 아중동 디스카운트 해소 가능성

경쟁사인 성광벤드는 북미향 매출이 견조했던 반면...



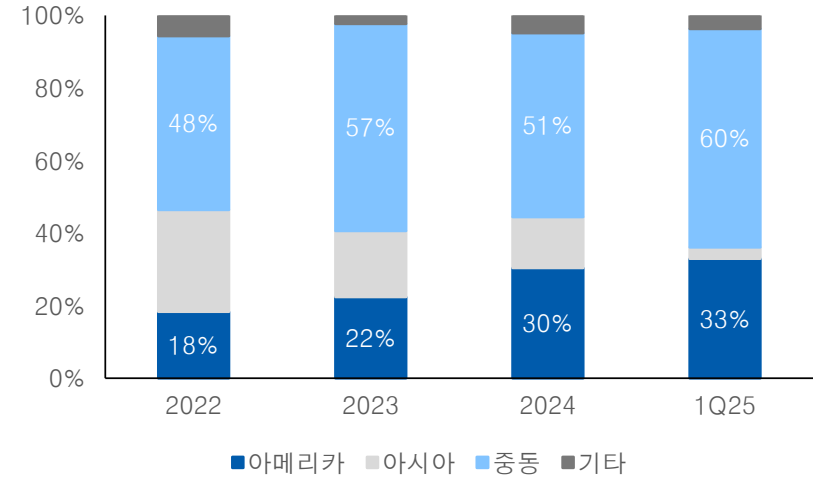
자료: 유안타증권 리서치센터, 성광벤드

제품의 믹스는 고마진 스테인리스강을 확대중이므로...



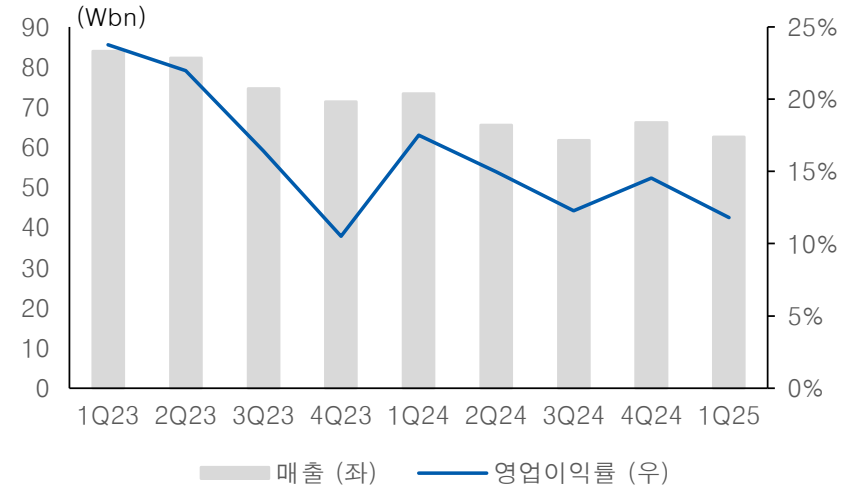
자료: 유안타증권 리서치센터, 태광

동사의 수출은 주로 중동에 기반을 두었으나 최근 성장세



자료: 유안타증권 리서치센터, 태광

매출의 성장이 영업이익률의 반등을 가져올 수 있다고 판단



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantwise

태광 (023160) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 | | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 억원) | | | | | |
| 결산 (12월) | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A |
| 매출액 | 1,884 | 1,851 | 2,497 | 3,121 | 2,668 |
| 매출원가 | 1,693 | 1,485 | 1,754 | 2,226 | 1,946 |
| 매출총이익 | 191 | 366 | 743 | 895 | 722 |
| 판매비 | 222 | 231 | 289 | 318 | 323 |
| 영업이익 | -31 | 135 | 454 | 577 | 399 |
| EBITDA | 33 | 226 | 542 | 670 | 501 |
| 영업외손익 | -45 | 85 | 14 | 129 | 180 |
| 외환관련손익 | -52 | 68 | 44 | 27 | 87 |
| 이자손익 | 7 | -3 | 6 | 39 | 45 |
| 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -1 | 20 | -35 | 63 | 48 |
| 법인세비용차감전순손익 | -76 | 220 | 468 | 706 | 578 |
| 법인세비용 | -26 | 35 | 100 | 125 | 117 |
| 계속사업순손익 | -50 | 185 | 368 | 581 | 461 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | -50 | 185 | 368 | 581 | 461 |
| 지배자분순이익 | -50 | 152 | 358 | 551 | 449 |
| 포괄순이익 | -40 | 193 | 376 | 562 | 440 |
| 지배자분포괄이익 | -40 | 160 | 365 | 532 | 425 |

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 억원) | | | | | |
| 결산 (12월) | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A |
| 영업활동 현금흐름 | 481 | 413 | 463 | 543 | 592 |
| 당기순이익 | -50 | 185 | 368 | 581 | 461 |
| 감가상각비 | 64 | 82 | 79 | 83 | 92 |
| 외환손익 | 29 | -15 | 39 | 4 | -38 |
| 중속, 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산부채의 증감 | 430 | 108 | -156 | -137 | 101 |
| 기타현금흐름 | 10 | 52 | 133 | 13 | -24 |
| 투자활동 현금흐름 | -124 | -464 | -626 | -631 | -458 |
| 투자자산 | 128 | -406 | -566 | -438 | -316 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -185 | -139 | -71 | -202 | -133 |
| 유형자산 감소 | 5 | 3 | 2 | 1 | 1 |
| 기타현금흐름 | -73 | 79 | 10 | 9 | -9 |
| 재무활동 현금흐름 | 69 | -76 | 227 | -75 | -125 |
| 단기차입금 | 100 | -100 | -22 | 0 | 0 |
| 사채 및 장기차입금 | 0 | 49 | -73 | -10 | -11 |
| 자본 | 0 | 0 | 360 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -26 | -13 | -26 | -44 | -44 |
| 기타현금흐름 | -5 | -13 | -11 | -22 | -71 |
| 연결법위변동 등 기타 | -7 | 1 | -14 | -1 | 3 |
| 현금의 증감 | 419 | -127 | 51 | -164 | 12 |
| 기초 현금 | 130 | 548 | 421 | 472 | 309 |
| 기말 현금 | 548 | 421 | 472 | 309 | 321 |
| NOPLAT | -31 | 135 | 454 | 577 | 399 |
| FCF | 278 | 195 | 315 | 330 | 469 |

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER는 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우,

자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표 | | | | | |
|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| (단위: 억원) | | | | | |
| 결산 (12월) | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A |
| 유동자산 | 2,621 | 2,346 | 3,127 | 3,035 | 3,088 |
| 현금및현금성자산 | 548 | 421 | 472 | 309 | 321 |
| 매출채권 및 기타채권 | 522 | 567 | 729 | 651 | 642 |
| 재고자산 | 1,331 | 1,222 | 1,302 | 1,243 | 1,232 |
| 비유동자산 | 1,997 | 2,706 | 2,813 | 3,228 | 3,515 |
| 유형자산 | 1,764 | 1,635 | 1,637 | 1,774 | 1,832 |
| 관계기업등 지분관련자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타투자자산 | 168 | 298 | 362 | 622 | 900 |
| 자산총계 | 4,618 | 5,052 | 5,940 | 6,263 | 6,603 |
| 유동부채 | 291 | 287 | 525 | 340 | 345 |
| 매입채무 및 기타채무 | 168 | 226 | 357 | 238 | 266 |
| 단기차입금 | 100 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성장기부채 | 0 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 82 | 234 | 173 | 169 | 163 |
| 장기차입금 | 0 | 50 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 374 | 521 | 698 | 509 | 509 |
| 자본지분 | 4,215 | 4,361 | 4,801 | 5,288 | 5,660 |
| 자본금 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 |
| 자본잉여금 | 344 | 344 | 443 | 443 | 443 |
| 이익잉여금 | 3,890 | 4,013 | 4,353 | 4,844 | 5,220 |
| 비지배자분 | 29 | 169 | 441 | 466 | 434 |
| 자본총계 | 4,244 | 4,531 | 5,242 | 5,754 | 6,095 |
| 순차입금 | -559 | -480 | -1,058 | -1,111 | -1,178 |
| 총차입금 | 107 | 70 | 15 | 18 | 16 |

| Valuation 지표 | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 원, 배, %) | | | | | |
| 결산 (12월) | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A |
| EPS | -189 | 574 | 1,350 | 2,078 | 1,695 |
| BPS | 16,293 | 16,860 | 18,560 | 20,443 | 21,883 |
| EBITDAPS | 125 | 853 | 2,047 | 2,527 | 1,890 |
| SPS | 7,110 | 6,987 | 9,424 | 11,776 | 10,068 |
| DPS | 50 | 100 | 170 | 170 | 250 |
| PER | -40.0 | 18.0 | 10.1 | 8.3 | 8.1 |
| PBR | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 44.8 | 10.8 | 5.5 | 5.9 | 5.8 |
| PSR | 1.1 | 1.5 | 1.4 | 1.5 | 1.4 |

| 재무비율 | | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 배, %) | | | | | |
| 결산 (12월) | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A |
| 매출액 증가율 (%) | -0.7 | -1.7 | 34.9 | 25.0 | -14.5 |
| 영업이익 증가율 (%) | 적전 | 흑전 | 235.2 | 27.3 | -30.9 |
| 지배순이익 증가율 (%) | 적전 | 흑전 | 135.1 | 54.0 | -18.5 |
| 매출총이익률 (%) | 10.1 | 19.8 | 29.7 | 28.7 | 27.1 |
| 영업이익률 (%) | -1.7 | 7.3 | 18.2 | 18.5 | 14.9 |
| 지배순이익률 (%) | -2.7 | 8.2 | 14.3 | 17.6 | 16.8 |
| EBITDA 마진 (%) | 1.8 | 12.2 | 21.7 | 21.5 | 18.8 |
| ROIC | -0.8 | 3.8 | 12.6 | 15.7 | 10.6 |
| ROA | -1.1 | 3.1 | 6.5 | 9.0 | 7.0 |
| ROE | -1.2 | 3.5 | 7.8 | 10.9 | 8.2 |
| 부채비율 (%) | 8.8 | 11.5 | 13.3 | 8.8 | 8.3 |
| 순차입금/자기자본 (%) | -13.2 | -10.6 | -20.2 | -19.3 | -19.3 |
| 영업이익/금융비용 (배) | -23.9 | 18.3 | 70.5 | 75.7 | 66.3 |





Part 3. 은행은 여전히 싸다

올라갈 길이 보인다



우도형

금융

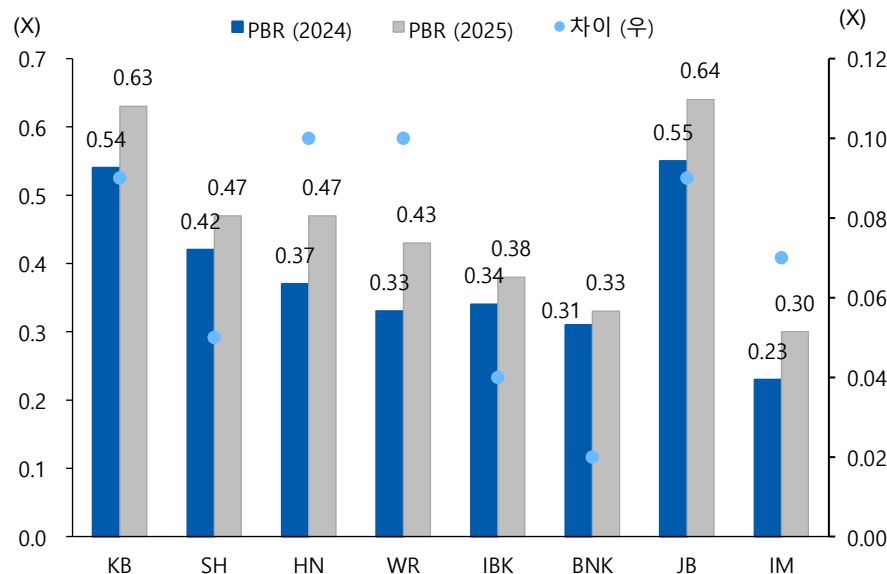
02 3770 5589

dohyeong.woo@yuantakorea.com

은행: 여전히 낮은 Valuation

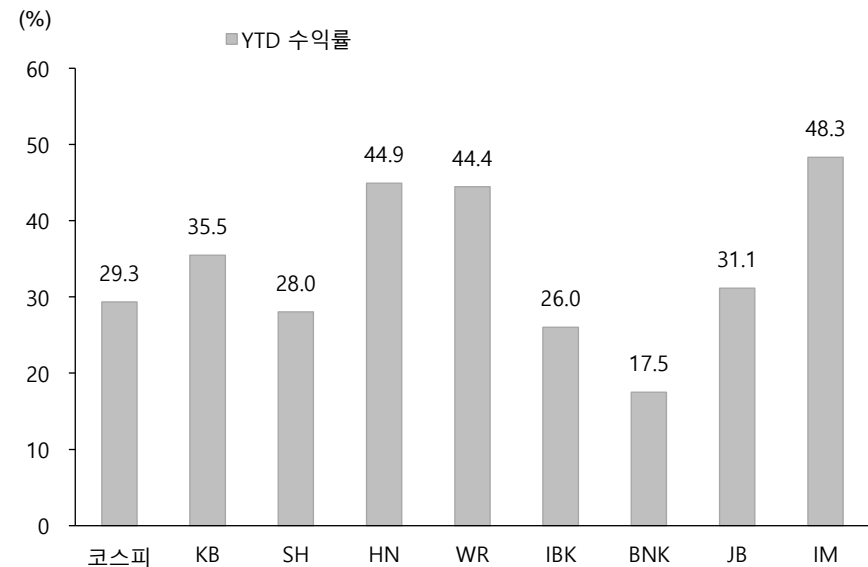
- KRX은행 지수 12M fwd PBR은 0.54배로 연초 대비로는 상승한 수준이지만 여전히 낮은 상황. 커버리지 금융지주별로는 KB금융과 JB금융지주의 PBR이 각각 0.63배, 0.64배로 높은 수준을 기록하고 있으며 IM금융지주는 0.30배로 가장 낮은 PBR 수준을 보이고 있음
- 주가 수익률은 YTD 기준으로 IM금융이 가장 큰 상승 폭을 보였음. 이는 2024년에 가장 부진한 수익률을 보였기 때문으로 밸류에이션 키 맞추기가 진행된 것으로 판단
- 상법개정 및 배당소득 분리과세 발표까지 시중은행 위주로 주가 상승이 지속될 것으로 판단되나 상법개정 이후부터는 다시금 밸류에이션 키 맞추기가 진행 될 것으로 판단됨

