



2022년 5월 19일 | Equity Research

조선

선가가 증명하는 긍정적인 업황

원가 부담 증가를 극복할 수준의 선가 상승 확인되는 중

건조 능력이 우수한 한국 조선소 도크 슬롯이 빠르게 줄어들고 있다. 노후선뿐만 아니라 환경규제 대응 목적 선대 교체 목적 발주 물량만 고려하더라도 향후 발주처가 고려할 수 있는 가장 좋은 옵션을 선택할 기회가 줄어들고 있는 것이다. 충분히 확보된 수주잔고를 기반으로 신규 수주 물량에 상승한 원가를 충분히 전가하는 모습이 최근 수주되는 선박들의 선가를 통해 직접 확인되고 있다. 높아진 선가야말로 가격협상력이 제대로 발휘된다는 증거다.

2022년 하반기 조선업체 합산 영업이익 -509억원(적자지속)

2022년 하반기 조선업체 합산 영업이익은 -509억원으로 전년 대비 적자를 지속할 전망이다. 대형 조선소 실적의 턱아라운드 시점은 2022년 4분기 또는 2023년 상반기로 예상된다. 1분기 후판 및 기자재 비용 상승 등으로 의한 충당금 적립이 있었기 때문에 연간 흑자 달성은 쉽지 않다고 판단된다. 하반기에는 매크로 지표 추이에 달렸지만 철광석, 원료탄의 추가적인 가격 강세가 나타나지 않을 경우 원만한 실적 개선 흐름이 확인될 것으로 판단된다.

업종 투자 의견 비중 확대, Top Picks로 현대미포조선 유지

Top Picks는 현대미포조선이다. 향후 부각될 것으로 예상되는 주요 리스크 포인트인 대형 컨테이너 시장 부진에 대한 우려, 카타르 LNG선 선가 협상, 러시아 익스포저 등의 이슈로부터 자유롭기 때문이다. 또한 가장 빠른 실적 턱아운드를 시현할 시현할 것으로 기대된다. 전방 조선업체 수주잔고 증가에 따른 수혜가 예상되는 보냉재 및 엔진 제작업체에도 관심을 기울일 필요가 있다. 화물창 기술 및 설계 변화로 보냉재 업체 고객사 확대가 확인된다. 따라서 중장기적 관점에서 추가 증설과 그에 따른 추세적인 외형 증가가 예상된다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(5월18일)
현대중공업(329180)	BUY(신규)	150,000원	117,000원
현대미포조선(010620)	BUY	100,000원	77,900원
삼성중공업(010140)	BUY(신규)	7,500원	5,550원
대우조선해양(042660)	BUY	33,000원	21,100원
한국카본(017960)	BUY(신규)	16,000원	12,400원
동성화인텍(033500)	BUY(신규)	14,000원	10,600원
HSD엔진(082740)	BUY(신규)	12,000원	9,270원



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

RA 위경재

02-3771-7699

kyungjae.wee@hanafn.com

CONTENTS

1. 2022년 하반기 전망: 꾸준히 상승하는 선가	3
1) 하반기 실적전망	3
2) 수주잔고와 선가가 증명하는 셀러스 마켓	4
3) 하반기 Top Picks와 투자포인트	5
2. 2022년 상반기 준수한 수주 실적 기록 중	6
1) 우려를 극복하는 컨테이너선 발주 흐름	6
2) LNG선 발주는 역대 최대치를 경신하는 흐름	7
3) 컨선 인도 급증 시점에 탱커 시황 회복 필요	8
3. 높아지는 선가와 상승하는 비용	9
1) 후판 가격 상승	9
2) 인력 부족 이슈	10
3) 선박 연료비용 변동성 확대	11
4. 러시아가 만들고 있는 에너지 지형 변화	12
1) 유럽의 러시아 에너지 의존도 축소 노력	12
2) 중장기 LNG선 수요 확대 국면	13
3) 러시아 수주잔고 리스크 조금씩 현실화되는 중	14
5. 카타르 LNG선 발주 본격화	15
1) 한국 조선소 일감을 책임지는 대규모 프로젝트	15
2) 과거 계약 당시 선가 대비 높아진 원가가 문제	16
6. LNG선 화물창 기술 변화와 보냉재 시장 확대	17
1) GTT의 NO96 Super+	17
2) 새로운 고객으로부터의 수주 공시는 생산능력 확장의 근거	18
Top Pick 및 관심종목	19
현대중공업 (329180)	20
현대미포조선 (010620)	24
삼성중공업 (010140)	28
대우조선해양 (042660)	32
한국카본 (017960)	36
동성화인텍 (033500)	40
HSD엔진 (082740)	44

1. 2022년 하반기 전망: 선가가 모든 것을 증명

1) 하반기 실적전망

2022년 하반기 커버리지 합산 실적

매출액 14.5조원(YoY +25.8%)

영업이익 -509억원(적자지속)

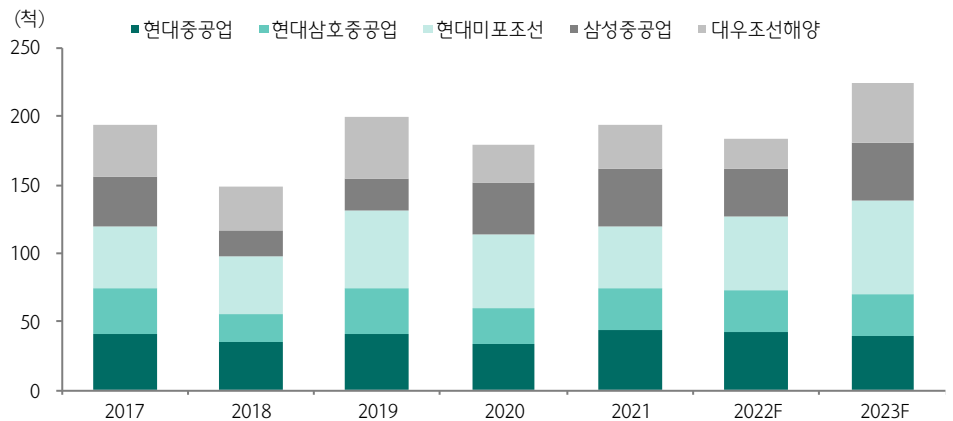
순이익 -1,665억원(적자지속)

조선 4사 합산 기준 2022년 하반기 매출액은 14.5조원으로 전년대비 25.8% 개선될 것으로 예상된다. 원/달러 환율 상승과 건조물량 증가에 따른 외형 성장이다. 영업실적은 -504억원으로 전년대비 적자를 지속할 전망이다. 대형 조선소의 영업흑자 턴어라운드 시점은 2022년 4분기 또는 2023년 상반기로 예상된다.

1분기 후판 및 기자재 비용 상승으로 인한 충당금 적립이 있었기 때문에 연간 흑자 달성은 쉽지 않다고 판단된다. 하반기는 매크로 지표 추이에 달렸지만 철광석과 원료탄의 추가적인 가격 강세가 나타나지 않으면 원만한 실적 개선 흐름이 확인될 것으로 판단된다.

그림 1. 주요 조선소 연간 인도 실적 추이

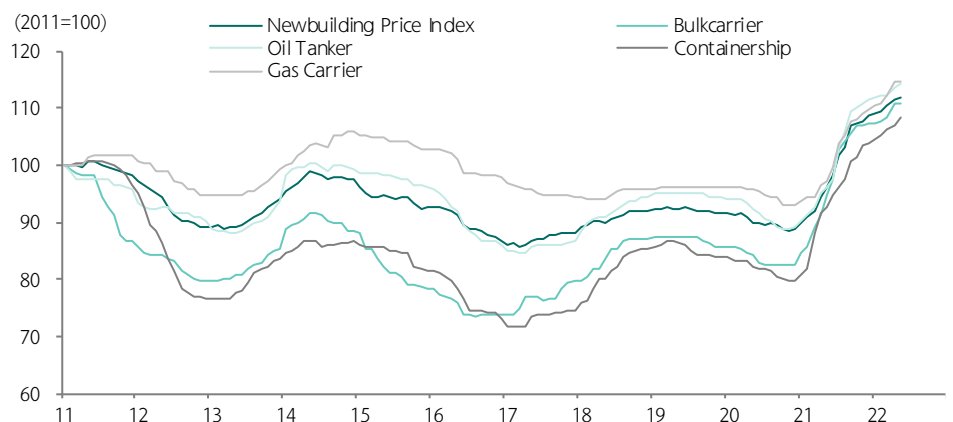
2023년 인도물량 증가 전망



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 2. 주요 선종 신조선가 추이

2021년 상반기를 기점으로 대규모 선가 상승 트렌드 확인되는 중



자료: Clarksons, 하나금융투자

2) 수주잔고와 선가가 증명하는 셀러스 마켓

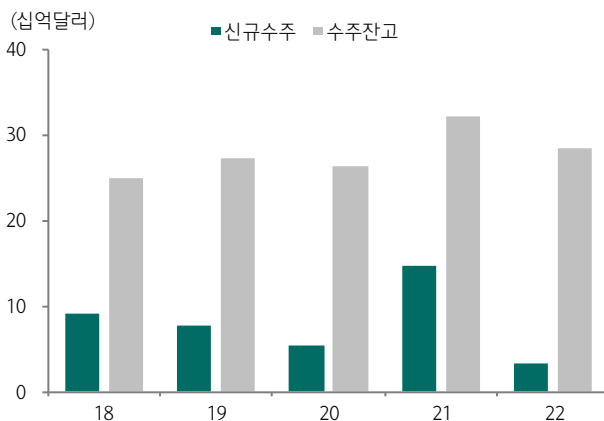
높은 신조선가 vs 따라오는 원가

건조 능력이 우수한 한국 조선소의 슬롯이 얼마 남지 않았다. 노후선뿐만 아니라 환경규제에 대응하기 위한 선대 교체 목적의 발주 물량만 고려하더라도 향후 발주처가 고려할 수 있는 최선의 옵션을 선택할 기회가 줄어들고 있는 것이다. 충분하게 늘어난 수주잔고를 기반으로 신규 수주분에 대해 상승한 원가를 충분히 전가하는 모습이 최근 수주되는 선박들의 선가를 통해 직접 확인되고 있다. 높아진 선가야말로 협상력이 최대로 발휘된다는 증거다.

잔고가 줄어들지 않고 유지되는 한 셀러스 마켓은 유지될 것으로 보는 것이 타당하다. 다만 우려되는 지점도 분명 존재한다. 현재 수주한 선박의 선가는 미래 시점의 매출을 일정 부분 고정하는 반면 건조 시점까지 투입되는 원가는 지속적으로 변동하기 때문이다. 수주와 건조 사이의 시차가 길고 원가 변동을 헷지할 수단이 많지 않은 산업의 어쩔 수 없는 숙명이다.

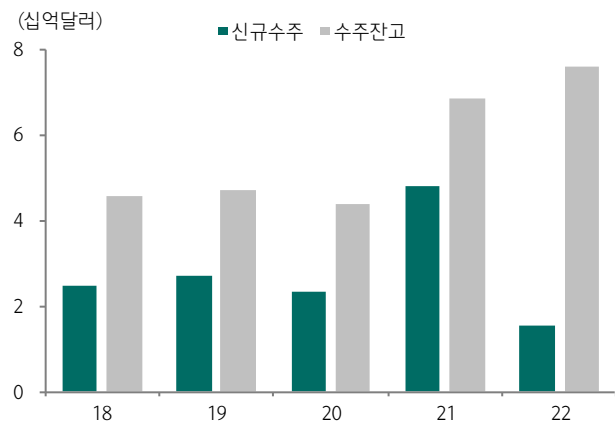
최근 진행 중인 인플레이션은 원자재 가격에서 출발하여 노동시장의 임금 상승까지 이어질 개연성이 높다. 지금은 원가 부담 가운데 변동비 부분만 유의미하게 작용하고 있지만 앞으로 고정비 성격의 인건비 증가를 경계해야 할 시기가 다가올 여지가 많다.

그림 3. 현대중공업 신규수주와 수주잔고 (3월 말)



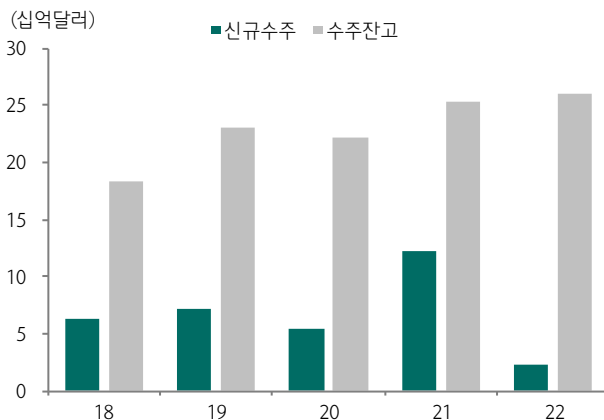
자료: 현대중공업, 하나금융투자

그림 4. 현대미포조선 신규수주와 수주잔고 (3월 말)



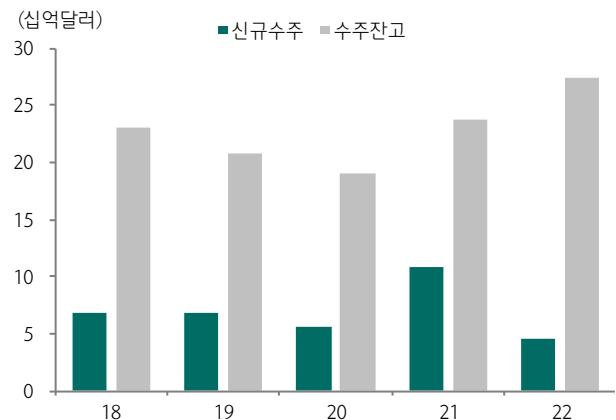
자료: 현대미포조선, 하나금융투자

그림 5. 삼성중공업 신규수주와 수주잔고 (4월 말)



자료: 삼성중공업, 하나금융투자

그림 6. 대우조선해양 신규수주와 수주잔고 (4월 말)



자료: 대우조선해양, 하나금융투자

3) 하반기 Top Picks와 투자포인트

Top Pick 현대미포조선

조선사 대부분 2년 이상 수주잔고를 이미 확보한 상황인 가운데 남은 기간의 수주 실적에 따라 기말 수주잔고는 연간 매출 인식에도 추가 증가 가능성이 존재한다. 견고해진 잔고는 발주처와의 협상에서 유리한 위치를 점할 수 있게 하는 원동력이다. 대내외 불확실성이 확대되고 있지만 제한된 슬롯을 바탕으로 긍정적인 수주 결과가 지속 확인될 것으로 기대된다.

Top Pick은 현대미포조선이다. 향후 이슈로 부각될 것으로 예상되는 주요 리스크 포인트인 대형 컨테이너 시황 부진 우려, 카타르 LNG선 선가 협상, 러시아 익스포저 등의 이슈에서 자유롭기 때문이다. 전방 조선업체 수주잔고 증가에 따른 수혜가 예상되는 보냉재 및 엔진 업체에도 관심을 가질 필요가 있다. 특히 보냉재 업체는 화물창 기술 및 설계 변화로 고객사 확대가 나타나며 추가 증설에 따른 추세적인 외형 증가가 예상된다.

표 1. 주요 조선업체 밸류에이션과 실적전망

(단위: 십억원)

기업명	밸류에이션	구분	20	21	22F	23F
현대중공업 329180	PBR(배)/ROE(%) 1.97 / (6.02)	매출액	8,312	8,311	9,830	11,307
		영업이익	33	(800)	(231)	361
		순이익	(431)	(814)	(327)	24
현대미포조선 010620	PBR(배)/ROE(%) 1.43 / 0.49	매출액	2,792	2,887	3,604	4,135
		영업이익	37	(217)	(2)	153
		순이익	(19)	(160)	11	116
삼성중공업 010140	PBR(배)/ROE(%) 1.04 / (9.55)	매출액	6,860	6,622	6,726	8,186
		영업이익	(1,054)	(1,312)	(273)	154
		순이익	(1,482)	(1,445)	(375)	29
대우조선해양 042660	PBR(배)/ROE(%) 1.35 / (27.49)	매출액	7,030	4,487	6,430	8,344
		영업이익	153	(1,755)	(547)	241
		순이익	87	(1,700)	(536)	191

자료: 하나금융투자

표 2. 주요 기자재업체 밸류에이션과 실적전망

(단위: 십억원)

기업명	밸류에이션	구분	20	21	22F	23F
한국카본 017960	PBR(배)/ROE(%) 1.35 / 4.00	매출액	412	368	327	434
		영업이익	76	33	21	41
		순이익	57	14	16	31
동성화인텍 033500	PBR(배)/ROE(%) 2.04 / 9.53	매출액	388	365	411	437
		영업이익	32	30	18	35
		순이익	21	26	14	29
HSD엔진 082740	PBR(배)/ROE(%) 2.22 / (7.1)	매출액	830	599	849	961
		영업이익	20	(40)	(1)	35
		순이익	6	(40)	(14)	18

자료: 하나금융투자

2. 2022년 상반기 준수한 수주 실적 기록 중

1) 우려를 극복하는 컨테이너선 발주 흐름

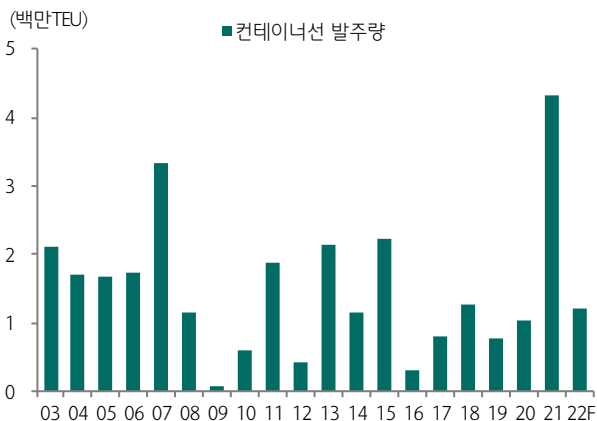
2021년 기록적인 컨테이너선 발주에 따른 추가 수주 둔화 우려는 중소형 컨테이너선 발주 증가로 극복하는 중

대형 컨테이너선 발주가 급격히 증가한 2021년 기말 기준 전체 컨테이너 선복량 대비 수주 잔고 비율은 23.5%로 2011년 이후 고점을 기록했다. 그럼에도 불구하고 지속적인 발주가 이어질 수 있었던 것은 대형선 위주 발주가 이뤄졌던 2021년과 달리 8,000TEU급 미만의 중대형선 발주가 늘어났기 때문이다. 항만 적체가 지속되면서 유연한 대응이 가능한 선형의 선호도가 높아지는 모습이다.

2022년 4월 말 기준 글로벌 컨테이너선 발주량은 180척, 122만TEU이다. 8,000TEU 미만 컨테이너선 발주량은 총 122척, 48만TEU로 40%를 차지한다. 3,000~8,000TEU 발주량은 52척, 34만TEU, 3,000TEU 미만 피더컨테이너선 발주는 70척, 15만TEU가 발주되며 전년 동기대비 각각 22.4%, 40.2% 증가했다.

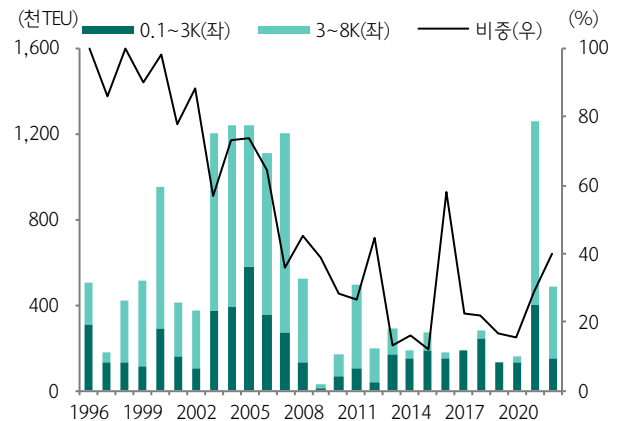
한국 조선소의 수주는 CGT 기준 글로벌 점유율 1위를 기록했다. 2021년 수주 흐름의 연장으로 컨테이너선 발주가 증가한 덕분이다. 4월 말 기준 한국 조선소가 120척을 수주했으며 이는 글로벌 발주량 대비 32.7%다. CGT 기준으로는 581만CGT로 45.9%다.

그림 7. 컨테이너선 발주량 추이



자료: Clarksons, 하나금융투자

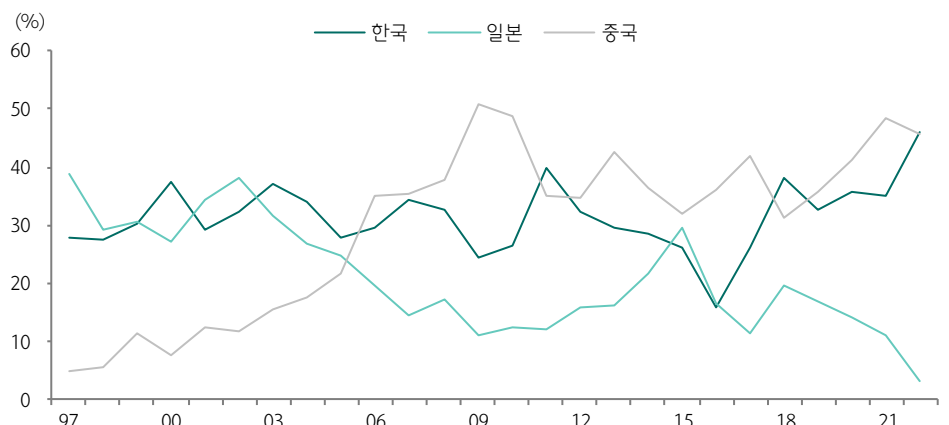
그림 8. 중소형 컨테이너선 발주량 추이



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 9. 한국 조선소 점유율 추이 (CGT 기준)

2022년 4월 누적 기준
한국 조선업체 수주 점유율 1위



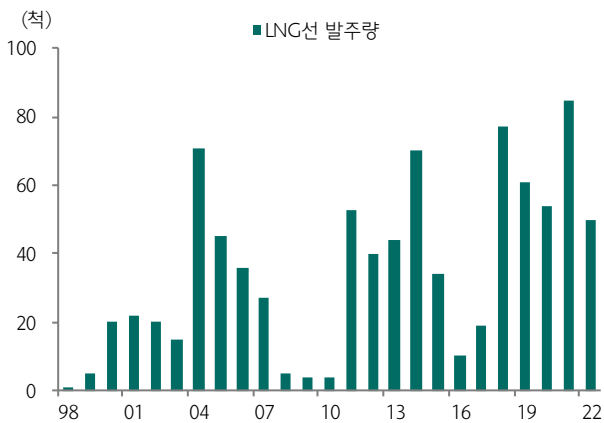
자료: Clarksons, 하나금융투자

2) LNG선 발주는 역대 최대치를 경신하는 흐름

올해 LNG선 발주량 역대 최대 전망

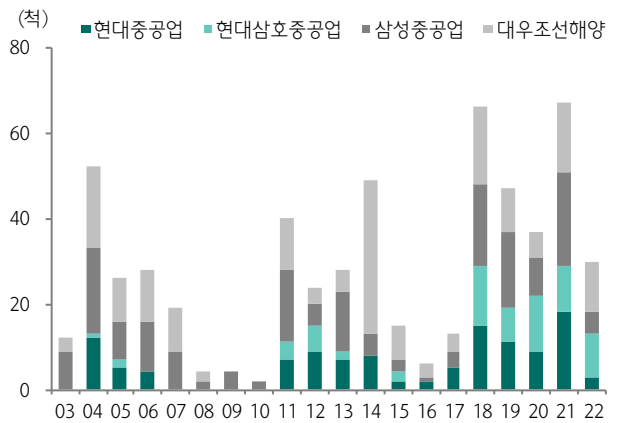
연도별 LNG선 발주량을 보면 2021년 연간 85척으로 역대 최대 수준을 기록했으며 그 중 67척을 한국이 수주하며 역대 최고 수준의 수주 실적을 달성했다. 2022년 4월 말 기준으로 50척 발주를 기록했다. 5월 들어 추가 수주가 확인되었고 아직 상반기가 마무리되지 않은 점을 감안하면 역대 최대 발주 기록을 경신할 여지가 높아지고 있다. 주요 가스전 생산계획 일정을 감안하면 해당 프로젝트에 사용될 LNG선 발주도 연내 가시화될 가능성이 높다.

