NH투자증권

조선업

재차 연장되는 사이클, 수주 기회는 충분

24년 수주 규모는 23년 수주 및 24년 연간 목표를 상회할 전망. 컨테이너, LNG선, 해양플랜트, 방산 등의 신규 수주 기회가 길게는 25년까지 이어질 전망. 실적 개선 사이클 장기화로 조선사들의 목표주가 상향

Analyst 정연승
02)768-7882, ys.jung@nhqv.com
RA 곽재혁
02)2229-6879, jh.gwak@nhqv.com

예상치를 상회할 24년 수주, 25년까지 중장기 기회 요인 충분

24년 연간 수주 예상 금액은 397억달러로 전년대비 5% 증가할 전망. 연초 신규 수주가 감소할 것이라는 전망을 벗어나, 연초 수주 계획(338억달러), 23년 수주 규모를 상회하는 양호한 수주 추이가 이어질 전망. 2024년 하반기 컨테이너선, LNG선, 국내 군함, FLNG를 포함한 해양플랜트, MR 탱커 수주 기회 존재

컨테이너선 발주, 미국 LNG 개발 재개, MR탱커의 선가 강세에 주목

컨테이너 운임이 급등하면서, 주요 선사들은 신조선 발주를 재개. 연초 중형(8KTEU) 컨테이너 발주에서 5월 이후 대형(15K 중심) 컨테이너선도 발주. 주요 선사들의 중장기 환경 규제 대응, 선복량 확대를 통한 점유율 경쟁 및 충분한 재정 여력이 발주 동력으로 작용. 미국의 LNG 개발 관련 승인 절차가 일시적으로 중단 상태이나, 미국 대선 결과에 상관없이, LNG 개발 재개 기대. 트럼프 후보가 당선될 경우, 개발 속도가 가속화. 프로젝트 재개 과정에서 100척 이상의 LNG선 신규 수요가 발생 전망. HD현대미포 주력 선종인 MR 탱커의 신조선가 강세가 가장 가파르게 나타나고 있음. 수익성 개선 강도가 예상을 상회할 전망

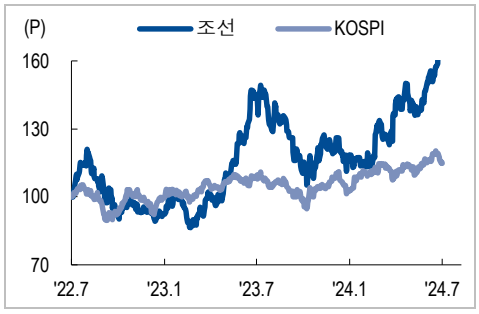
이번 이익 사이클은 최소 2027년. 생각보다 빠른 수익성 개선 속도

실적이 발표되지 않은 한화오션을 제외하고, 국내 조선사들은 수익성 개선 확인. 주요 조선사들은 2027년 슬롯을 대부분 채운 상황이며, 28년 슬롯을 제한적으로 열어, 고선가의 선박을 선택적으로 수주. 2028년 인도 슬롯도 최근 업황을 감안하면, 충분히 채울 수 있다고 판단, 실적 개선도 27년까지 당초 예상보다 1년 장기화될 전망. Target 목표주가 시점을 27년으로 변경하여, 목표주가를 상향

Positive (유지)

	PER(배)	PBR(배)
KOSPI	11.2	1.0
Sector	29.3	2.1

Sector Index



업종 시가총액 63,339십억원 (Market 비중 2.8%)
주: KRX업종 분류 기준

조선업종 투자의견/투자지표 (단위: 원, 배, %, 십억원)

종목명	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		부채비율	
					2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
HD현대중공업	329180.KS	Buy(유지)	220,000(상향)	177,500	46.3	21.6	2.9	2.6	6.4	12.6	202.2	172.2
HD현대미포	010620.KS	Buy(유지)	138,000(상향)	102,600	61.4	17.1	2.0	1.8	3.3	11.2	154.7	144.2
삼성중공업	010140.KS	Buy(유지)	15,800(상향)	10,950	33.3	13.7	2.6	2.2	8.1	17.3	332.9	263.0

주: 7월 25일 종가 기준, 한화오션은 실적 미발표로 해당 자료에서는 제외. 실적 발표 이후 업데이트 예정
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

1. 신조선 발주가 계속되는데요?

2024년 수주 금액은 연간 수주 목표 초과 달성 예상

2024년 국내 5개 조선사(HD현대중공업, HD현대삼호, HD현대미포, 삼성중공업, 한화오션)의 신규 수주 금액은 현재까지 약 277억달러에 달한다. 연간 수주 목표(한화오션은 수주목표 미발표로 24년 예상 수주금액 77억달러로 가정)인 338억달러의 82%를 달성했다. 24년 연간 예상 수주금액은 약 397억달러로 전망하며, 2023년 수주 금액(377억달러) 및 2024년 수주목표를 상회할 전망이다.