커버리지 금융지주 12M Fwd PBR



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

커버리지 금융지주 YTD 수익률

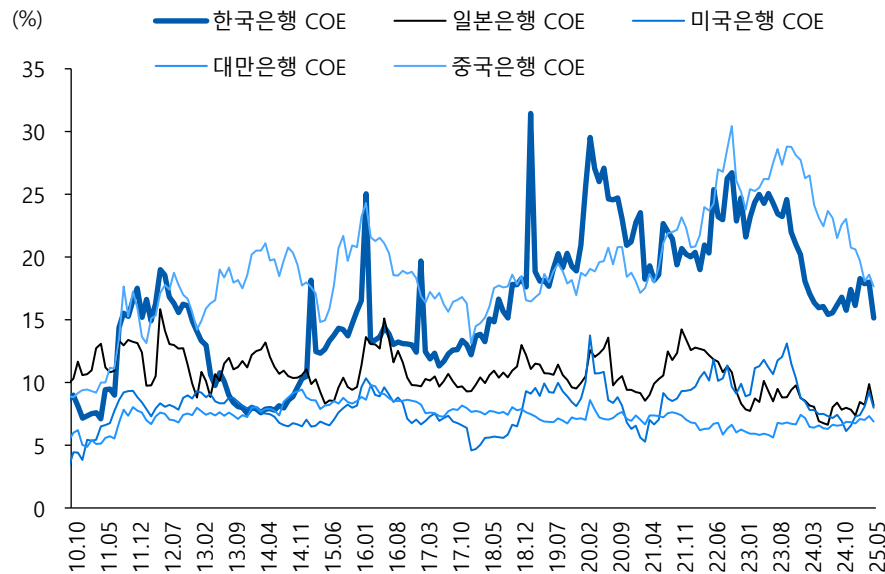


자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터 / 주: 6월 24일 추가 기준

은행: 여전히 낮은 Valuation

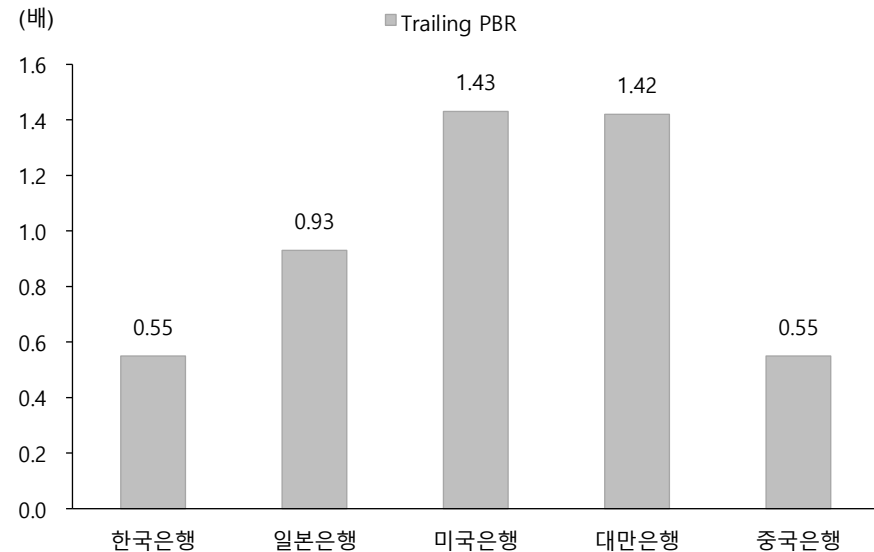
- 한국 은행업 지수의 COE는 15% 수준으로 중국 은행업 지수를 제외한 나머지 국가들의 은행 COE 대비 높은 수준임
- 일본, 미국, 대만 은행업 지수의 COE는 각각 7~8% 수준이며 이는 한국 은행업 지수의 PBR이 1배 수준에 도달해야 가능한 수준
- 일본, 미국, 대만의 은행업종 Trailing PBR은 0.93배, 1.43배, 1.42배로 1배 수준에 형성되어 있으며 한국 은행업종 PBR 0.55배 대비 높은 상황
- 이는 한국 은행들의 총주주환원율이 타국가 은행 대비 낮기 때문이며 향후 총주주환원율이 높아질 수록 PBR은 점차 상승할 것으로 판단됨

국가별 은행 지수 COE 추이 (5월 말 기준)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 / 주: COE = ROE/PBR

국가별 은행 지수 PBR (5월 말 기준)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

은행: 적정 Valuation 도출

- PBR은 아래의 총주주환원수익률 및 총주주환원율로 이루어진 공식으로 전환할 수 있으며 향후 상법개정 및 배당소득 분리과세를 통해 COE가 개선될 경우 총주주환원수익률이 낮아지면서 은행 업종 PBR은 추가적으로 상승이 예상됨
- 현재 커버리지 금융지주의 평균 총주주환원수익률 7.9%, 상승 기대감 반영한 총주주환원율 50%, 2025년 평균 ROE 8.8%를 대입할 경우 PBR 0.56배 도출
- 따라서 향후 1) 정책변화에 따른 COE 추가 개선, 2) 총주주환원율 상승, 3) 실적 개선을 통한 ROE 상승 등을 통해 PBR은 충분히 추가 상승여지가 있다고 판단됨

PBR 분해 공식

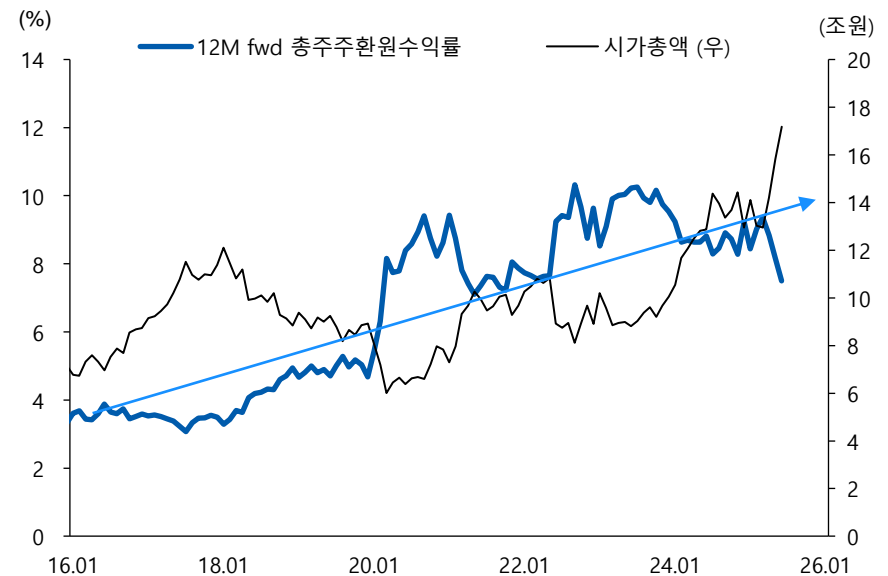
$$PBR = PER \times ROE$$

$$PBR = \frac{\text{시가총액}}{\text{주주환원액}} \times \frac{\text{주주환원액}}{\text{당기순이익}} \times ROE$$

$$PBR = \frac{1}{\text{총주주환원수익률}} \times \text{총주주환원율} \times ROE$$

자료: 유안타증권 리서치센터

커버리지 금융지주 평균 총주주환원수익률 및 평균 시가총액 추이



자료: 각 사, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

은행: 적정 Valuation 도출

- 총주주환원수익률 및 주주환원율에 따른 PBR 민감도를 계산해본 결과 ROE는 0.1%p 상승 시 PBR은 약 0.01배 개선, 총주주환원율은 1%p 상승 시 PBR이 0.01배 개선됨
- COE개선으로 나타나는 총주주환원수익률은 0.1%p 하락 시 PBR은 약 0.01배 개선됨
- 현재 은행들의 주주환원율은 양호한 실적으로 인해 기존대비 빠르게 달성할 것으로 기대되고 있으며 대부분 기존 목표였던 2027년 이전에 총주주환원율 50%를 달성할 것으로 판단
- 이에 따라 총주주환원수익률을 7.9%로 고정 시 주주환원율 55%에 대한 PBR은 0.61배가 적정할 것으로 판단됨
- 다만 ROE 개선 및 COE 개선을 통해 PBR은 추가적인 업사이드가 있다고 판단

총주주환원수익률 및 주주환원율에 따른 PBR 민감도 (목표 ROE 8.8% 가정)

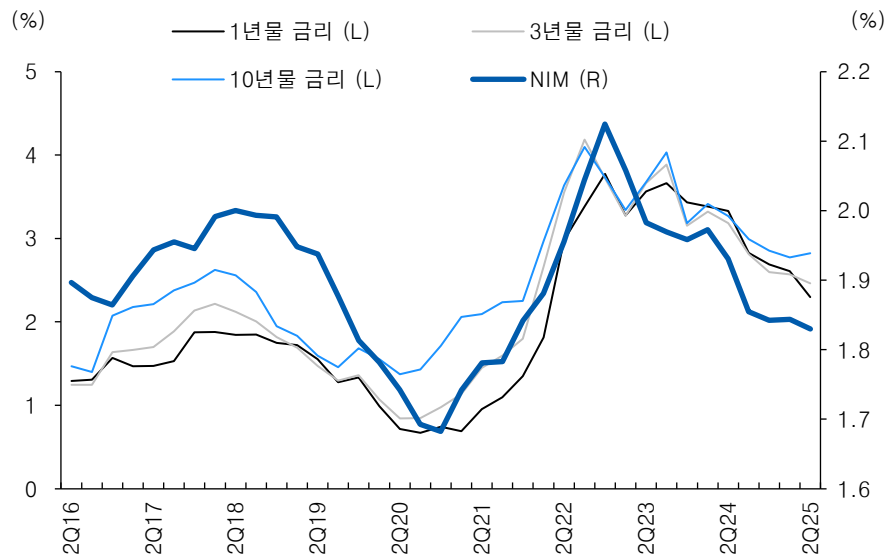
| | | 〈총주주환원율〉 | | | | | | |
|------------|-------|----------|-------|------|------|-------|------|------|
| | | 40% | 45.0% | 50% | 55% | 60.0% | 65% | 70% |
| 〈총주주환원수익률〉 | 10.0% | 0.35 | 0.40 | 0.44 | 0.48 | 0.53 | 0.57 | 0.62 |
| | 9.5% | 0.37 | 0.42 | 0.46 | 0.51 | 0.56 | 0.60 | 0.65 |
| | 9.0% | 0.39 | 0.44 | 0.49 | 0.54 | 0.59 | 0.64 | 0.68 |
| | 8.5% | 0.41 | 0.47 | 0.52 | 0.57 | 0.62 | 0.67 | 0.72 |
| | 7.9% | 0.45 | 0.50 | 0.56 | 0.61 | 0.67 | 0.72 | 0.78 |
| | 7.4% | 0.48 | 0.54 | 0.59 | 0.65 | 0.71 | 0.77 | 0.83 |
| | 6.9% | 0.51 | 0.57 | 0.64 | 0.70 | 0.77 | 0.83 | 0.89 |
| | 6.4% | 0.55 | 0.62 | 0.69 | 0.76 | 0.83 | 0.89 | 0.96 |

자료: 유안타증권 리서치센터

은행: 실적 우려는 제한적

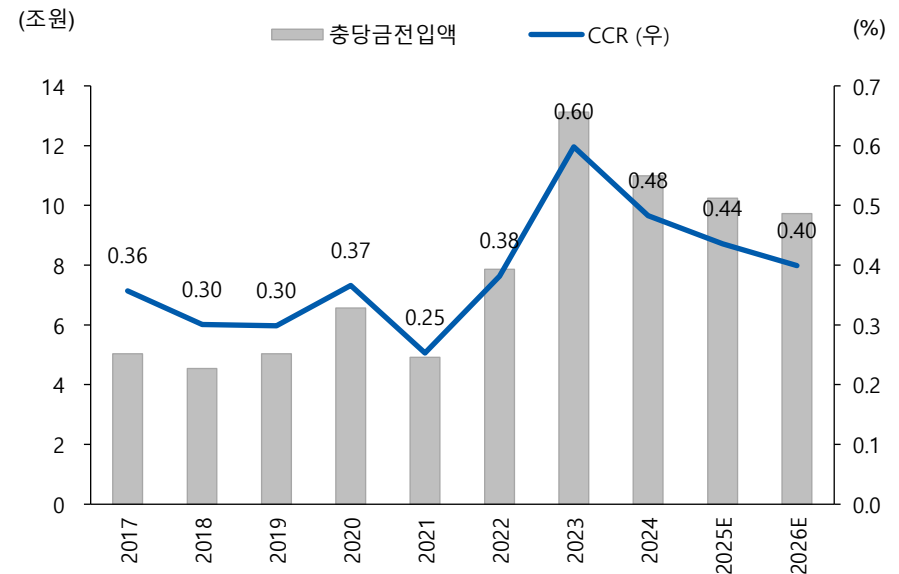
- 금리 인하에 따른 은행들의 NIM 하락은 불가피한 상황이나 1) 미국의 더딘 금리 인하 속도와 2) 가계대출 관리로 인해 금리 하락 속도는 완만한 상황이며 이에 따라 이자이익 감소 역시 완만한 수준이 예상
- 금리 하락기에는 비이자이익이 양호하기 때문에 이자이익의 감소분을 상쇄할 것으로 판단됨
- 또한 과거 고금리 상황에서 높았던 대손비용률 (CCR)이 감소가 예상됨에 따라 비용이 감소하며 이익이 증가하는 효과 기대
- 우려되는 부분은 은행들에 대한 상생금융 압박인데 이는 직접적인 자금 출자 부분도 있지만 대부분 이자감면 및 대출금리 조정 등 간접적 지원 방식을 택한다는 점을 고려 시 실적에 대한 영향은 제한적임

커버리지 8 개사 합산 NIM 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

커버리지 8 개사 합산 총당금전입액 및 CCR 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

은행: 상법개정 이후 Top pick

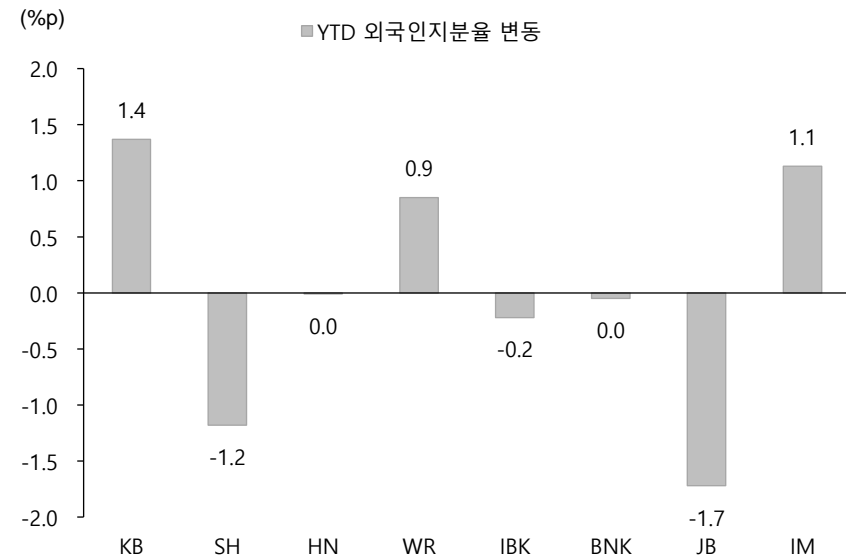
- 상법개정까지는 밸류업에 적극적인 시중은행의 주가 수익률이 양호할 것으로 생각됨
- 또한 매크로 측면에서도 원달러 환율이 하락하고 있어 해외 포지션이 큰 시중은행들의 실적이 상대적으로 유리한 상황. 다만 그 이후는 덜 오른 종목들의 Valuation 키 맞추기가 예상됨
- 이에 따라 상법개정 이후 및 원달러 환율이 안정화 됐을 때 지방위주로 영업을 하는 은행들의 주가 수익률이 양호할 것으로 판단됨
- 최근 외국인지분율 변동을 볼 때 IM금융에 대한 관심이 올라가고 있다고 판단되어 상법개정 이후 Top pick은 IM금융지주를 제시