그림 10. LNG선 발주량 추이



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 11. 한국 LNG선 수주실적 추이

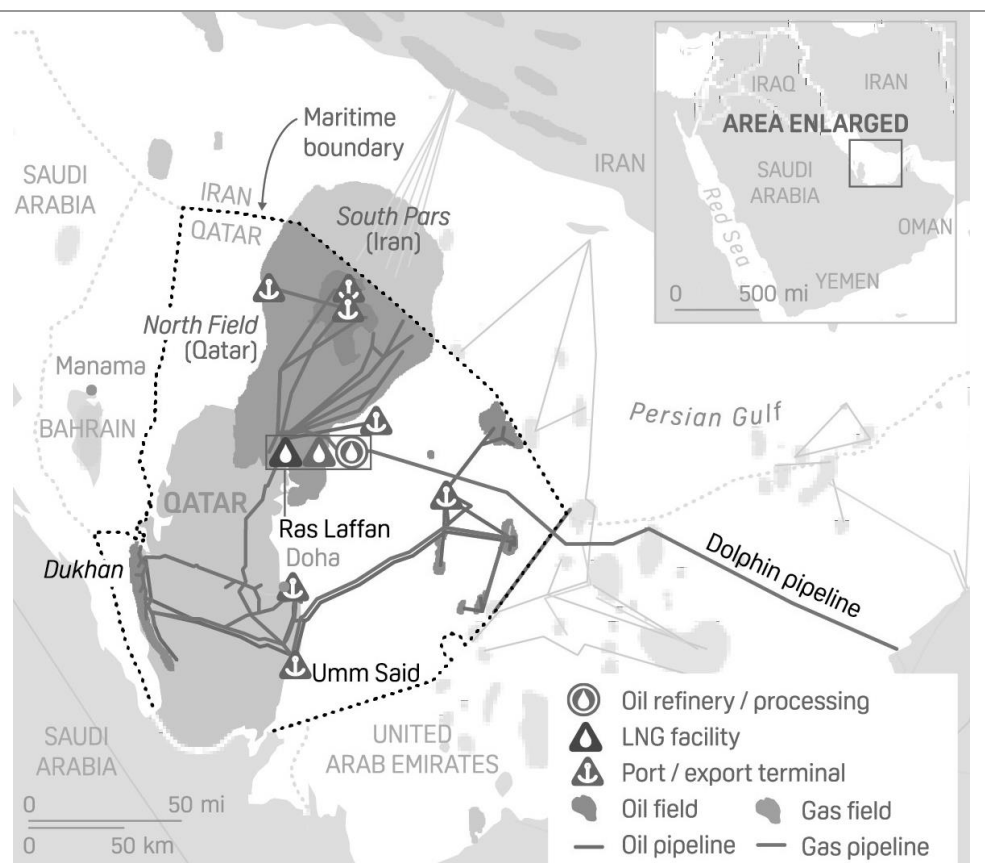


자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 12. 카타르 노스필드 가스전 개요

2024년까지 연간 생산능력

7,700만톤에서 1.1억톤까지 확대



자료: S&P Global Platts Analytics, EIA, HIS EDIN, CIA, NOAA, 하나금융투자

3) 컨선 인도 급증 시점에 탱커 시황 회복 필요

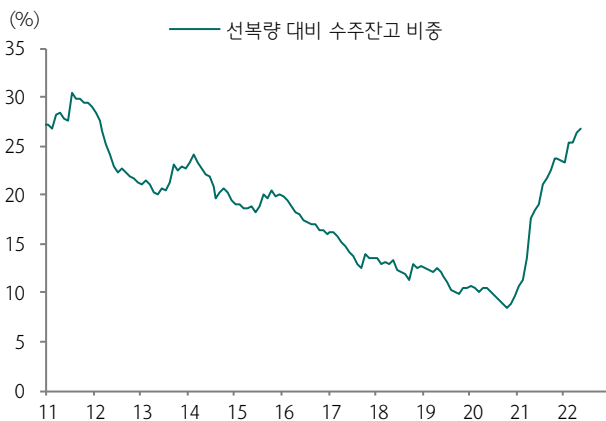
2023년부터 신조 컨테이너선
인도물량 급증 구간 진입

탱커 시황 회복 시 시황 침체가 우려
되는 컨테이너선 발주 수요를 대체할
수 있을 것으로 기대

연도별 컨테이너선 인도 일정을 살펴보면 2020년 140척, 86만TEU로 저점을 기록한 뒤 2023년 345척, 241만TEU, 2024년 331척, 279만TEU로 급증한다. 2021년 급증한 발주 물량이 해운시장으로 진입하는 것이다. 물동량 성장이 뒷받침되지 않을 경우 컨테이너 시장 운임 약세가 나타날 가능성이 높다. 물론 환경규제 대응을 목적으로 하는 선대 체질 개선과 노후선 폐선 등의 교체 수요를 감안할 필요가 있지만 2년 연속 선복량 증가율이 한 자리 수 후반으로 지속되는 점은 분명 부담 요인으로 작용할 전망이다.

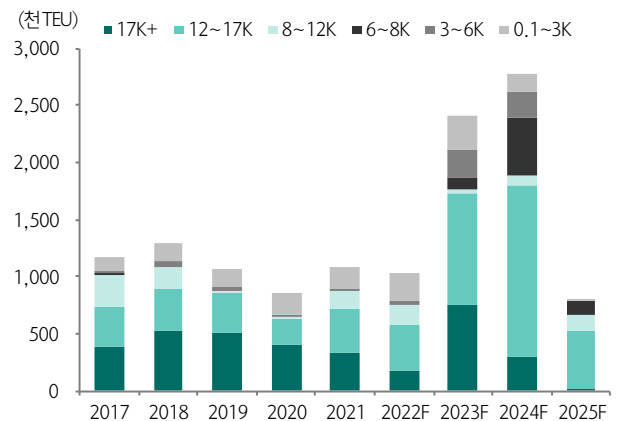
장기 수요가 견조할 것으로 예상되는 LNG선을 제외하면 한국의 주력 수주 선종 중 하나의 발주 여력이 약화된다는 것이다. 수주잔고가 높은 수준으로 장기간 유지되기 위해서는 컨테이너선 시황 침체가 예상되는 해당 시점에 맞춰 다른 한 축인 탱커 발주가 회복될 필요가 있다. 최근 2~3년 동안 탱커 발주는 원유운반선, 제품운반선 모두 저조했으며 노후선 비중은 높아지는 구간에 있기 때문에 회복을 기대할 수 있는 개연성은 충분하다. 고유가보다는 저유가가 원유 수요에 긍정적이고 글로벌 경기가 위축 국면으로 접어들면서 제품 수요 전망도 불확실해지고 있다는 점은 다소 우려되는 부분이다.

그림 13. 컨테이너선 선복량 대비 수주잔고 비율 추이



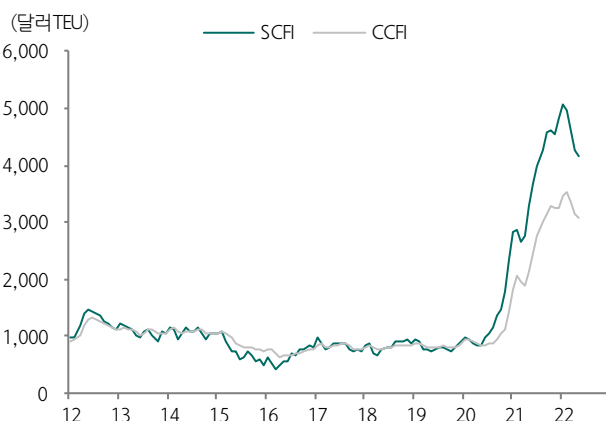
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 14. 컨테이너선 인도 예정 물량 추이



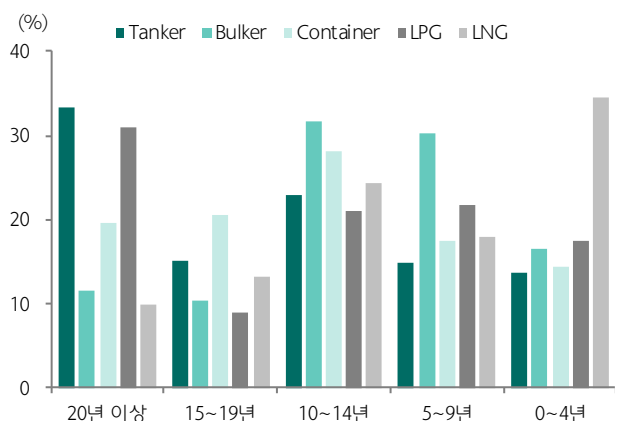
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 15. 컨테이너선 운임지수 추이



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 16. 선종별 연령 비교



자료: Clarksons, 하나금융투자

3. 높아지는 선가와 상승하는 비용

1) 후판 가격 상승

철광석 가격은 2021년 6~7월 고점을 기록한 뒤 안정화 추세

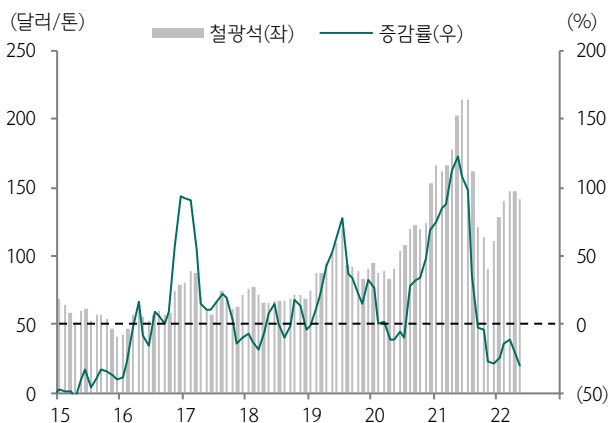
한편 원료탄 가격은 2021년 6~7월에 급등하며 현재 톤당 500달러 이상을 기록하는 중

지난해 대구모 후판가격 상승의 원인이었던 철광석 가격은 11월 톤당 91달러까지 하락한 뒤 가격이 다시 강세로 접어들면서 현재는 작년 고점인 7월 톤당 215달러 대비 38.3% 하락한 상황이다. 올해는 원료탄 가격이 문제가 되는 모습이다.

2021년 여름 철광석 가격 하락에 맞물려 유연탄 가격 급등이 나타났다. 전반적인 철강 제조업체 원가 부담이 커지고 이는 조선용 후판을 포함하여 대부분의 철강 제품 가격에 영향을 미치는 중이다. 일반적으로 탄소강 1톤 생산에 투입되는 철광석과 원료탄은 1.6톤, 0.75톤 비율인 점을 감안하면 최근 원료탄 가격 강세는 유의미한 제조비용 상승 요인이다.

국내 대형 조선사들의 연간 후판 사용량이 400만톤 이상인 점을 감안하면 10만원 인상에 따른 비용 증분은 4,000억원 이상이다. 국내 조선소 모두 작년에 이어 이번 1분기에도 강재 가격 관련 충당금을 실적으로 반영했다. 인플레이션이 진행되는 기간 동안에는 비용 관련한 이슈가 사라지기 어렵다고 판단된다.

그림 17. 철광석 가격 추이



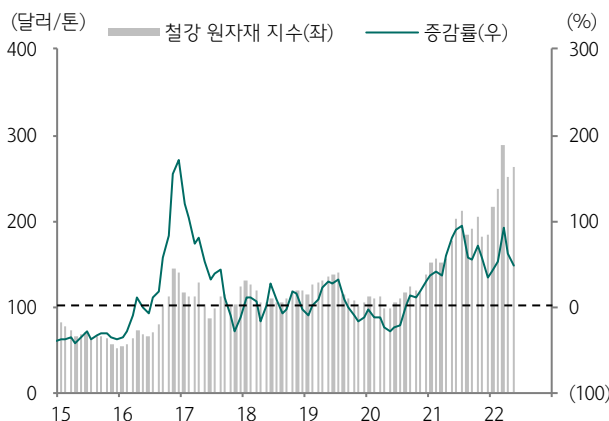
자료: Datastream, 하나금융투자

그림 18. 원료탄 가격 추이



자료: Datastream, 하나금융투자

그림 19. 주요 철강 원자재 지수 추이 (철광석:원료탄=0.68:0.32)



자료: Datastream, 하나금융투자

그림 20. 후판가격 추이



자료: Clarksons, 하나금융투자

2) 인력 부족 이슈

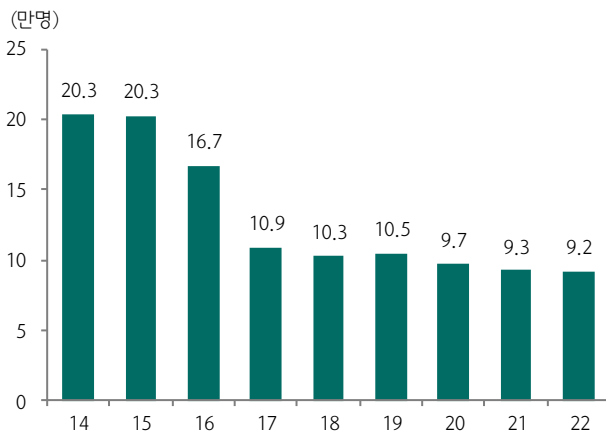
생산인력 부족으로 중장기 관점에서
고정비성 성격의 인건비 상승 가능

한국조선해양플랜트협회 자료에 따르면 2022년 건조물량 증가로 국내 조선업체 생산인력 부족 현상이 예상된다. 조선업 인력이 과거 2014년 20.3만명에서 2021년 말 9.2만명으로 감소한 영향이다. 현대중공업그룹은 연초 수시 채용을 포함하여 800명의 대졸 신입사원을 채용할 계획이다.

최근 정부는 외국인 노동자의 조선소 근무 요건을 완화했다. 특정활동 비자발급 지침을 개정하며 회사마다 최대 600명으로 제한된 외국인 용접, 도장공을 내국인 근로자 대비 20%까지 확대가 가능해졌다. 보강 가능한 최대 인력은 5,000여명 수준으로 추정되는 가운데 아직도 인원 충원이 필요한 상황으로 판단된다.

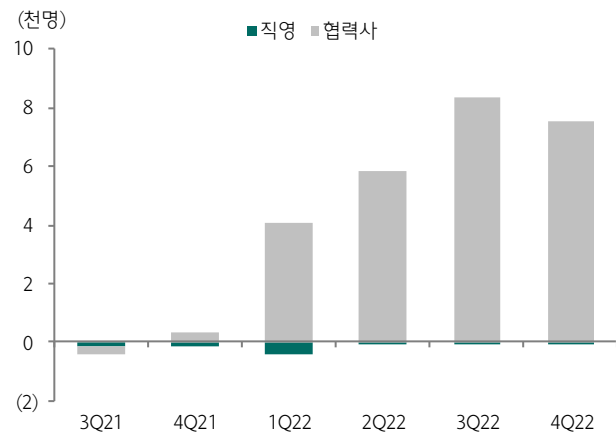
인플레이션이 심화되며 원자재 가격부터 시작하여 임금인상까지 이어지는 흐름이 나타나는 중이다. 과거 호황기와 달리 타업종 대비 상대적으로 높지 않은 시장 임금이 생산인력 부족 원인으로 간주되는 가운데 노동시장에서 수요를 이끌어내려면 추가 인건비, 외주비 증가가 불가피할 전망이다.

그림 21. 조선사 생산인력 추이



자료: 한국조선해양플랜트협회, 하나금융투자

그림 22. 조선사 생산직접직 필요인력



자료: 한국조선해양플랜트협회, 하나금융투자

그림 23. 조선업 관련 특정활동(E-7) 비자 요건 대폭 개선 (산업부 보도자료)

용접공, 도장공에 대한 쿼터제 폐지

22년 2월 기준 협력사(335개) 기준
용접/도장공 최대 4,428명(내국인
22,142명 X 20%)까지 가능

 산업통상자원부 http://www.motie.go.kr		보도자료		 대한민국 대전환 한국판뉴딜	
2022년 4월 20일(수) 조간부터 보도하여 주시기 바랍니다. (인터넷, 방송, 통신은 4.19.(화) 오전 11시 이후 보도 가능)					
배포일시	2022. 4. 19.(화)		담당부서	산업부 조선해양플랜트과 법무부 체류관리과	
담당과장	권혜진 과장(044-203-4330)		담당자	김지원 사무관(044-203-4335)	
	이승현 과장(02-2100-4070)			박지원 사무관(02-2110-4067)	

**법무부-산업부, 전문인력 비자제도 개선을 통해 조선분야
경쟁력 강화 지원에 나선다**
- 조선업 관련 특정활동(E-7) 비자 요건을 대폭 개선-

자료: 산업부, 하나금융투자

3) 선박 연료비용 변동성 확대

규제 변화에 따른 친환경연료 비중 확대 흐름은 중장기적인 흐름

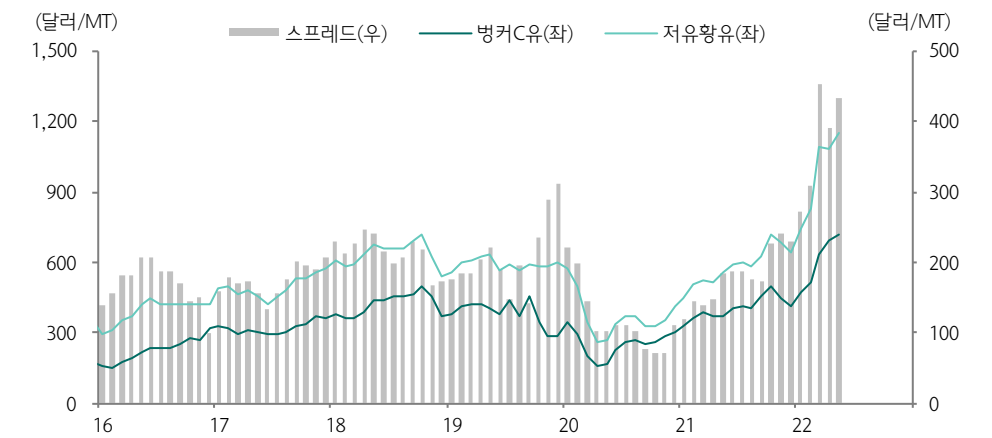
다만 연료비 변동성이 높아지고 있어 향후 추이를 관찰할 필요가 있음

친환경 연료로 분류되는 천연가스 가격의 변동성이 확대되고 있다. 최대 공급자인 러시아의 시장 이탈 가능성과 유럽의 대체 수입 확보 노력을 감안하면 천연가스의 수급 불안정성은 지속될 것으로 예상된다. 물동량 증가로 선박에 대한 수요가 더 큰 상황이라면 높아진 연료 비용은 운임으로 충분히 전가될 수 있다. 다만 원자재 및 운임 시황 불확실성이 확대된다면 향후 연료비용이 선박 추진연료를 결정함에 있어 리스크 요인으로 작용할 수 있다.

물론 환경규제에 대응하기 위한 선택지는 절대적으로 제한적이기 때문에 엔진 및 추진연료 기술력이 높은 한국 밸류체인에 손해가 집중되겠지만 친환경연료 선택지에서 기존의 LNG 비중 증가 흐름에 변화를 가져올 수 있는 가능성도 충분한 상황이다.

그림 24. 벙커C유와 저유황유 스프레드 추이

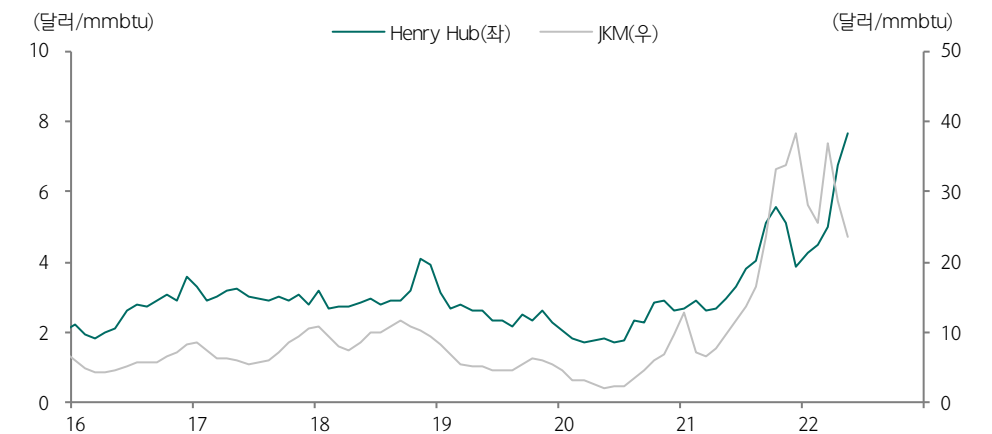
벙커C유와 저유황유의 스프레드 확대 흐름 나타나는 중



자료: Datastream, 하나금융투자

그림 25. LNG 가격 추이

높은 변동성을 보이는 LNG 가격



자료: Datastream, 하나금융투자

4. 러시아가 만들고 있는 에너지 지형 변화

1) 유럽의 러시아 에너지 의존도 축소 노력

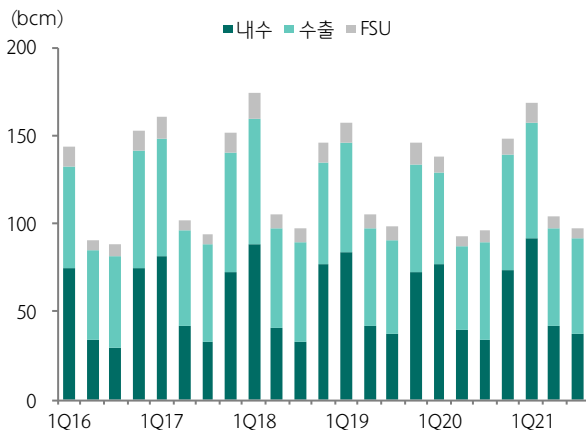
독일의 LNG 터미널 건설 등
러시아 에너지 의존도 축소 노력
나타나는 중

러시아에서 독일로 연결되는 가스관인 노드스트림2는 트럼프 정부 당시 강화된 제재에서도 준공을 완료할 수 있었다. 하지만 이후 우크라이나 사태가 발발하며 독일이 대러시아 제재로 노드스트림2 사업을 중단하면서 유럽의 천연가스 수급 우려가 부각되는 중이다.

러시아는 유럽의 제재가 지속되는 경우 노드스트림1도 폐쇄도 가능하다고 언급하고 있다. PNG뿐만 아니라 유연탄, 원유 등 주요 에너지 원자재 의존도가 높은 유럽으로서는 상당히 어려운 국면에 처해있지만 LNG 터미널 착공 및 도입계약 체결, 수소 파이프라인 건설 등의 수단으로 새로운 대응방법을 모색하는 중이다. 현재 한국도 미국에서 도입되는 LNG 물량 중 비수기 잉여분을 유럽으로 보내는 것으로 확인되고 있다.

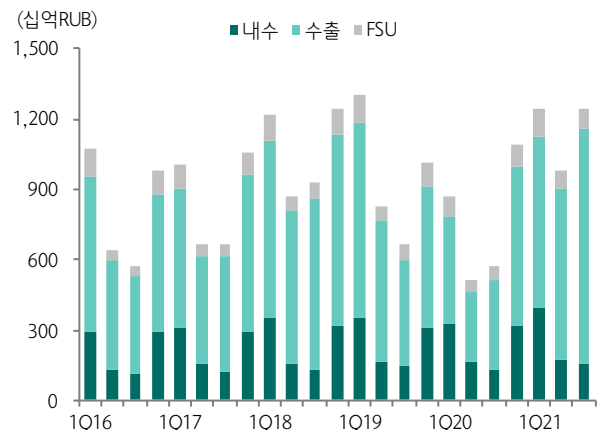
유럽향 PNG 공급을 독점하는 러시아 가스프롬의 천연가스 수출량을 4월 기준 27% 감소한 것으로 확인된다. 4월에 폴란드, 불가리아에 가스 공급을 중단했기 때문에 5월에도 수출물량 감소는 꾸준히 나타날 전망이다.

그림 26. 가스프롬 지역별 천연가스 수출물량 추이



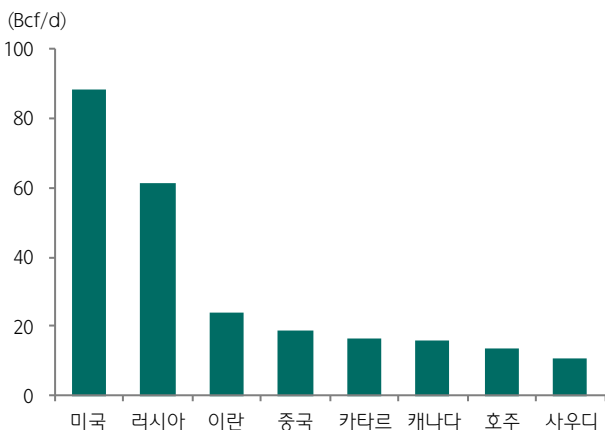
자료: Gazprom, 하나금융투자

그림 27. 가스프롬 지역별 천연가스 수출금액 추이



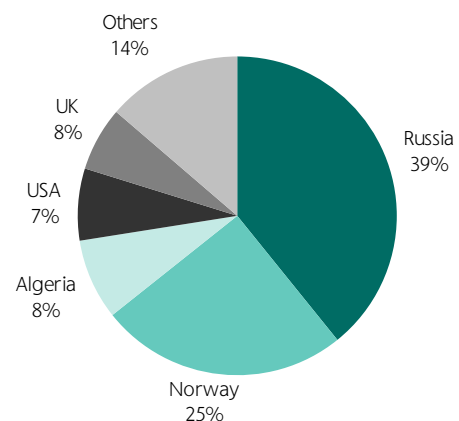
자료: Gazprom, 하나금융투자

그림 28. 주요 천연가스 생산국가 일산량



자료: BP, 하나금융투자

그림 29. 유럽 LNG 국가별 수입 비중



자료: Eurostat, 하나금융투자

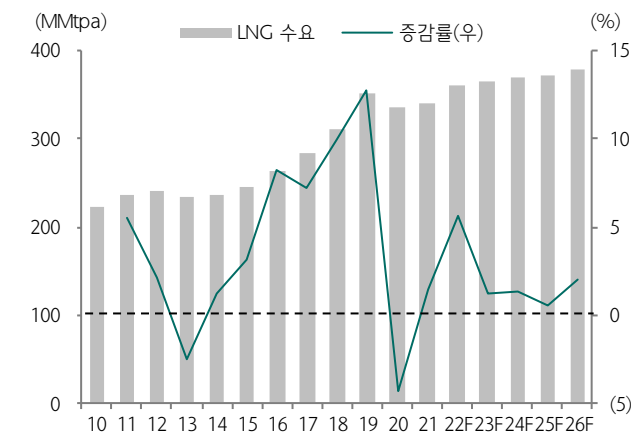
2) 중장기 LNG선 수요 확대 국면

PNG를 LNG로 대체하는 과정에서
물동량 증가에 따른 신조 수요 자극
가능한 상황으로 판단

2020년 기준 유럽이 사용한 러시아 PNG는 152BCM이다. 이를 완전히 LNG로 대체한다고 가정하면 필요한 LNG 물량은 약 1.2억톤 수준이다. LNG 수입량 기준 글로벌 3위 국가인 한국의 지난해 도입물량이 4,600만톤임을 감안하면 상당한 수준이다. 도입 국가별로 항차에 소요되는 일수가 다르겠지만 적어도 러시아 PNG를 LNG로 대체하는 작업이 본격화될수록 대규모 LNG선 수요 증가로 이어질 것이라는 확신을 부여할 수 있다.