조선사의 가격 협상력이 더 강해지고 있다

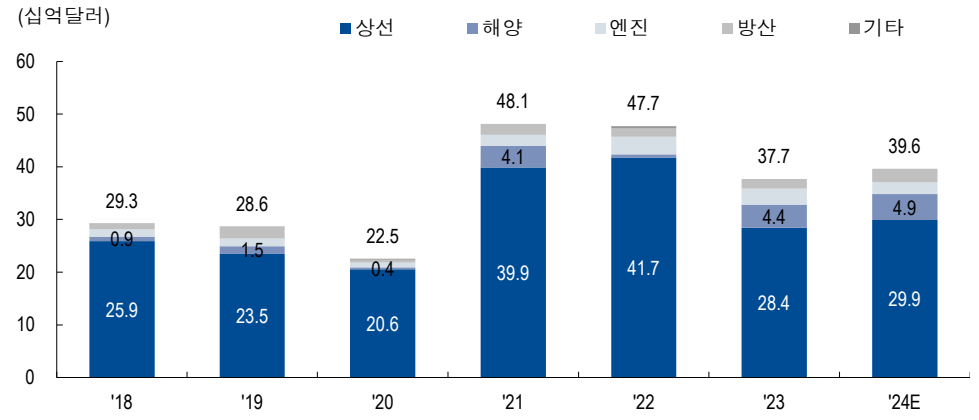
2024년초 당시에는 이미 높아진 신조선가, 높은 금리 등으로 상선 발주 환경이 좋지 않다고 판단, 수주 금액이 2023년 대비 감소할 것으로 전망하였다. 하지만, 1) 컨테이너선 발주 재개, 2) Suezmax 유조선, MR 탱커 발주 호조, 3) LPG, 암모니아 운반선 발주 강세, 4) 카타르, UAE 관련 LNG선 발주로 인해 예상보다 양호한 수주 흐름이 계속되었다. 2027년 인도 가능한 슬롯이 감소하면서, 선주들은 더욱 서둘러서 발주를 진행하고 있다. 선사들이 조급해지면서, 조선사들의 가격 협상력이 강화되었고, 최근까지도 지속적으로 Seller's Market 기조가 강해졌다. 주요 원가인 강재 가격이 소폭 하락하고, 외주비 상승이 둔화됨에도 신조선 가격이 상승하고 있다는 점도 주목해야한다.

표1. 국내 조선사 연간 신규 수주 및 2024년 예상 수주 목표

수주	'22년			'23년			'24년 현재			24년 예상
(단위: 백만달러)	목표	실제	달성률	목표	실제	달성률	목표	실제	달성률	추정치
HD현대중공업	11,346	14,989	132%	11,857	15,400	130%	9,528	8,181	86%	11,538
상선	6,950	10,414	150%	7,000	10,854	155%	5,200	5,026	97%	5,418
특수선	1,393	1,193	86%	1,213	138	11%	988	468	47%	1,765
해양플랜트	1,084	19	2%	1,224	1,286	105%	1,015	1,197	118%	2,030
엔진기계	1,919	3,363	175%	2,420	3,122	129%	2,325	1,490	64%	2,325
HD현대삼호	4,605	8,662	188%	2,600	6,661	256%	3,700	5,153	139%	5,809
HD현대미포	3,600	3,787	105%	3,700	3,724	101%	3,200	4,558	142%	5,237
HD한국조선 3사 합계	19,551	27,438	140%	18,157	25,786	142%	16,428	17,892	109%	22,583
삼성중공업	8,800	9,400	107%	9,500	8,365	88%	9,700	4,871	50%	9,682
한화오션	8,900	10,480	118%	6,980	3,555	51%	7,700	4,942	64%	7,392
HD한국조선, 삼성, 한화	37,251	47,218	127%	34,637	37,706	109%	33,828	27,705	82%	39,657

주: 한화오션은 2024년 수주목표 미제시, 당사 추정치를 반영; 자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 국내 조선사별 연간 수주 추이



자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부 전망

선종별로 순차적으로 발주가 나오면서 수주모멘텀 유지

운임 상승에 따른 2021년 컨테이너선 발주 강세를 시작으로, 2022년에는 LNG선 발주 강세, 2023년에는 유조선, 석유화학제품운반선, 가스선 등이 순차적으로 발주되었다. 글로벌 선박 인도량이 2023년 355만CGT이며, 2024년 예상 인도량이 400만CGT라고 가정하여도, 인도량을 상회하는 수주가 2024년에도 이어질 전망이다. 조선사들의 주가의 핵심인 수주잔고는 2024년에도 확실하게 성장한다. 2025년을 전망하기에는 다소 이르지만, LNG선을 필두로 가스선 수주가 기대되며, 중형선의 경우에는 MR탱커 및 액화이산화탄소운반선(LCO2) 수주 기회가 있어, 여전히 기회가 충분하다고 판단한다.