원/달러 환율 및 KRX은행 지수 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

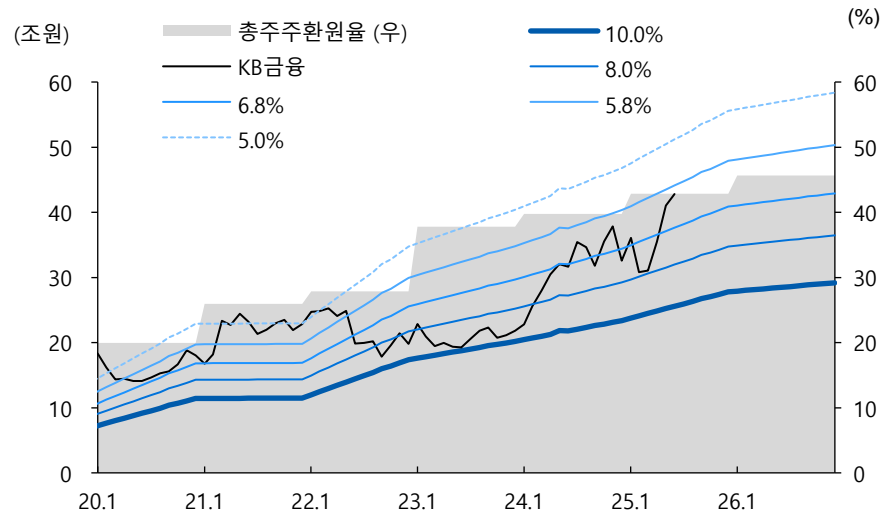
커버리지 금융지주 외국인지분율 변동 폭



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

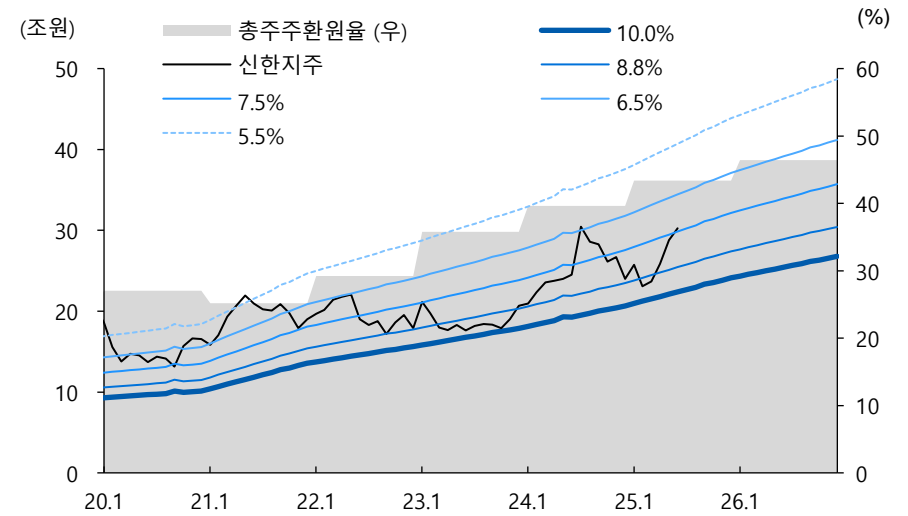
총주주환원수익률 Band

총주주환원수익률 Band



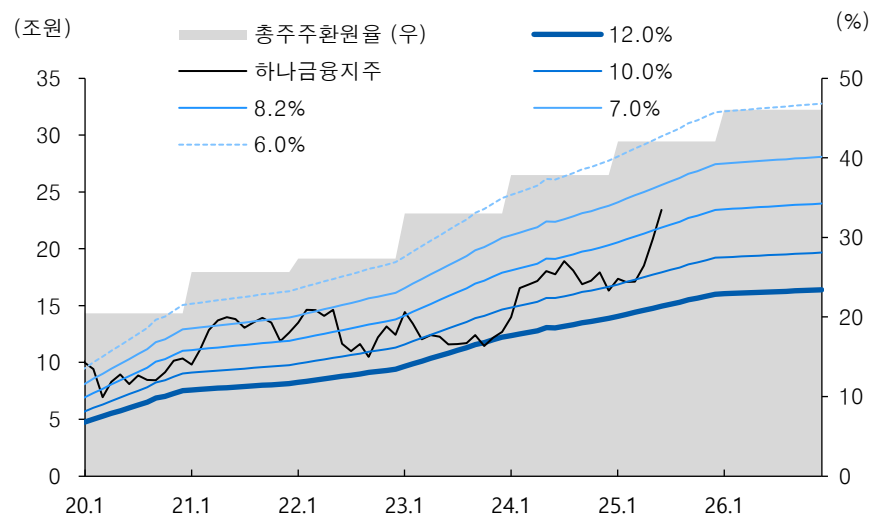
자료: 유안타증권 리서치센터

총주주환원수익률 Band



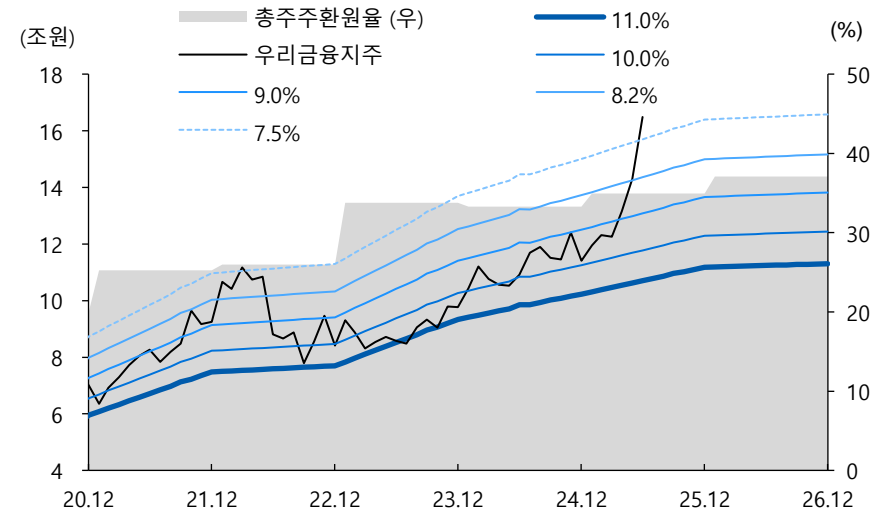
자료: 유안타증권 리서치센터

총주주환원수익률 Band



자료: 유안타증권 리서치센터

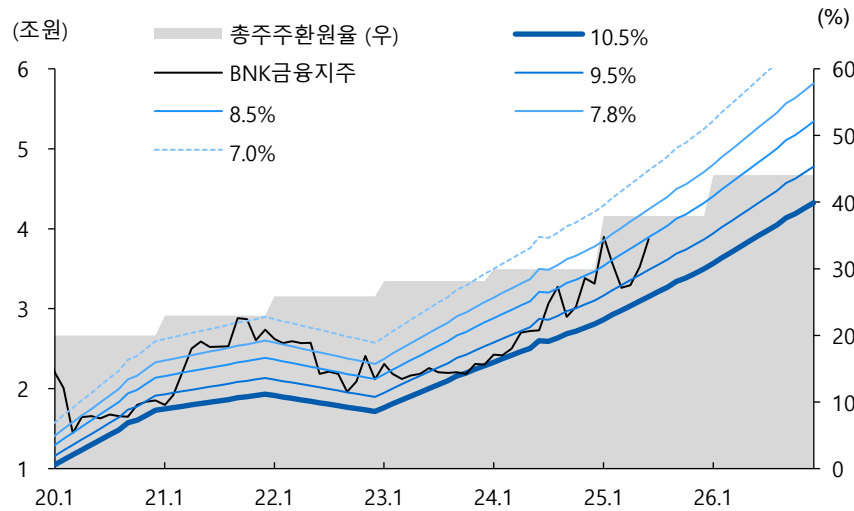
총주주환원수익률 Band



자료: 유안타증권 리서치센터

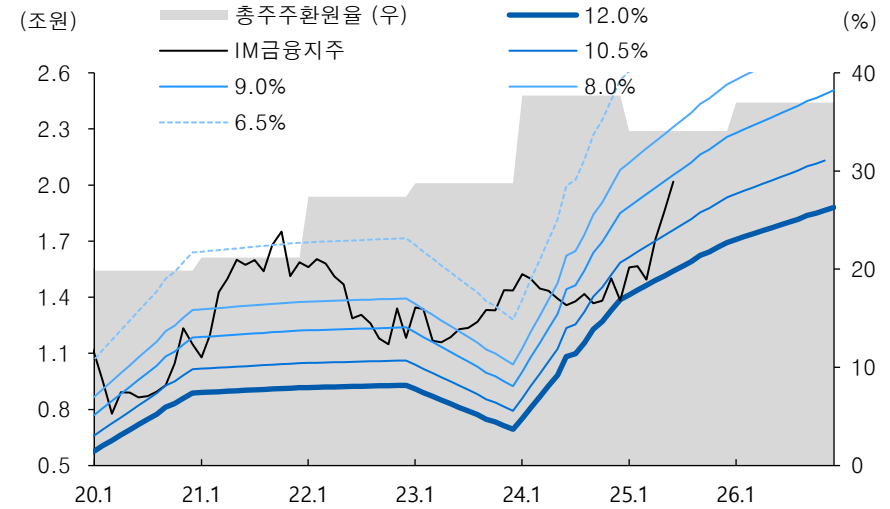
총주주환원수익률 Band

총주주환원수익률 Band



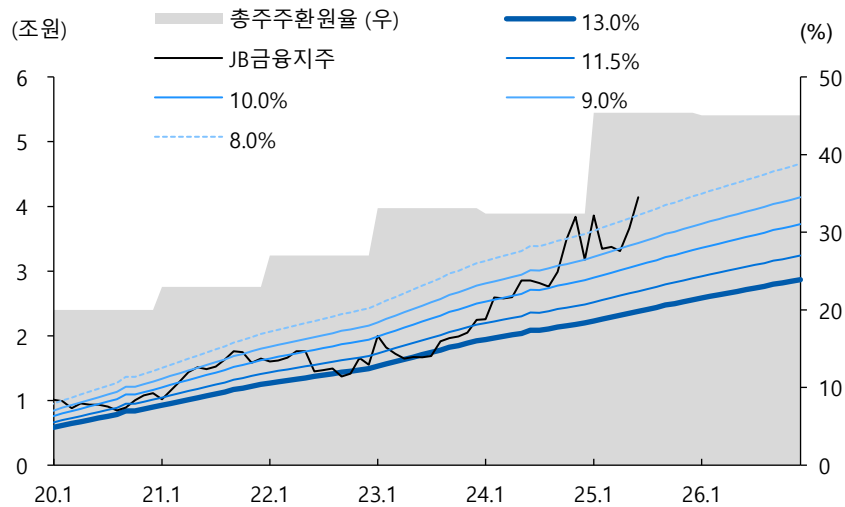
자료: 유안타증권 리서치센터

총주주환원수익률 Band



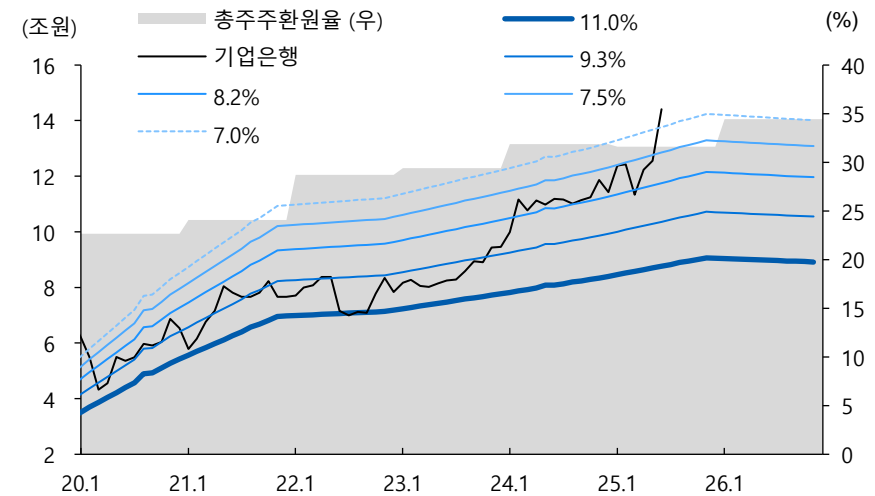
자료: 유안타증권 리서치센터

총주주환원수익률 Band



자료: 유안타증권 리서치센터

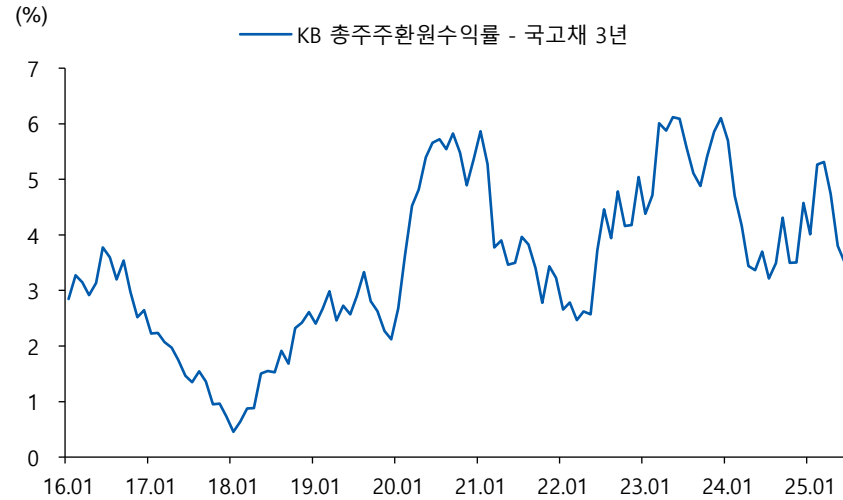
총주주환원수익률 Band



자료: 유안타증권 리서치센터

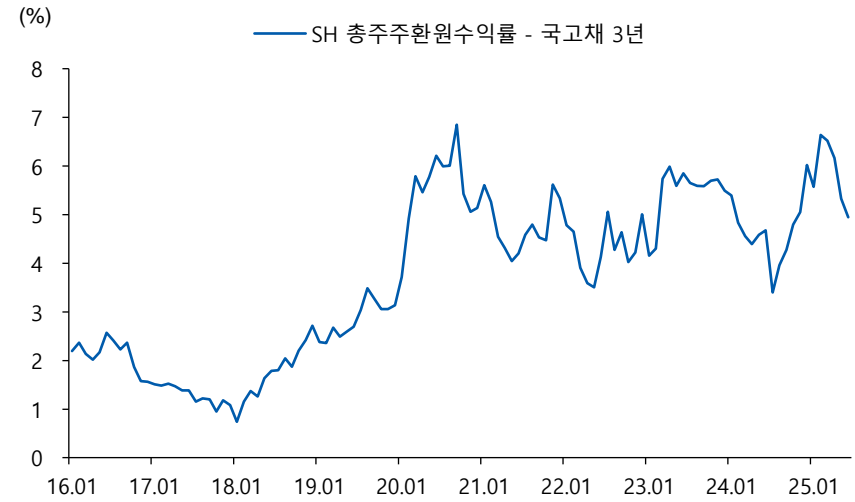
총주주환원수익률과 국고채 괴리

총주주환원수익과 국고채 괴리



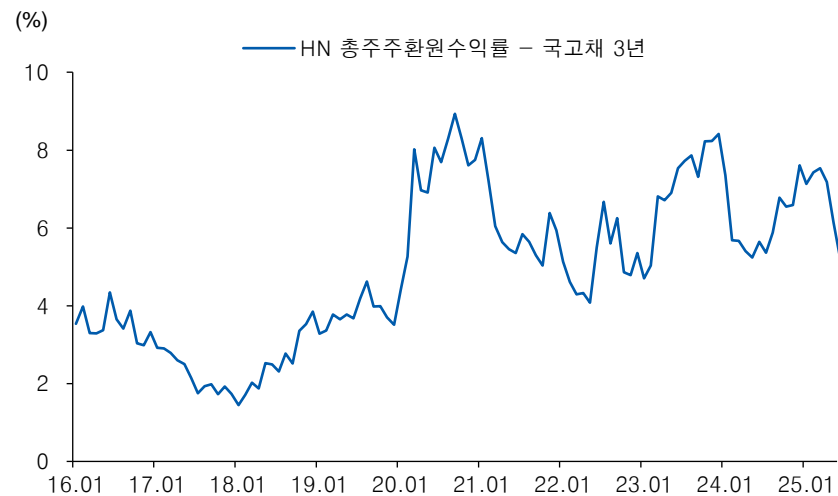
자료: 유안타증권 리서치센터

총주주환원수익과 국고채 괴리



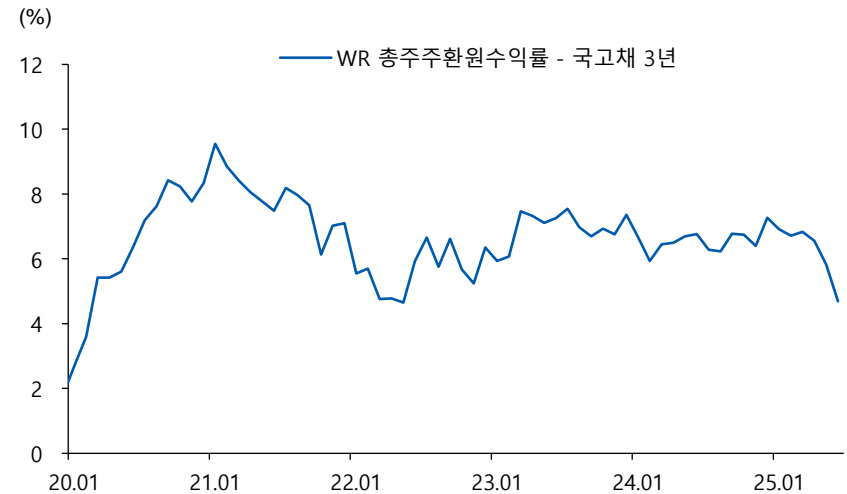
자료: 유안타증권 리서치센터

총주주환원수익과 국고채 괴리



자료: 유안타증권 리서치센터

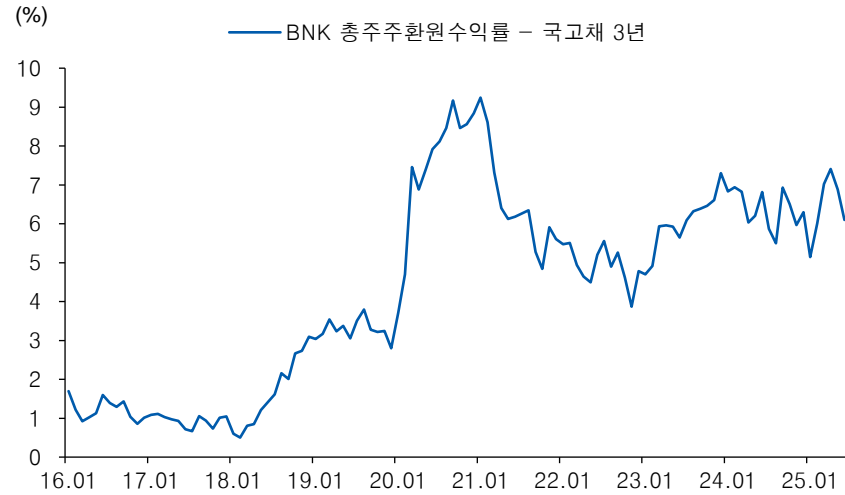
총주주환원수익과 국고채 괴리



자료: 유안타증권 리서치센터

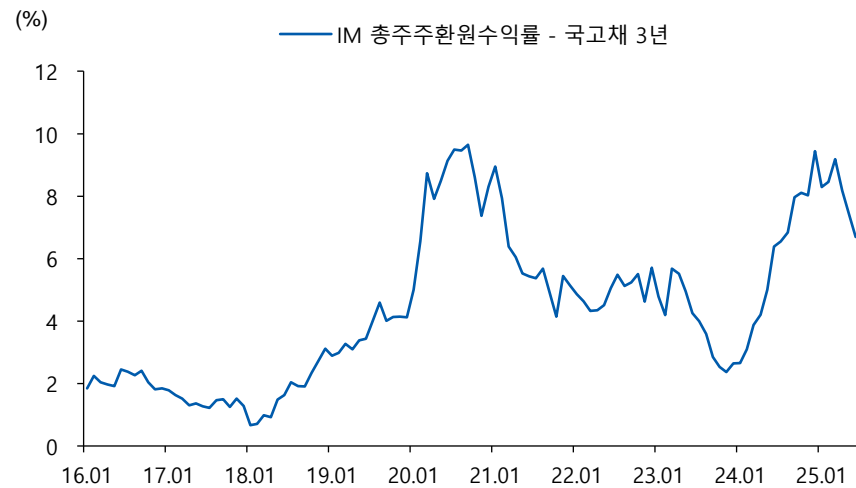
총주주환원수익률과 국고채 괴리

총주주환원수익과 국고채 괴리



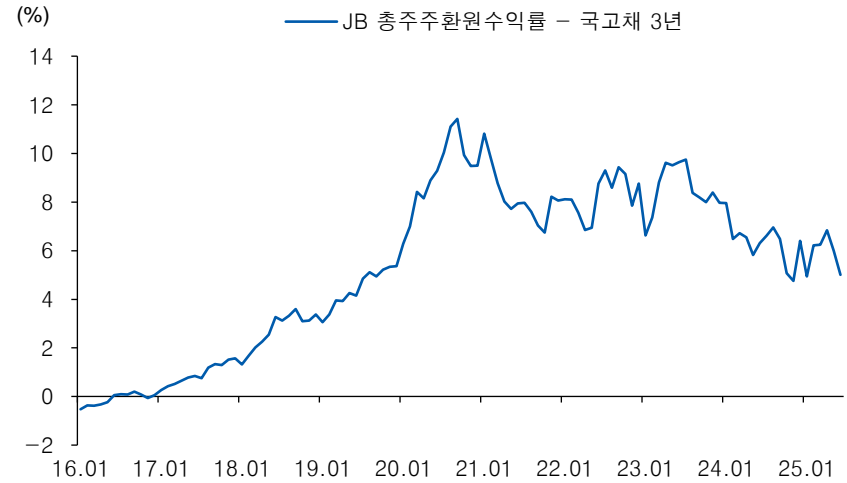
자료: 유안타증권 리서치센터

총주주환원수익과 국고채 괴리



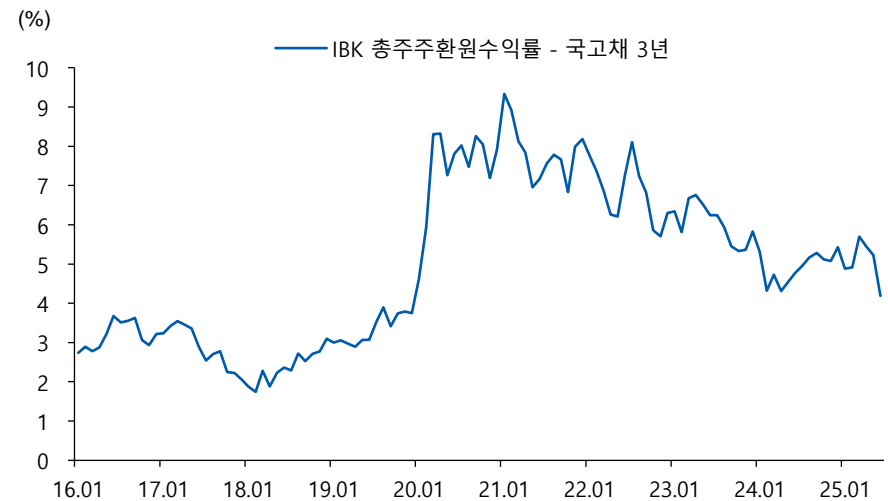
자료: 유안타증권 리서치센터

총주주환원수익과 국고채 괴리



자료: 유안타증권 리서치센터

총주주환원수익과 국고채 괴리



자료: 유안타증권 리서치센터

iM금융지주 (139130): 여전히 싸다

금융



우도형 금융
dohyeong.woo@yuantakorea.com

| | |
|-------------|-------------|
| 투자의견 | BUY (U) |
| 목표주가 | 15,000원 (U) |
| 현재주가 (6/24) | 12,130원 |
| 상승여력 | 23.7% |

| | | | |
|-------------|-------------------|------|------|
| 시가총액 | 20,183억원 | | |
| 총발행주식수 | 166,392,833주 | | |
| 60일 평균 거래대금 | 54억원 | | |
| 60일 평균 거래량 | 523,890주 | | |
| 52주 고 | 12,130 원 | | |
| 52주 저 | 7,490 원 | | |
| 외인지분율 | 43.73 % | | |
| 주요주주 | 오케이저축은행 9.73 % | | |
| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
| 절대 | 15.4 | 32.6 | 51.8 |
| 상대 | (3.6) | 12.4 | 35.2 |
| 절대(달러환산) | 16.7 | 43.0 | 55.0 |

실적 개선 가시성 확대

- 2분기까지는 CCR 상승이 예상되나 하반기는 금리 인하 효과가 반영되며 CCR 감소함에 따른 실적 개선 가시성 확대 전망
- 증권 자회사는 올해 턴어라운드를 확실히 할 예정이며 그룹 이익 증가에 기여할 것으로 판단
- 여전히 동사에 대한 시장의 입장은 보수적이나 동사의 연초 실적 가이드라인은 변함이 없는 상황이며 실적에 대한 우려는 하반기로 갈 수록 해소될 것으로 판단

PBR 이제 0.3배

- 커버리지 중 12M fwd PBR이 0.3배로 가장 낮은 수준, 향후 실적 개선 및 주주환원율 상승에 따른 업사이드가 가장 클 것으로 판단

투자의견 Buy 상향, 목표주가 15,000원 상향

- 투자의견을 기존 Hold에서 Buy로 상향한 이유는 실적 개선이 올해부터 본격적으로 나타날 것으로 판단되기 때문이며 이에 따라 주주환원 여력 역시 개선될 것으로 판단되기 때문
- 동사는 2분기 실적발표에서 추가 자사주 매입 200억원을 발표할 가능성이 크다 판단되며 2027년 목표 CET-1 12.3% 조기달성이 기대됨에 따라 주주환원율의 추가적인 상승 역시 기대되는 상황

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,177 | 2,082 | 2,141 | 2,203 | 2,203 |
| 영업이익 | 534 | 263 | 639 | 686 | 686 |
| 지배순이익 | 388 | 215 | 458 | 484 | 484 |
| PER (배) | 4.3 | 6.3 | 4.3 | 4.1 | 4.1 |
| PBR (배) | 0.30 | 0.26 | 0.36 | 0.34 | 0.34 |
| ROE (%) | 6.8 | 3.6 | 7.5 | 7.5 | 7.5 |
| ROA (%) | 0.4 | 0.2 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |

자료: 유안타증권 리서치센터

iM금융지주 (139130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 | | | | | | (단위: 십억원) |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| 순이자이익 | 1,636 | 1,686 | 1,698 | 1,709 | 1,718 | |
| 이자이익 | 4,027 | 4,175 | 4,007 | 4,100 | 4,283 | |
| 이자비용 | 2,392 | 2,489 | 2,308 | 2,391 | 2,565 | |
| 비이자이익 | 541 | 396 | 443 | 493 | 536 | |