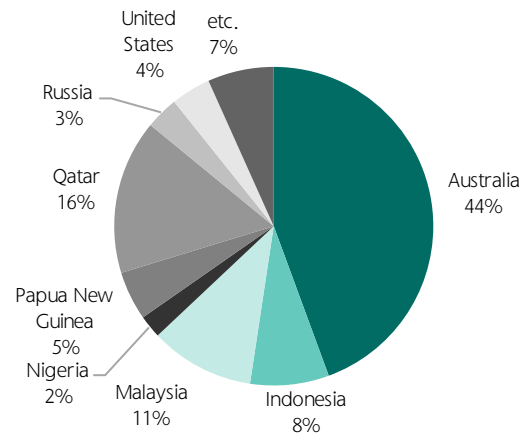
한편 러시아와 긍정적인 관계를 유지하고 있는 중국으로 신규 PNG 수요가 이전될 가능성도 존재한다. 현재 글로벌 1위 LNG 수입 국가인 중국이 LNG를 PNG로 대체한다고 가정하면 2021년 기준 7,900만톤의 수요가 시장에서 점진적으로 사라질 수 있다. 러시아가 생산을 멈춘다면 유럽향 LNG 수요 증가로 일방향적인 흐름으로 나타날 수 있겠지만 그렇지 않다면 일정 부분은 중국향 PNG 수요로 이전되는 효과가 상쇄할 여지가 있다.

그림 30. 글로벌 LNG 수요 추이



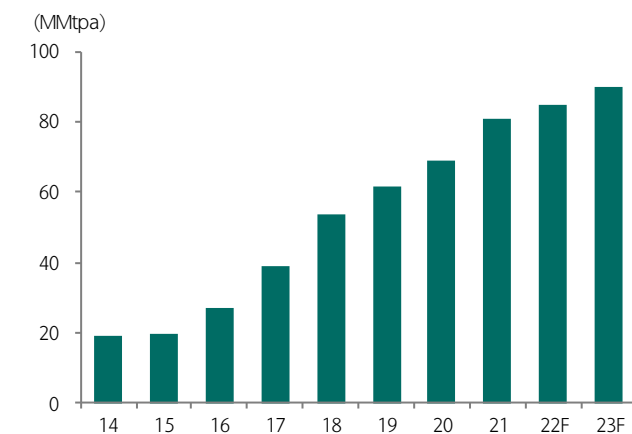
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 31. 중국 LNG 국가별 수입 비중



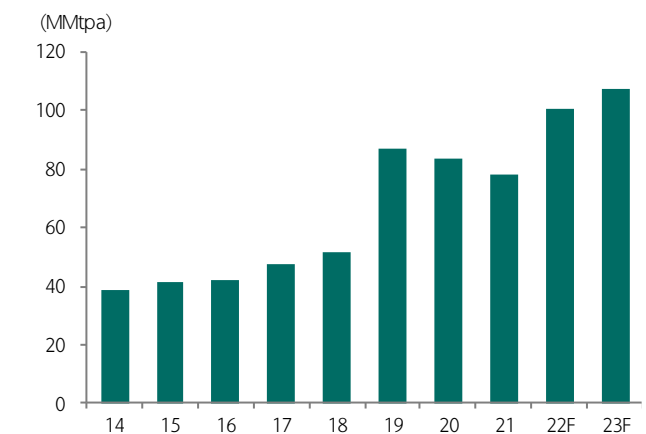
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 32. 중국의 LNG 수입량 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 33. 유럽의 LNG 수입량 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

3) 러시아 수주잔고 리스크 조금씩 현실화되는 중

슬롯에 대한 수요가 높은 현재 시점에서 계약 취소 등의 리스크는 향후 높은 선가를 기반으로 새롭게 수주할 수 있는 여력으로 작동 가능

언론에 따르면 현재 러시아 익스포저는 한국조선해양 5.5억달러, 대우조선해양 25억달러, 삼성중공업 50억달러 수준으로 언급되고 있다. 러시아 대금결제가 어려워진 환경에서 해당 수주잔고의 안전성과 수익성을 담보하기 쉽지 않다는 의견이 부각되고 있다.

불확실성이 증가하는 와중에도 일부 선박의 인도 및 대금 결제가 정상적으로 진행된 사례가 확인되고 있어 다행이지만 리스크가 완전히 해소되지 않고 아직 남아있는 상황이기 때문에 향후 결과를 지켜볼 필요가 있다. 5월 18일 대우조선해양의 공시에서도 볼 수 있듯이 대금 지급 이슈로 인한 계약 해지가 나타나는 등 리스크가 조금씩 현실화되는 모습이다.

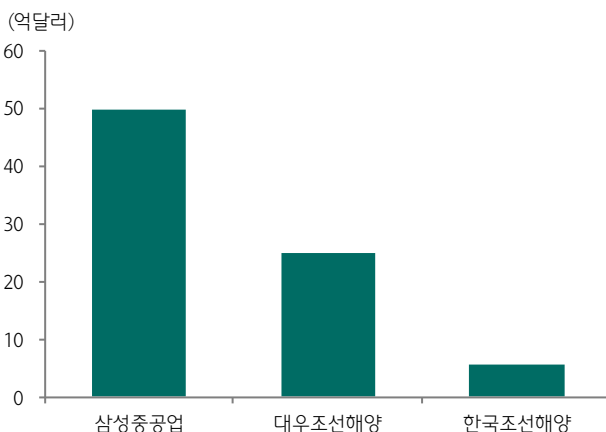
만약 기존 계약이 취소될 경우 기존 건조 중인 선박에 투입된 비용은 상당 부분 선수금으로 충당이 가능한 상황으로 알려져 있다. 일부 건조 중인 선박은 재매각 또는 신규 선사 확보 등으로 대응이 가능하며 높아진 선가를 감안하면 더 좋은 조건의 새로운 수주로 기존 도크 슬롯을 대체할 여지 또한 충분하다.

표 3. 러시아 제재 주요 내용

국가	주요 내용
미국	러시아 국책은행 VTB 등 90여개 금융기관 거래 차단
	첨단 제품 및 부품 수출 통제
	벨라루스 금융 기관과 개인 24명 제재
EU	러시아 금융시장의 70% 겨냥 제재
	수출 통제를 통해 정유시설 등 개량 차단해 석유 산업 타격
	항공산업 관련 물품 수출 금지
	반도체, SW 등 첨단 기술에 대한 접근 제한
영국	런던 금융시장에서 러시아 정부와 기업의 자금 조달 차단
	푸틴 대통령 등 재벌 5명 자산 동결 및 입국 금지 제재
	영국 영공 내 러시아 개인 항공기 운항 금지
독일	노르트 스트림 2 사업 중단 결정
캐나다	항공, IT 분야의 대러시아 수출 통제
SWIFT	미국, 프랑스, 독일, 이탈리아, 영국, 캐나다는 SWIFT 결제망에서 러시아 배제 합의 (국제 금융시스템과 단절)
	러시아 중앙은행 국제보유고에 접근 제한 (6,430억달러 규모로 러시아 재정에 직접적 타격)

자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 34. 주요 조선소 러시아 익스포저



자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 35. 러시아 즈베즈다 조선소에 인도된 Arc7 LNG선 선체



자료: 언론보도, 하나금융투자

5. 카타르 LNG선 발주 본격화

1) 한국 조선소 일감을 책임지는 대규모 프로젝트

과거 가뭄의 단비였던 대규모 계약

지난 2020년 6월 조선 시황 다운사이클의 막바지에서 카타르발 LNG선 건조를 위한 한국 조선소의 대규모 도크 슬롯 예약이 이뤄졌다. 대형조선소 기준 연간 20척 이상 건조가 가능하고 조선 3사 합산 150척 가량으로 보도되는 점을 감안한다면 LNG선 연간 생산능력 기준 2년치 이상의 일감으로 간주된다.

그림 36. 카타르 계약 체결

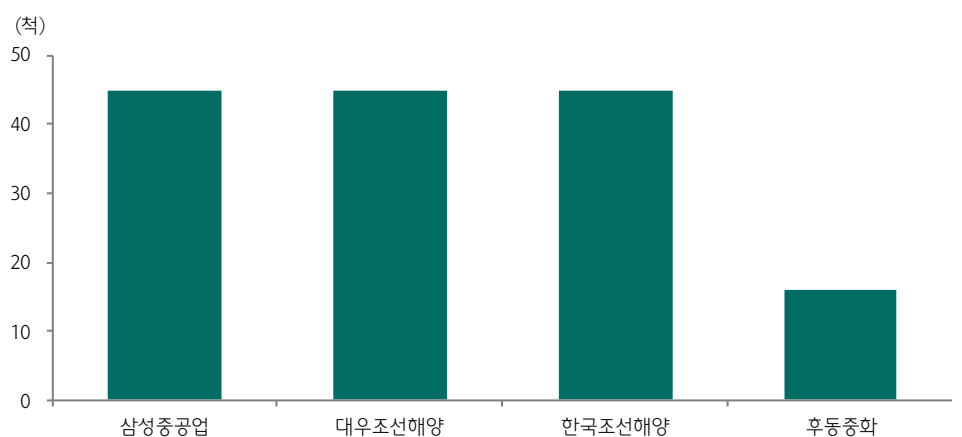
2020년 6월 슬롯 계약 약정서 체결



자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 37. 카타르 LNG선 조선소별 수주 척수 전망

중국 후동중화 일부 물량 제외하면
나머지 부분은 한국 조선업체의 수혜



자료: 언론보도, 하나금융투자

2) 과거 계약 당시 선가 대비 높아진 원가가 문제

현재 선가 대비 체결 당시 낮은 선가
레벨이 불확실성으로 부각되는 중

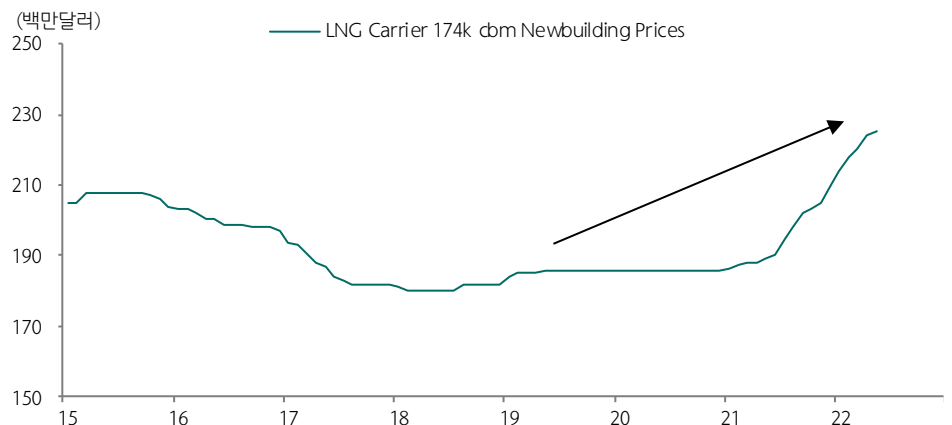
최근 LNG선 선가가 상당히 개선되는 흐름이 확인되고 있는데 이는 조선사의 협상력과 선박 발주처의 실제 수요로 인한 건강한 선가 상승뿐만 아니라 원자재 가격이 급등하면서 Cost Push 성격의 영향도 반영된 것으로 간주된다. 문제가 되는 부분은 슬롯 계약과 실제 발주의 시차에서 발생한다.

2020년 6월 당시 대형 LNG선 선가는 척당 1.86억달러였다. 해당 수주 물량의 단가는 공개 되지 않았지만 적정 수준 마진을 확보한 건이라고 가정하더라도 최근 선가 척당 2.25~2.31억달러 대비 낮다. 2년 사이 별다른 시황 변화가 없었다면 노이즈도 발생하지 않았겠지만 선가 상승만큼 원가도 급증하면서 예상 건조마진이 훼손될 수 있다는 우려가 부각되는 중이다.

선가 관련 노이즈가 어떤 방향으로 결론지어질 것인지는 알 수 없지만 발주는 조만간 현실 화될 전망이다. 생산 확대 일정에 맞추려면 발주 확정이 불가피하기 때문이다. 시리즈 수주 이기 때문에 만약 불리한 조건으로 계약이 체결된다고 하더라도 반복 건조 효과로 건조마진 하락분을 만회할 가능성이 높다고 판단된다.

그림 38. 대형 LNG선 선가 추이 (2020년 6월 대비 20% 이상 높은 수준)

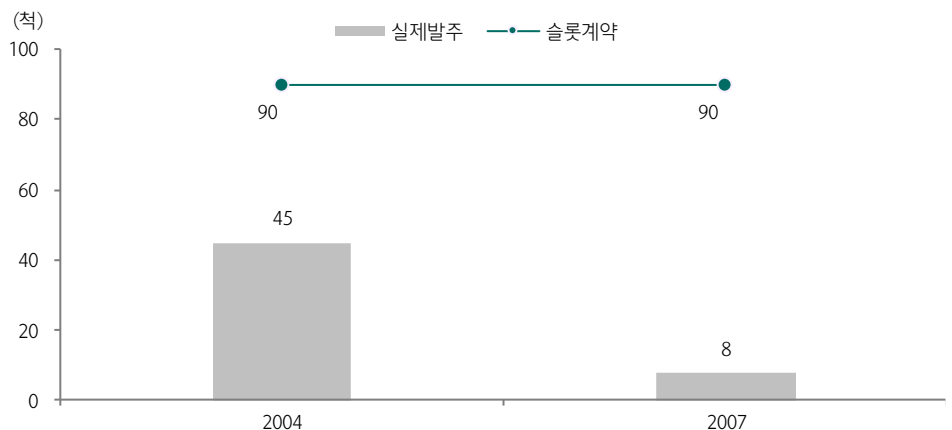
2020년 6월 1.96억달러
2022년 5월 2.25~2.31억달러



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 39. 과거 국내 조선소 카타르 LNG선 수주 실적

과거 슬롯 계약 대비 적은 물량으로
발주한 사례 존재



자료: 언론보도, 하나금융투자

6. LNG선 화물창 기술변화와 보냉제 시장 확대

1) GTT의 NO96 Super+

NO96과 Mark 3 모두 폴리우레탄폼 사용하는 방향으로 변화

프랑스의 GTT는 LNG선 화물창 관련 원천기술을 보유한 업체다. 현재 화물창 보냉제 관련 설계 형태는 NO96과 Mark 3 두 가지로 구분할 수 있다. 현대중공업과 삼성중공업은 Mark 3, 대우조선해양과 후동중화조선은 NO96 기술을 적용하여 선박을 건조한다.

가장 큰 차이점은 보냉제의 재료다. 주 원재료의 경우 NO96는 글라스울, Mark 3는 폴리우레탄폼을 사용한다. 기술 단계에 따라 달라지겠지만 통상 폴리우레탄폼을 사용한 화물창의 기화율이 더 낮게 형성된다. 최근 NO96 Super+ 타입이 개발되었는데 폴리우레탄폼을 적용하여 Mark III Flex+ 수준으로 기화율을 낮춘 것이 핵심이다.

표 4. MARK3와 NO96 기술 비교

	Mark 3	Mark 3 Flex	Mark 3 Flex+	NO96	NO96 GW	NO96 L03	NO96 L03+	NO96 Super+	
BOR (Boil Off Rate) *170Km³ vessel	0.125~0.15%	0.085~0.1%	0.07%	0.15%	0.125%	0.11%	0.10%	0.085%	
Insulation	Foam 130kg/m³			Perlite	Glass wool	Glass wool and foam 130kg/m³		Glass woold and R-PUF	
Membranes	Primary -Stainless steel 304L – 1.2mm Secondary -Composite material			Invar 0.7mm					
Support	Primary and secondary panel -Foam and plywood			Boxes with bulkheads -Plywood	Boxes primary and top secondary with bulkheads Plywood Panels lower secondary Foam & plywood	Boxes with bulkheads Plywood Panels Foam & plywood	R-PUF panels		
Thickness (Primary + Secondary Panal)	270mm (100+170)	400mm (100+300)	480mm (100+380)	530mm (230+300)					??

자료: GTT, 하나금융투자

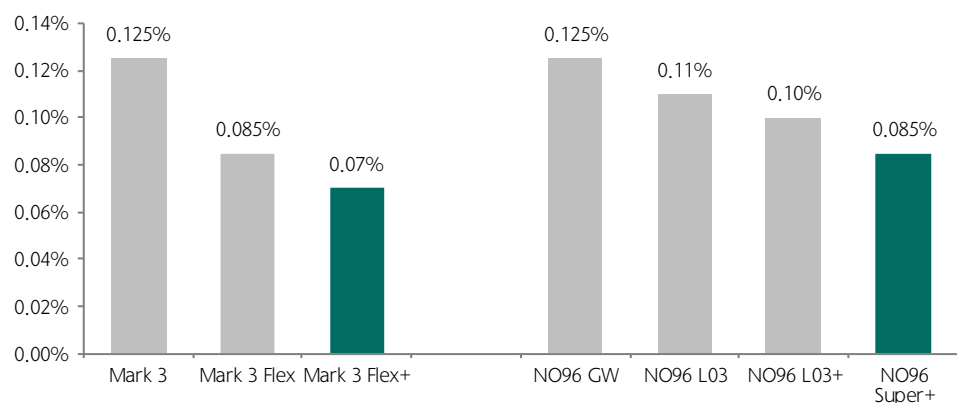
그림 40. GTT 화물창 기술별 174K LNG선 기화율 비교

Mark 3 Flex+

0.07%

NO96 Super+

0.085%



자료: GTT, 하나금융투자

2) 새로운 고객으로부터의 수주 공시는 생산능력 확장의 근거

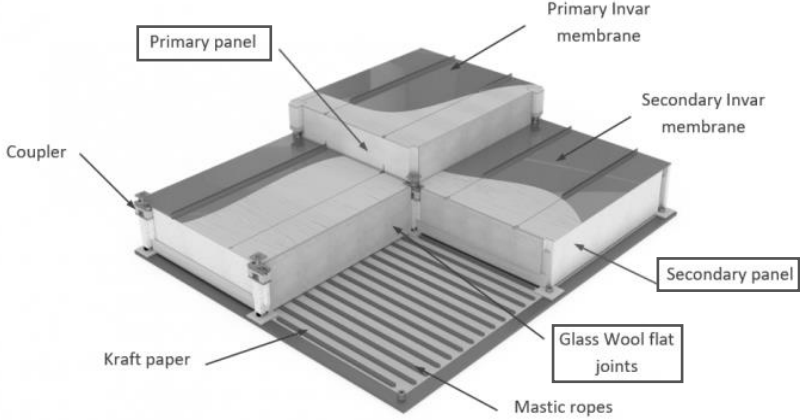
국내 모든 조선업체가 보냉재 업체
고객으로 확대되는 모습 확인

5월 2일 한국카본은 대우조선해양으로부터 652억원 규모 인슐레이션 패널 공급계약 체결을 공시했다. 대우조선해양은 폴리우레탄폼을 사용하지 않는 NO96 타입의 기술을 적용해왔기 때문에 이전까지 보냉재 업체들의 수주가 없었다. 이번에 수주한 NO96 SUPER+ 타입은 폴리우레탄폼을 사용하는 기술을 적용했기 때문에 수주로 이어질 수 있었다.

한국 대형조선소에서 생산 가능한 대형 LNG선은 연간 60여척이지만 보냉재 시장으로 보면 적용 기술 차이로 대우조선해양에서 건조되는 선박은 수주 가능한 대상이 아니었다. 따라서 보냉재 업체의 생산능력은 연간 40여척으로 제한되어왔으며 특정 기술을 사용하는 조선소의 수주만 실적으로 이어질 수 있었다.

향후 보냉재 업체의 생산능력 상한은 연간 40척에서 60척으로 50% 가량 확장이 필요해진 모습이다. 해운 시장 변동 및 전방 조선소 수주 사이클에 따른 수혜 여부에 집중했던 과거와 다르게 지금은 추세적인 외형성장에 확신이 부여될 수 있는 상황이다.

표 5. NO96 Super+ 주요 변화

	주요 내용
NO96 Super+	BOR 감소 (0.085%/day) R-PUF 패널이 Inter barrier space와 Insulation space 2개에 사용됨(단열 및 2개의 Metal Membrane 지지 목적) 기존 합판(plywood) 대신 R-PUF 패널 사용 설치는 기존 NO96 시스템과 유사 Glass wool flat joint는 인접한 Foam panel 사이에 삽입 (열거동 최적화) 

자료: GTT, 하나금융투자

그림 41. MDI(Methylene diphenyl diisocyanate) 가격 추이

폴리우레탄의 주원료
2020년 하반기 급등 후 안정화 추세



자료: Bloomberg, 하나금융투자

Top Pick 및 관심종목

현대중공업 (329180)	23
현대미포조선 (010620)	27
삼성중공업 (010140)	31
대우조선해양 (042660)	35
한국카본 (017960)	39
동성화인텍 (033500)	43
HSD엔진 (082740)	47

2022년 5월 19일

현대중공업(329180)

우호적인 업황 속 대표 수혜주

목표주가 150,000 원, 투자 의견 매수 제시

현대중공업 목표주가 150,000원, 투자 의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 예상 BPS에 목표 PBR 2.3배를 적용했다. 규모가 가장 큰 조선사로 엔진 부문 내재화를 통해 상대적인 마진 격차를 만들어낼 수 있는 점이 다른 업체 대비 프리미엄이 부여될 수 있는 근거다. 연초 제시된 2022년 연간 가이드는 매출 10.1조원, 수주 113억달러다. 3월 말 기준 신규 수주는 상선 13척 포함 39억달러로 목표치 대비 29%를 달성하고 있다. 수주잔고는 283억달러로 2년치 이상 일감을 보유 중이다. 2022년 기준 PBR 2.1배다.

2022년 하반기 영업이익 467억원(흑자전환) 전망

올해 하반기 매출액은 전년대비 23.3% 증가한 5.4조원으로 예상된다. 지난해 높아진 선가로 수주한 물량들이 본격적으로 건조에 들어가며 외형 성장이 나타날 것으로 판단된다. 최근 발생한 부분적인 생산중단 영향은 2분기 매출에 일부 영향을 미칠 수 있지만 미얀마 해양 프로젝트 공정 진행 본격화 등을 감안하면 외형 감소 우려는 충분히 극복 가능한 상황으로 판단된다. 하반기 영업이익은 467억원으로 전년대비 흑자전환이 예상된다. 실적 턴어라운드가 가능할 시점은 4분기로 예상되며 최근 환율 약세 흐름을 감안하면 다소 빨라질 가능성도 있다.

LNG선 발주 흐름 긍정적. 카타르 선가 결과에 관심 필요

동유럽 지정학적 리스크 확대 이후 LNG 수급에 변화가 나타나는 중이다. 러시아 LNG 대체 목적의 LNG 수요가 확대되며 가스 가격이 급등하는 일련의 상황은 LNG선 발주 모멘텀을 자극하는 모습이며 작년에 이어 올해도 LNG선 수주 랠리가 나타날 것으로 보인다. 현재 진행 중인 카타르 LNG선 협상은 상호간 완전한 합의 수준으로 마무리될 가능성이 높다. 최근 높아진 선가 대비 낮은 수준일지라도 반복 건조에 따른 마진 상승 효과를 감안하면 일방적인 우려는 과도하다고 판단된다.

관심종목

BUY(신규)

TP(12M): 150,000원 | CP(5월18일): 117,000원

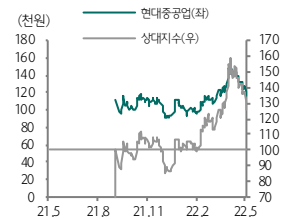
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,625.98
52주 최고/최저(원)	153,500/91,500
시가총액(십억원)	10,386.5
시가총액비중(%)	0.50
발행주식수(천주)	88,773.1
60일 평균 거래량(천주)	332.9
60일 평균 거래대금(십억원)	41.3
22년 배당금(예상, 원)	0
22년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	6.02
주요주주 지분율(%)	
한국조선해양 외 1인	79.72
국민연금공단	6.01
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(17.9) 10.4 0.0
상대	(15.8) 23.9 0.0

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	9,925.8	11,630.7
영업이익(십억원)	(32.9)	535.0
순이익(십억원)	(92.5)	352.0
EPS(원)	(1,042)	3,965
BPS(원)	62,964	67,402

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	8,312.0	8,311.3	9,829.6	11,307.3	12,767.7
영업이익	십억원	32.5	(800.3)	(231.3)	361.5	650.0
세전이익	십억원	(540.1)	(1,111.4)	(439.6)	44.1	517.7
순이익	십억원	(431.4)	(814.2)	(326.9)	24.1	427.9
EPS	원	(6,096)	(10,665)	(3,683)	272	4,820
증감율	%	적지	적지	적지	흑전	1,672.06
PER	배	0.00	(8.93)	(32.99)	446.69	25.21
PBR	배	0.00	1.51	2.05	2.04	1.89
EV/EBITDA	배	9.64	(17.54)	1,339.80	21.48	14.04
ROE	%	(7.86)	(14.87)	(6.02)	0.46	7.77
BPS	원	75,746	63,015	59,332	59,604	64,424
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

RA 위경재
02-3771-7699
kyungjae.wee@hanafn.com

Valuation 및 투자의견

목표주가 150,000원, 투자의견 매수

현대중공업 목표주가 150,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 예상 BPS에 목표 PBR 2.3배를 적용했다.