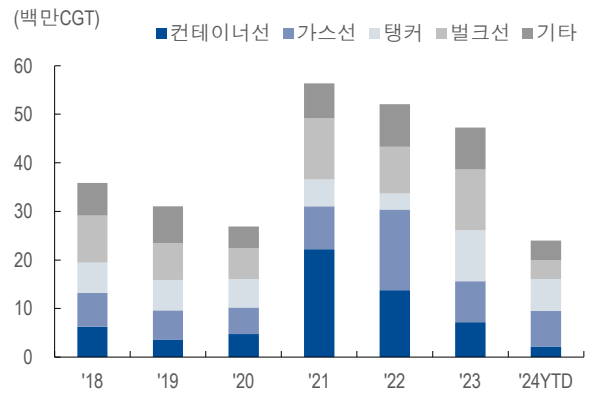
2021년초 대비 47% 2022년초 대비 22% 신조선가 상승

신조선가 지수는 187.9p로 연초 대비 5.4% 상승했다. 선가 상승이 본격화된 2021년 1월 기준으로는 47% 상승하였다. 2021년에 수주한 선박들은 높아진 원가로 인해 수익성이 좋지 않으나, 원가 상승을 반영한 2022년 수주 선박부터는 수익 창출이 가능하다. 2022년초 대비 신조선가 지수는 22% 상승했기 때문에, 조선사들의 수익성은 순차적으로 개선될 전망이다. 최근에는 공정이 빠르게 안정화되고, 원가 상승 요인이 축소되면서 오히려 예상보다 수익성 개선 속도가 빨라지고 있다.

LNG 이중연료 컨테이너선, MR탱커의 신조선가 상승세 주목

주목할 점은 국내 조선사들의 주력 선종에서 선가 상승세가 계속되고 있다는 점이며, 대형선에서는 LNG 이중연료(DF) 컨테이너선 선가 상승이 두드러진다. 중형선에서는 MR탱커(중형 석유화학제품운반선)의 신조선가가 5,200만달러로 연초 대비 8% 정도 상승했다. 실제 HD현대미포 울산 야드의 경우, MR탱커를 척당 5,410만달러에 수주했다. 이는 연초 수주 선가 대비 13% 상승한 가격이다. 2024년 들어, MR탱커의 실제 계약 선가가 가장 가파르게 상승했다.

그림2. 선종별 글로벌 발주 추이

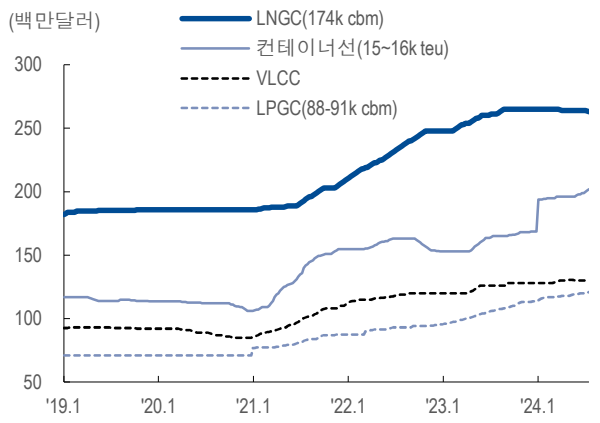


주: 2024년은 6월말까지의 수치
자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

그림3. 신조선가 지수 추이

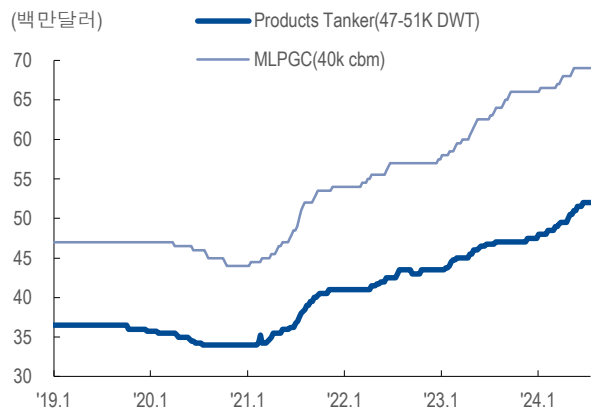
자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