| 순수수료이익 | 230 | 191 | 241 | 280 | 312 | |
| 기타비이자이익 | 311 | 204 | 202 | 213 | 224 | |
| 순영업수익 | 2,177 | 2,082 | 2,141 | 2,203 | 2,254 | |
| 판매비 | 1,036 | 1,078 | 1,090 | 1,122 | 1,146 | |
| 총전영업이익 | 1,141 | 1,004 | 1,051 | 1,080 | 1,108 | |
| 총당금전입액 | 607 | 740 | 412 | 394 | 381 | |
| 영업이익 | 534 | 263 | 639 | 686 | 726 | |
| 영업외손익 | -2 | -11 | -3 | -2 | -2 | |
| 세전이익 | 532 | 253 | 636 | 684 | 724 | |
| 법인세 | 120 | 51 | 163 | 184 | 195 | |
| 세율 | 23 | 20 | 26 | 27 | 27 | |
| 연결순이익 | 412 | 202 | 473 | 500 | 529 | |
| 지배주주순이익 | 388 | 215 | 458 | 484 | 513 | |
| 비지배지분이익 | 24 | -13 | 14 | 16 | 16 | |

| 성장성지표 | | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| NIM | 2.04 | 1.91 | 1.76 | 1.68 | 1.60 |
| ROE | 6.8 | 3.6 | 7.5 | 7.5 | 7.6 |
| ROA | 0.4 | 0.2 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| CIR | 47.6 | 51.8 | 50.9 | 51.0 | 50.9 |
| 자산증가율 | 2.6 | 0.8 | 7.1 | 5.2 | 4.1 |
| 대출증가율 | 3.7 | 5.3 | 4.5 | 5.0 | 5.1 |
| 순이익증가율 | -3.4 | -44.6 | 113.2 | 5.6 | 6.1 |

| 적정성지표 | | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| BIS비율 | 13.9 | 14.6 | 15.1 | 15.1 | 15.1 |
| 기본자본비율 | 12.5 | 13.3 | 13.9 | 13.9 | 14.0 |
| CET1 | 11.2 | 11.7 | 12.1 | 12.2 | 12.3 |

| 재무상태표 | | | | | | (단위: 십억원) |
|----------|--------|--------|---------|---------|---------|-----------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| 현금 및 예치금 | 4,714 | 4,126 | 5,128 | 5,394 | 5,614 | |
| 유가증권 | 22,946 | 20,897 | 24,094 | 25,342 | 26,375 | |
| 대출채권 | 62,384 | 65,701 | 68,666 | 72,069 | 75,709 | |
| 유무형자산 | 1,247 | 1,216 | 1,209 | 1,209 | 1,209 | |
| 기타자산 | 2,069 | 2,209 | 1,745 | 2,051 | 1,481 | |
| 자산총계 | 93,360 | 94,149 | 100,842 | 106,064 | 110,387 | |
| 예수부채 | 57,289 | 59,807 | 61,983 | 65,597 | 68,565 | |
| 차입부채 | 20,277 | 17,528 | 21,035 | 22,261 | 23,269 | |
| 기타부채 | 9,511 | 10,608 | 11,349 | 11,395 | 11,398 | |
| 부채총계 | 87,076 | 87,943 | 94,366 | 99,254 | 103,232 | |
| 지배주주자본 | 5,949 | 5,991 | 6,259 | 6,594 | 6,939 | |
| 자본금 | 846 | 846 | 846 | 846 | 846 | |
| 신종자본증권 | 614 | 813 | 813 | 813 | 813 | |
| 자본잉여금 | 1,563 | 1,563 | 1,563 | 1,563 | 1,563 | |
| 이익잉여금 | 3,289 | 3,385 | 3,742 | 4,077 | 4,421 | |
| 기타포괄손익 | -362 | -615 | -704 | -704 | -704 | |
| 비지배주주자본 | 335 | 215 | 217 | 217 | 217 | |
| 자본총계 | 6,284 | 6,206 | 6,476 | 6,811 | 7,156 | |

| Valuation 지표 | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| EPS | 2,331 | 1,292 | 2,828 | 2,987 | 3,168 |
| BPS | 32,758 | 31,119 | 33,607 | 35,672 | 37,800 |
| DPS | 550 | 500 | 650 | 830 | 1,020 |
| PER | 4.3 | 6.3 | 4.3 | 4.1 | 3.8 |
| PBR | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| 배당성향 | 23.6 | 38.7 | 23.0 | 27.8 | 32.2 |
| 배당수익률 | 5.5 | 6.1 | 5.4 | 6.8 | 8.4 |

| 건전성지표 | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 고정아하여신비율 | 1.2 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.5 |
| NPL커버리지비율 | 110.6 | 101.2 | 95.5 | 95.9 | 96.6 |
| CCR | 1.01 | 1.16 | 0.62 | 0.56 | 0.52 |





Part 4. 원전 르네상스

Beyond Korea



장윤석, FRM

건설/기계

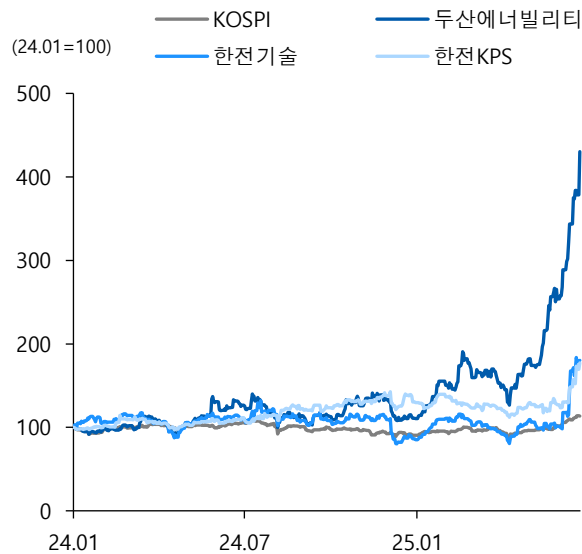
02 3770 5583

yoonseok.chang@yuantakorea.com

10년 뒤에도 전기가 필요하다면

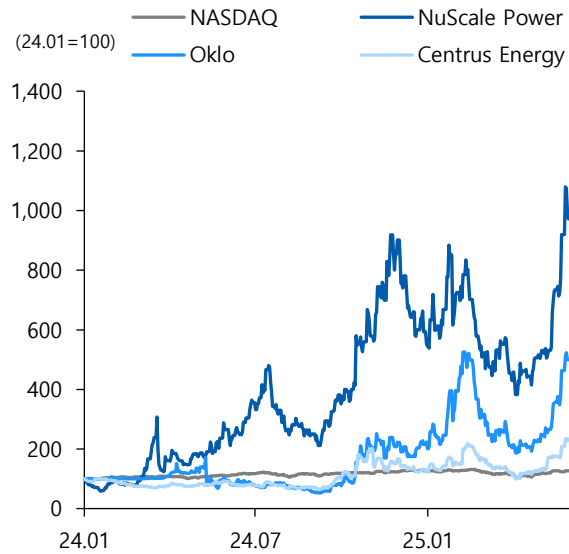
- 10년 뒤에도 AI, 모빌리티, 그린에너지가 글로벌 메가트렌드라면 전력 수급에 대만 고민은 지속될 수 밖에 없을 것
- 더욱 깨끗하고 더욱 효율적인 전력원이 개발되지 않는 이상 원자력 발전은 대체되기 어려운 에너지원이 될 것이기에 원전 산업의 중장기 수요는 견고
- 원전이 단점도 있지만 절대 포기할 수 없는 전력원이라는 인식이 전세계적으로 공유되면서 원자력 발전 밸류체인에 노출되어 있는 기업의 주가는 국가를 불문하고 중장기 성장 가시성을 반영하기 시작