규모가 가장 큰 조선사로 엔진 부문 내재화를 통해 상대적인 마진 격차를 만들어낼 수 있는 점이 다른 업체 대비 프리미엄이 부여될 수 있는 근거다. 연초 제시되었던 올해 연간 실적 가이드는 매출 10.1조원, 수주 113억달러다. 3월 말 기준 신규 수주는 상선 13척 포함 39억달러로 목표치 대비 29%를 달성하고 있고 수주잔고는 283억달러로 2년치 이상 일감을 보유 중이다.

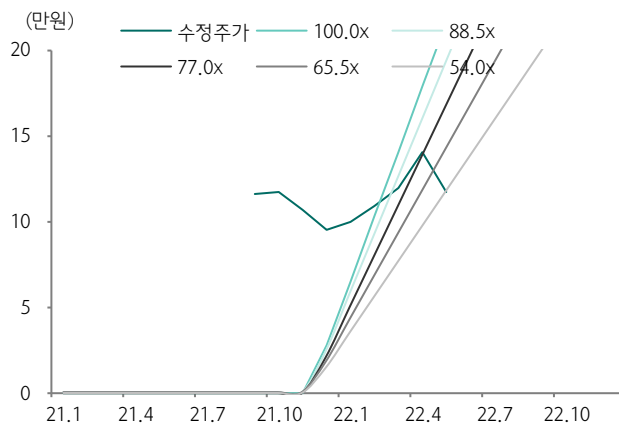
2022년 기준 PBR 2.1배다.

표 1. 현대중공업 목표주가 산정

구분		비고	
(A)ROE(%)	7.8		
(B)주당순자산(원)	64,424		
(C)베타	0.7	KOSPI 52주 주간 베타	
(D)시장 기대수익률(%)	3.5	하나금융투자 추정	
(E)무위험 시장수익률(%)	3.1	국고채 3년	
(F)자기자본비용(%E+FXC)	3.3		
(G)적정PBR(배, A/B)	2.3		
목표주가 산정(원)	149,981	목표주가(원)	150,000원
상승여력(%)	28.2	현재주가(원)	117,000원

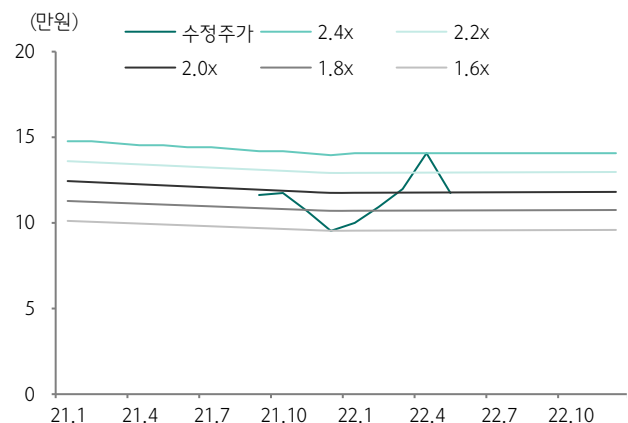
자료: 현대중공업, 하나금융투자

그림 1. 현대중공업 12M Fwd PER 추이



자료: 현대중공업, 하나금융투자

그림 2. 현대중공업 12M Fwd PBR 추이



자료: 현대중공업, 하나금융투자

2022년 하반기 영업이익 467억원(흑자전환) 전망

2022년 하반기 실적전망

매출액 5.4조원(YoY +23.3%)

영업이익 467억원(YoY 흑자전환)

올해 하반기 매출액은 전년대비 23.3% 증가한 5.4조원으로 예상된다. 작년 높아진 선가로 수주한 물량들이 본격적으로 건조에 들어가며 외형 성장이 나타날 것으로 판단된다. 최근에 발생한 부분적인 생산중단 영향은 2분기 매출에 일부 영향을 미칠 수 있지만 미안마 해양 프로젝트 공정 진행 본격화 등을 감안하면 외형 감소 우려는 충분히 극복 가능한 상황으로 판단된다.

하반기 영업이익은 467억원으로 전년대비 흑자전환이 예상된다. 실적 턴어라운드 가능성이 시점은 4분기로 예상되며 최근 환율 약세 흐름을 감안하면 다소 빨라질 가능성도 있다.

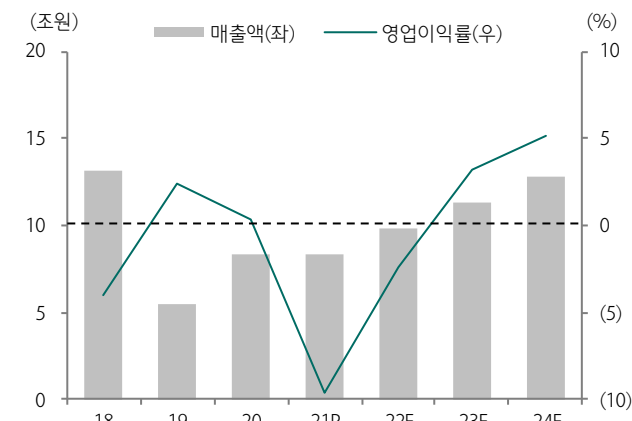
표 2. 현대중공업 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2018	2019	2020	2021P	2022F	2023F	2024F	22년YoY(%)	23년YoY(%)
매출액	131,199	54,567	83,121	83,162	98,296	113,073	127,677	18.2	15.0
영업이익	(5,225)	1,295	325	(8,003)	(2,313)	3,615	6,500	적지	흑전
세전이익	(8,540)	(1,035)	(5,401)	(11,115)	(4,396)	441	5,177	적지	흑전
순이익	(4,536)	(889)	(4,314)	(8,142)	(3,269)	241	4,279	적지	흑전
영업이익률(%)	(4.0)	2.4	0.4	(9.6)	(2.4)	3.2	5.1	-	-
세전이익률(%)	(6.5)	(1.9)	(6.5)	(13.4)	(4.5)	0.4	4.1	-	-
순이익률(%)	(3.5)	(1.6)	(5.2)	(9.8)	(3.3)	0.2	3.4	-	-

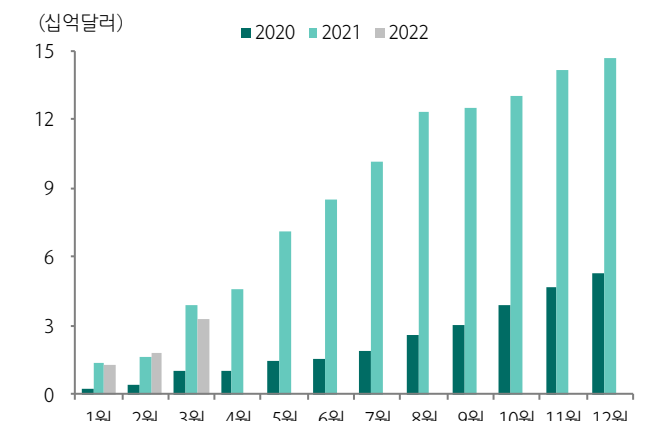
자료: 현대중공업, 하나금융투자

그림 3. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: 현대중공업, 하나금융투자

그림 4. 월별 누적 수주금액 추이 (2022년 3월 말 기준)



자료: 현대중공업, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	8,312.0	8,311.3	9,829.6	11,307.3	12,767.7
매출원가	7,837.9	8,520.5	9,406.1	10,220.3	11,255.9
매출총이익	474.1	(209.2)	423.5	1,087.0	1,511.8
판매비	441.6	591.1	654.8	725.6	861.8
영업이익	32.5	(800.3)	(231.3)	361.5	650.0
금융손익	(18.4)	(485.7)	(252.8)	(205.9)	(168.4)
종속/관계기업손익	0.0	(0.6)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(554.2)	175.1	44.5	(111.5)	36.1
세전이익	(540.1)	(1,111.4)	(439.6)	44.1	517.7
법인세	(108.7)	(297.2)	(112.6)	19.9	89.8
계속사업이익	(431.4)	(814.2)	(326.9)	24.2	427.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(431.4)	(814.2)	(326.9)	24.2	427.9
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
지배주주순이익	(431.4)	(814.2)	(326.9)	24.1	427.9
지배주주지분포괄이익	(262.1)	(835.2)	(326.9)	24.2	427.9
NOPAT	26.0	(586.3)	(172.1)	198.0	537.3
EBITDA	284.8	(560.9)	9.6	588.9	882.1
성장성(%)					
매출액증가율	52.33	(0.01)	18.27	15.03	12.92
NOPAT증가율	(76.64)	적전	적지	흑전	171.36
EBITDA증가율	1.86	적전	흑전	6,034.38	49.79
영업이익증가율	(74.90)	적전	적지	흑전	79.81
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	흑전	1,675.52
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	1,672.06
수익성(%)					
매출총이익률	5.70	(2.52)	4.31	9.61	11.84
EBITDA이익률	3.43	(6.75)	0.10	5.21	6.91
영업이익률	0.39	(9.63)	(2.35)	3.20	5.09
계속사업이익률	(5.19)	(9.80)	(3.33)	0.21	3.35

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	6,999.4	7,886.1	9,070.6	10,112.6	11,376.3
금융자산	2,032.5	2,399.7	2,277.6	2,477.4	2,770.1
현금성자산	1,314.8	2,137.4	1,952.7	2,112.3	2,358.5
매출채권	754.2	852.2	1,055.5	1,186.5	1,337.5
재고자산	779.0	898.7	1,113.0	1,251.1	1,410.4
기타유동자산	3,433.7	3,735.5	4,624.5	5,197.6	5,858.3
비유동자산	6,800.3	7,192.6	7,077.6	6,959.7	7,161.6
투자자산	79.7	201.9	247.7	277.3	311.4
금융자산	78.7	199.1	244.3	273.4	307.0
유형자산	6,020.3	5,986.3	5,830.3	5,687.5	5,859.7
무형자산	65.0	79.5	74.5	69.9	65.6
기타비유동자산	635.3	924.9	925.1	925.0	924.9
자산총계	13,799.7	15,078.7	16,148.2	17,072.3	18,537.9
유동부채	5,976.9	7,048.6	8,370.2	9,222.0	10,204.0
금융부채	2,638.4	1,666.9	1,705.1	1,729.7	1,758.1
매입채무	947.1	1,180.1	1,461.5	1,642.9	1,852.0
기타유동부채	2,391.4	4,201.6	5,203.6	5,849.4	6,593.9
비유동부채	2,462.0	2,436.0	2,510.9	2,559.1	2,614.7
금융부채	2,139.1	2,122.2	2,122.2	2,122.2	2,122.2
기타비유동부채	322.9	313.8	388.7	436.9	492.5
부채총계	8,438.9	9,484.6	10,881.1	11,781.1	12,818.8
지배주주지분	5,360.8	5,594.0	5,267.1	5,291.2	5,719.1
자본금	353.9	443.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	4,639.9	3,118.4	3,118.4	3,118.4	3,118.4
자본조정	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
기타포괄이익누계액	873.5	881.5	881.5	881.5	881.5
이익잉여금	(505.1)	1,151.7	824.8	848.9	1,276.8
비지배주주지분	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0
자본총계	5,360.8	5,594.0	5,267.1	5,291.2	5,719.1
순금융부채	2,745.0	1,389.5	1,549.8	1,374.5	1,110.2

투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	(6,096)	(10,665)	(3,683)	272	4,820
BPS	75,746	63,015	59,332	59,604	64,424
CFPS	2,823	(7,986)	(1,356)	3,931	9,313
EBITDAPS	4,024	(7,347)	108	6,633	9,937
SPS	117,446	108,864	110,727	127,373	143,824
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.00	(8.93)	(32.99)	446.69	25.21
PBR	0.00	1.51	2.05	2.04	1.89
PCFR	0.00	(11.92)	(89.60)	30.91	13.05
EV/EBITDA	9.64	(17.54)	1,339.80	21.48	14.04
PSR	0.00	0.87	1.10	0.95	0.84
재무비율(%)					
ROE	(7.86)	(14.87)	(6.02)	0.46	7.77
ROA	(3.12)	(5.64)	(2.09)	0.15	2.40
ROIC	0.32	(7.38)	(2.24)	2.54	6.67
부채비율	157.42	169.55	206.59	222.65	224.14
순부채비율	51.21	24.84	29.42	25.98	19.41
이자보상배율(배)	0.21	(6.37)	(2.33)	3.61	6.46

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	(200.0)	762.1	(112.6)	234.4	640.3
당기순이익	(431.4)	(814.2)	(326.9)	24.2	427.9
조정	503.4	111.7	240.9	227.3	232.2
감가상각비	252.3	239.4	240.9	227.4	232.1
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	251.1	(127.7)	0.0	(0.1)	0.1
영업활동자산부채변동	(272.0)	1,464.6	(26.6)	(17.1)	(19.8)
투자활동 현금흐름	(201.0)	151.7	(188.4)	(149.9)	(480.6)
투자자산감소(증가)	26.0	(121.5)	(45.9)	(29.6)	(34.1)
자본증가(감소)	(218.8)	(231.5)	(80.0)	(80.0)	(400.0)
기타	(8.2)	504.7	(62.5)	(40.3)	(46.5)
재무활동 현금흐름	730.2	(92.6)	38.2	24.6	28.4
금융부채증가(감소)	658.4	(988.4)	38.2	24.6	28.4
자본증가(감소)	0.0	(1,431.6)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	71.8	2,327.4	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	321.2	822.6	(191.6)	159.5	246.2
Unlevered CFO	199.8	(609.7)	(120.4)	349.0	826.7
Free Cash Flow	(426.2)	518.1	(192.6)	154.4	240.3

2022년 5월 19일

현대미포조선(010620)

빠른 턴어라운드 기대

목표주가 100,000 원, 투자 의견 매수 유지

현대미포조선 목표주가 100,000원, 투자 의견 매수 유지한다. 짧은 납기에 따른 빠른 턴어라운드가 기대되며 안정적인 재무 구조와 대형 조선사 대비 상대적으로 작은 대내외 리스크 등을 고려하면 투자 매력이 높다고 판단된다. 연초 제시된 2022년 연간 가이던스는 매출 3.6조원, 수주 36억달러다. 3월 말 기준 신규 수주는 15.2억달러로 목표치 대비 42.3%를 달성했다. 수주잔고는 75.8억달러로 2년치 이상 일감을 보유하고 있다. 2022년 기준 PBR 1.5배다.

2022년 하반기 영업이익 527억원(흑자전환) 전망

올해 하반기 매출액은 전년대비 23.4% 증가한 1.8조원으로 예상된다. 원/달러 환율 상승 국면에서 지난해 수주한 선박이 본격적인 건조에 들어가며 빠른 외형 성장이 나타날 수 있다. 하반기 영업이익은 527억원으로 전년대비 흑자전환을 달성할 것으로 예상된다. 높은 선가로 수주한 선박의 건조물량 증가에 따른 고정비 부담 완화로 실적 턴어라운드가 기대된다. 언론 보도에 따르면 후판 가격 협상 결론이 추가 인상으로 마무리될 전망이다. 이미 1분기 강재가 관련 충당금을 인식한 상황이기 때문에 추가 비용 인식 우려는 제한적이다.

MR탱커 운임 회복 흐름 속 발주 재개 기대감 부각 가능

동유럽 분쟁 이후 탱커 시장 변화가 나타나고 전반적인 톤마일 증가로 운임이 상승하고 있다. 중국 봉쇄 조치 등의 영향으로 VLCC는 아직 약세지만 중소형 탱커 중심으로 운임이 빠르게 개선되는 모습이다. 글로벌 디젤 쇼티지 국면에서 MR탱커의 발주 재개가 기대되고 있다. 최근 PC탱커 2척을 수주하였고 LPG, 소형 컨테이너선 중심 수주잔고에 기존 주력 선종까지 추가될 수 있어 긍정적이다.

Top Pick

BUY

| TP(12M): 100,000원 | CP(5월18일): 77,900원

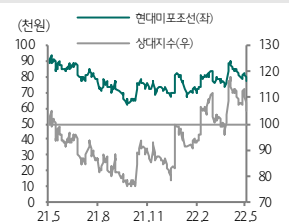
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,625.98
52주 최고/최저(원)	93,900/62,100
시가총액(십억원)	3,111.5
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	39,942.1
60일 평균 거래량(천주)	303.7
60일 평균 거래대금(십억원)	24.7
22년 배당금(예상, 원)	580
22년 배당수익률(예상, %)	0.69
외국인지분율(%)	11.74
주요주주 지분율(%)	
한국조선해양 외 5인	42.86
국민연금공단	10.54
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(12.2) 7.6 (17.0)
상대	(9.9) 20.8 0.2

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	3,609.6	4,075.8
영업이익(십억원)	27.1	195.2
순이익(십억원)	24.8	148.0
EPS(원)	552	3,554
BPS(원)	55,168	58,315

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	2,792.0	2,887.2	3,604.4	4,135.4	4,440.4
영업이익	십억원	36.7	(217.3)	(2.4)	153.0	232.1
세전이익	십억원	(20.1)	(209.8)	15.0	153.1	239.4
순이익	십억원	(19.5)	(159.7)	10.6	115.7	146.6
EPS	원	(488)	(3,998)	264	2,896	3,670
증감율	%	적전	적지	흑전	996.97	26.73
PER	배	(98.36)	(17.51)	302.65	27.59	21.77
PBR	배	0.82	1.29	1.46	1.40	1.33
EV/EBITDA	배	17.18	(15.70)	57.37	14.56	10.20
ROE	%	(0.84)	(7.11)	0.49	5.21	6.30
BPS	원	58,409	54,331	54,595	56,912	59,853
DPS	원	0	0	580	730	730



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

RA 위경재

02-3771-7699

kyungjae.wee@hanafn.com

2022년 하반기 영업이익 527억원(흑자전환) 전망

2022년 하반기 실적전망

매출액 1.8조원(YoY +23.4%)

영업이익 527억원(YoY 흑자전환)

올해 하반기 매출액은 전년대비 23.4% 증가한 1.8조원으로 예상된다. 원/달러 환율 상승 국면에서 작년 수주한 선박이 본격적인 건조에 들어가며 빠른 외형 성장이 나타날 수 있다.

하반기 영업이익은 527억원으로 전년대비 흑자전환을 달성할 것으로 예상된다. 높은 선가로 수주한 선박의 건조물량 증가에 따른 고정비 부담 완화로 실적 턴어라운드가 기대된다. 언론 보도에 따르면 후판 가격 협상 결론이 추가 인상으로 마무리될 전망이다. 이미 1분기 강재가 관련 충당금을 인식한 상황이기 때문에 추가 비용 인식 우려는 제한적이다.

표 1. 현대미포조선 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	22년YoY(%)	23년YoY(%)
매출액	24,534	24,030	29,941	27,920	28,872	36,044	41,354	44,404	24.8	14.7
영업이익	1,079	709	926	367	(2,173)	(24)	1,530	2,321	적지	흑전
세전이익	7,333	1,175	856	(201)	(2,098)	112	1,561	2,352	흑전	1,288.7
순이익	7,289	967	612	(123)	(1,601)	68	1,187	1,787	흑전	1,640.7
영업이익률(%)	4.4	3.0	3.1	1.3	(7.5)	(0.1)	3.7	5.2	-	-
세전이익률(%)	29.9	4.9	2.9	(0.7)	(7.3)	0.3	3.8	5.3	-	-
순이익률(%)	29.7	4.0	2.0	(0.4)	(5.5)	0.2	2.9	4.0	-	-

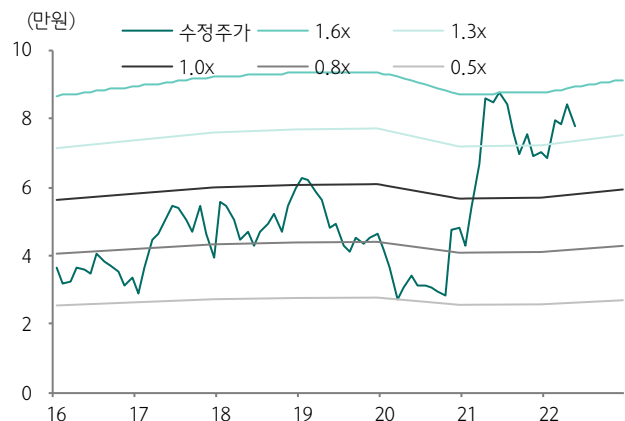
자료: 현대미포조선, 하나금융투자

그림 1. 현대미포조선 12M Fwd PER 추이



자료: 현대미포조선, 하나금융투자

그림 2. 현대미포조선 12M Fwd PBR 추이



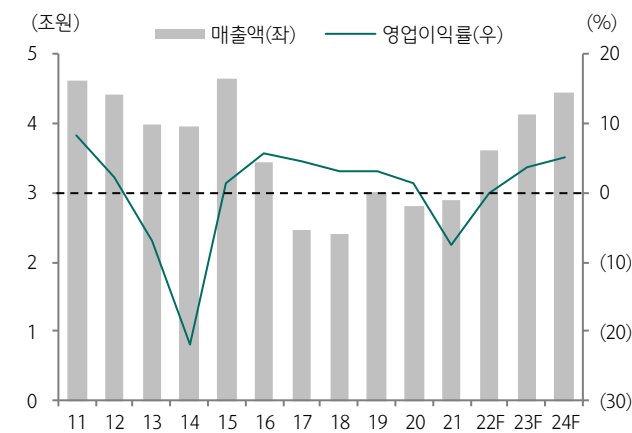
자료: 현대미포조선, 하나금융투자

MR탱커 운임 회복 흐름 속 발주 재개 기대감 부각 가능

중소형 탱커 중심으로 운임이 빠르게 개선되는 모습

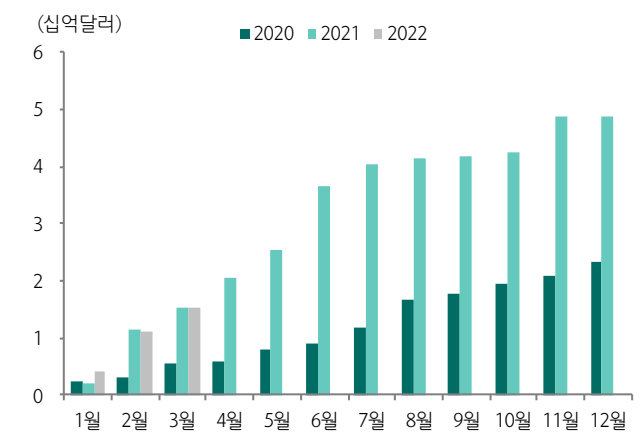
동유럽 분쟁 이후 탱커 시장 변화가 나타나면서 전반적인 톤마일 증가로 운임이 상승하고 있다. 중국 봉쇄 조치 등의 영향으로 VLCC는 아직 약세지만 중소형 탱커 중심으로 운임이 빠르게 개선되는 모습이다. 글로벌 디젤 쇼티지 국면에서 MR탱커의 발주 재개가 기대되고 있다. 최근 PC탱커 2척을 수주하였고 LPG와 소형 컨테이너선 중심 수주잔고에 기존 주력 선종까지 추가될 수 있어 긍정적이다.