그림4. 한국 조선사 주력 선종(대형선) 선가 추이



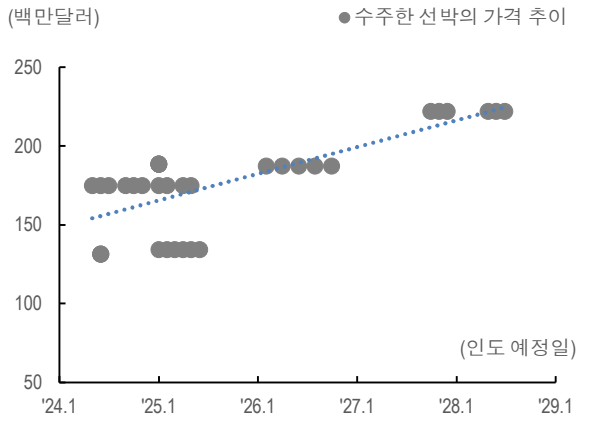
자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

그림5. 한국 조선사 주력 선종(중형선) 선가 추이



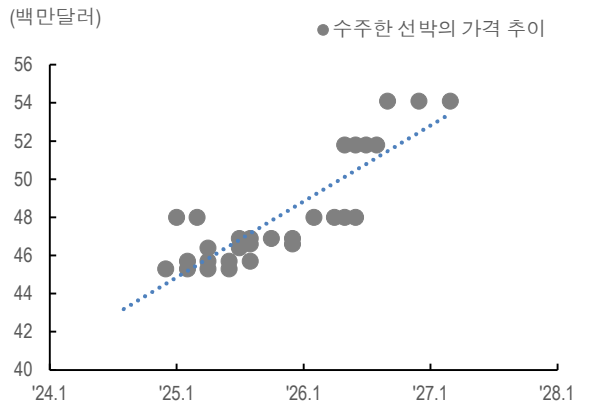
자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

그림6. HD현대중공업의 컨테이너선 계약 선가 추이



주: Clarkson에 공개된 수주만 반영
자료: HD현대중공업, Clarkson, NH투자증권 리서치본부

그림7. HD현대미포의 MR탱커 계약선가 추이



주: Clarkson에 공개된 수주만 반영
자료: HD현대미포, Clarkson, NH투자증권 리서치본부

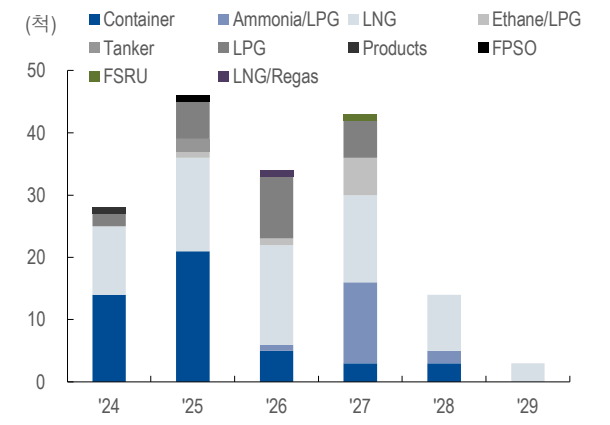
주요 조선사들은 2027년까지 인도 슬롯을 모두 확보

Clarkson에 등록된 선박을 통해, 국내 조선사들의 인도 슬롯 상황을 보면, 대형 조선사의 경우, 2027년 슬롯은 대부분 채워진 것으로 판단한다. 실제, HD현대중공업, HD현대삼호의 경우, 2027년 인도 슬롯이 모두 채워졌으며, 삼성중공업과 한화오션은 2027년 슬롯이 제한적으로 남아 있는 것으로 판단한다. 중형선을 제작하는 HD현대미포의 울산 야드의 경우 2026년 슬롯을 모두 확보하였으며, 자회사인 HD현대베트남조선은 2027년 슬롯까지 확보한 것으로 판단한다.

차기 연도 슬롯을 일부 개방, 선가 상승을 유도하고 고선가 수주 확보 중

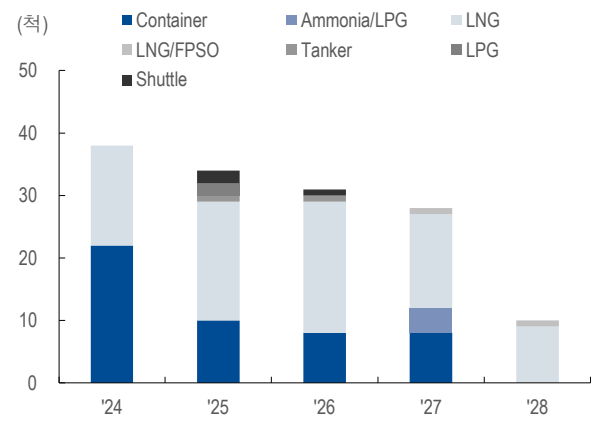
선가 상승이 계속되면서, 국내 조선사들은 차기 연도(대형 조선사-2028년, 중형 조선사-2027년) 인도 슬롯을 일부 열어서, 신조선 수주를 진행하고 있다. 최근 가격 상승을 향유하기 위한 움직임이다. 다만 공격적으로 2029년까지 인도 슬롯을 개방하지는 않고 있어, 선가 상승을 최대한으로 이끌어내는 선별 수주 전략을 취하고 있다. 국내 조선사들의 이러한 전략으로 글로벌 신조선가는 당분간 점진적인 상승세가 계속될 전망이다.