한국 원전주 상대주가 수익률



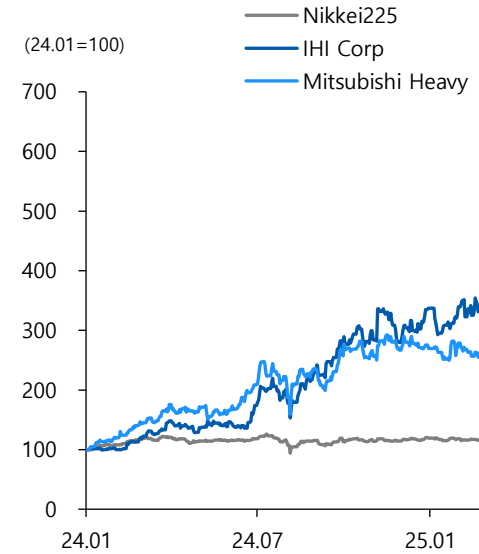
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 원전주 상대주가 수익률



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본 원전주 상대주가 수익률



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

그들이 말하는 업황

- 글로벌 원전 밸류체인에 위치한 Cameco(핵연료), NuScale(SMR), Oklo(SMR), Fluor(시공) 등은 실적 컨퍼런스콜을 통해 기존 예상을 넘어서는 원자력 발전 수요와 미국 트럼프 행정부의 친원전 정책 등으로 최근 10년 중 가장 우호적인 업황을 체감 중이라고 언급
- 산업 플레이어들은 강력한 원전 모멘텀은 기존 수립한 낙관적(Bull) 시나리오를 뛰어넘었으며 이는 강력한 펀더멘탈 변화로 이어질 것이라고 전망

전세계적으로 원전에 대한 인식이 개선되면서 원전 밸류체인에 위치한 기업들은 전례없이 강력한 수요를 체감 중

| 기업 | 실적 컨퍼런스콜 | 내용 |
|---------|----------|--|
| Cameco | 1Q25 | "Looking at the future picture for nuclear beyond the near-term noise, it continues to be more positive than we've ever seen." |
| | 4Q24 | "The reason for our optimism is relatively simple: we continue see to supportive market conditions throughout the fuel cycle and across the nuclear sector." |
| | | "In fact, we believe the outlook for nuclear power and nuclear fuel fundamentals is more favourable than it has been for decades." |
| | 3Q24 | "In the third quarter, we continue to see the growing positive momentum and support for nuclear energy among governments, energy-intensive industries, and within the general public. That support is generating durable full-cycle demand, which we believe is stronger than ever." |
| NuScale | 1Q24 | "The quality of the conversation around new nuclear far exceeds our highest case assumption even 12 months ago" |
| | 1Q25 | "We remain confident that the growing interest in our technology and its critical use cases as well as NuScale's distinct competitive edge in module manufacturing and fuel readiness will result in a firm customer order during 2025." |
| | 4Q24 | "President Trump established a National Energy Dominance Council... Executive order specifically prioritizes bringing SMRs online." |
| | 3Q24 | "I'm in dialogue with senior executives from prospective customers almost daily, and I can confirm there is fundamentally more interest in understanding nuclear technologies, regulations, supply chains and business models than ever before." |
| Oklo | 1Q25 | "The current administration has made it abundantly clear that nuclear is a strategic priority." |
| | | "Our customer pipeline totals over 14 gigawatts and span sectors like data centers and defense, proof of strong and growing demand." |
| | 4Q24 | "The momentum behind nuclear energy has never been stronger. The new administration has made it clear that nuclear power is a cornerstone of America's energy future, with direct policy actions and public endorsements supporting its expansion." |
| Fluor | 3Q24 | "Oklo has continued to move forward with additional letters of intent with customers, including new non-binding letters of intent with two major data center providers for up to 750 megawatts of power." |
| | 4Q24 | "We're in the first inning on SMRs and commercialization of the NuScale technology. But the demand and the interest in that type of business model going forward is really off the charts." |

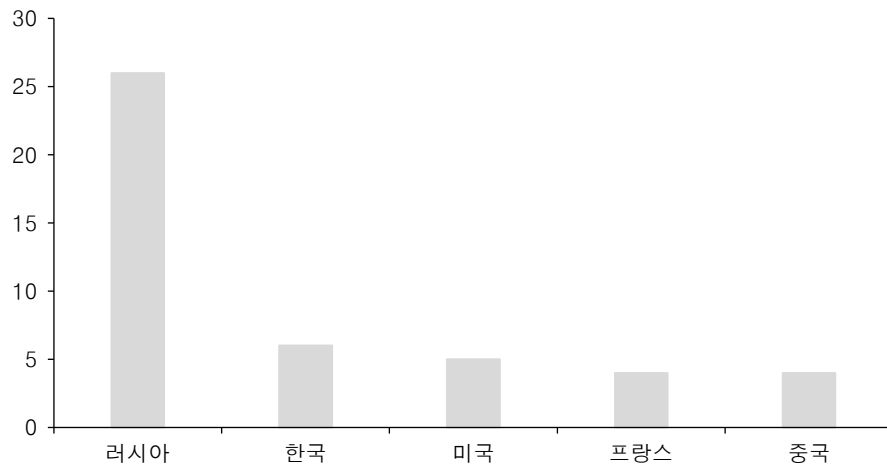
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

원전 삼국지, 한국 vs 미국 vs 프랑스

- 전세계적으로 원전에 대한 수요는 늘어나고 있지만 이를 공급해줄 수 있는 곳은 러시아, 중국, 프랑스, 미국, 캐나다, 일본, 한국 등 7개국에 국한
- 2011년 후쿠시마 원전 사고 이후 전세계 원전을 수출(착공+미착공 기준)한 국가는 러시아, 한국, 미국, 프랑스, 중국 등 5개국에 불과
- 핵무기와 연관되어 있는 원전 기술의 경우, 러시아와 중국은 미국의 수출 저지 대상이며 이를 위해서는 우방국 중 수출이 가능한 한국과 프랑스와의 협력이 필요
- 미국과 우방국들이 접근가능 한 원자력 발전 시장은 한 국가가 독식하는 것보다는 3개 국가 기업들이 나누어 갖는 구도로 발전할 것으로 판단

2011년 이후 원전 수출에 성공한 국가는 러시아, 미국, 한국, 프랑스, 중국에 불과

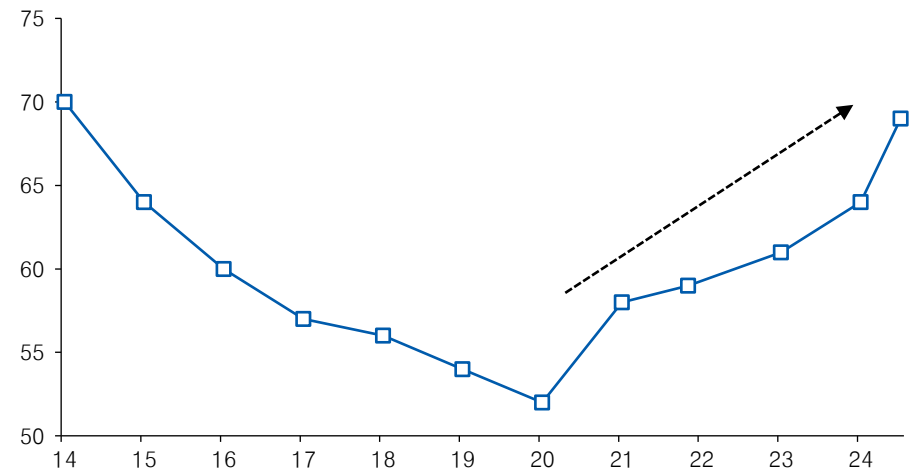
(기) 2011년 이후 전세계 원전 수출 현황



자료: 한국원전수출산업협회, 유안타증권 리서치센터

전세계 건설 단계(Under construction)에 진입한 원자로 수는 '20년을 저점으로 증가 중

(기) —□— 건설 (Under construction)

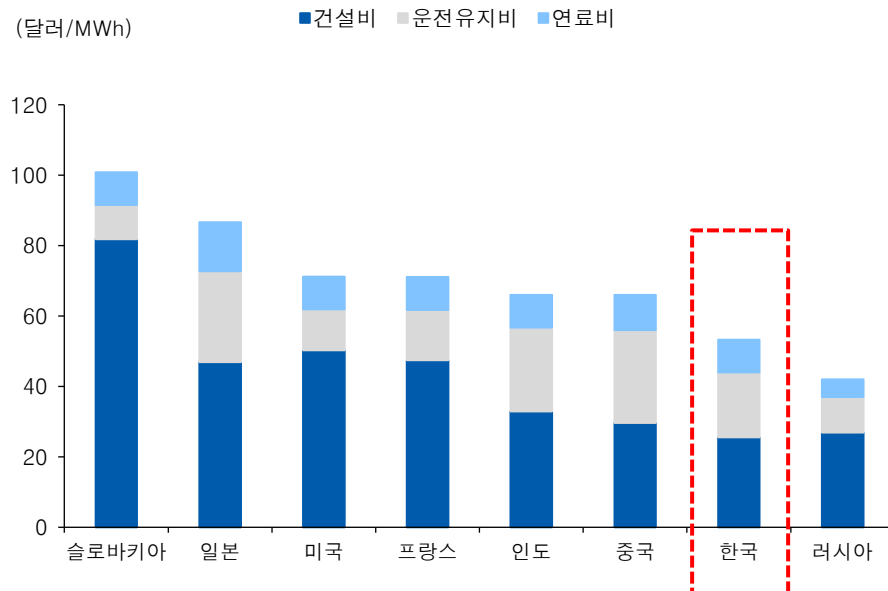


자료: World Nuclear Association, 유안타증권 리서치센터, 주: 2025년 6월 기준

원전 삼국지, 한국 vs 미국 vs 프랑스

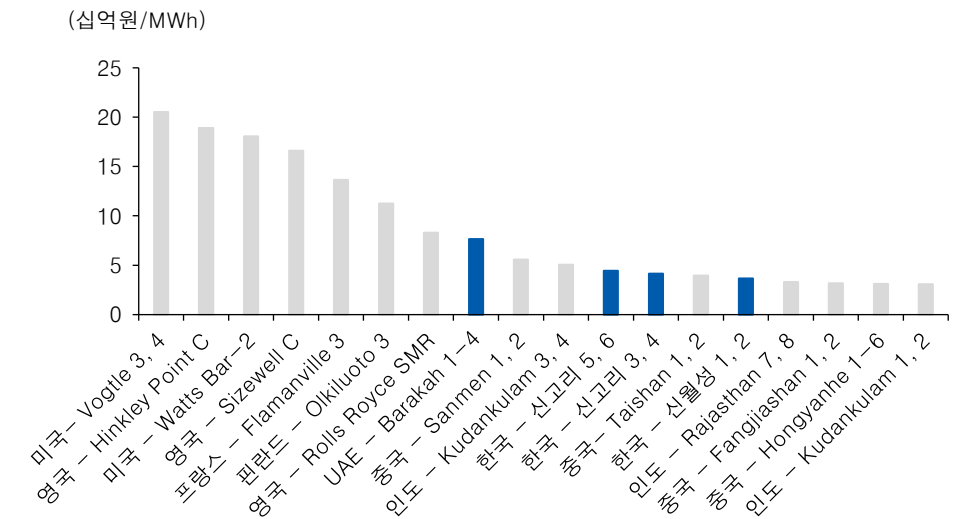
- 원전 후발주자임에도 불구하고 2009년 UAE 원전 건설을 수주하고, 2025년 체코, 불가리아에서 원전 공사 계약을 앞둔 한국 기업의 비교우위는 가격경쟁력
- 2025년 한국에서 가동될 원자력 발전소의 균등화 발전단가(LCOE)는 러시아를 제외하면 주요국 중 가장 저렴한 53.3달러/MWh(이자율 7% 적용 기준)
- 선진국 대비 한국의 원가경쟁력은 상대적으로 낮은 인건비 등에 기인하나 UAE에서 팀코리아가 시공한 Barakah 원전 또한 최근 미국(Vogtle 3, 4)과 프랑스(Flamanville 3)에서 준공된 원전 대비 가격경쟁력을 증명

한국 원전의 LCOE는 러시아를 제외한 주요국 중 가장 저렴



자료: IEA, 유안타증권 리서치센터

해외에서 시공한 한국형 원전 또한 최근 미국과 프랑스에서 준공된 노형 대비 원가경쟁력이 우위

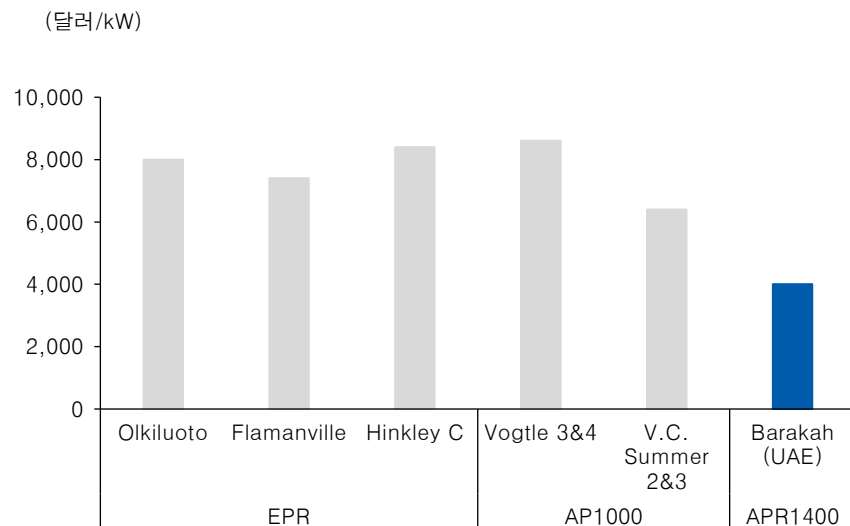


자료: Britain Remade, 유안타증권 리서치센터, 주: 1 GBP = 1,883원 가정해 산출

한국의 가격경쟁력은 이미 검증

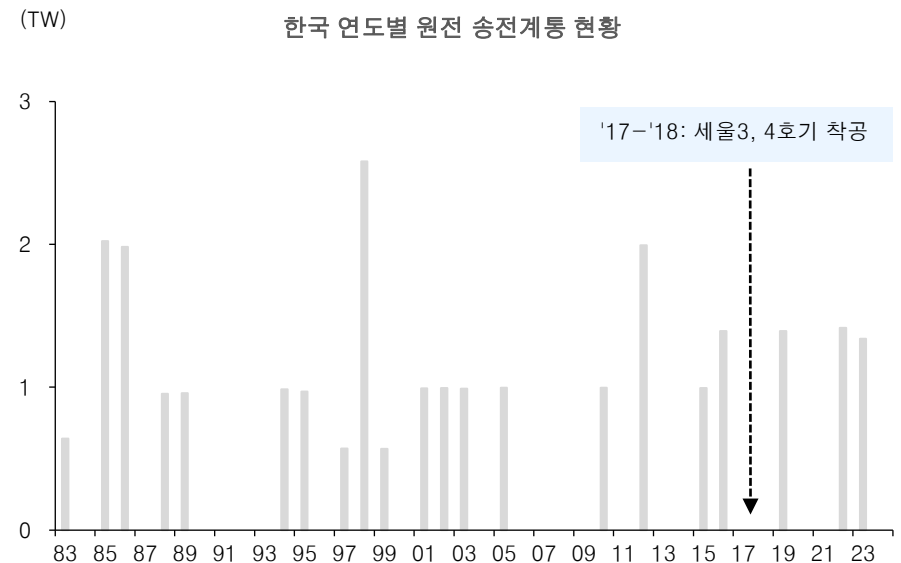
- 공기 지연에 의한 이자비용 증가분을 제외하더라도 한국형 노형인 APR1400의 순공사비(Overnight Cost)는 주요 3세대 이상 원전 중 가장 낮은 금액 기록
- 한국형 원전의 원가경쟁력은 ① 반복건설 경험, ② 주기기 및 보조기기 공급망 현지화, ③ 선진국 대비 낮은 인건비 등에 근거
- 다만 순공사비 외에도 원전 운영 역량, 수출국에 대한 자금 지원 여력, 양국간 외교 관계 등 고려해야 할 사안이 많기 때문에 가격이 절대변수가 되지는 않을 것
- 기술력, 자금력, 외교 영향력 측면에서 비교우위를 가지고 있는 미국의 경우, 다시금 원전 건설을 확대하려는 Westinghouse가 그간 시공 경험이 풍부한 현대건설 등 타 국가 기업과의 컨소시엄 형태로 사업을 전개 중