그림 3. 연간 영업실적 추이 및 전망



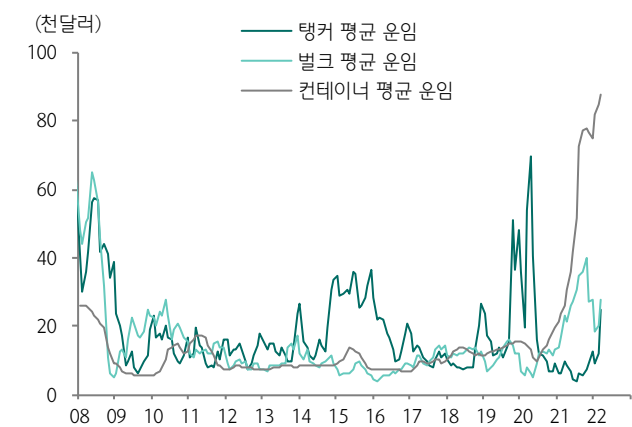
자료: 현대미포조선, 하나금융투자

그림 4. 월별 누적 수주금액 추이 (2022년 3월 말 기준)



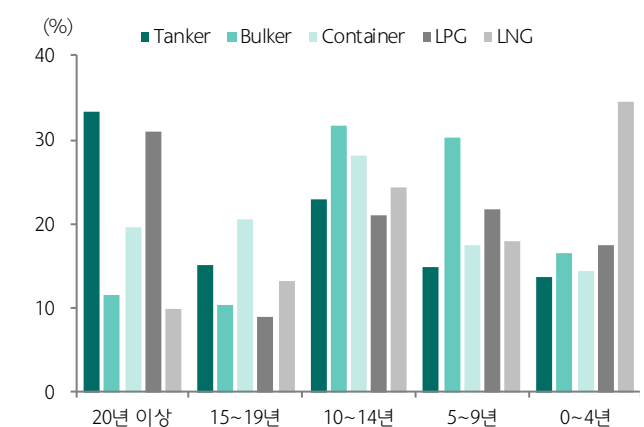
자료: 현대미포조선, 하나금융투자

그림 5. 선종별 운임 추이



자료: Clarkson, 하나금융투자

그림 6. 선종별 연령 비교



자료: Clarkson, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	2,792.0	2,887.2	3,604.4	4,135.4	4,440.4
매출원가	2,660.6	3,008.2	3,483.7	3,841.6	4,058.3
매출총이익	131.4	(121.0)	120.7	293.8	382.1
판매비	94.7	96.3	123.1	140.8	150.1
영업이익	36.7	(217.3)	(2.4)	153.0	232.1
금융손익	2.7	(71.2)	6.6	5.1	14.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(59.5)	78.8	10.8	(5.0)	(6.8)
세전이익	(20.1)	(209.8)	15.0	153.1	239.4
법인세	(7.9)	(49.7)	4.4	37.5	56.4
계속사업이익	(12.3)	(160.1)	10.6	115.7	183.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(12.3)	(160.1)	10.6	115.7	183.0
비지배주주지분 순이익	7.2	(0.4)	0.0	0.0	36.4
지배주주순이익	(19.5)	(159.7)	10.6	115.7	146.6
지배주주지분포괄이익	23.0	(162.9)	10.7	116.9	185.0
NOPAT	22.3	(165.9)	(1.7)	115.6	177.4
EBITDA	92.8	(161.8)	54.5	210.1	289.4
성장성(%)					
매출액증가율	(6.75)	3.41	24.84	14.73	7.38
NOPAT증가율	(66.31)	적전	적지	흑전	53.46
EBITDA증가율	(36.31)	적전	흑전	285.50	37.74
영업이익증가율	(60.37)	적전	적지	흑전	51.70
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	991.51	26.71
EPS증가율	적전	적지	흑전	996.97	26.73
수익성(%)					
매출총이익률	4.71	(4.19)	3.35	7.10	8.61
EBITDA이익률	3.32	(5.60)	1.51	5.08	6.52
영업이익률	1.31	(7.53)	(0.07)	3.70	5.23
계속사업이익률	(0.44)	(5.55)	0.29	2.80	4.12

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,879.2	2,046.7	2,170.2	2,596.3	2,840.2
금융자산	637.9	555.4	557.9	633.3	780.5
현금성자산	532.7	400.4	390.3	429.2	566.5
매출채권	120.7	20.8	22.5	27.4	28.8
재고자산	148.6	265.5	287.1	349.5	366.8
기타유동자산	972.0	1,205.0	1,302.7	1,586.1	1,664.1
비유동자산	1,719.8	1,831.6	1,837.4	1,848.2	1,853.0
투자자산	20.0	46.3	49.0	56.8	59.0
금융자산	20.0	46.3	49.0	56.8	59.0
유형자산	1,613.7	1,636.4	1,639.7	1,642.7	1,645.4
무형자산	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
기타비유동자산	84.2	147.1	147.1	147.2	147.2
자산총계	3,599.0	3,878.3	4,007.7	4,444.4	4,693.1
유동부채	1,191.0	1,612.0	1,729.1	2,068.5	2,162.0
금융부채	256.1	217.1	221.0	232.3	235.4
매입채무	188.4	328.3	355.0	432.2	453.5
기타유동부채	746.5	1,066.6	1,153.1	1,404.0	1,473.1
비유동부채	40.5	62.0	63.7	68.5	69.8
금융부채	18.4	41.5	41.5	41.5	41.5
기타비유동부채	22.1	20.5	22.2	27.0	28.3
부채총계	1,231.5	1,674.0	1,792.8	2,137.0	2,231.9
지배주주지분	2,326.6	2,163.7	2,174.3	2,266.8	2,384.3
자본금	199.7	199.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3
자본조정	(40.9)	(40.9)	(40.9)	(40.9)	(40.9)
기타포괄이익누계액	282.8	289.2	289.2	289.2	289.2
이익잉여금	1,802.6	1,633.4	1,643.9	1,736.5	1,853.9
비지배주주지분	40.9	40.6	40.6	40.6	77.0
자본총계	2,367.5	2,204.3	2,214.9	2,307.4	2,461.3
순금융부채	(363.4)	(296.8)	(295.4)	(359.5)	(503.7)

투자지표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	(488)	(3,998)	264	2,896	3,670
BPS	58,409	54,331	54,595	56,912	59,853
CFPS	2,182	(4,193)	1,497	4,925	7,026
EBITDAPS	2,324	(4,051)	1,363	5,261	7,246
SPS	69,901	72,285	90,241	103,536	111,172
DPS	0	0	580	730	730
주가지표(배)					
PER	(98.36)	(17.51)	302.65	27.59	21.77
PBR	0.82	1.29	1.46	1.40	1.33
PCFR	22.00	(16.69)	53.37	16.22	11.37
EV/EBITDA	17.18	(15.70)	57.37	14.56	10.20
PSR	0.69	0.97	0.89	0.77	0.72
재무비율(%)					
ROE	(0.84)	(7.11)	0.49	5.21	6.30
ROA	(0.56)	(4.27)	0.27	2.74	3.21
ROIC	0.99	(7.38)	(0.07)	4.66	6.86
부채비율	52.02	75.94	80.94	92.62	90.68
순부채비율	(15.35)	(13.46)	(13.34)	(15.58)	(20.46)
이자보상배율(배)	5.19	(62.22)	(0.60)	37.24	55.89

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	256.0	69.6	36.4	82.8	215.5
당기순이익	(12.3)	(160.1)	10.6	115.7	183.0
조정	99.5	(1.6)	56.9	57.1	57.3
감가상각비	56.1	55.5	56.9	57.1	57.4
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	43.4	(57.1)	0.0	0.0	(0.1)
영업활동자산부채변동	168.8	231.3	(31.1)	(90.0)	(24.8)
투자활동 현금흐름	82.6	(133.3)	(75.3)	(104.3)	(72.2)
투자자산감소(증가)	(5.2)	(26.3)	(2.7)	(7.8)	(2.2)
자본증가(감소)	(79.6)	(61.4)	(60.0)	(60.0)	(60.0)
기타	167.4	(45.6)	(12.6)	(36.5)	(10.0)
재무활동 현금흐름	(3.2)	(70.6)	3.9	(11.9)	(26.0)
금융부채증가(감소)	6.2	(15.9)	3.9	11.3	3.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	4.6	(54.7)	0.0	(0.1)	0.0
배당지급	(14.0)	0.0	0.0	(23.1)	(29.1)
현금의 증감	332.9	(132.4)	(11.7)	38.9	137.2
Unlevered CFO	87.2	(167.5)	59.8	196.7	280.6
Free Cash Flow	173.8	6.7	(23.6)	22.8	155.5

2022년 5월 19일

삼성중공업(010140)

드릴십 리스크 해소 긍정적

목표주가 7,500 원, 투자의견 매수 제시

삼성중공업 목표주가 7,500원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 BPS에 PBR 1.4배를 적용하여 산출했다. 연초 제시된 2022년 연간 가이던스는 매출 7조원, 수주 88억달러다. 4월 말 기준 신규 수주는 상선 14척, 22억 달러로 가이던스 대비 25%를 달성 중이다. 수주잔고는 260억 달러로 2년치 이상 일감을 보유하고 있어 향후 수익성 위주의 선별 수주가 지속될 전망이다. 2022년 기준 PBR 1.1배다.

2022년 하반기 영업이익 -1,093억원(적자지속) 전망

올해 하반기 매출액은 전년대비 11.5% 증가한 3.7조원으로 예상된다. 2020년 다소 부진했던 수주 영향이 올해 연간 실적까지 일부 영향을 미칠 것으로 전망된다. 다만 2021년 이후 수주 실적이 크게 개선되었기 때문에 2023년부터 본격적으로 턴어라운드가 나타날 수 있다. 수주 공시로 확인된 평택 공장 관련 매출은 2분기부터 실적에 기여할 전망이다. 하반기 영업이익은 -1,093억원으로 전년대비 적자규모 축소가 예상된다. 매출 성장이 지속되고 있지만 아직 고정비 부담을 만회하기엔 다소 부족한 모습이다. 다만 기 수주잔고를 기반으로 2023년에는 외형 정상화에 따른 흑자전환이 기대된다. 최근 드릴십 일괄 매각으로 유지보수 비용이 크게 감소하고 있으며 동시에 유동성 추가 확보로 운전자금 부담도 다소 완화될 전망이다.

고유가 상황 속 해양플랜트 발주 재개 기대감 긍정적

국제유가가 100달러 이상이 장시간 지속되어 FLNG 등 해양 플랜트 투자에 대한 기대감이 부각되고 있다. 최종투자결정이 예정되어 있는 물량 가운데 연내 수주를 달성한다면 중장기적 매출 증가에 따른 고정비 절감 속도가 가속화될 수 있다. 최근 우려가 되고 있는 러시아 관련 수주잔고는 리스크가 완전하게 해소된 상황은 아니나 인도 완료 선박은 대금 회수가 진행되는 모습이며 건조 중인 선박은 선수금으로 충분 대응 가능하다고 판단된다.

관심종목

BUY(신규)

TP(12M): 7,500원 | CP(5월18일): 5,550원

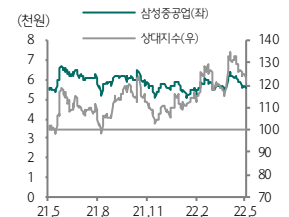
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,625.98
52주 최고/최저(원)	6,679/5,070
시가총액(십억원)	4,884.0
시가총액비중(%)	0.24
발행주식수(천주)	880,000.0
60일 평균 거래량(천주)	4,709.9
60일 평균 거래대금(십억원)	27.8
22년 배당금(예상, 원)	0
22년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	14.49
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 9 인	20.85
국민연금공단	6.02
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(10.3) (1.1) (0.8)
상대	(8.0) 11.0 19.9

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	7,111.3	8,334.1
영업이익(십억원)	(234.3)	134.7
순이익(십억원)	(236.5)	47.7
EPS(원)	(264)	55
BPS(원)	4,573	4,805

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	6,860.3	6,622.0	6,725.6	8,185.9	9,539.0
영업이익	십억원	(1,054.1)	(1,312.0)	(272.9)	154.0	337.5
세전이익	십억원	(1,475.0)	(1,349.8)	(372.3)	44.9	227.3
순이익	십억원	(1,482.4)	(1,445.1)	(374.8)	29.1	169.0
EPS	원	(2,201)	(2,053)	(426)	33	192
증감율	%	적지	적지	적지	흑전	481.82
PER	배	(3.00)	(2.76)	(13.17)	170.00	29.22
PBR	배	0.95	0.98	1.05	1.04	1.01
EV/EBITDA	배	(10.48)	(5.73)	(78.67)	18.15	11.07
ROE	%	(33.06)	(36.89)	(9.55)	0.78	4.39
BPS	원	6,969	5,773	5,348	5,381	5,573
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 유재선
02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

RA 위경재

02-3771-7699

kyungjae.wee@hanafn.com

Valuation 및 투자의견

목표주가 7,500원, 투자의견 매수

삼성중공업 목표주가 7,500원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 BPS에 PBR 1.4배를 적용하여 산출했다.

연초 제시되었던 2022년 연간 가이던스는 매출 7조원, 수주 88억달러다. 4월 말 기준 신규 수주는 상선 14척, 22억달러로 목표치의 25%를 달성했다. 수주잔고는 260억달러로 2년치 이상 일감을 보유하고 있어 향후 수익성 위주의 선별 수주가 지속될 전망이다.

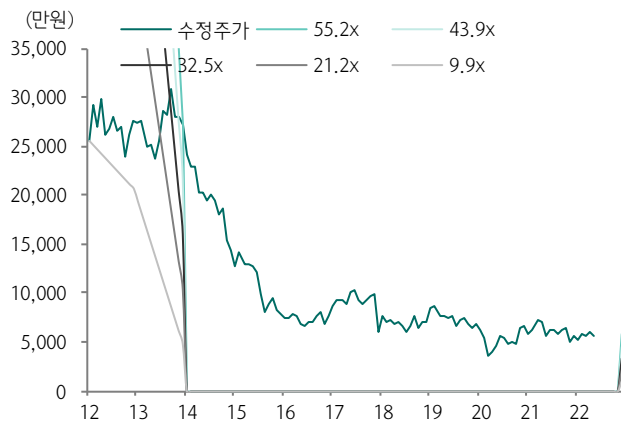
2022년 기준 PBR 1.1배다.

표 1. 삼성중공업 목표주가 산정

구분		비고	
(A)ROE(%)	4.4		
(B)주당순자산(원)	5,573		
(C)베타	0.8	KOSPI 52주 주간 베타	
(D)시장 기대수익률(%)	3.3	하나금융투자 추정	
(E)무위험 시장수익률(%)	3.1	국고채 3년	
(F)자기자본비용(%,E+FXG)	3.2		
(G)적정PBR(배, A/B)	1.4		
목표주가 산정(원)	7,539	목표주가(원)	7,500원
상승여력(%)	35.1	현재주가(원)	5,550원

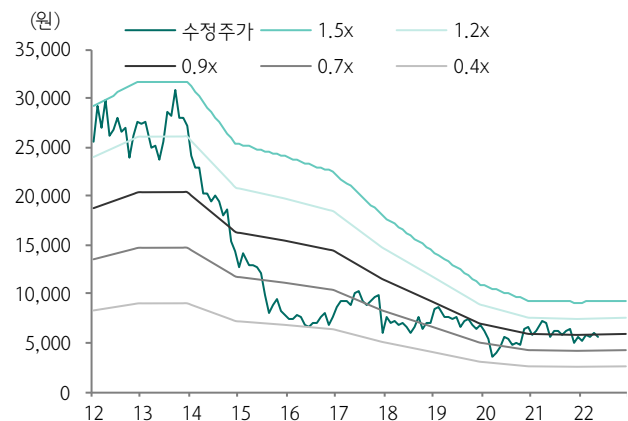
자료: 삼성중공업, 하나금융투자

그림 1. 삼성중공업 12M Fwd PER 추이



자료: 삼성중공업, 하나금융투자

그림 2. 삼성중공업 12M Fwd PBR 추이



자료: 삼성중공업, 하나금융투자

2022년 하반기 영업이익 -1,093억원(적자지속) 전망

2022년 하반기 실적전망

매출액 3.7조원(YoY +11.5%)

영업이익 -1,093억원(YoY 적자지속)

올해 하반기 매출액은 3.7조원으로 전년대비 11.5% 증가할 것으로 예상된다. 2020년 다소 부진했던 수주 영향이 올해 연간 실적까지 일부 영향을 미칠 것으로 전망된다. 다만 2021년 이후 수주 실적이 크게 개선되었기 때문에 2023년부터 본격적으로 턴어라운드가 나타날 수 있다. 수주 공시로 확인된 평택 공장 관련 매출은 2분기부터 실적에 기여할 전망이다.

하반기 영업이익은 -1,093억원으로 전년대비 적자규모 축소가 예상된다. 매출 성장이 지속되고 있지만 아직 고정비 부담을 만회하기엔 다소 부족한 모습이다. 다만 기존 수주잔고를 기반으로 2023년에는 외형 정상화에 따른 흑자전환이 기대된다. 최근 드릴십 일괄 매각으로 유지보수 비용이 크게 감소하고 있으며 동시에 유동성 추가 확보로 운전자금 부담도 다소 완화될 전망이다.

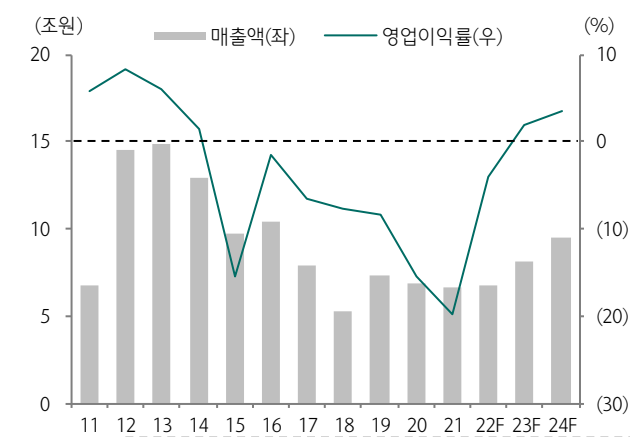
표 2. 삼성중공업 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	22년YoY(%)	23년YoY(%)
매출액	79,012	52,651	73,497	68,603	66,220	67,256	81,859	95,390	1.6	21.7
영업이익	(5,242)	(4,093)	(6,166)	(10,541)	(13,120)	(2,729)	1,540	3,375	적지	흑전
세전이익	(4,639)	(4,976)	(11,392)	(14,750)	(13,498)	(3,723)	449	2,273	적지	흑전
순이익	(3,407)	(3,882)	(13,154)	(14,927)	(14,521)	(3,781)	293	1,705	적지	흑전
영업이익률(%)	(6.6)	(7.8)	(8.4)	(15.4)	(19.8)	(4.1)	1.9	3.5	-	-
세전이익률(%)	(5.9)	(9.5)	(15.5)	(21.5)	(20.4)	(5.5)	0.5	2.4	-	-
순이익률(%)	(4.3)	(7.4)	(17.9)	(21.8)	(21.9)	(5.6)	0.4	1.8	-	-

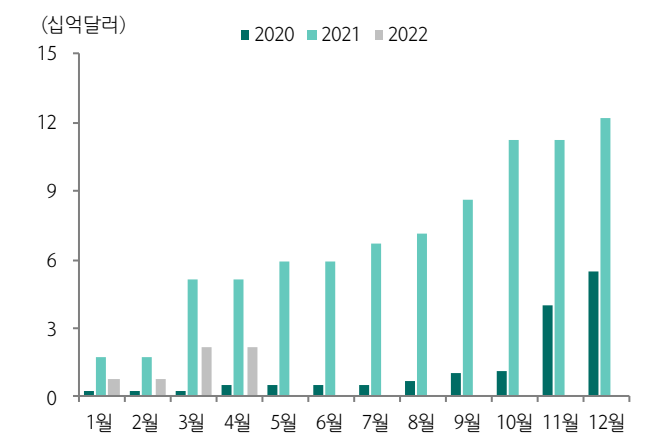
자료: 삼성중공업, 하나금융투자

그림 3. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: 삼성중공업, 하나금융투자

그림 4. 월별 누적 수주금액 추이 (2022년 4월 말 기준)



자료: 삼성중공업, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	6,860.3	6,622.0	6,725.6	8,185.9	9,539.0
매출원가	7,325.9	7,387.7	6,405.2	7,314.1	8,384.9
매출총이익	(465.6)	(765.7)	320.4	871.8	1,154.1
판매비	588.6	546.3	593.2	717.8	816.5
영업이익	(1,054.1)	(1,312.0)	(272.9)	154.0	337.5
금융손익	(233.1)	(115.0)	(118.4)	(118.4)	(118.3)
종속/관계기업손익	(2.6)	(1.8)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(185.3)	78.9	18.9	9.3	8.1
세전이익	(1,475.0)	(1,349.8)	(372.3)	44.9	227.3
법인세	17.7	102.3	5.8	15.5	56.8
계속사업이익	(1,492.7)	(1,452.1)	(378.1)	29.3	170.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1,492.7)	(1,452.1)	(378.1)	29.3	170.5
비지배주주지분 순이익	(10.3)	(7.0)	(3.3)	0.3	1.5
지배주주순이익	(1,482.4)	(1,445.1)	(374.8)	29.1	169.0
지배주주지분포괄이익	(1,521.0)	(888.3)	(373.7)	29.0	168.4
NOPAT	(1,066.8)	(1,411.3)	(277.2)	100.7	253.1
EBITDA	(771.7)	(1,112.6)	(82.4)	334.2	508.0
성장성(%)					
매출액증가율	(6.66)	(3.47)	1.56	21.71	16.53
NOPAT증가율	적지	적지	적지	흑전	151.34
EBITDA증가율	적지	적지	적지	흑전	52.00
영업이익증가율	적지	적지	적지	흑전	119.16
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	흑전	480.76
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	481.82
수익성(%)					
매출총이익률	(6.79)	(11.56)	4.76	10.65	12.10
EBITDA이익률	(11.25)	(16.80)	(1.23)	4.08	5.33
영업이익률	(15.37)	(19.81)	(4.06)	1.88	3.54
계속사업이익률	(21.76)	(21.93)	(5.62)	0.36	1.79

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	6,698.0	5,593.6	6,100.7	7,413.5	8,127.8
금융자산	1,868.5	1,683.4	1,736.2	2,053.6	2,253.6
현금성자산	987.2	571.2	494.5	528.1	581.5
매출채권	259.3	113.7	127.7	158.3	174.1
재고자산	1,820.6	1,487.6	1,670.6	2,071.6	2,278.7
기타유동자산	2,749.6	2,308.9	2,566.2	3,130.0	3,421.4
비유동자산	6,224.2	6,545.0	6,418.5	6,378.5	6,280.4
투자자산	142.6	559.9	623.8	764.1	836.5
금융자산	142.4	558.9	622.8	762.8	835.1
유형자산	5,505.4	5,613.7	5,424.9	5,246.2	5,077.2
무형자산	27.8	24.4	22.7	21.2	19.7
기타비유동자산	548.4	347.0	347.1	347.0	347.0
자산총계	12,922.2	12,138.6	12,519.2	13,792.0	14,408.2
유동부채	7,533.9	7,058.2	7,797.7	8,999.0	9,423.0
금융부채	4,030.4	2,233.2	2,380.4	2,283.8	2,037.3
매입채무	417.6	548.4	615.8	763.6	840.0
기타유동부채	3,085.9	4,276.6	4,801.5	5,951.6	6,545.7
비유동부채	1,670.1	983.1	1,002.3	1,044.5	1,066.3
금융부채	1,455.7	826.6	826.6	826.6	826.6
기타비유동부채	214.4	156.5	175.7	217.9	239.7
부채총계	9,203.9	8,041.3	8,800.1	10,043.5	10,489.3
지배주주지분	3,724.2	4,111.1	3,736.2	3,765.4	3,934.2
자본금	3,150.6	880.1	880.1	880.1	880.1
자본잉여금	1,788.6	5,487.8	5,487.8	5,487.8	5,487.8
자본조정	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)
기타포괄이익누계액	(274.7)	68.5	68.5	68.5	68.5
이익잉여금	30.1	(1,355.2)	(1,730.0)	(1,700.9)	(1,532.0)
비지배주주지분	(6.0)	(13.8)	(17.1)	(16.9)	(15.3)
자본총계	3,718.2	4,097.3	3,719.1	3,748.5	3,918.9
순금융부채	3,617.6	1,376.4	1,470.8	1,056.8	610.2

투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	(2,201)	(2,053)	(426)	33	192
BPS	6,969	5,773	5,348	5,381	5,573
CFPS	(295)	(1,132)	(113)	349	539
EBITDAPS	(1,146)	(1,581)	(94)	380	577
SPS	10,184	9,409	7,642	9,301	10,838
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(3.00)	(2.76)	(13.17)	170.00	29.22
PBR	0.95	0.98	1.05	1.04	1.01
PCFR	(22.35)	(5.01)	(49.65)	16.07	10.41
EV/EBITDA	(10.48)	(5.73)	(78.67)	18.15	11.07
PSR	0.65	0.60	0.73	0.60	0.52
재무비율(%)					
ROE	(33.06)	(36.89)	(9.55)	0.78	4.39
ROA	(11.18)	(11.53)	(3.04)	0.22	1.20
ROIC	(12.22)	(19.61)	(4.67)	1.82	4.61
부채비율	247.54	196.26	236.62	267.94	267.66
순부채비율	97.29	33.59	39.55	28.19	15.57
이자보상배율(배)	(6.40)	(9.71)	(2.86)	1.60	3.61

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	(243.9)	845.0	(83.8)	437.1	458.5
당기순이익	(1,492.7)	(1,452.1)	(378.1)	29.3	170.5
조정	1,171.8	674.3	190.5	180.3	170.5
감가상각비	282.5	199.3	190.5	180.2	170.5
외환거래손익	(8.4)	6.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	2.6	1.8	0.0	0.0	0.0
기타	895.1	466.6	0.0	0.1	0.0
영업활동자산부채변동	77.0	1,622.8	103.8	227.5	117.5
투자활동 현금흐름	(166.8)	99.8	(193.5)	(424.1)	(219.1)
투자자산감소(증가)	145.5	(415.4)	(64.0)	(140.2)	(72.4)
자본증가(감소)	(86.5)	168.6	0.0	0.0	0.0
기타	(225.8)	346.6	(129.5)	(283.9)	(146.7)
재무활동 현금흐름	1,011.4	(1,369.1)	147.2	(96.6)	(246.6)
금융부채증가(감소)	660.5	(2,426.3)	147.2	(96.6)	(246.6)
자본증가(감소)	(8.3)	1,428.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	359.2	(371.6)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	602.9	(415.9)	(74.3)	33.6	53.4
Unlevered CFO	(199.0)	(796.7)	(99.8)	307.2	474.8
Free Cash Flow	(341.8)	805.6	(83.8)	437.1	458.5

2022년 5월 19일

대우조선해양(042660)

빠르게 증가하는 수주잔고에 관심

목표주가 35,000 원, 투자의견 매수 유지

대우조선해양 목표주가 35,000원, 투자의견 매수 유지한다. 2022년 들어 신규 수주 속도가 빨라지며 양호한 흐름을 보여 주고 있다. LNG선과 컨테이너선 중심의 단순화된 수주잔고를 바탕으로 하반기로 갈수록 수익성 개선이 가시화될 전망이다. 연초 제시된 2022년 연간 가이드스는 매출 6.6조원, 수주 89억달러다. 4월 말 기준 신규 수주는 46.1억달러로 목표치 대비 51.5%를 달성했다. 수주잔고는 274.1억달러이며 3년치 이상 일감을 보유하고 있다. 2022년 기준 PBR 1.4배다.