그림8. HD현대중공업 연도별 인도 예정 선박 추이



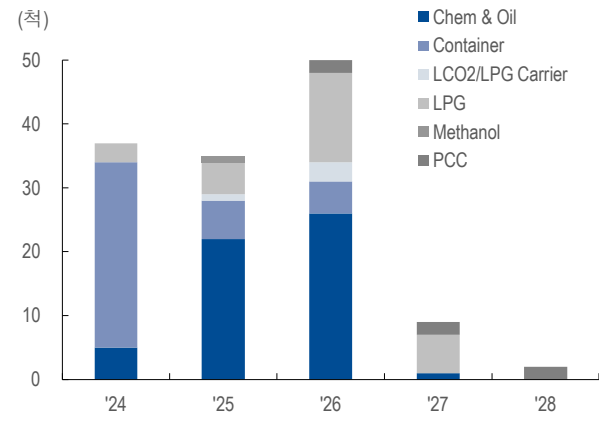
주: Clarkson에 공개된 수주만 반영
자료: HD현대중공업, NH투자증권 리서치본부

그림9. 삼성중공업 연도별 인도 예정 선박 추이



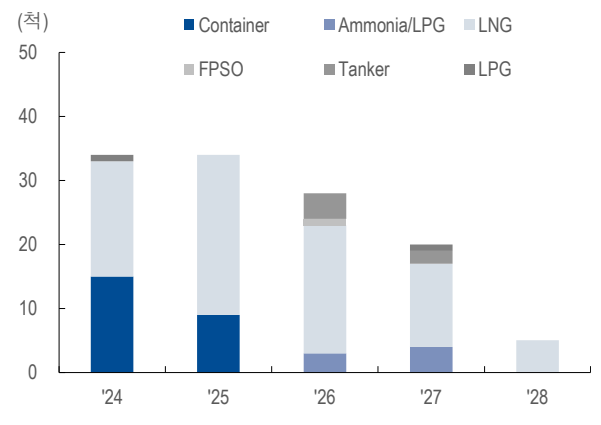
주: Clarkson에 공개된 수주만 반영
자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부

그림10. HD현대미포 연도별 인도 예정 선박 추이



주: Clarkson에 공개된 수주만 반영
자료: HD현대미포, NH투자증권 리서치본부

그림11. 한화오션 연도별 인도 예정 선박 추이



주: Clarkson에 공개된 수주만 반영
자료: 한화오션, NH투자증권 리서치본부

중장기 환경 규제 대응 목적의 발주도 신조선 발주 강세에 기여

최근 중고선가 지수와 신조선가 지수가 모두 상승하고 있으나, 중고선가 지수와 신조선가 지수의 상관관계는 과거 대비 다소 낮아졌다. 이는 선박 발주가 운임 상승을 활용한 선복량 확대 목적뿐만이 아니라, 중장기적으로 강화되는 환경 규제에 대응하고자 선박을 발주하는 목적도 있기 때문이다. 실제로 2024년 들어, 선박 척수 기준으로 이중연료 추진 방식을 채택하는 선박 발주가 전체 발주척수의 32%에 달한다. 선복량(CGT) 기준으로 보면, 이중연료를 채택하는 선박 발주 비중이 전체 발주의 47%에 달한다.