팀코리아가 시공한 Barakah 원전(APR1400)은 이자비용을 제외한 순공사비 측면에서 경쟁우위



자료: MIT, 유안타증권 리서치센터

한국은 원전 공사가 지속적으로 이루어지며 미국과 프랑스 대비 공백기가 짧은 편



자료: World Nuclear Association, 유안타증권 리서치센터

트럼프 2기, 미국이 다시 움직이기 시작했다

- '25년 1월부터 시작된 트럼프 2기 행정부는 취임 직후 국가 에너지 비상사태(National Energy Emergency)를 선포하며 에너지 안보를 국가 우선 과제로 설정
- '25년 2월에는 국가에너지지배위원회(National Energy Dominance Council)를 신설. 위원회는 미국의 에너지 산업 주도권 확보를 위한 국가 전략과 에너지 산업 활성화 방안 등을 대통령이 법적 권한을 최대한 활용할 수 있도록 자문할 예정으로 여기에는 폐쇄된 대형원전 재가동, SMR 가동 등이 포함될 전망
- '25년 5월, 트럼프 대통령은 미국 원자력 에너지 르네상스의 개막을 목표로 4건의 원자력 관련 행정명령에 서명

| 트럼프 1기 행정부('17~'20) | 트럼프 2기 행정부('25-) |
|--|---|
| ① 기존 원전 계속운전 지원 <ul style="list-style-type: none"> - Vogtle 3, 4호기 건설공사 지원 - 수명연장, 사고저항성핵연료(ATF) 개발 등 기존 원전 경제성 개선 R&D 추진 | ① 대선 공약 <ul style="list-style-type: none"> - NRC 규제 현대화 (개편 및 간소화) - 기존 원전 계속 운전 - SMR 기술 투자 확대 - 민간 주도 상업화 체계 확립 |
| ② 선진원자로 도입 가속화 지원 <ul style="list-style-type: none"> - 선진원자로 실증 지원 프로그램(ARDP) 시행 | ② 주요 정책('25.5.23 행정명령 4건) <ol style="list-style-type: none"> 1. 미국의 원자력 산업 기반 재건 <ul style="list-style-type: none"> - 미국 내 핵연료 주기 강화 - 원전 재가동 및 건설 자금 지원 - 원자력 인력 양성 및 교육 확대 2. 원자력규제위원회(NRC) 개혁 <ul style="list-style-type: none"> - NRC 규정 개혁 - 원전 심사기간 축소 3. DOE의 원자로 시험 체계 개혁 4. 국가 안보 위한 선진 원자로 배치 <ul style="list-style-type: none"> - '28년 9월 군사기지 내 원자로 1기 가동 - AI 데이터 센터의 국가 안보 센터 지정 - 국방생산법 활용한 핵연료 확보 |
| ③ 선진 연료 주기 인프라 구축 <ul style="list-style-type: none"> - 연료공급 안보 확보 위한 선형 연료 주기(채광, 변환, 농축) 산업 및 선진 연료 기술 관련 R&D 추진 | |
| ④ 수출경쟁력 강화 지원 <ul style="list-style-type: none"> - 美수출입은행(EXIM)의 적극적인 개입과 지원 독려 - 美 국제개발금융공사(IDFC) 원전사업 금융지원 금지하는 내부 조항 삭제 | |

트럼프 2기, Make Nuclear Great Again

- '25년 5월, 트럼프 대통령은 미국 원전 산업 활성화 및 에너지 안보 강화를 목표로 4건의 원자력 관련 행정명령에 서명하며 앞으로 남은 트럼프 행정부 임기 내 에너지 정책 방향성을 명확하게 제시
- 특히 금번 행정명령은 미국 백악관이 원자력 분야에 한정해 발표한 최초의 행정명령이라는 점에 주목

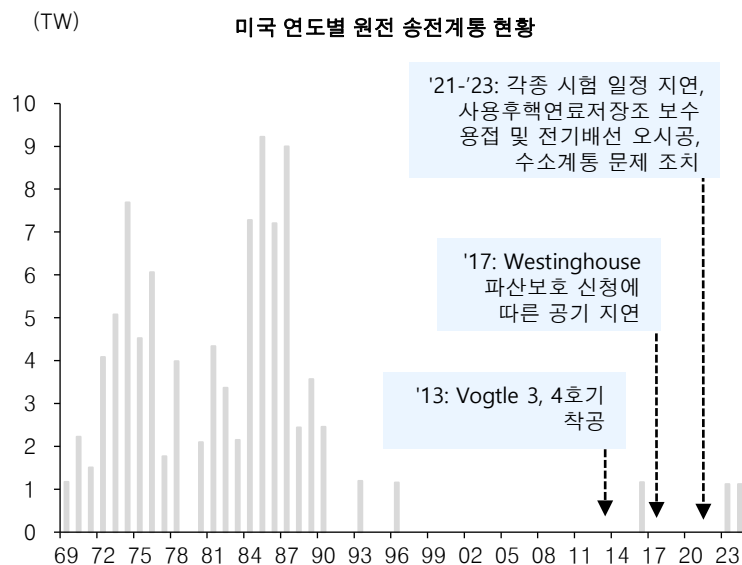
| 행정명령 | 정책목표 | 주요내용 |
|--|--|--|
| 1. Reinvigorating the Nuclear Industrial Base (미국의 원자력 산업 기반 재건) | ① 선진 원자로 활용과 핵연료 공급망 강화를 통해 에너지 자립, 안보 확보, 산업·디지털 경쟁력 제고 | ① 미국 내 핵연료 주기 강화 ② 원전 재가동 및 건설 자금 지원 ③ 원자력 인력 양성 및 교육 확대 |
| 2. Ordering the Reform of the NRC (원자력규제위원회 개혁) | ① 미국의 원자력 글로벌 리더십 재정립 ② GEN III+ 및 IV형 원자로, 모듈형·마이크로 원자로 등 선진 원자로 기술의 보급 확대 (규제 및 비용 장벽 완화 포함) ③ 원자력 발전용량을 2024년 100GW에서 2050년까지 400GW로 확대 ④ 신규 원전 설계, 시험 및 인허가 절차 가속화 ⑤ 기존 원전의 계속운전 지원 및 조기 폐쇄·부분 중단 원전 재가동 촉진 ⑥ 미국의 원자력 안전성에 대한 세계적 명성 유지 | ① NRC 규정 개혁 및 현대화 ② 신규 원전 인허가 기간 최대 18개월로 제한 ③ 기존 원전 운영 연장 심사 기간 12개월로 단축 ④ 방사선 노출 기준 재검토 |
| 3. Reforming Nuclear Reactor Testing at the DOE (DOE의 원자로 시험 체계 개혁) | ① 미국 행정부는 원자력 혁신을 촉진하고, 선진 원자로 기술을 가능한 한 신속히 미국 내에 상업적으로 도입하는 정책 추진 | ① SMR 3기 시범 운영 추진 ② 연방 부지에서의 원자로 테스트 절차 간소화 |
| 4. Deploying Advanced Nuclear Reactor Technologies for National Security (국가 안보를 위한 선진 원자로 기술 배치) | ① 중요 기반시설 및 국방시설의 안정적 운영을 위해, 선진 원자력 기술의 신속한 개발·배치·활용을 추진 ② 우라늄·플루토늄 등 연방 소유 자산과 연계된 인센티브를 정비, 민간 부문의 투자·혁신·활용을 촉진 ③ DOE와 국방부 간 규제 조율을 통해 자원과 위험을 임무에 맞게 최적화 | ① 2028년 9월까지 미국 내 군사기지 또는 시설에서 원자로 1기 가동 ② AI 데이터 센터를 국가 안보 시설로 지정 ③ 국방생산법(DPA)을 활용한 핵연료 확보 |

자료: 한국원전수출산업협회, 유안타증권 리서치센터

'30년까지 미국 내 대형원전 10기 착공

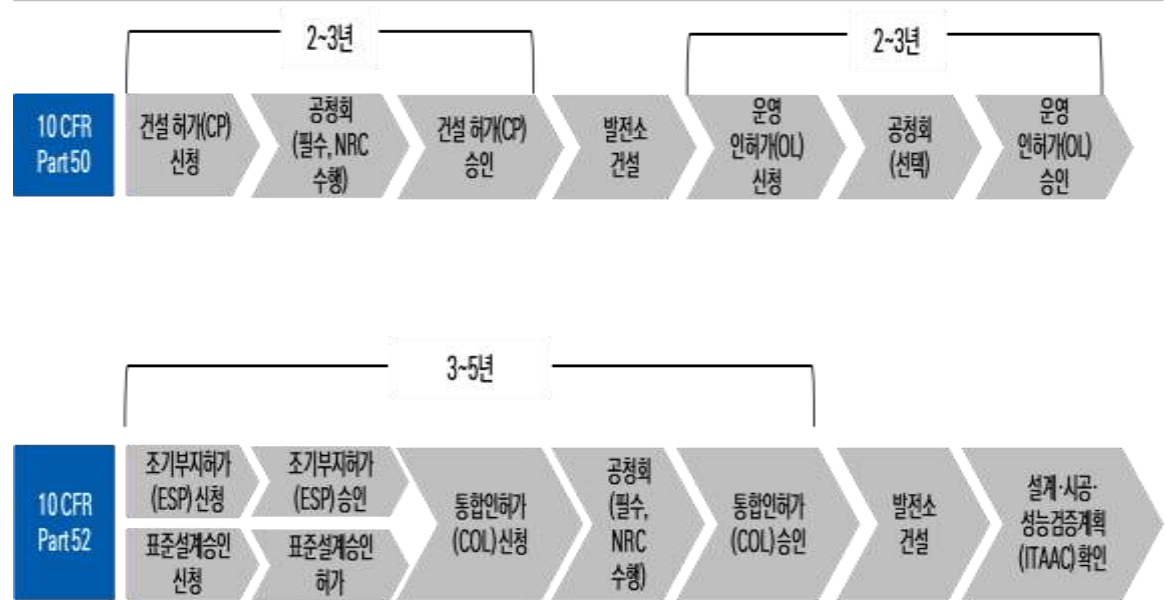
- '25년 6월 기준 전세계 원자력 발전량 1위인 미국에는 원자로 94기(97GW)가 가동 중이며 이 중 91기가 '69-'96년에 완공되어 송전계통에 연결
- '77-'13년 미국 내 신규원전 건설이 중단된 데에는 '79년 스리마일섬 원전 사고, 가스발전의 경제성 부각 등의 원인도 존재하나 트럼프 행정부는 시간당 심사 수수료를 부과하는 미국 원자력규제위원회(NRC)의 인허가 지연을 병목 요인으로 지목
- '54-'78년 사이 133기의 원자로 건설이 승인된 데 반해 '78년 이후에는 승인된 원자로 중 2기만이 유일하게 상업운전에 성공
- 트럼프 행정부는 약 36~72개월 소요되는 신규원전 승인 기한을 18개월 이내로 단축해 '30년까지 대형원전 10기를 착공하는 도전적인 목표를 발표

'25년 미국 내 가동 중인 대형원전 94기 중 91기가 '96년 이전 송전계통에 연결



자료: World Nuclear Association, 유안타증권 리서치센터

프로젝트마다 편차는 있으나 미국 신규원전 인허가 절차는 약 4~6년 소요



자료: The U.S. Nuclear Regulatory Commission, 유안타증권 리서치센터

한국, 경쟁자(Competitor)에서 조력자(Collaborator)로

- 장기간의 공백기 이후 미국이 원전을 착공한다면 주기기 제조와 시공 역량을 확보하고 있는 한국의 역할이 중요해질 것
- Westinghouse의 2대주주(지분율 49%)인 Cameco는 한국수력원자력(한수원)과 Westinghouse가 체결한 지식재산권 합의에 대해 한·미 양국이 잠재적 경쟁자(Competitor)에서 조력자(Collaborator)로 전환하는 계기를 제공했다고 평가
- 구체적인 합의 내용은 공개되지 않았으나 한수원 중심 팀코리아가 경쟁력을 가졌던 턴키(Turn-key) 발주 시장에서 Westinghouse도 함께 참여할 수 있는 사업기회가 확장될 것이라고 언급
- 마찬가지로 이는 한국 기업들 또한 Westinghouse 주도 프로젝트에 참여하는 동시에 그간 접근 불가능했던 미국 시장으로의 진출이 가능하다는 의미

Cameco는 한국과 미국이 경쟁자에서 조력자로 전환했다고 언급

Cameco 1Q25 Earnings call

Question

- Can you speak to what the implications are for Westinghouse with respect to the recent IP legal settlement with Korea? What could that mean to that five-year outlook for Westinghouse if there are material builds outside of Korea that is done by that organization?

Answer

- It means that **Westinghouse and the Koreans have gone from potentially being competitors in markets for gigawatt-scale newbuild to be important collaborators**
- As markets where Westinghouse may not have been competitive, for example, **where utilities or states were looking for a fixed price, turnkey solution. Those were markets that the Koreans were very competitive in. But now, instead of being excluded from those markets, Westinghouse has an opportunity to participate in the scope of those newbuilds**

원전 시공사인 현대건설 또한 Westinghouse, Holtec 공급망에 위치

현대건설 중장기 대형원전 및 SMR 수주 파이프라인

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030~ |
|------|--|---|--|---|--|---|--|
| 대형원전 | <ul style="list-style-type: none"> · 불가리아 원전 우선협상대상자 선정(2월) | <ul style="list-style-type: none"> · 불가리아 원전 계약(12월) · 스웨덴 원전 우선협상대상자 선정(12월) | <ul style="list-style-type: none"> · 사우디 원전 · 카자흐스탄 원전 · UAE 원전 · 루마니아 체르나보다 3, 4 원전 | <ul style="list-style-type: none"> · 슬로베니아 원전 · 남아공 원전 · 튀르키예 원전 | <ul style="list-style-type: none"> · 대한민국 원전 · 핀란드 원전 · 캐나다 원전 · 미국 원전 | <ul style="list-style-type: none"> · 스웨덴 원전 · 우크라이나 원전 · 미국 원전 | <ul style="list-style-type: none"> · 슬로바키아 원전 · 체코 테멜린 3, 4 원전 |
| SMR | <ul style="list-style-type: none"> · 영국 GBN SMR 기술경쟁 입찰 프로그램 최종 입찰 후보 선정(10월) | <ul style="list-style-type: none"> · 미국 Palisades 계약(12월) · 미국 Dominion SMR 기술 선정(1Q) | | | <ul style="list-style-type: none"> · 미국 Oystercreek 1, 2 착공(2Q) | <ul style="list-style-type: none"> · 미국 Dominion SMR 계약(2Q) · 미국 Oystercreek 3, 4 착공(4Q) · 영국 GBN FID 및 계약, 착공(4Q) | |
| 기타 | | <ul style="list-style-type: none"> · 루마니아 원전 설비개선(3월) · 대한민국 방사광 가속기(5월) | <ul style="list-style-type: none"> · 대한민국 문무대왕과학 연구소 | | | | |

자료: 현대건설, 유안타증권 리서치센터,

미국 SMR 또한 한국이 선택지가 아닌 필수

- 미국 SMR 업체 중 유일하게 NRC 설계인증을 획득한 NuScale은 1Q25 실적 컨퍼런스콜에서 두산에너지빌리티를 일곱번 언급하며 견조한 제조역량을 강조
- 이는 아직까지 태동기인 SMR 산업에서의 경쟁력이 모듈 제조역량으로 대변되기 때문에 NuScale의 잠재적 고객사는 '25년 말로 예상되는 실제 계약 전 두산에너지빌리티의 창원 공장 실사를 요구
- “During the first quarter, we conducted multiple pre-bid meetings with Doosan on an Upper Reactor Pressure Vessel fabrication proposal.”
- “Of these customer discussions, many of which have progressed to the point of multiple iterations of term sheets exchanged between parties and customer site visits to Doosan’s manufacturing facilities in South Korea where NuScale Power modules are being built.”