2022년 하반기 영업이익 -540억원(적자지속) 전망

올해 하반기 매출액은 전년대비 52.4% 증가한 3.5조원으로 예상된다. 연간 매출 기준으로 기존 가이드스였던 6.6조원은 오미크론 확산에 따른 유휴 근태 증가 및 협력사 파업 등으로 충족이 어려운 상황이다. 하지만 하반기에는 건조물량 증가로 외형 성장이 가파르게 나타날 전망이며 2023년부터는 8조원 이상으로 외형 확대가 기대된다. 하반기 영업이익은 -405억원으로 전년대비 적자폭이 축소될 것으로 예상된다. 대외적으로 불확실성이 지속되고 있지만 지난 1분기 실적에 강재가와 기타 자재비 관련한 충당금을 수주호선 전체물량을 대상으로 확대 반영했기 때문에 추가 비용 발생 우려는 크게 낮아졌다. 올해 하반기에 매출 증가 속도와 그에 따른 고정비 부담 극복 가능 여부를 지켜볼 필요가 있다.

러시아 프로젝트와 카타르 LNG선 관련 진행 상황 관찰 필요

러시아 제재 관련 노이즈가 해소되지 않은 상황이나 긍정적인 상선 업황을 감안하면 만약 슬롯이 남는 상황이 발생하더라도 빠르게 채워질 수 있는 환경으로 판단된다. 카타르 LNG선의 선가 협상도 최근 이슈로 부각되고 있으며 결과를 예측하기는 쉽지 않지만 일방적인 손실이 강요되는 방향으로 결론지어질 가능성은 크지 않다고 판단된다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 35,000원 | CP(5월18일): 21,100원

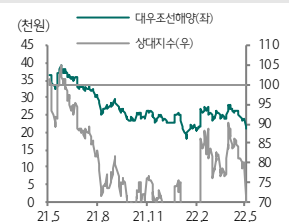
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,625.98
52주 최고/최저(원)	39,400/18,350
시가총액(십억원)	2,263.8
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	107,290.7
60일 평균 거래량(천주)	684.3
60일 평균 거래대금(십억원)	17.6
22년 배당금(예상, 원)	0
22년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	3.90
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 3인	56.05
하나은행(구, 외환은행)	8.40
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(21.9) (19.2) (42.3)
상대	(19.9) (9.3) (30.3)

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	6,243.6	8,005.5
영업이익(십억원)	(153.3)	299.8
순이익(십억원)	(207.7)	180.9
EPS(원)	(1,936)	1,686
BPS(원)	22,103	24,125

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	7,030.2	4,486.6	6,430.5	8,344.0	10,454.0
영업이익	십억원	153.4	(1,754.7)	(546.9)	240.9	470.8
세전이익	십억원	78.3	(1,727.5)	(536.2)	193.5	417.6
순이익	십억원	86.6	(1,699.8)	(536.0)	191.2	412.3
EPS	원	807	(15,843)	(4,995)	1,782	3,843
증감율	%	흑전	적전	적지	흑전	115.66
PER	배	33.95	(1.45)	(4.29)	12.04	5.58
PBR	배	0.76	1.11	1.37	1.23	1.01
EV/EBITDA	배	15.17	(2.08)	(8.81)	10.96	5.69
ROE	%	2.27	(55.86)	(27.49)	10.76	19.83
BPS	원	36,067	20,676	15,680	17,462	21,305
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

RA 위경재

02-3771-7699

kyungjae.wee@hanafn.com

2022년 하반기 영업이익 -540억원(적자지속) 전망

2022년 하반기 실적전망

매출액 3.5조원(YoY +52.4%)

영업이익 -405억원(적자지속)

올해 하반기 매출액은 전년대비 52.4% 증가한 3.5조원으로 예상된다. 연간 매출 기준으로 기존 가이던스였던 6.6조원은 오미크론 확산에 따른 유휴 근태 증가 및 협력사 파업 등으로 충족이 어려운 상황이다. 하지만 하반기에는 건조물량 증가로 외형 성장이 가파르게 나타날 전망이다. 2023년부터는 8조원 이상으로 외형 확대가 기대된다.

하반기 영업이익은 -405억원으로 전년대비 적자폭이 축소될 것으로 예상된다. 대외적으로 불확실성이 지속되고 있지만 지난 1분기 실적에 강재가, 기타 자재비 관련한 충당금을 수주 호선 전체물량을 대상으로 확대 반영했기 때문에 추가 비용 발생 우려는 크게 낮아졌다고 판단된다. 올해 하반기에 매출 증가 속도와 그에 따른 고정비 부담 극복 가능 여부를 지켜볼 필요가 있다.

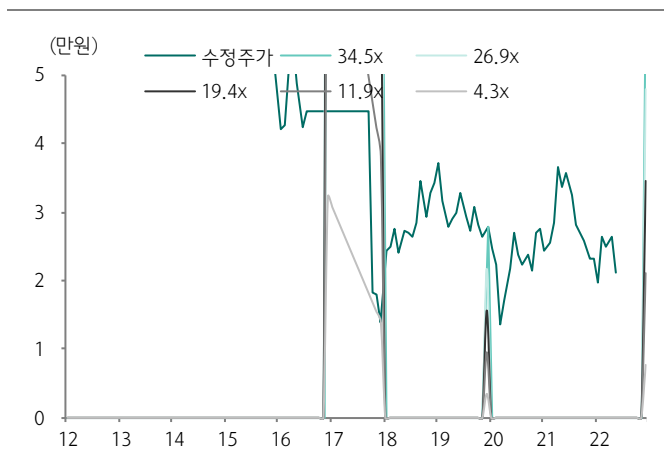
표 1. 대우조선해양 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	22년YoY(%)	23년YoY(%)
매출액	128,192	111,018	96,444	83,587	70,302	44,866	64,305	83,440	43.3	29.8
영업이익	(15,308)	7,330	10,248	2,928	1,534	(17,547)	(5,469)	2,409	적지	흑전
세전이익	(19,617)	11,890	3,677	(489)	783	(17,275)	(5,362)	1,935	적지	흑전
순이익	(27,341)	6,215	3,447	(465)	866	(16,998)	(5,360)	1,912	적지	흑전
영업이익률(%)	(11.9)	6.6	10.6	3.5	2.2	(39.1)	(8.5)	2.9	-	-
세전이익률(%)	(15.3)	10.7	3.8	(0.6)	1.1	(38.5)	(8.3)	2.3	-	-
순이익률(%)	(21.3)	5.6	3.6	(0.6)	1.2	(37.9)	(8.3)	2.3	-	-

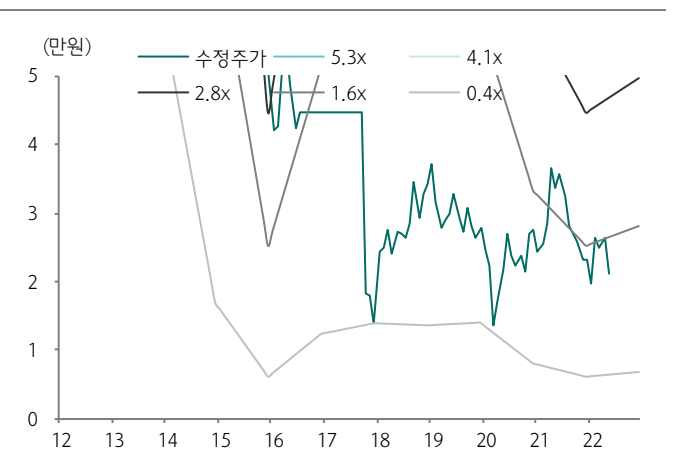
자료: 대우조선해양, 하나금융투자

그림 1. 대우조선해양 12M Fwd PER 추이



자료: 대우조선해양, 하나금융투자

그림 2. 대우조선해양 12M Fwd PBR 추이



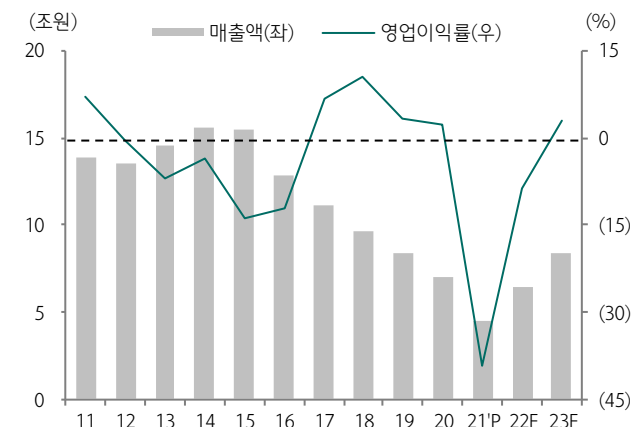
자료: 대우조선해양, 하나금융투자

러시아 프로젝트와 카타르 LNG선 관련 진행 상황 관찰 필요

긍정적인 상선 업황과 안정적 수주

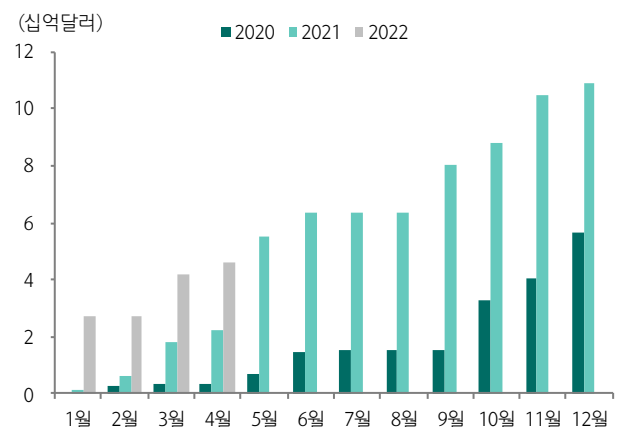
러시아 제재 관련 노이즈가 해소되지 않은 상황이나 긍정적인 상선 업황을 감안하면 만약 슬롯이 남는 상황이 발생하더라도 빠르게 채워질 수 있는 환경으로 판단된다. 카타르 LNG 선의 선가 협상도 최근 이슈로 부각되고 있으며 결과를 예측하기는 쉽지 않지만 일방적인 손실이 강요되는 방향으로 결론지어질 가능성은 크지 않다고 판단된다.

그림 3. 연간 영업실적 추이 및 전망



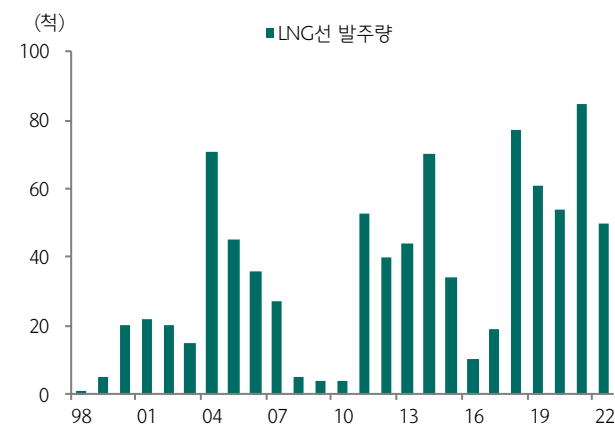
자료: 대우조선해양, 하나금융투자

그림 4. 월별 누적 수주금액 추이 (2022년 4월 말 기준)



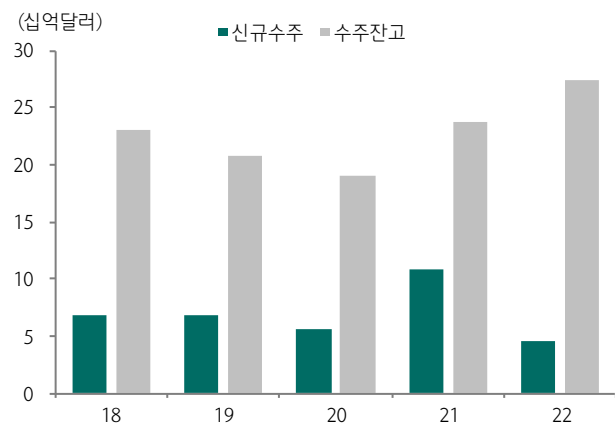
자료: 대우조선해양, 하나금융투자

그림 5. LNG선 발주량 추이



자료: 각사, 하나금융투자

그림 6. 대우조선해양 신규수주와 수주잔고 (4월 말)



자료: 각사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	7,030.2	4,486.6	6,430.5	8,344.0	10,454.0
매출원가	6,634.2	6,033.7	6,670.4	7,701.6	9,478.6
매출총이익	396.0	(1,547.1)	(239.9)	642.4	975.4
판매비	242.5	207.5	307.0	401.5	504.6
영업이익	153.4	(1,754.7)	(546.9)	240.9	470.8
금융손익	102.8	(484.0)	(125.9)	(159.0)	(186.3)
종속/관계기업손익	(1.6)	(1.3)	(0.9)	(1.3)	(1.2)
기타영업외손익	(176.4)	512.5	137.5	112.9	134.3
세전이익	78.3	(1,727.5)	(536.2)	193.5	417.6
법인세	(8.3)	(27.6)	(0.2)	2.3	5.3
계속사업이익	86.6	(1,699.8)	(536.0)	191.2	412.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	86.6	(1,699.8)	(536.0)	191.2	412.3
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	86.6	(1,699.8)	(536.0)	191.2	412.3
지배주주지분포괄이익	114.1	(1,650.3)	(536.0)	191.2	412.3
NOPAT	169.6	(1,726.6)	(546.7)	238.0	464.8
EBITDA	283.1	(1,630.7)	(426.3)	356.0	580.7
성장성(%)					
매출액증가율	(15.89)	(36.18)	43.33	29.76	25.29
NOPAT증가율	(39.06)	적전	적지	흑전	95.29
EBITDA증가율	(38.04)	적전	적지	흑전	63.12
영업이익증가율	(47.61)	적전	적지	흑전	95.43
(지배주주)순이익증가율	흑전	적전	적지	흑전	115.64
EPS증가율	흑전	적전	적지	흑전	115.66
수익성(%)					
매출총이익률	5.63	(34.48)	(3.73)	7.70	9.33
EBITDA이익률	4.03	(36.35)	(6.63)	4.27	5.55
영업이익률	2.18	(39.11)	(8.50)	2.89	4.50
계속사업이익률	1.23	(37.89)	(8.34)	2.29	3.94

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	5,953.2	6,481.1	8,254.0	9,958.2	11,888.8
금융자산	1,524.6	2,125.0	2,121.3	1,998.3	2,614.1
현금성자산	1,343.6	1,778.9	1,628.7	1,355.0	1,862.3
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	963.3	1,139.1	1,621.6	2,117.9	2,475.0
기타유동자산	3,465.3	3,217.0	4,511.1	5,842.0	6,799.7
비유동자산	4,367.5	4,142.1	4,227.2	4,322.5	4,375.3
투자자산	544.4	468.9	634.6	805.0	927.6
금융자산	539.8	464.9	628.9	797.6	919.0
유형자산	3,667.9	3,469.4	3,388.9	3,314.0	3,244.2
무형자산	0.9	1.2	1.1	0.9	0.8
기타비유동자산	154.3	202.6	202.6	202.6	202.7
자산총계	10,320.8	10,623.2	12,481.2	14,280.8	16,264.1
유동부채	5,162.7	7,464.5	9,673.1	11,090.8	12,524.6
금융부채	2,304.8	2,537.6	2,660.2	2,683.4	2,700.1
매입채무	465.3	467.2	665.1	868.6	1,015.0
기타유동부채	2,392.6	4,459.7	6,347.8	7,538.8	8,809.5
비유동부채	1,289.1	941.2	1,126.5	1,317.2	1,454.3
금융부채	574.4	503.6	503.6	503.6	503.6
기타비유동부채	714.7	437.6	622.9	813.6	950.7
부채총계	6,451.8	8,405.6	10,799.6	12,408.0	13,979.0
지배주주지분	3,869.0	2,217.6	1,681.6	1,872.8	2,285.1
자본금	541.5	541.5	541.5	541.5	541.5
자본잉여금	17.7	17.7	17.7	17.7	17.7
자본조정	2,332.1	2,332.1	2,332.1	2,332.1	2,332.1
기타포괄이익누계액	302.5	327.6	327.6	327.6	327.6
이익잉여금	675.3	(1,001.3)	(1,537.2)	(1,346.1)	(933.7)
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,869.0	2,217.6	1,681.6	1,872.8	2,285.1
순금융부채	1,354.5	916.2	1,042.5	1,188.7	589.5

투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	807	(15,843)	(4,995)	1,782	3,843
BPS	36,067	20,676	15,680	17,462	21,305
CFPS	6,580	(2,300)	(3,176)	3,641	5,727
EBITDAPS	2,641	(15,199)	(3,973)	3,318	5,412
SPS	65,566	41,817	59,935	77,770	97,436
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	33.95	(1.45)	(4.29)	12.04	5.58
PBR	0.76	1.11	1.37	1.23	1.01
PCFR	4.16	(10.02)	(6.75)	5.89	3.75
EV/EBITDA	15.17	(2.08)	(8.81)	10.96	5.69
PSR	0.42	0.55	0.36	0.28	0.22
재무비율(%)					
ROE	2.27	(55.86)	(27.49)	10.76	19.83
ROA	0.80	(16.23)	(4.64)	1.43	2.70
ROIC	2.74	(29.65)	(10.51)	4.31	7.73
부채비율	166.76	379.04	642.22	662.54	611.74
순부채비율	35.01	41.32	61.99	63.47	25.80
이자보상배율(배)	1.07	(15.22)	(4.87)	2.11	3.47

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	(458.5)	485.8	(118.5)	(139.3)	615.3
당기순이익	86.6	(1,699.8)	(536.0)	191.2	412.3
조정	563.1	1,425.1	120.6	115.1	109.9
감가상각비	129.7	124.0	120.6	115.1	109.9
외환거래손익	(17.8)	86.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.6	1.3	0.0	0.0	0.0
기타	449.6	1,213.3	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(1,108.2)	760.5	296.9	(445.6)	93.1
투자활동 현금흐름	137.8	101.3	(352.3)	(361.2)	(271.1)
투자자산감소(증가)	27.6	76.8	(165.7)	(170.4)	(122.6)
자본증가(감소)	(187.8)	(94.5)	(40.0)	(40.0)	(40.0)
기타	298.0	119.0	(146.6)	(150.8)	(108.5)
재무활동 현금흐름	(308.1)	(157.0)	122.6	23.2	16.7
금융부채증가(감소)	(213.3)	162.0	122.6	23.2	16.7
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(94.8)	(319.0)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(668.7)	435.4	(182.6)	(273.7)	507.4
Unlevered CFO	705.6	(246.8)	(340.8)	390.6	614.4
Free Cash Flow	(648.3)	385.5	(158.5)	(179.3)	575.3

2022년 5월 19일

한국카본(017960)

새로운 고객으로 확보된 성장 동력

목표주가 16,000 원, 투자의견 매수 제시

한국카본 목표주가 16,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시한다. 목표주가는 2024년 BPS에 PBR 1.5배를 적용하여 산출했다. LNG선 발주에 대한 근거가 강화되는 국면에서 조선업체 LNG선 수주 실적도 크게 개선되는 모습이다. 선가 상승으로 보냉재 판가 또한 상승할 수 있는 환경으로 판단된다. 2022년 1분기 말 기준 수주잔고는 약 0.8조원 수준으로 2021년 연간 매출액 기준 2년치 이상 일감을 보유하고 있다. 고객사 확대 Capa 증설을 통한 매출매출 회복 및 Mix 개선에 따른 이익률 상승이 확인될 것으로 기대된다. 2022년 기준 PBR 1.4배다.

2022년 하반기 영업이익 127억원(YoY +5.7%) 전망

올해 하반기 매출액은 전년대비 6.7% 증가한 1,700억원으로 예상된다. 수주와 매출의 시차가 긴 편인 점을 감안하면 올해 매출은 2020년 전방 시장의 수주 실적이 다소 부진했던 당시 영향이 반영될 것으로 전망된다. 하반기 영업이익은 127억원으로 전년대비 5.7% 증가할 것으로 예상된다. 매출 회복 국면에서 환율도 우호적임에도 주요 원자재 가격이 강세를 나타낸 영향으로 실적은 저점을 통과하는 모습이다. 하지만 2021년 이후에 전방 업황이 좋아지면서 판가를 전가할 수 있는 국면인 점과 향후 추가적인 매출 증가가 가능한 부분을 감안하면 향후 마진 개선이 나타날 개연성은 충분하다.

기다려온 수주 공시. 신규 고객사 확보로 외형 성장 가능

지난 5월 2일 대우조선해양 보냉재 공급 관련한 LOI 체결이 공시되었다. NO96 Super+ 타입 Insulation Panel 공급으로 해당 타입 수주로는 최초 사례다. LNG선 화물창 기술 변화에 따른 고객사 확대가 이번 공시를 통해 확인되었다. 생산능력 확대에 대한 근거가 마련되었고 전방 시장 확대에 의한 중장기적인 외형 성장으로 연결될 수 있을 전망이다.

Top Pick

BUY(신규)

| TP(12M): 16,000원 | CP(5월18일): 12,400원

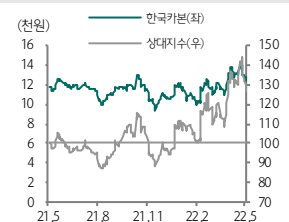
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,625.98
52주 최고/최저(원)	14,050/9,330
시가총액(십억원)	545.1
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	43,960.8
60일 평균 거래량(천주)	1,091.2
60일 평균 거래대금(십억원)	13.7
22년 배당금(예상, 원)	150
22년 배당수익률(예상, %)	1.11
외국인지분율(%)	7.57
주요주주 지분율(%)	
조문수 외 5인	23.34
국민연금공단	7.62
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.3) 19.8 5.5
상대	(2.9) 34.5 27.5

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	355.4	462.0
영업이익(십억원)	23.1	51.9
순이익(십억원)	19.9	39.8
EPS(원)	452	904
BPS(원)	9,228	9,762

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	411.7	367.8	327.5	433.7	487.1
영업이익	십억원	75.7	32.7	21.5	40.6	47.2
세전이익	십억원	74.0	28.5	21.2	41.5	49.0
순이익	십억원	57.4	14.3	15.8	31.2	36.8
EPS	원	1,305	326	358	710	838
총감율	%	223.82	(75.02)	9.82	98.32	18.03
PER	배	10.31	32.98	35.47	17.89	15.16
PBR	배	1.53	1.20	1.38	1.30	1.22
EV/EBITDA	배	5.80	9.21	16.07	10.09	8.65
ROE	%	16.55	3.73	4.00	7.60	8.40
BPS	원	8,793	8,985	9,197	9,760	10,451
DPS	원	180	150	150	150	150

Analyst 유재선
02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

RA 위경재

02-3771-7699

kyungjae.wee@hanafn.com

Valuation 및 투자의견

목표주가 16,000원, 투자의견 매수

한국카본 목표주가 16,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시한다. 목표주가는 2024년 BPS에 PBR 1.5배를 적용하여 산출했다.

LNG선 발주에 대한 근거가 강화되는 국면에서 국내 조선업체의 LNG선 수주 실적도 크게 개선되는 모습이다. 선가 상승으로 보냉재 판가 또한 상승할 수 있는 환경으로 판단된다. 2022년 1분기 말 기준 수주잔고는 약 0.8조원 수준으로 2021년 연간 매출액 기준 2년치 이상 일감을 보유하고 있다. 고객사 확대로 Capa 증설에 대한 가시성이 높아졌고 향후 매출 회복 Mix 개선에 따른 이익률 상승이 확인될 것으로 기대된다.

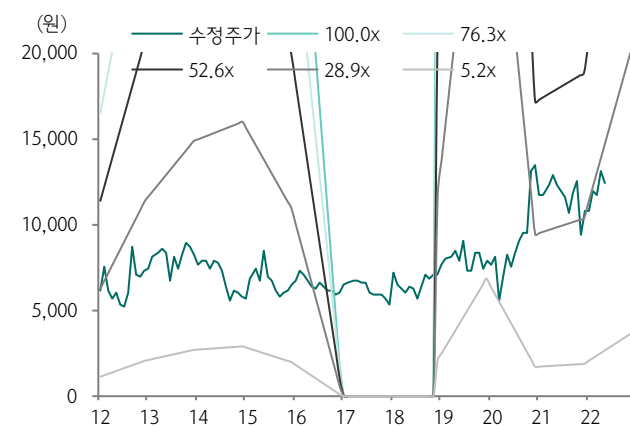
2022년 기준 PBR 1.4배다.