2024년 하반기 및 2025년 수주 후보

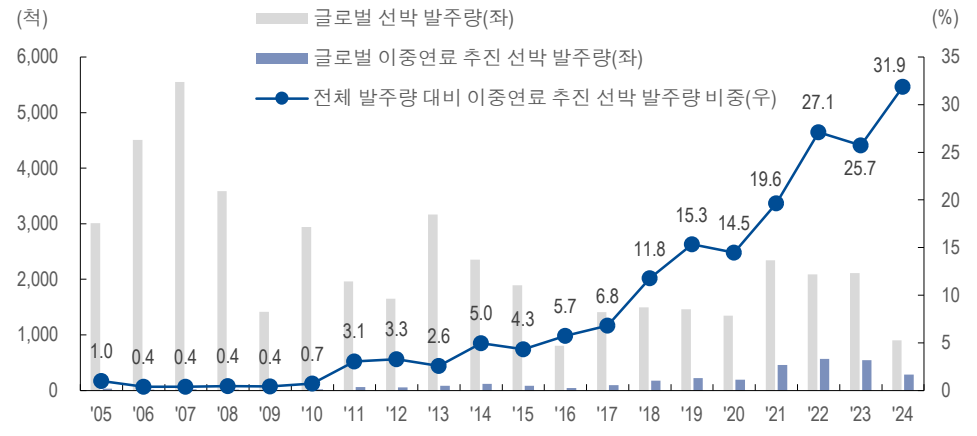
1) 컨테이너선
2) LNG선
3) MR탱커

2024년 하반기에는 컨테이너선과 중형 석유화학제품운반선(MR 탱커), 2025년에는 미국 LNG와 연계된 LNG선 발주가 기대된다. 컨테이너선의 경우, 글로벌 컨테이너 선사들이 충분한 재무적 여력을 기반으로 대형 컨테이너선 발주를 재차 진행 중이며, 얼라이언스 간의 점유율 경쟁을 위한 선박 발주 문의가 매우 활발하다. LNG선의 경우, 미국 LNG 개발 확대를 감안하면, 2025년에 대규모 발주 사이클이 재차 도래할 수 있다(그림17참고). 중형석유화학제품운반선의 경우, 최근 발주 호조에도 불구하고 20년 이상 된 노후선 비중이 12%에 달해, 교체 수요가 계속적으로 발생하고 있다(그림19참고).

그림12. 중고선가 지수와 신조선가 간의 상관관계는 과거 대비 약화

자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

그림13. 전체 발주 규모에서 이중연료 추진 선박 발주가 차지하는 비중



주: 2024년은 6월말까지의 수치
자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

2. 수주 후보 점검

1) 컨테이너선 - 신조선 발주로 선사들의 급격한 태세 전환

중대형 컨테이너선 발주 재개

2024년 1월, 일본 컨테이너선사인 ONE의 대형 컨테이너선 발주를 끝으로 당분간 대형 컨테이너선 발주가 나오지 않을 것으로 예상하였다. 하지만, 홍해 이슈로 인한 톤마일 상승 효과와 화주들의 재고 확충 움직임, 미국의 대중국 관세 부과 이슈 등이 결합되며, 컨테이너선 운임은 가파른 상승세를 기록했다. 이에 선사들의 2024년 이익 가이던스도 대폭 상향 조정되고 있다. 코로나와 인플레이션 기간에서 충분한 재정여력을 확보한 상태에서 2024년에도 호실적이 예상됨에 따라, 선사들은 재차 대형선 발주를 시작했다.

표2. 2024년 컨테이너선 발주 리스트

구분	발주일	인도년도	선형(TEU)	척수	발주선사	조선사
1	2024-07-12	2027~2028	15,500	6	CMA-CGM	HD현대중공업
2	2024-07-12	2027~2028	15,500	6	CMA-CGM	HD현대삼호
3	2024-06-30	2027~2028	16,800	5	Seaspan Corporation	New Times SB
4	2024-06-30	2027~2028	18,000	8	Eastern Pacific Shpg	New Times SB
5	2024-06-30	2026	8,400	4	Eastern Pacific Shpg	New Times SB
6	2024-06-30	2028	16,800	5	SFL Corporation	New Times SB
7	2024-06-29	2026~2027	8,400	6	Capital Ship Mgmt	New Times SB
8	2024-06-19	2026	7,900	2	Navios MLP	HJSC Yeongdo
9	2024-06-14	2027	14,170	4	Peter Dohle	Hudong Zhonghua
10	2024-06-07	2027~2028	2,400	6	Evergreen Marine	Huangpu Wenchong
11	2024-06-06	2027	7,092	2	T.S. Lines	Shanghai Waigaoqiao
12	2024-06-06	2028	14,000	2	T.S. Lines	Shanghai Waigaoqiao
13	2024-06-01	2027	8,258	1	Danaos Corp.	Jiangsu New YZJ
14	2024-05-29	2027~2028	11,000	4	Sea Consortium	Shanghai Waigaoqiao
15	2024-05-16	2027~2028	4,382	2	RCL	Huangpu Wenchong
16	2024-05-11	2026	740	2	Ningbo Ocean Shpg	Jiangxi Jiangxin SB
17	2024-04-08	2028	4,300	4	Arkas Line	Huangpu Wenchong
18	2024-04-01	2027	8,258	2	Danaos Corp.	Jiangsu New YZJ
19	2024-03-30	2027	8,000	2	Lepta Shipping	Jiangsu New YZJ
20	2024-02-14	2026	1,400	1	Delphis	Qingdao Yangfan
21	2024-02-08	2026~2027	8,258	2	Danaos Corp.	Jiangsu New YZJ
22	2024-01-23	2027	4,382	4	RCL	Huangpu Wenchong
23	2024-01-17	2026~2027	13,000	6	ONE	Jiangnan SY Group
24	2024-01-17	2027~2028	13,000	6	ONE	Yangzi Xinfu SB
25	2024-01-12	2026	1,250	1	Elbdeich Reederei	Huangpu Wenchong
26	2024-01-12	2026	1,250	1	MPC Container Ships	Huangpu Wenchong
27	2024-01-01	2025	1,058	1	Ningbo Ocean Shpg	Taizhou Jianxing HI
28	2024-01-01	2025	3,009	1	Xiamen Jiyuanlong	Zhejiang Donghong
29	2024-01-01	2025	1,058	1	Ningbo Ocean Shpg	Taizhou Jianxing HI
30	2024-01-01	2025	1,058	2	Ningbo Ocean Shpg	Taizhou Jianxing HI
합계			1,025,795	102		