NuScale은 두산에너지빌리티를 기반으로 한 모듈 제조역량을 강조

NuScale Power 1Q25 Earnings call

Question

- Is that the customer reaching a final investment decision? Is it some other intermediate threshold that needs to be crossed to sort of fall into that category? And then what are the events that need to unfold to get to that?

Answer

- As I commented earlier, we're actually in the process of submittal and negotiating term sheets. **We've got customers that are wanting to go to Doosan to actually go touch steel and see our modules online and in production.** In fact, I'm going to be in Korea with an executive team of a prospective customer this June.

두산에너지 (034020): 미국이 추가된다면

건설/기계



장윤석, FRM 건설/기계
yoonseok.chang@yuantakorea.com

| | |
|-------------|-------------|
| 투자 의견 | BUY (M) |
| 목표주가 | 81,000원 (U) |
| 현재주가 (6/24) | 68,900원 |
| 상승여력 | 18% |

| | | | |
|-------------|------------------|-------|-------|
| 시가총액 | 441,347 억원 | | |
| 총발행주식수 | 640,561,146 주 | | |
| 60일 평균 거래대금 | 4,057억원 | | |
| 60일 평균 거래량 | 9,988,755주 | | |
| 52주 고 | 68,900 원 | | |
| 52주 저 | 15,860 원 | | |
| 외인지분율 | 24.55 % | | |
| 주요주주 | 두산 외 28 인 30.68% | | |
| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
| 절대 | 68.9 | 159.0 | 231.3 |
| 상대 | 41.0 | 119.7 | 195.1 |
| 절대(달러환산) | 70.8 | 179.5 | 238.3 |

미국이 추가된다면

- 미국이 '30년까지 대형원전 10기를 착공하게 된다면 중장기 수주 파이프라인에 10기가 추가 가능
- 미국 웨스팅하우스 AP1000 노형 8기 중 6기에 주기기를 공급한 트랙레코드를 감안 시, 미국 발주가 현실화된다면 수주가 매우 유력한 포지션
- SMR 분야에서도 미국 NuScale의 발주가 임박한 만큼, 풍부한 공급처를 기반으로 국내외 원전 시장 확대의 수혜가 집중될 전망

업황이 CAPA를 넘어선다면

- 동사의 연간 수주 가능 CAPA는 대형원전 5기, SMR 6기, 가스터빈 8기로 강력한 글로벌 원전 수요 고려 시 Capa 확장이 필요할 것
- 수요가 공급을 초과하는 업황에서는 수익성 중심의 선별수주도 고려할 수 있으며 이는 수주잔고의 질적개선을 의미

투자 의견 Buy, 목표주가 81,000원으로 상향

- 한국, 미국, 유럽 등에서 원전 발주 모멘텀이 기대되는 가운데, 동사의 독보적인 수주 역량을 반영하기 위해 수주잔고를 기반으로 적정주가를 산출하는 Price to Backlog 밸류에이션을 적용
- 에너지부문 영업가치는 2029년 예상 수주잔고 34조원에 2007년 해수담수화 및 원전 프로젝트 수주 기대감으로 확장했던 Price to Backlog 멀티플 1.85배를 적용하여 산출

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 154,211 | 175,899 | 162,331 | 155,509 | 176,851 |
| 매출액증가율 | 40.3 | 14.1 | -7.7 | -4.2 | 13.7 |
| 영업이익 | 11,061 | 14,673 | 10,176 | 10,303 | 13,120 |
| 영업이익률 | 7.2 | 8.3 | 6.3 | 6.6 | 7.4 |
| 지배주주귀속이익 | -7,725 | 556 | 1,114 | 2,066 | 1,512 |
| 지배주주 귀속 EPS | -1,247 | 87 | 174 | 323 | 236 |
| 증가율 | -221.5 | -107.0 | 100.0 | 85.6 | -26.9 |
| PER | -14.7 | 189.0 | 104.1 | 213.6 | 292.0 |
| PBR | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 5.3 | 4.9 |
| EV/EBITDA | 11.4 | 8.6 | 12.7 | 34.6 | 30.4 |
| ROA | -3.3 | 0.2 | 0.4 | 0.8 | 0.5 |
| ROE | -11.7 | 0.8 | 1.5 | 2.6 | 1.8 |

자료: 유안타증권 리서치센터

두산에너지빌리티 목표주가 산정

| (단위: 십억원, 백만주) | 수주잔고 | 적용배수 | 적정가치 | 비고 |
|---------------------|--------|--------|---------|--|
| 사업가치 (A) | | | 51,851 | |
| 에너지빌리티 | 34,386 | 1.85 | 51,851 | 2029년 예상 수주잔고에 2007년 해수담수화 및 원전 프로젝트 수주 기대감으로 확장했던 멀티플 고점, 할인율 7% 적용 |
| 구분 | 기업가치 | 지분율(%) | 적정가치 | 비고 |
| 자회사 가치 (B = a+b) | | | 3,565 | |
| a. 상장 자회사 가치 | | | 1,690 | 상장 자회사 가치에 -31% 할인 적용 [두산에너지빌리티 최대주주 지분율(30.7%) 제외] |
| 두산밥캣 | 4,585 | 46.1% | 2,112 | 최근 60일 평균 시가총액 기준 |
| 두산퓨얼셀 | 1,074 | 30.3% | 326 | |
| b. 비상장 자회사 가치 | | | 1,875 | 4Q24말 장부가 기준 |
| 순차입금 (C) | | | 3,330 | 1Q25말 에너지빌리티 부문 기준 |
| 적정 기업가치 (D = A+B-C) | | | 52,086 | |
| 발행 주식수 (E) | | | 641 | |
| 목표주가 (F = D/E) | | | 81,000원 | |
| 현재 주가 | | | 68,900원 | 2025년 6월 24일 기준 |
| 상승여력 | | | +18% | |

자료: 유안타증권 리서치센터

두산에너지빌리티 신규수주 및 수주잔고 가정

| (단위: 십억원, 기) | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 주요 가정 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------------------------------|
| 에너지빌리티 부문 수주잔고 | 20,050 | 22,940 | 26,541 | 29,780 | 34,386 | |
| 매출액 | 6,538 | 8,250 | 9,439 | 10,921 | 12,254 | |
| 신규수주 | 10,700 | 11,140 | 13,040 | 14,160 | 16,860 | |
| 대형원전 | 3,800 | 5,700 | 7,600 | 7,600 | 9,500 | |
| SMR | 600 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 2,000 | |
| 원자력 서비스 | 600 | 600 | 600 | 600 | 600 | |
| 가스터빈(기자재) | 1,120 | 2,240 | 2,240 | 3,360 | 3,360 | |
| 신재생 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | |
| 기타 | 3,580 | 400 | 400 | 400 | 400 | |
| ASP | | | | | | |
| 대형원전 | 1,900 | 1,900 | 1,900 | 1,900 | 1,900 | 체코 원전 1기당 주기기 예상 수주금액 동일 적용 |
| SMR | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 1 모듈 당 1,000억원 |
| 가스터빈(기자재) | 280 | 280 | 280 | 280 | 280 | 보령신복합 프로젝트 수주금액 동일 적용 |
| 수주대수(기) | | | | | | |
| 대형원전 | 2 | 3 | 4 | 4 | 5 | 미국 대형원전 10기 수주 |
| SMR | 6 | 12 | 12 | 12 | 20 | 2030년까지 연간 수주 가능 CAPA 6 모듈 → 20 모듈 증설 |
| 가스터빈(기자재) | 4 | 8 | 8 | 12 | 12 | 가스터빈 CAPA 8기 → 12기 증설 |

자료: 유안타증권 리서치센터

두산에너지빌리티 분기 및 연간 실적

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2024 | 2025E | 2026E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 4,097.9 | 4,150.5 | 3,395.6 | 4,589.1 | 3,748.6 | 3,866.2 | 3,445.0 | 4,491.2 | 16,233.1 | 15,550.9 | 17,685.1 |
| YoY (%) | 1% | -9% | -18% | -5% | -9% | -7% | 1% | -2% | -8% | -4% | 14% |
| 에너지빌리티 | 1,700.1 | 1,814.4 | 1,611.5 | 2,166.8 | 1,538.7 | 1,539.4 | 1,476.1 | 1,983.4 | 7,292.8 | 6,537.6 | 8,250.3 |
| 두산밥캣 | 2,394.6 | 2,236.6 | 1,777.7 | 2,142.1 | 2,098.2 | 2,193.8 | 1,893.9 | 2,214.2 | 8,551.0 | 8,400.1 | 8,726.8 |
| 두산퓨얼셀 | 31.7 | 86.5 | 32.0 | 194.1 | 99.7 | 116.9 | 59.7 | 260.5 | 344.3 | 536.8 | 616.8 |
| 기타 및 연결조정 | (28.5) | 13.0 | (25.7) | 86.1 | 12.0 | 16.1 | 15.2 | 33.1 | 44.9 | 76.4 | 91.2 |
| 매출총이익 | 747.1 | 729.2 | 524.1 | 729.3 | 324.3 | 626.7 | 546.7 | 717.6 | 2,929.6 | 2,215.4 | 2,828.5 |
| YoY (%) | 4% | -11% | -26% | -6% | -66% | -14% | 4% | -2% | -3% | -24% | 28% |
| 영업이익 | 358.1 | 309.8 | 114.8 | 235.0 | 142.5 | 261.2 | 266.9 | 359.7 | 1,217.4 | 1,030.3 | 1,312.0 |
| YoY (%) | -2% | -37% | -63% | -21% | -74% | -16% | 133% | 53% | -17% | -15% | 27% |
| 에너지빌리티 | 74.1 | 72.1 | 34.4 | 63.0 | (1.4) | 73.3 | 82.7 | 117.9 | 243.6 | 272.5 | 453.6 |
| 두산밥캣 | 326.0 | 239.5 | 125.7 | 180.2 | 200.0 | 206.1 | 190.9 | 240.0 | 871.4 | 837.0 | 909.6 |
| 두산퓨얼셀 | 1.7 | 2.2 | (3.0) | (2.6) | (11.5) | 1.9 | 18.4 | 16.8 | (1.7) | 25.6 | 22.5 |
| 세전이익 | 368.8 | 316.7 | 38.6 | (66.3) | 30.2 | 167.3 | 172.5 | 261.7 | 657.8 | 631.7 | 925.1 |
| YoY (%) | 28% | -24% | -80% | -59% | -92% | -47% | 347% | 흑전 | -11% | -4% | 46% |
| 지배주주 순이익 | 144.2 | 136.2 | (55.0) | (113.9) | (68.9) | 71.9 | (246.1) | 449.6 | 111.4 | 206.6 | 151.2 |
| YoY (%) | 107% | 27% | 적전 | 적지 | 적전 | -47% | 적지 | 흑전 | 100% | 86% | -27% |
| 이익률 | | | | | | | | | | | |
| 매출총이익률 | 23.1% | 17.6% | 15.4% | 15.9% | 8.7% | 16.2% | 15.9% | 16.0% | 18.0% | 14.2% | 16.0% |
| 영업이익률 | 13.6% | 7.5% | 3.4% | 5.1% | 3.8% | 6.8% | 7.7% | 8.0% | 7.5% | 6.6% | 7.4% |
| 에너지빌리티 | 4.4% | 4.0% | 2.1% | 2.9% | -0.1% | 4.8% | 5.6% | 5.9% | 3.3% | 4.2% | 5.5% |
| 두산밥캣 | 13.6% | 10.7% | 7.1% | 8.4% | 9.5% | 9.4% | 10.1% | 10.8% | 10.2% | 10.0% | 10.4% |
| 두산퓨얼셀 | 5.2% | 2.5% | -9.3% | -1.3% | -11.6% | 1.6% | 30.8% | 6.4% | -0.5% | 4.8% | 3.6% |
| 세전이익률 | 9.0% | 7.6% | 1.1% | -1.4% | 0.8% | 4.3% | 5.0% | 5.8% | 4.1% | 4.1% | 5.2% |
| 지배주주 순이익률 | 3.5% | 3.3% | -1.6% | -2.5% | -1.8% | 1.9% | -7.1% | 10.0% | 0.7% | 1.3% | 0.9% |

자료: 유안타증권 리서치센터

두산에너지리티 (034020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 | | | | | | (단위: 억원) |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| 매출액 | 175,899 | 162,331 | 155,509 | 176,851 | 191,869 | |
| 매출원가 | 145,729 | 135,033 | 130,622 | 148,566 | 161,183 | |
| 매출총이익 | 30,170 | 27,297 | 24,887 | 28,285 | 30,687 | |
| 판매비 | 15,497 | 17,121 | 14,584 | 15,165 | 12,978 | |
| 영업이익 | 14,673 | 10,176 | 10,303 | 13,120 | 17,708 | |
| EBITDA | 19,340 | 15,086 | 15,320 | 17,492 | 21,533 | |
| 영업외손익 | -7,288 | -3,598 | -3,985 | -3,869 | -3,731 | |
| 외환관련손익 | -37 | 573 | -87 | 0 | 0 | |
| 이자손익 | -2,407 | -2,199 | -2,496 | -2,601 | -2,464 | |
| 관계기업관련손익 | -387 | 205 | 75 | 75 | 75 | |
| 기타 | -4,457 | -2,178 | -1,477 | -1,342 | -1,342 | |
| 법인세비용차감전순손익 | 7,385 | 6,578 | 6,317 | 9,251 | 13,978 | |
| 법인세비용 | 2,210 | 2,631 | 4,153 | 7,241 | 8,573 | |
| 계속사업순손익 | 5,175 | 3,947 | 2,164 | 2,010 | 5,404 | |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 당기순이익 | 5,175 | 3,947 | 2,164 | 2,010 | 5,404 | |
| 지배자분순이익 | 556 | 1,114 | 2,066 | 1,512 | 4,063 | |
| 포괄순이익 | 5,373 | 9,730 | 7,619 | 7,465 | 10,859 | |
| 지배자분포괄이익 | -8 | 3,697 | 1,034 | 1,013 | 1,473 | |