표 1. 한국카본 목표주가 산정

구분		비고	
(A)ROE(%)	8.4		
(B)주당순자산(원)	10,451		
(C)베타	1.1	KOSPI 52주 주간 베타	
(D)시장 기대수익률(%)	5.3	하나금융투자 추정	
(E)무위험 시장수익률(%)	3.1	국고채 3년	
(F)자기자본비용(%,E+FXG)	5.5		
(G)적정PBR(배, A/B)	1.5		
목표주가 산정(원)	16,000	목표주가(원)	16,000원
상승여력(%)	29.0	현재주가(원)	12,400원

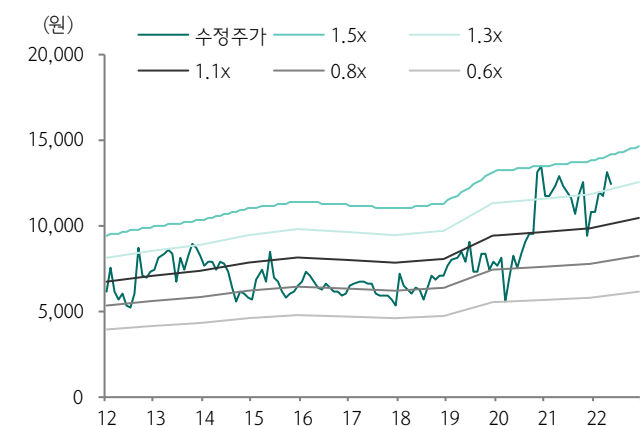
자료: 한국카본, 하나금융투자

그림 1. 한국카본 12M Fwd PER 추이



자료: 한국카본, 하나금융투자

그림 2. 한국카본 12M Fwd PBR 추이



자료: 한국카본, 하나금융투자

2022년 하반기 영업이익 127억원(YoY +5.7%) 전망

2022년 하반기 실적전망

매출액 1,700억원(YoY +6.7%)

영업이익 127억원(YoY +5.7%)

올해 하반기 매출액은 전년대비 6.7% 증가한 1,700억원으로 예상된다. 수주-매출 시차가 긴 편인 점을 감안하면 올해 매출은 2020년 전방 시장의 수주 실적이 다소 부진했던 당시 영향이 반영될 것으로 전망된다.

하반기 영업이익은 127억원으로 전년대비 5.7% 증가할 것으로 예상된다. 매출 회복 국면인 동시에 환율도 우호적임에도 주요 원자재 가격 강세 영향으로 실적은 저점을 통과하는 모습이다. 하지만 2021년 이후에 전방 업황이 좋아지면서 판가를 전가할 수 있는 국면인 점과 향후 추가적인 매출 증가가 가능한 부분을 감안하면 향후 이익률 개선이 나타날 개연성은 충분하다.

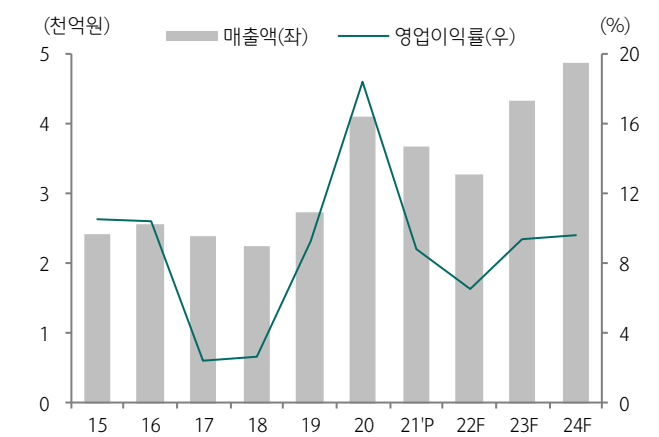
표 2. 한국카본 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	22년YoY(%)	23년YoY(%)
매출액	2,391	2,267	2,734	4,117	3,678	3,275	4,337	4,871	(11.0)	32.5
영업이익	58	62	253	757	327	215	406	472	(34.3)	89.0
세전이익	105	59	238	740	285	212	415	490	(25.6)	96.1
순이익	7	(30)	177	574	143	158	312	368	9.8	98.0
영업이익률(%)	2.4	2.7	9.2	18.4	8.9	6.6	9.4	9.7	-	-
세전이익률(%)	4.4	2.6	8.7	18.0	7.7	6.5	9.6	10.1	-	-
순이익률(%)	0.3	(1.3)	6.5	13.9	3.9	4.8	7.2	7.6	-	-

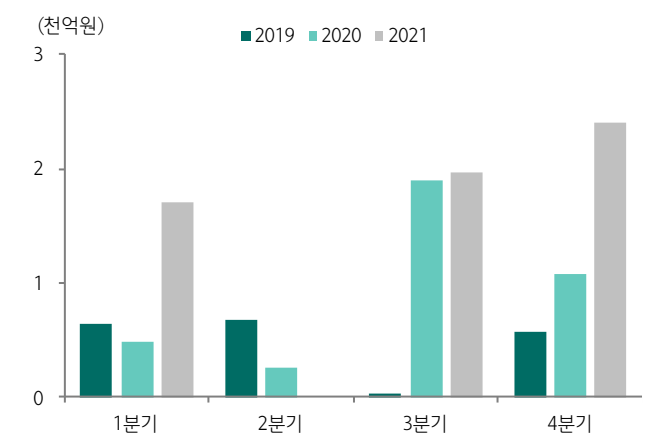
자료: 한국카본, 하나금융투자

그림 3. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: 한국카본, 하나금융투자

그림 4. 분기별 수주금액 추이



자료: 한국카본, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	411.7	367.8	327.5	433.7	487.1
매출원가	307.2	307.0	280.7	360.1	402.4
매출총이익	104.5	60.8	46.8	73.6	84.7
판매비	28.8	28.1	25.2	33.0	37.5
영업이익	75.7	32.7	21.5	40.6	47.2
금융손익	2.6	5.4	1.9	3.3	3.5
종속/관계기업손익	(2.5)	(2.3)	(1.5)	(1.6)	(1.3)
기타영업외손익	(1.8)	(7.4)	(0.7)	(0.8)	(0.5)
세전이익	74.0	28.5	21.2	41.5	49.0
법인세	16.6	14.1	5.4	10.4	12.3
계속사업이익	57.4	14.4	15.7	31.1	36.8
중단사업이익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	57.4	14.3	15.7	31.1	36.8
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)
지배주주순이익	57.4	14.3	15.8	31.2	36.8
지배주주지분포괄이익	55.3	16.3	15.7	31.1	36.8
NOPAT	58.7	16.5	16.0	30.5	35.4
EBITDA	84.2	42.7	31.9	51.2	57.9
성장성(%)					
매출액증가율	50.59	(10.66)	(10.96)	32.43	12.31
NOPAT증가율	227.93	(71.89)	(3.03)	90.63	16.07
EBITDA증가율	165.62	(49.29)	(25.29)	60.50	13.09
영업이익증가율	199.21	(56.80)	(34.25)	88.84	16.26
(지배주주)순이익증가율	224.29	(75.09)	10.49	97.47	17.95
EPS증가율	223.82	(75.02)	9.82	98.32	18.03
수익성(%)					
매출총이익률	25.38	16.53	14.29	16.97	17.39
EBITDA이익률	20.45	11.61	9.74	11.81	11.89
영업이익률	18.39	8.89	6.56	9.36	9.69
계속사업이익률	13.94	3.92	4.79	7.17	7.55

투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,305	326	358	710	838
BPS	8,793	8,985	9,197	9,760	10,451
CFPS	1,902	1,032	701	1,168	1,337
EBITDAPS	1,915	972	726	1,164	1,317
SPS	9,364	8,367	7,449	9,866	11,081
DPS	180	150	150	150	150
주가지표(배)					
PER	10.31	32.98	35.47	17.89	15.16
PBR	1.53	1.20	1.38	1.30	1.22
PCFR	7.07	10.42	18.12	10.87	9.50
EV/EBITDA	5.80	9.21	16.07	10.09	8.65
PSR	1.44	1.28	1.70	1.29	1.15
재무비율(%)					
ROE	16.55	3.73	4.00	7.60	8.40
ROA	13.10	2.94	3.11	5.77	6.24
ROIC	26.10	6.61	6.01	10.74	11.60
부채비율	25.70	28.11	29.02	34.18	35.03
순부채비율	(27.06)	(20.27)	(20.27)	(18.19)	(20.44)
이자보상배율(배)	197.42	68.45	31.35	58.81	68.06

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	256.3	247.8	261.6	313.6	356.6
금융자산	129.5	109.8	111.8	108.2	124.1
현금성자산	65.8	49.0	49.7	39.8	52.6
매출채권	27.0	34.5	37.4	51.3	58.1
재고자산	92.7	90.8	98.6	135.1	153.0
기타유동자산	7.1	12.7	13.8	19.0	21.4
비유동자산	222.0	250.5	252.2	254.0	255.5
투자자산	54.9	55.2	55.3	55.6	55.7
금융자산	50.8	54.4	54.4	54.4	54.4
유형자산	155.3	184.6	186.3	187.8	189.2
무형자산	2.2	2.3	2.2	2.2	2.2
기타비유동자산	9.6	8.4	8.4	8.4	8.4
자산총계	478.3	498.4	513.8	567.5	612.1
유동부채	75.3	94.0	99.5	125.1	137.6
금융부채	9.0	24.1	24.2	24.4	24.6
매입채무	26.7	27.6	30.0	41.1	46.6
기타유동부채	39.6	42.3	45.3	59.6	66.4
비유동부채	22.5	15.4	16.1	19.5	21.2
금융부채	17.6	6.8	6.8	6.8	6.8
기타비유동부채	4.9	8.6	9.3	12.7	14.4
부채총계	97.8	109.4	115.6	144.6	158.8
지배주주지분	380.5	389.0	398.3	423.1	453.5
자본금	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0
자본잉여금	89.8	89.8	89.8	89.8	89.8
자본조정	(6.0)	(6.0)	(6.0)	(6.0)	(6.0)
기타포괄이익누계액	(3.9)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
이익잉여금	278.6	284.7	294.0	318.8	349.1
비지배주주지분	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.2)
자본총계	380.5	389.0	398.3	423.0	453.3
순금융부채	(103.0)	(78.8)	(80.7)	(76.9)	(92.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	69.4	25.5	21.0	17.7	35.7
당기순이익	57.4	14.3	15.7	31.1	36.8
조정	20.9	12.5	10.4	10.6	10.7
감가상각비	8.5	10.0	10.4	10.5	10.7
외환거래손익	2.5	(0.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	2.5	1.6	0.0	0.0	0.0
기타	7.4	1.6	0.0	0.1	0.0
영업활동자산부채변동	(8.9)	(1.3)	(5.1)	(24.0)	(11.8)
투자활동 현금흐름	(65.4)	(33.4)	(13.4)	(18.6)	(15.2)
투자자산감소(증가)	(21.6)	1.9	(0.1)	(0.3)	(0.2)
자본증가(감소)	(31.9)	(32.3)	(12.0)	(12.0)	(12.0)
기타	(11.9)	(3.0)	(1.3)	(6.3)	(3.0)
재무활동 현금흐름	21.4	(8.9)	(6.4)	(6.2)	(6.3)
금융부채증가(감소)	5.7	4.1	0.1	0.3	0.1
자본증가(감소)	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	15.6	(5.3)	0.0	0.0	0.1
배당지급	(4.9)	(7.7)	(6.5)	(6.5)	(6.5)
현금의 증감	25.1	(16.8)	0.1	(9.9)	12.9
Unlevered CFO	83.6	45.4	30.8	51.3	58.8
Free Cash Flow	37.0	(11.5)	9.0	5.7	23.7

2022년 5월 19일

동성화인텍(033500)

언젠가는 확인될 새로운 수주를 기다리며

목표주가 14,000 원, 투자 의견 매수 제시

동성화인텍 목표주가 14,000원과 투자 의견 매수로 커버리지 개시한다. 목표주가는 2024년 BPS에 PBR 2.1배를 적용하여 산출했다. 최근 확인되는 LNG선 발주 증가를 차치하더라도 LNG 추진엔진 비중 상승 등 시장 성장에 따른 수주 안정성이 제고될 수 있는 환경이다. 2022년 1분기 말 기준 수주잔고는 약 1.0조원으로 2021년 연간 매출 기준 2.5년치 이상 일감을 보유하고 있다. 2022년 기준 PBR 2.1배다.

2022년 하반기 영업이익 132억원(YoY +26.2%) 전망

올해 하반기 매출액은 전년대비 16.7% 증가한 2,052억원이 예상된다. 충분한 수주잔고를 바탕으로 조선업체의 건조물량 증가에 맞춰 외형 성장이 나타날 전망이다. 하반기 영업이익은 132억원으로 전년대비 26.2% 증가할 전망이다. 올해는 제품 Mix에서 완제품 비중이 늘어나고 상반기 강세를 보였던 MDI 가격 영향으로 한 자리 수 마진이 예상된다. MDI 가격이 최근 안정세를 보임에 따라 올해 이익률은 상회하고 패턴이 나타날 것으로 전망된다.

언젠가 확인될 NO96 Super+ 수주를 기다리면 되는 상황

최근 확인된 국내 경쟁사의 수주 공시를 통해 간접적으로 Capa 증설에 대한 당위성을 입증할 수 있었다. 기존과 달리 대형 조선업체가 추가로 고객사가 될 전망이다. 보냉재 국내 점유율이 특정 업체가 일방적으로 주도적인 형태가 아니었던 점을 감안하면 향후 신규 고객사 수주 공시가 확인될 여지는 충분하다. 국내 대형 조선업체가 모두 고객이 됨으로써 중장기적으로 기존 매출 상단으로 여겨졌던 부분을 상회하는 실적이 나타날 수 있기 때문에 긍정적으로 지켜볼 필요가 있다.

관심종목

BUY(신규)

TP(12M): 14,000원 | CP(5월18일): 10,600원

Key Data

KOSDAQ지수(pt)	871.57
52주 최고/최저(원)	13,550/9,730
시가총액(십억원)	310.9
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	29,625.0
60일 평균 거래량(천주)	316.1
60일 평균 거래대금(십억원)	3.6
22년 배당금(예상, 원)	350
22년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	4.35
주요주주 지분율(%)	
동성케미컬	38.11

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(11.3)	(4.1)	(19.4)
상대	(6.5)	13.7	(10.4)

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	388.0	365.0	411.0	437.0	472.9
영업이익	십억원	32.0	30.2	17.6	35.4	42.0
세전이익	십억원	22.5	33.7	18.8	36.5	43.4
순이익	십억원	21.3	26.5	13.7	29.2	34.7
EPS	원	786	929	466	985	1,171
증감율	%	25.76	18.19	(49.84)	111.37	18.88
PER	배	14.95	12.38	23.61	11.17	9.39
PBR	배	2.75	2.23	2.12	1.88	1.65
EV/EBITDA	배	9.23	10.18	15.97	8.92	7.37
ROE	%	20.79	21.02	9.53	18.77	19.55
BPS	원	4,276	5,166	5,190	5,837	6,669
DPS	원	350	350	350	350	350



Analyst 유재선
02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

RA 위경재

02-3771-7699

kyungjae.wee@hanafn.com

Valuation 및 투자의견

목표주가 14,000원, 투자의견 매수

동성화인텍 목표주가 14,000원과 투자의견 매수로 커버리지 개시한다. 목표주가는 2024년 BPS에 PBR 2.1배를 적용하여 산출했다.

최근 확인되는 LNG선 발주 증가를 차치하더라도 LNG 추진엔진 비중 상승 등 시장 성장에 따른 수주 안정성이 제고될 수 있는 환경이다. 2022년 1분기 말 기준 수주잔고는 약 1.0조 원으로 2021년 연간 매출 기준 2.5년치 이상 일감을 보유하고 있다.

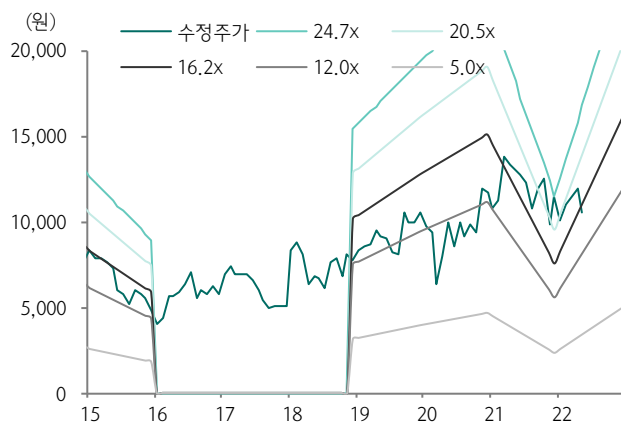
2022년 기준 PBR 2.1배다.

표 1. 동성화인텍 목표주가 산정

구분		비고	
(A)ROE(%)	19.6		
(B)주당순자산(원)	6,669		
(C)베타	0.6	KOSPI 52주 주간 베타	
(D)시장 기대수익률(%)	13.1	하나금융투자 추정	
(E)무위험 시장수익률(%)	3.1	국고채 3년	
(F)자기자본비용(%,E+FXG)	9.2		
(G)적정PBR(배, A/B)	2.1		
목표주가 산정(원)	14,099	목표주가(원)	14,000원
상승여력(%)	32.1	현재주가(원)	10,600원

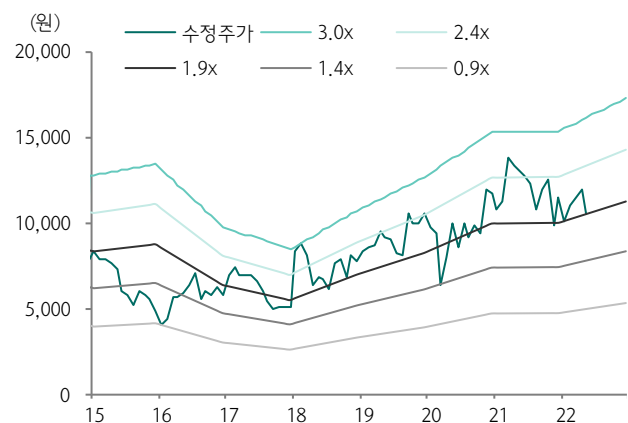
자료: 동성화인텍, 하나금융투자

그림 1. 동성화인텍 12M Fwd PER 추이



자료: 동성화인텍, 하나금융투자

그림 2. 동성화인텍 12M Fwd PBR 추이



자료: 동성화인텍, 하나금융투자

2022년 하반기 영업이익 132억원(YoY +26.2%) 전망

2022년 하반기 실적전망

매출액 2,052억원(YoY +16.7%)

영업이익 132억원(YoY +26.2%)

올해 하반기 매출액은 전년대비 16.7% 증가한 2,052억원이 예상된다. 충분한 수주잔고를 바탕으로 조선업체의 건조물량 증가에 맞춰 외형 성장이 나타날 전망이다.

하반기 영업이익은 132억원으로 전년대비 26.2% 증가할 전망이다. 올해는 제품 Mix에서 완제품 비중이 늘어나고 상반기 강세를 보였던 MDI 가격 영향으로 한 자리 수 마진이 예상된다. MDI 가격은 최근 안정되는 추세를 나타내고 있어 올해 마진 흐름은 상저하고 패턴이 전망된다.

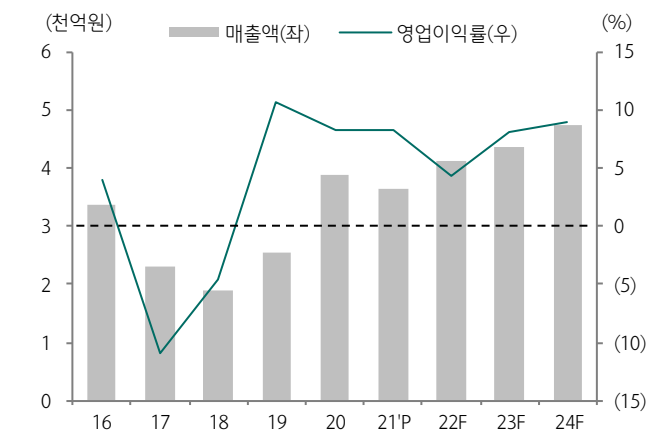
표 2. 동성화인텍 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	22년YoY(%)	23년YoY(%)
매출액	2,310	1,881	2,533	3,880	3,650	4,110	4,370	4,729	12.6	6.3
영업이익	(252)	(85)	269	320	302	176	354	420	(41.7)	101.1
세전이익	(317)	(92)	181	225	337	188	365	434	(44.1)	93.9
순이익	(309)	(122)	169	213	265	137	292	347	(48.1)	112.7
영업이익률(%)	(10.9)	(4.5)	10.6	8.2	8.3	4.3	8.1	8.9	-	-
세전이익률(%)	(13.7)	(4.9)	7.2	5.8	9.2	4.6	8.4	9.2	-	-
순이익률(%)	(13.4)	(6.5)	6.7	5.5	7.2	3.3	6.7	7.3	-	-

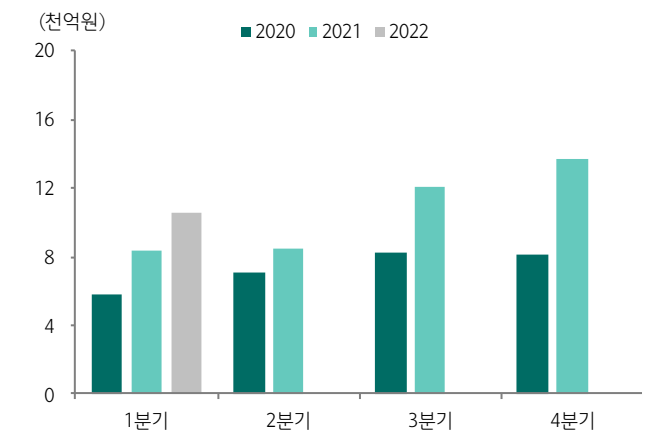
자료: 동성화인텍, 하나금융투자

그림 3. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: 동성화인텍, 하나금융투자

그림 4. 분기별 수주금액 추이



자료: 동성화인텍, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	388.0	365.0	411.0	437.0	472.9
매출원가	317.0	306.2	362.1	367.6	394.0
매출총이익	71.0	58.8	48.9	69.4	78.9
판매비	39.0	28.7	31.3	34.1	36.9
영업이익	32.0	30.2	17.6	35.4	42.0
금융손익	(4.8)	(3.0)	(3.2)	(3.7)	(3.3)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(4.7)	6.5	4.4	4.8	4.7
세전이익	22.5	33.7	18.8	36.5	43.4
법인세	1.3	7.2	5.1	7.3	8.7
계속사업이익	21.3	26.5	13.7	29.2	34.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	21.3	26.5	13.7	29.2	34.7
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	21.3	26.5	13.7	29.2	34.7
지배주주지분포괄이익	22.1	25.0	13.7	29.2	34.7
NOPAT	30.2	23.7	12.8	28.3	33.6
EBITDA	39.1	37.0	24.3	42.2	49.0
성장성(%)					
매출액증가율	53.18	(5.93)	12.60	6.33	8.22
NOPAT증가율	20.32	(21.52)	(45.99)	121.09	18.73
EBITDA증가율	16.02	(5.37)	(34.32)	73.66	16.11
영업이익증가율	18.96	(5.63)	(41.72)	101.14	18.64
(지배주주)순이익증가율	26.04	24.41	(48.30)	113.14	18.84
EPS증가율	25.76	18.19	(49.84)	111.37	18.88
수익성(%)					
매출총이익률	18.30	16.11	11.90	15.88	16.68
EBITDA이익률	10.08	10.14	5.91	9.66	10.36
영업이익률	8.25	8.27	4.28	8.10	8.88
계속사업이익률	5.49	7.26	3.33	6.68	7.34

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	128.0	178.5	179.8	200.1	229.0
금융자산	24.3	24.7	22.7	30.7	43.2
현금성자산	23.7	23.2	21.2	29.0	41.4
매출채권	22.2	43.1	44.0	47.4	52.0
재고자산	74.2	96.8	98.9	106.6	116.9
기타유동자산	7.3	13.9	14.2	15.4	16.9
비유동자산	118.5	116.3	117.6	118.9	120.1
투자자산	1.5	1.4	1.4	1.5	1.7
금융자산	1.5	1.4	1.4	1.5	1.7
유형자산	112.1	110.5	111.9	113.1	114.2
무형자산	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2
기타비유동자산	4.4	3.9	3.9	4.0	4.0
자산총계	246.5	294.8	297.4	318.9	349.0
유동부채	124.9	135.1	133.7	135.4	140.0
금융부채	59.1	57.9	55.0	51.0	48.1
매입채무	27.8	29.9	30.5	32.9	36.1
기타유동부채	38.0	47.3	48.2	51.5	55.8
비유동부채	11.9	17.7	17.8	18.4	19.2
금융부채	3.3	10.1	10.1	10.1	10.1
기타비유동부채	8.6	7.6	7.7	8.3	9.1
부채총계	136.7	152.8	151.5	153.8	159.3
지배주주지분	109.8	142.0	146.0	165.1	189.8
자본금	14.1	14.8	14.8	14.8	14.8
자본잉여금	52.1	68.0	68.0	68.0	68.0
자본조정	(8.5)	(8.5)	(8.5)	(8.5)	(8.5)
기타포괄이익누계액	1.4	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	50.7	67.8	71.8	90.9	115.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	109.8	142.0	146.0	165.1	189.8
순금융부채	38.1	43.3	42.3	30.4	15.0

투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	786	929	466	985	1,171
BPS	4,276	5,166	5,190	5,837	6,669
CFPS	1,904	1,598	982	1,573	1,803
EBITDAPS	1,446	1,300	825	1,425	1,653
SPS	14,334	12,816	13,936	14,752	15,965
DPS	350	350	350	350	350
주가지표(배)					
PER	14.95	12.38	23.61	11.17	9.39
PBR	2.75	2.23	2.12	1.88	1.65
PCFR	6.17	7.20	11.20	6.99	6.10
EV/EBITDA	9.23	10.18	15.97	8.92	7.37
PSR	0.82	0.90	0.79	0.75	0.69
재무비율(%)					
ROE	20.79	21.02	9.53	18.77	19.55
ROA	8.35	9.78	4.64	9.47	10.39
ROIC	17.86	13.90	6.99	15.02	17.14
부채비율	124.56	107.55	103.79	93.17	83.93
순부채비율	34.73	30.47	28.99	18.43	7.88
이자보상배율(배)	6.45	9.84	5.19	10.94	13.78

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	62.2	(5.6)	19.1	31.1	35.0
당기순이익	21.3	26.5	13.7	29.2	34.7
조정	27.5	15.7	6.7	6.9	6.9
감가상각비	7.2	6.9	6.7	6.9	7.0
외환거래손익	0.9	(0.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	19.4	9.5	0.0	0.0	(0.1)
영업활동자산부채변동	13.4	(47.8)	(1.3)	(5.0)	(6.6)
투자활동 현금흐름	(7.3)	(5.0)	(8.1)	(8.2)	(8.3)
투자자산감소(증가)	(0.7)	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.1)
자본증가(감소)	(7.4)	(4.5)	(8.0)	(8.0)	(8.0)
기타	0.8	(0.6)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
재무활동 현금흐름	(53.7)	10.5	(12.8)	(14.0)	(12.9)
금융부채증가(감소)	(43.9)	5.6	(3.0)	(3.9)	(2.9)
자본증가(감소)	4.4	16.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(8.3)	(2.4)	0.0	(0.1)	0.0
배당지급	(5.9)	(9.3)	(9.8)	(10.0)	(10.0)
현금의 증감	0.6	(0.5)	(4.2)	7.8	12.4
Unlevered CFO	51.5	45.5	29.0	46.6	53.4
Free Cash Flow	54.7	(10.6)	11.1	23.1	27.0

2022년 5월 19일

HSD엔진(082740)

중장기적 성장과 Mix 개선 기대

목표주가 12,000 원, 투자의견 매수 제시

HSD엔진 목표주가 12,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 BPS에 PBR 2.3배를 적용하여 산출했다. 조선업체의 수주잔고가 크게 증가하며 엔진 발주가 꾸준히 이어질 수 있는 환경이 조성되고 있다. 2022년 1분기 신규수주는 0.4조원을 기록하였고 수주잔고는 약 1.4조원으로 2021년 연간 매출액 기준 2년치 이상 일감을 보유하고 있다. 중장기적으로 매출 회복 및 Mix 개선에 따른 이익률 상승이 확인될 것으로 기대된다. 2022년 기준 PBR 2.3배다.