주: 회색 음영은 국내 조선사들이 수주할 수 있는 중대형 컨테이너선 추이; 2024년 7월 25일까지의 발주 리스트
자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

환경규제 대응 및 점유율 경쟁을 위한 신조선 발주 진행 중

글로벌 컨테이너선 선복량은 2,950만TEU이며, 수주잔고가 566만TEU로 수주잔고가 전체 선복량의 19.2%에 달한다. 그럼에도 불구하고, 신조선 발주가 진행되고 있는 것은 1) 선복량 확대를 통한 선사 및 얼라이언스 간의 점유율 경쟁, 2) 노후선 교체를 통한 환경 규제에 대응하기 위함이다.

MSC의 공격적 선대 확대 정책, Maersk도 발주로 전략 전환

선복량 기준, 글로벌 1위 선사인 MSC는 운영 선대가 600만TEU에 달하여, 전체 선복량의 20%를 확보하였다. 기존 1위 선사인 Maersk의 선복량 423만TEU로 선복량 점유율이 14.5%이나, 최근 3위 선사인 CMA-CGM가 대규모 신조선 발주를 진행하여, 신조선 발주가 없다면, 향후, 선복량 기준, 3위 선사로 하락할 전망이다. 이에 Maersk는 최근 기존의 제한적인 선박 투자 전략을 수정, LNG 이중 연료 추진의 16,000TEU급 컨테이너선 12척 발주를 검토하고 있다.

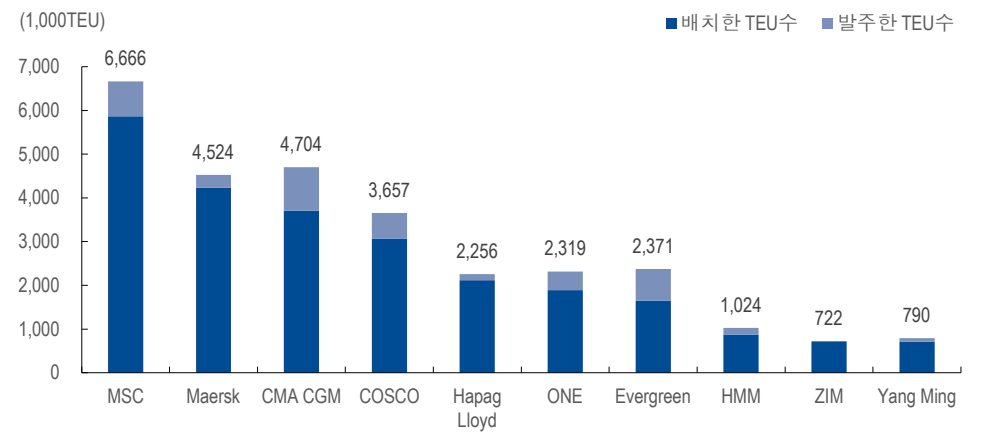
일본, 중국 선사들도 발주 시작, ZIM도 장기용선 확대

일본 ONE는 13,000TEU급 컨테이너선 10척을 중국 조선사에 추가로 발주했다. 최근 이스라엘 선사인 ZIM의 경우, 장기 용선을 통해 선복량을 확대하여, 대만의 Yang Ming을 제치고 글로벌 9위 선사가 되었다. 선사가 아닌 선주를 통해 신조선을 발주하고 이를 용선하는 형태로도 선복량 확보가 진행 중이다. 사실상 주요 Top-Tier 컨테이너 선사들은 이미 신조선 발주 경쟁에 뛰어 들었다.

국내 조선사들의 컨테이너 수주 소식 기대

5월말부터 중국 조선사인 New Times SB를 중심으로 대형 컨테이너선 수주가 진행되는 가운데, 7월에는 HD현대중공업과 HD현대삼호가 CMA-CGM사의 컨테이너선을 각각 6척씩 수주하였다. 삼성중공업과 한화오션도 컨테이너선 수주 논의가 진행 중에 있으며, 순차적으로 신조 발주로 이어질 전망이다. 추가적으로 HD현대중공업이 수주한 컨테이너선의 경우, 신조선가가 척당 2.2억달러에 달해, 가파른 신조선가 상승세를 보여줬다.