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일함. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 | | | | | | (단위: 억원) |
|-----------------|---------|--------|---------|---------|---------|----------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| 영업활동 현금흐름 | 20,706 | 2,422 | -11,282 | -6,446 | -1,210 | |
| 당기순이익 | 5,175 | 3,947 | 2,164 | 2,010 | 5,404 | |
| 감가상각비 | 3,225 | 3,503 | 3,518 | 2,940 | 2,457 | |
| 외환손익 | 127 | -563 | 89 | 0 | 0 | |
| 중속, 관계기업관련손익 | 387 | -205 | -75 | -75 | -75 | |
| 자산부채의 증감 | 6,446 | -8,913 | -23,943 | -18,788 | -16,399 | |
| 기타현금흐름 | 5,345 | 4,653 | 6,965 | 7,467 | 7,403 | |
| 투자활동 현금흐름 | -8,166 | -8,214 | -2,781 | -816 | 13 | |
| 투자자산 | -102 | -526 | 167 | -1,309 | -731 | |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -3,956 | -4,615 | -4,638 | -4,620 | -4,620 | |
| 유형자산 감소 | 89 | 94 | 44 | 0 | 0 | |
| 기타현금흐름 | -4,197 | -3,167 | 1,646 | 5,113 | 5,363 | |
| 재무활동 현금흐름 | -529 | 6,084 | 5,014 | 599 | 334 | |
| 단기차입금 | -2,772 | 11,308 | 2,789 | 599 | 334 | |
| 사채 및 장기차입금 | 977 | 1,509 | 1,314 | 0 | 0 | |
| 자본 | -11,460 | -1,407 | -1,305 | 0 | 0 | |
| 현금배당 | -800 | -863 | 0 | 0 | 0 | |
| 기타현금흐름 | 13,526 | -4,463 | 2,216 | 0 | 0 | |
| 연결법위변동 등 기타 | 233 | 2,489 | -569 | 5,173 | 11,696 | |
| 현금의 증감 | 12,243 | 2,781 | -9,618 | -1,490 | 10,833 | |
| 기초 현금 | 13,958 | 26,202 | 28,983 | 19,365 | 17,875 | |
| 기말 현금 | 26,202 | 28,983 | 19,365 | 17,875 | 28,708 | |
| NOPLAT | 14,673 | 10,176 | 10,303 | 13,120 | 17,708 | |
| FCF | 16,750 | -2,193 | -15,921 | -11,066 | -5,830 | |

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER는 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우,

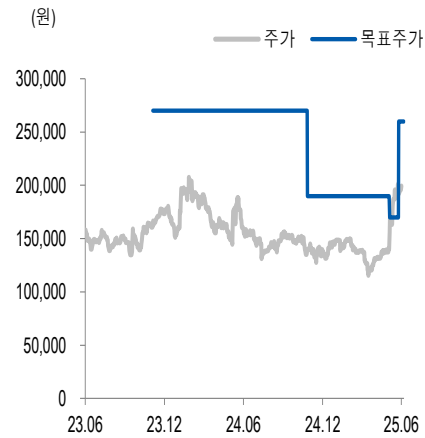
자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표 | | | | | | (단위: 억원) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| 유동자산 | 96,416 | 100,490 | 113,567 | 137,232 | 155,584 | |
| 현금및현금성자산 | 26,202 | 28,983 | 19,365 | 17,875 | 28,708 | |
| 매출채권 및 기타채권 | 33,508 | 34,052 | 38,775 | 46,751 | 48,104 | |
| 재고자산 | 25,390 | 27,339 | 32,262 | 38,874 | 42,175 | |
| 비유동자산 | 149,993 | 162,658 | 165,637 | 167,194 | 168,720 | |
| 유형자산 | 52,251 | 57,030 | 58,331 | 60,011 | 62,174 | |
| 관계기업등 지분관련자산 | 3,169 | 3,477 | 3,402 | 4,013 | 4,354 | |
| 기타투자자산 | 6,977 | 8,343 | 8,440 | 9,138 | 9,528 | |
| 자산총계 | 246,408 | 263,148 | 279,204 | 304,426 | 324,304 | |
| 유동부채 | 95,968 | 89,458 | 99,188 | 113,496 | 120,590 | |
| 매입채무 및 기타채무 | 61,194 | 54,626 | 59,993 | 72,643 | 78,812 | |
| 단기차입금 | 11,866 | 21,413 | 24,274 | 24,274 | 24,274 | |
| 유동성장기부채 | 15,764 | 3,982 | 5,685 | 5,685 | 5,685 | |
| 비유동부채 | 42,026 | 57,079 | 56,271 | 59,720 | 61,645 | |
| 장기차입금 | 14,577 | 24,345 | 25,134 | 25,134 | 25,134 | |
| 사채 | 4,939 | 9,068 | 8,183 | 8,183 | 8,183 | |
| 부채총계 | 137,993 | 146,537 | 155,459 | 173,215 | 182,235 | |
| 자본지분 | 71,174 | 74,966 | 82,730 | 89,697 | 99,214 | |
| 자본금 | 32,673 | 32,673 | 32,673 | 32,673 | 32,673 | |
| 자본잉여금 | 17,128 | 15,721 | 14,416 | 14,416 | 14,416 | |
| 이익잉여금 | 11,845 | 13,944 | 18,241 | 19,752 | 23,815 | |
| 비지배지분 | 37,241 | 41,645 | 41,015 | 41,514 | 42,855 | |
| 자본총계 | 108,415 | 116,611 | 123,745 | 131,211 | 142,070 | |
| 순차입금 | 24,142 | 34,027 | 47,817 | 49,338 | 38,523 | |
| 총차입금 | 53,426 | 66,243 | 70,346 | 70,945 | 71,279 | |

| Valuation 지표 | | | | | | (단위: 원, %, 배) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| EPS | 87 | 174 | 323 | 236 | 634 | |
| BPS | 11,113 | 11,705 | 12,917 | 14,005 | 15,491 | |
| EBITDAPS | 3,022 | 2,355 | 2,392 | 2,731 | 3,362 | |
| SPS | 27,483 | 25,342 | 24,277 | 27,609 | 29,953 | |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| PER | 189.0 | 104.1 | 213.6 | 292.0 | 108.6 | |
| PBR | 1.5 | 1.5 | 5.3 | 4.9 | 4.4 | |
| EV/EBITDA | 8.6 | 12.7 | 34.6 | 30.4 | 24.3 | |
| PSR | 0.6 | 0.7 | 2.8 | 2.5 | 2.3 | |

| 재무비율 | | | | | | (단위: %, 배) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F | |
| 매출액 증가율 (%) | 14.1 | -7.7 | -4.2 | 13.7 | 8.5 | |
| 영업이익 증가율 (%) | 32.7 | -30.6 | 1.2 | 27.3 | 35.0 | |
| 지배순이익 증가율 (%) | 흑전 | 100.3 | 85.5 | -26.8 | 168.8 | |
| 매출총이익률 (%) | 17.2 | 16.8 | 16.0 | 16.0 | 16.0 | |
| 영업이익률 (%) | 8.3 | 6.3 | 6.6 | 7.4 | 9.2 | |
| 지배순이익률 (%) | 0.3 | 0.7 | 1.3 | 0.9 | 2.1 | |
| EBITDA 마진 (%) | 11.0 | 9.3 | 9.9 | 9.9 | 11.2 | |
| ROIC | 7.7 | 4.4 | 2.2 | 2.2 | 4.1 | |
| ROA | 0.2 | 0.4 | 0.8 | 0.5 | 1.3 | |
| ROE | 0.8 | 1.5 | 2.6 | 1.8 | 4.3 | |
| 부채비율 (%) | 127.3 | 125.7 | 125.6 | 132.0 | 128.3 | |
| 순차입금/자기자본 (%) | 33.9 | 45.4 | 57.8 | 55.0 | 38.8 | |
| 영업이익/금융비용 (배) | 4.6 | 3.1 | 3.2 | 4.0 | 5.3 | |

SK (034730) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2025-06-25 | BUY | 260,000 | 1년 | | |
| 2025-06-18 | BUY | 260,000 | 1년 | | |
| 2025-05-28 | BUY | 170,000 | 1년 | 9.07 | 18.24 |
| 2024-11-19 | BUY | 190,000 | 1년 | -27.57 | -21.05 |
| 2023-11-27 | BUY | 270,000 | 1년 | -39.76 | -23.15 |
| 담당자변경 | | | | | |
| 2023-05-16 | BUY | 330,000 | 1년 | -48.54 | -47.64 |

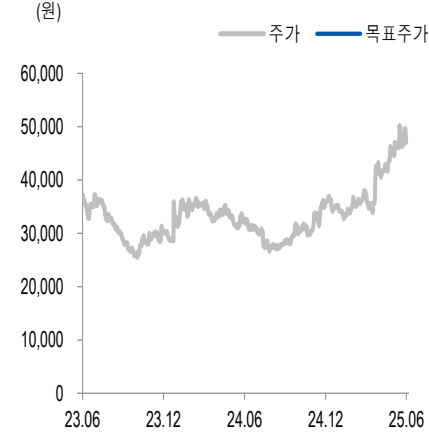
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

동원산업 (006040) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-----------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2025-06-25 | Not Rated | - | 1년 | | |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

HD한국조선해양 (009540) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-----------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2025-06-25 | BUY | 466,000 | 1년 | | |
| 2025-05-28 | BUY | 420,000 | 1년 | -18.13 | -9.76 |
| 2025-02-25 | Not Rated | - | 1년 | | |

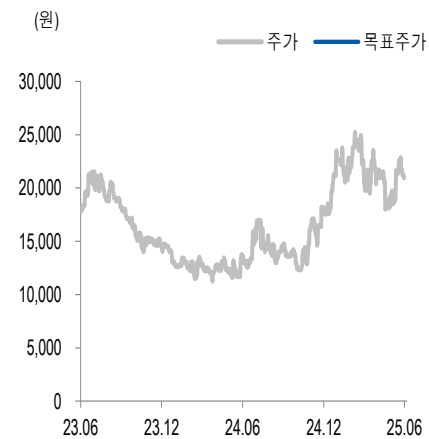
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

태광 (023160) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-----------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2025-06-25 | Not Rated | - | 1년 | | |
| 담당자 변경 | | | | | |
| 2025-05-03 | 1년 경과 이후 | | 1년 | | |
| 2024-05-03 | Not Rated | - | 1년 | | |

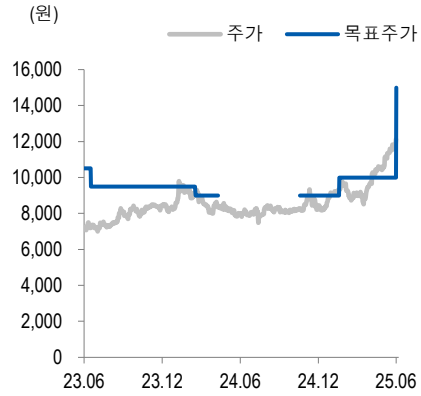
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

iM금융지주 (139130) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|----------|------------|--------------|------------|-----------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2025-06-25 | BUY | 15,000 | 1년 | | |
| 2025-02-11 | HOLD | 10,000 | 1년 | -1.74 | 18.20 |
| 2024-11-11 | HOLD | 9,000 | 1년 | -3.73 | 3.67 |
| | | 담당자변경 | | | |
| 2024-03-11 | HOLD | 9,000 | 1년 | -5.03 | -11.11 |
| 2023-11-13 | HOLD | 9,500 | 1년 | -8.91 | 3.16 |
| 2023-07-10 | BUY | 9,500 | 1년 | -19.08 | -11.26 |
| 2022-11-14 | BUY | 10,500 | 1년 | -30.00 | -23.90 |

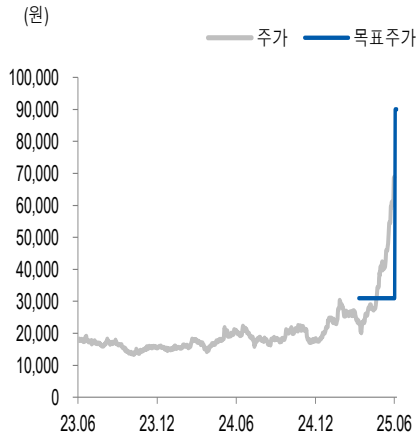
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

두산에너지빌리티 (034020) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-----------|------------|--------------|------------|-----------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2025-06-25 | BUY | 81,000 | 1년 | | |
| 2025-04-03 | BUY | 31,000 | 1년 | 19.08 | 122.26 |
| | 담당자변경 | | | | |
| 2022-06-27 | Not Rated | - | 1년 | | |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이승웅, 김용민, 우도형, 장윤석)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자이사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



투자전략

| 팀장 Strategist | 김용구 | 3770-3621 | yg.kim@yuantakorea.com |
|---------------------|-----|-----------|---------------------------------|
| Global Strategist | 민병규 | 3635 | byungkyu.min@yuantakorea.com |
| Passive/ETF Analyst | 고경범 | 3625 | gyeongbeom.ko@yuantakorea.com |
| Economist/ESG | 김호정 | 3630 | hojung.kim@yuantakorea.com |
| US Market Analyst | 황병준 | 3523 | byeongjun.hwang@yuantakorea.com |
| Quant/ETF Analyst | 신현용 | 3634 | hyunyong.shin@yuantakorea.com |
| Research Assistant | 박성철 | 3632 | seongcheol.park@yuantakorea.com |
| Research Assistant | 임지윤 | 3527 | jiyoon.lim@yuantakorea.com |
| Research Assistant | 김혜원 | 3526 | hyewon.kim@yuantakorea.com |
| Research Assistant | 김세빈 | 3646 | sebin2.kim@yuantakorea.com |

채권분석

| 팀장 Credit Analyst | 유태인 | 3770-5571 | taein.yoo@yuantakorea.com |
|-------------------------|-----|-----------|--------------------------------|
| Fixed Income Strategist | 이재형 | 5579 | jaehyung.lee@yuantakorea.com |
| Credit Analyst | 김현수 | 5582 | hyunsoo.kim@yuantakorea.com |
| Credit Analyst | 신연화 | 5721 | yeonhwa.shin@yuantakorea.com |
| Credit Analyst | 공문주 | 5586 | moonju.kong@yuantakorea.com |
| Credit Analyst | 이소윤 | 5572 | soyoon.lee@yuantakorea.com |
| Credit Analyst | 황태웅 | 5578 | taewoong.hwang@yuantakorea.com |

기업분석

| 팀장 2차전지/신에너지 | 이안나 | 3770-5599 | anna.lee@yuantakorea.com |
|--------------------|-----|-----------|---------------------------------|
| 인터넷/SW | 이창영 | 5596 | changyoung.lee@yuantakorea.com |
| 화학/정유 | 황규원 | 5607 | kyuwon.hwang@yuantakorea.com |
| 스물캡 | 권명준 | 5587 | myoungchun.kwon@yuantakorea.com |
| 철강/금속 | 이현수 | 5718 | hyunsoo.yi@yuantakorea.com |
| 화장품/유통 | 이승은 | 5588 | seungeun.lee@yuantakorea.com |
| 제약/바이오 | 하현수 | 2688 | hyunsoo.ha@yuantakorea.com |
| 통신/지주/방산/우주 | 이승웅 | 5597 | seungwoong.lee@yuantakorea.com |
| 조선/자동차 | 김용민 | 5606 | yongmin.kim@yuantakorea.com |
| 미디어/엔터 | 이환욱 | 5590 | hwanwook.lee@yuantakorea.com |
| 음식료/전력기기 | 손현정 | 5595 | hyunjeong.son @yuantakorea.com |
| 반도체 | 백길현 | 5635 | gilhyun.baik@yuantakorea.com |
| 건설/기계 | 장윤석 | 5583 | yoonseok.chang@yuantakorea.com |
| 금융 | 우도형 | 5589 | dohyeong.woo@yuantakorea.com |
| 전기전자 | 고선영 | 3525 | sunyoung.kou@yuantakorea.com |
| 스물캡 | 백종민 | 5598 | jongmin.baik@yuantakorea.com |
| 운송 | 최지운 | 3640 | jiyun.choi@yuantakorea.com |
| Research Assistant | 박현주 | 2672 | hyunjoo.park@yuantakorea.com |
| Research Assistant | 김도엽 | 5580 | doyub.kim@yuantakorea.com |
| Research Assistant | 서석준 | 5585 | seokjun.seo@yuantakorea.com |
| Research Assistant | 조해빈 | 5594 | hevin.cho@yuantakorea.com |
| Research Assistant | 한동우 | 3647 | dongwoo.han@yuantakorea.com |
| Research Assistant | 임석민 | 3648 | seokmin.lim@yuantakorea.com |
| Research Assistant | 김고은 | 3649 | koeun2.kim@yuantakorea.com |
| Research Assistant | 배종성 | 3643 | jongsung.bae@yuantakorea.com |

Y U A N T A

상 법 개 정 효 과 의

NEXT: 알 파 를 고 민 할 시 점

α