2022년 하반기 영업이익 29억원(흑자전환) 전망

올해 하반기 매출액은 전년대비 46.8% 증가한 4,616억원이 예상된다. 아직은 과거 낮은 단가로 수주한 물량이 실적으로 반영되고 있지만 전년대비 외형 성장 흐름은 유지되는 중이다. 연말로 갈수록 높은 선가를 기반으로 수주한 물량 비중이 증가하기 때문에 매출 성장이 가파르게 나타날 전망이다. 하반기 영업이익은 29억원으로 전년대비 흑자전환이 예상된다. 주요 원자재 가격 강세로 마진은 단기적으로 하락 압력이 작용하고 있지만 매출 증가에 따른 고정비 극복으로 4분기 턴어라운드 기대된다. 최근 발주되는 선박의 D/F 추진엔진 채택 비중이 늘어나고 있어 제품 Mix 개선으로 이익률 상승이 추세적으로 나타날 것으로 예상된다.

고객사 수주잔고 급증으로 2023년 이후까지도 보장된 성장

조선사의 선박 수주 3~6개월 후 엔진 발주가 이뤄지고 인도 6~12개월 이전에 엔진이 조선사에 인도된다. 수주가 늘어난 시점과 매출이 개선되는 시차를 감안하면 2023년 이후까지도 외형 성장 흐름은 지속될 수 있다. 최근 주요 고객사의 러시아 관련 이슈로 불확실성이 확대되고 있다. 하지만 조선 업황은 셀러스 마켓이며 도크 슬롯이 부족한 상황이기 때문에 러시아 관련 이슈는 일시적 노이즈에 그칠 여지가 많아 중장기 수주 우려는 제한적일 전망이다.

관심종목

BUY(신규)

| TP(12M): 12,000원 | CP(5월18일): 9,270원

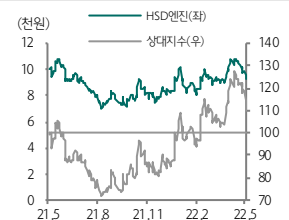
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,625.98
52주 최고/최저(원)	10,850/7,040
시가총액(십억원)	433.1
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	46,721.2
60일 평균 거래량(천주)	585.0
60일 평균 거래대금(십억원)	5.7
22년 배당금(예상, 원)	0
22년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	6.12
주요주주 지분율(%)	
인화정공 외 2인	33.53
국민연금공단	6.22
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(11.3) 19.5 (9.1)
상대	(9.0) 34.1 9.8

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	825.2	968.1
영업이익(십억원)	1.4	53.7
순이익(십억원)	(5.6)	34.5
EPS(원)	(120)	742
BPS(원)	3,843	4,502

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	830.0	599.0	848.9	960.5	1,045.0
영업이익	십억원	20.0	(39.8)	(1.4)	34.9	45.4
세전이익	십억원	8.7	(50.4)	(16.7)	22.8	33.0
순이익	십억원	6.0	(39.7)	(14.3)	18.2	26.4
EPS	원	184	(934)	(307)	390	564
증감율	%	흑전	적전	적지	흑전	44.62
PER	배	45.65	(8.93)	(31.27)	24.62	17.02
PBR	배	1.43	1.86	2.30	2.11	1.87
EV/EBITDA	배	10.79	(24.58)	40.36	11.26	8.71
ROE	%	3.16	(19.71)	(7.10)	8.94	11.66
BPS	원	5,893	4,476	4,169	4,559	5,124
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 유재선
02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

RA 위경재

02-3771-7699

kyungjae.wee@hanafn.com

Valuation 및 투자의견

목표주가 12,000원, 투자의견 매수

HSD엔진 목표주가 12,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 BPS에 PBR 2.3배를 적용하여 산출했다.

조선업체의 수주잔고가 크게 증가하며 엔진 발주가 꾸준히 이어질 수 있는 환경이 조성되고 있다. 2022년 1분기 신규수주는 0.4조원을 기록하였고 수주잔고는 약 1.4조원으로 2021년 연간 매출액 기준 2년치 이상 일감을 보유하고 있다. 중장기적으로 매출 회복과 Mix 개선에 따른 이익률 상승이 확인될 것으로 기대된다.

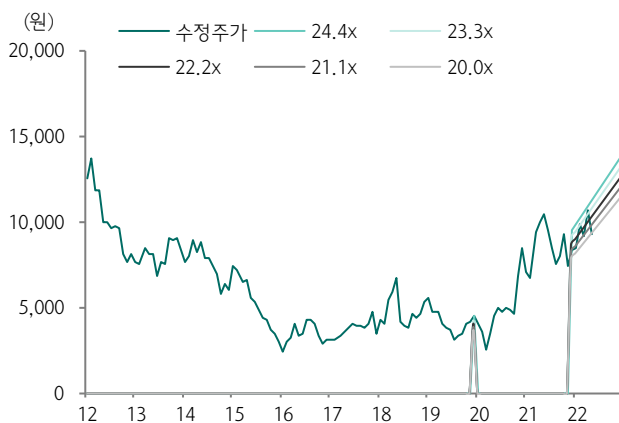
2022년 기준 PBR 2.3배다.

표 1. HSD엔진 목표주가 산정

구분		비고	
(A)ROE(%)	11.7		
(B)주당순자산(원)	5,124		
(C)베타	0.8	KOSPI 52주 주간 베타	
(D)시장 기대수익률(%)	5.5	하나금융투자 추정	
(E)무위험 시장수익률(%)	3.1	국고채 3년	
(F)자기자본비용(%,E+FXG)	5.0		
(G)적정PBR(배, A/B)	2.3		
목표주가 산정(원)	11,934	목표주가(원)	12,000원
상승여력(%)	29.4	현재주가(원)	9,270원

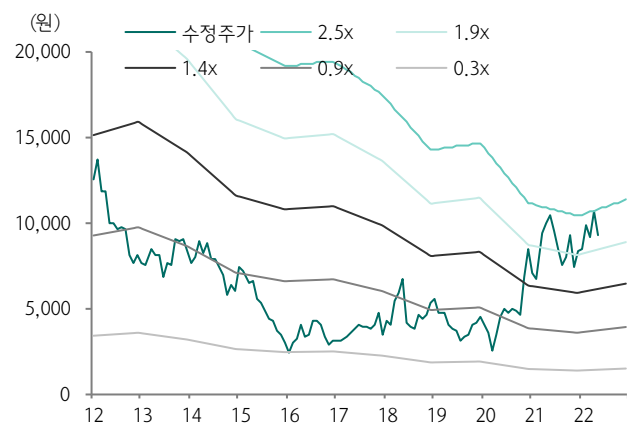
자료: HSD엔진, 하나금융투자

그림 1. HSD엔진 12M Fwd PER 추이



자료: HSD엔진, 하나금융투자

그림 2. HSD엔진 12M Fwd PBR 추이



자료: HSD엔진, 하나금융투자

2022년 하반기 영업이익 29억원(흑자전환) 전망

2022년 하반기 실적전망

매출액 4,616억원(YoY +46.8%)

영업이익 29억원(YoY 흑자전환)

올해 하반기 매출액은 전년대비 46.8% 증가한 4,616억원이 예상된다. 아직은 과거에 낮은 단가로 수주한 물량이 실적으로 반영되고 있지만 전년대비 외형 성장 흐름은 유지되는 모습이다. 연말로 갈수록 높은 선가를 기반으로 수주한 물량 비중이 증가하면서 가파른 성장이 나타날 전망이다.

하반기 영업이익은 29억원으로 전년대비 흑자전환이 예상된다. 원자재 가격 강세로 마진은 단기적으로 하락 압력이 작용하고 있지만 매출액 증가에 따른 고정비 극복으로 4분기부터 턴어라운드가 기대된다. 최근 발주되는 선박들의 D/F 추진엔진 채택 비중이 늘어나고 있어 제품 Mix 개선으로 이익률 상승이 추세적으로 나타날 것으로 예상된다.

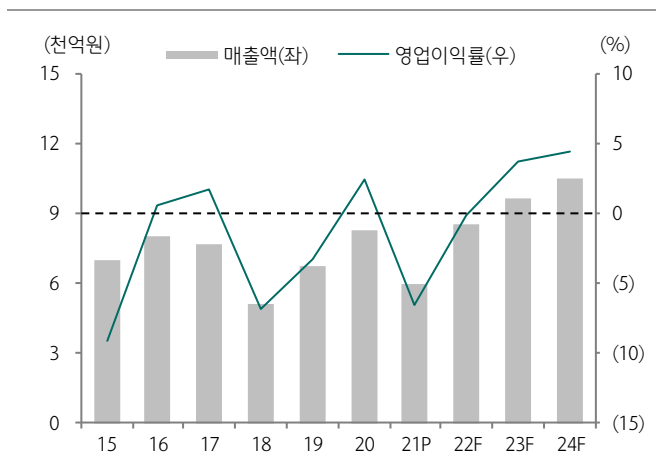
표 2. HSD엔진 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	22년YoY(%)	23년YoY(%)
매출액	7,689	5,113	6,743	8,300	5,990	8,489	9,605	10,450	41.7	13.2
영업이익	135	(353)	(218)	200	(398)	(14)	349	454	적지	흑전
세전이익	(49)	(296)	(457)	87	(504)	(167)	228	330	적지	흑전
순이익	(103)	(187)	(414)	60	(397)	(143)	182	264	적지	흑전
영업이익률(%)	1.8	(6.9)	(3.2)	2.4	(6.6)	(0.2)	3.6	4.3	-	-
세전이익률(%)	(0.6)	(5.8)	(6.8)	1.1	(8.4)	(2.0)	2.4	3.2	-	-
순이익률(%)	(1.3)	(3.7)	(6.1)	0.7	(6.6)	(1.7)	1.9	2.5	-	-

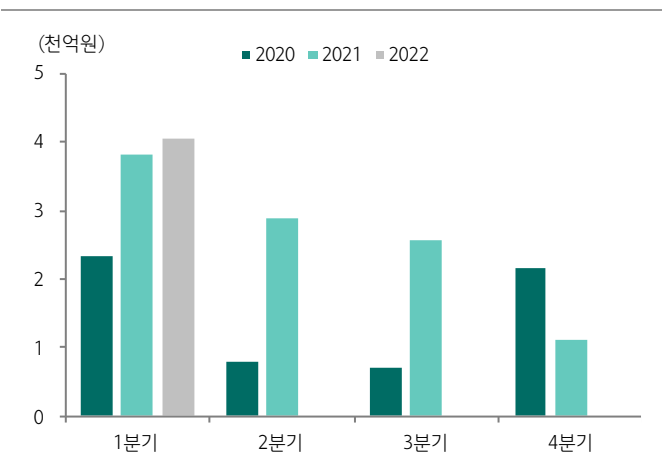
자료: HSD엔진, 하나금융투자

그림 3. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: HSD엔진, 하나금융투자

그림 4. 분기별 수주금액 추이



자료: HSD엔진, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	830.0	599.0	848.9	960.5	1,045.0
매출원가	776.7	609.1	812.9	882.3	950.9
매출총이익	53.3	(10.1)	36.0	78.2	94.1
판매비	33.3	29.6	37.4	43.3	48.7
영업이익	20.0	(39.8)	(1.4)	34.9	45.4
금융손익	(17.3)	(6.3)	(13.0)	(12.2)	(10.5)
종속/관계기업손익	(0.1)	0.0	(0.9)	0.0	0.0
기타영업외손익	6.1	(4.3)	(1.5)	0.1	(1.9)
세전이익	8.7	(50.4)	(16.7)	22.8	33.0
법인세	2.7	(10.7)	(2.4)	4.6	6.6
계속사업이익	6.0	(39.7)	(14.3)	18.2	26.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	6.0	(39.7)	(14.3)	18.2	26.4
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	6.0	(39.7)	(14.3)	18.2	26.4
지배주주지분포괄이익	5.6	(33.1)	(14.3)	18.2	26.4
NOPAT	13.9	(31.4)	(1.2)	27.9	36.3
EBITDA	38.2	(22.1)	14.8	49.1	57.8
성장성(%)					
매출액증가율	23.09	(27.83)	41.72	13.15	8.80
NOPAT증가율	흑전	적전	적지	흑전	30.11
EBITDA증가율	흑전	적전	흑전	231.76	17.72
영업이익증가율	흑전	적전	적지	흑전	30.09
(지배주주)순이익증가율	흑전	적전	적지	흑전	45.05
EPS증가율	흑전	적전	적지	흑전	44.62
수익성(%)					
매출총이익률	6.42	(1.69)	4.24	8.14	9.00
EBITDA이익률	4.60	(3.69)	1.74	5.11	5.53
영업이익률	2.41	(6.64)	(0.16)	3.63	4.34
계속사업이익률	0.72	(6.63)	(1.68)	1.89	2.53

투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	184	(934)	(307)	390	564
BPS	5,893	4,476	4,169	4,559	5,124
CFPS	473	(118)	163	956	1,112
EBITDAPS	1,161	(519)	317	1,050	1,236
SPS	25,192	14,074	18,169	20,559	22,368
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	45.65	(8.93)	(31.27)	24.62	17.02
PBR	1.43	1.86	2.30	2.11	1.87
PCFR	17.76	(70.68)	58.90	10.04	8.63
EV/EBITDA	10.79	(24.58)	40.36	11.26	8.71
PSR	0.33	0.59	0.53	0.47	0.43
재무비율(%)					
ROE	3.16	(19.71)	(7.10)	8.94	11.66
ROA	0.78	(5.23)	(1.70)	2.00	2.76
ROIC	4.49	(10.67)	(0.41)	10.73	15.35
부채비율	272.59	280.50	355.37	340.79	306.69
순부채비율	70.07	73.24	64.89	37.70	13.01
이자보상배율(배)	1.41	(4.81)	(0.16)	4.22	6.26

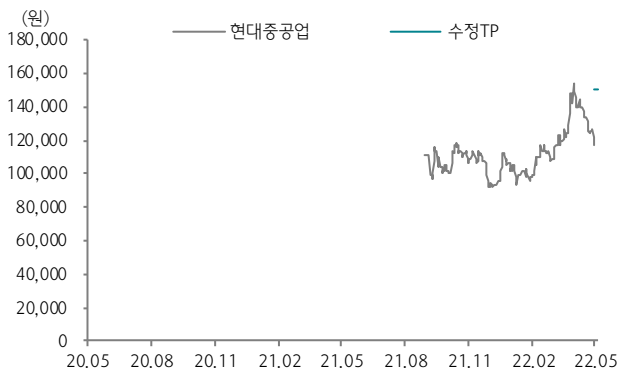
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	276.6	344.9	449.3	513.8	559.5
금융자산	79.2	84.0	106.4	125.6	137.1
현금성자산	45.3	54.1	67.1	81.1	88.6
매출채권	29.5	59.4	78.1	88.4	96.2
재고자산	155.5	179.4	235.9	267.0	290.6
기타유동자산	12.4	22.1	28.9	32.8	35.6
비유동자산	446.7	450.8	437.6	425.1	414.0
투자자산	8.5	9.8	12.8	14.5	15.8
금융자산	6.0	7.0	9.1	10.3	11.2
유형자산	364.8	361.3	346.2	332.8	321.0
무형자산	4.5	3.8	2.6	1.8	1.2
기타비유동자산	68.9	75.9	76.0	76.0	76.0
자산총계	723.3	795.6	886.9	938.8	973.5
유동부채	497.6	431.1	513.9	535.1	533.8
금융부채	213.8	154.2	149.8	123.0	85.3
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	283.8	276.9	364.1	412.1	448.5
비유동부채	31.6	155.4	178.2	190.8	200.3
금융부채	1.5	83.0	83.0	83.0	83.0
기타비유동부채	30.1	72.4	95.2	107.8	117.3
부채총계	529.2	586.5	692.1	725.9	734.1
지배주주지분	194.1	209.1	194.8	213.0	239.4
자본금	32.9	46.7	46.7	46.7	46.7
자본잉여금	174.6	209.0	209.0	209.0	209.0
자본조정	(54.8)	(54.8)	(54.8)	(54.8)	(54.8)
기타포괄이익누계액	70.9	79.0	79.0	79.0	79.0
이익잉여금	(29.6)	(70.8)	(85.1)	(66.9)	(40.5)
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	194.1	209.1	194.8	213.0	239.4
순금융부채	136.0	153.1	126.4	80.3	31.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	83.8	(45.8)	48.5	58.1	58.2
당기순이익	6.0	(39.7)	(14.3)	18.2	26.4
조정	(2.6)	27.8	16.2	14.2	12.4
감가상각비	18.2	17.7	16.2	14.2	12.4
외환거래손익	0.4	(1.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.1	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(21.3)	11.2	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	80.4	(33.9)	46.6	25.7	19.4
투자활동 현금흐름	3.8	(7.1)	(12.5)	(6.9)	(5.2)
투자자산감소(증가)	(1.5)	0.9	(3.0)	(1.7)	(1.3)
자본증가(감소)	(2.7)	(9.1)	0.0	0.0	0.0
기타	8.0	1.1	(9.5)	(5.2)	(3.9)
재무활동 현금흐름	(63.3)	61.5	(4.4)	(26.9)	(37.6)
금융부채증가(감소)	(55.2)	21.9	(4.4)	(26.9)	(37.6)
자본증가(감소)	0.0	48.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(8.1)	(8.5)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	24.2	8.8	13.0	14.0	7.6
Unlevered CFO	15.6	(5.0)	7.6	44.6	52.0
Free Cash Flow	80.9	(54.9)	48.5	58.1	58.2

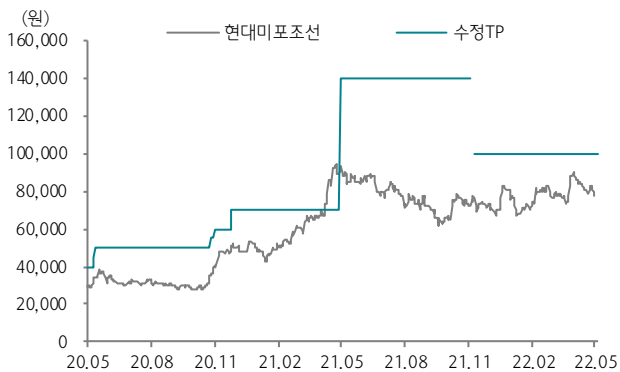
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대중공업



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.5.18	BUY	150,000		

현대미포조선



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.11.26	BUY	100,000		
21.5.17	BUY	140,000	-44.21%	-32.93%
20.12.11	BUY	70,000	-15.23%	34.43%
20.11.17	BUY	60,000	-22.97%	-18.83%
20.11.11	BUY	55,000	-31.79%	-27.27%
20.5.28	BUY	50,000	-37.27%	-23.40%
20.5.27	BUY	45,000		
20.5.8	BUY	40,000	-25.94%	-22.88%

삼성중공업



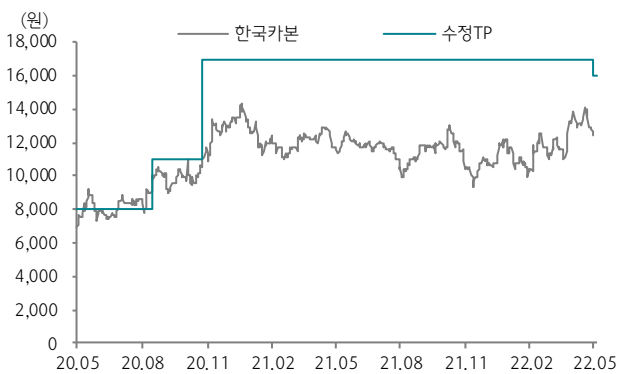
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.5.18	BUY	7,500		
20.6.11	BUY	9,367	-37.51%	-22.30%
20.5.8	Neutral	4,684	1.63%	39.79%

대우조선해양



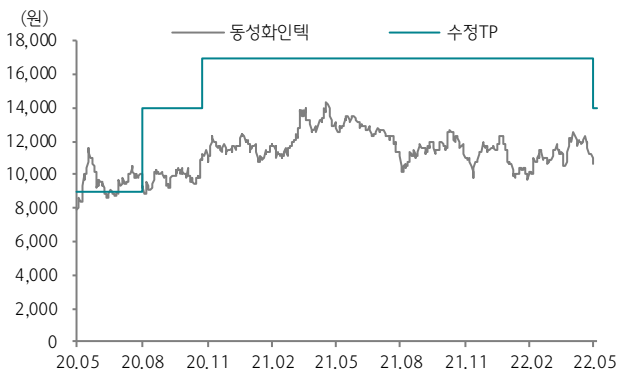
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.11.26	BUY	33,000		
21.5.17	BUY	50,000	-39.83%	-21.20%
20.6.3	BUY	40,000	-34.74%	0.75%
20.6.2	BUY	35,000		
20.5.8	BUY	25,000	-26.43%	-4.20%

한국카본



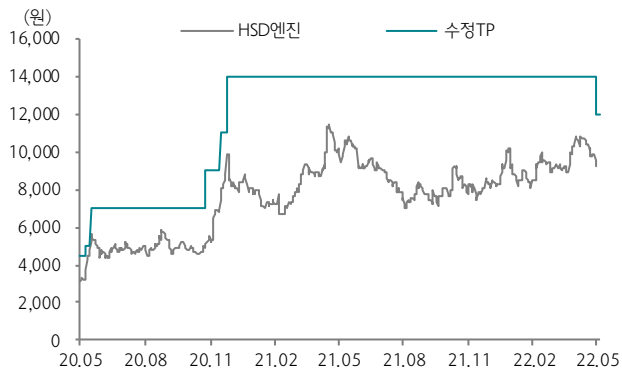
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.5.18	BUY	16,000		
20.11.11	BUY	17,000	-30.29%	-15.59%
20.9.1	BUY	11,000	-9.47%	0.00%
20.3.26	BUY	8,000	-5.09%	15.63%

동성화인텍



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.5.18	BUY	14,000		
20.11.11	BUY	17,000	-30.58%	-15.88%
20.8.18	BUY	14,000	-29.97%	-21.79%
20.3.26	BUY	9,000	-1.90%	28.89%

HSD엔진



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.5.18	BUY	12,000		
20.12.13	BUY	14,000	-37.80%	-18.21%
20.12.3	BUY	11,000	-21.12%	-10.36%
20.11.11	BUY	9,000	-31.92%	-22.67%
20.6.2	BUY	7,000	-29.90%	-16.14%
20.5.26	BUY	5,000	-9.98%	-3.80%
20.4.9	BUY	4,500	-28.67%	-22.67%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.20%	4.80%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 05월 16일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2022년 5월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2022년 5월 18일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다
- 최초 상장 주관업무 법인 중 1년 미경과 법인(대표주관)

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.