그림14. 글로벌 컨테이너 선사들의 운용 선대 규모 및 운용 예정 선대 규모 추이

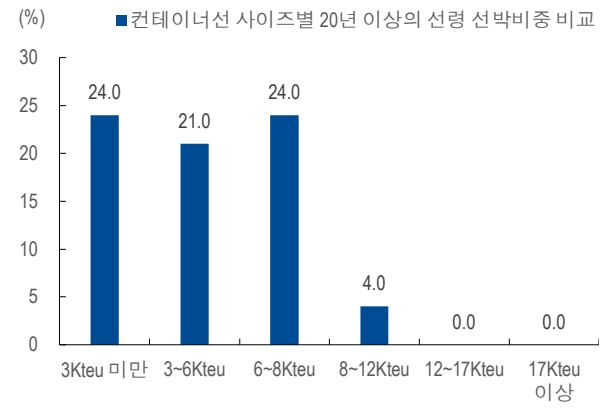


주: 2024년 6월말 기준의 수치
자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

중형 컨테이너선의 경우, 교체 발주 필요

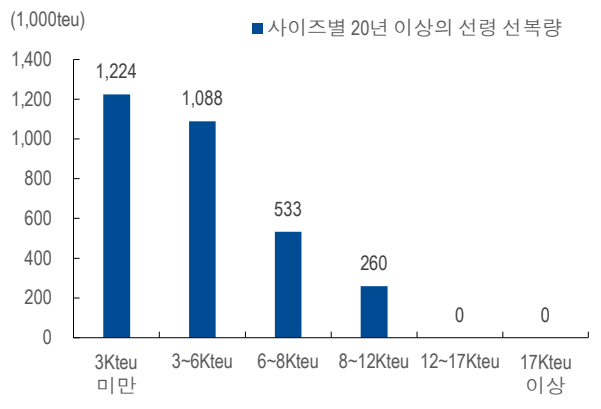
중대형선 컨테이너선의 경우, 상대적으로 최근에 발주한 선박이기 때문에 20년 이상된 노후선이 없으나, 8,000TEU급 이하 선형에서는 노후선 비중이 각 선형 전체 선박의 20%를 상회한다. 향후 중형 컨테이너선에 대해서도 교체 발주가 나타날 것으로 전망한다. 다만 국내 조선사의 경우, 보유한 도크를 감안할 때 중형 컨테이너선 수주 여력이 크지 않다. 국내에서는 HJ중공업이 8,000TEU급 컨테이너선 수주가 가능하다고 판단한다.

그림15. 컨테이너선 사이즈별 20년 이상된 선박의 비중



주: 2024년 6월말 기준의 수치
자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

그림16. 컨테이너선 사이즈별 20년 이상된 선박의 선복량



주: 2024년 6월말 기준의 수치
자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

2) LNG선 - 25년 히든카드

미국이 글로벌 LNG 개발 주도

2023년까지 미국은 LNG 터미널을 대규모로 건설, 글로벌 LNG선 수요 촉매로 작용했다. Rio Grande LNG, Port Arthur LNG 등 대규모 프로젝트들이 현재 건설중이며, 26년~27년부터 순차 가동 예정이다. 미국에서 건설 중인 LNG 프로젝트는 현재 7,430만톤(이하 연간 생산가능용량)으로 전세계 건설 중인 LNG 프로젝트의 38%에 달한다.

FEED 단계에 있는 프로젝트는 1.4억톤 이 중 신속한 허가가 필요한 프로젝트는 6,800만톤

건설 중인 프로젝트 외에 미국에서는 FEED(설계 및 조달) 단계에 있는 신규 LNG 터미널 프로젝트가 1.4억톤에 달한다. 주요 프로젝트로는 Lake Charles, CP2 LNG, Texas LNG, Freeport LNG Train 4, Delfin FLNG 등이 있다. 가동 시점에는 변동이 있을 수 있으나, 목표 가동 시점별 프로젝트 규모는 27년 1,465만톤, 28년 5,350만톤, 29년 2,640만톤, 30년 이후가 4,960만톤에 달한다. 목표 가동 시점이 2027, 2028년으로 상대적으로 신속한 허가 승인이 요구되는 프로젝트는 6,800만톤 규모이다.

미국 바이든 정부의 LNG 프로젝트 승인 중단 결정

미국 바이든 대통령은 2024년 1월 26일, 신규 LNG 터미널 건설 및 수출 승인을 일시적으로 중단하겠다고 밝혔다. LNG 가격 안정화와 환경 영향 평가 재실시 목적으로 알려졌다. 해당 조치 이후, 미국 내 진행 중인 LNG 프로젝트의 최종투자결정이 지연되었다.

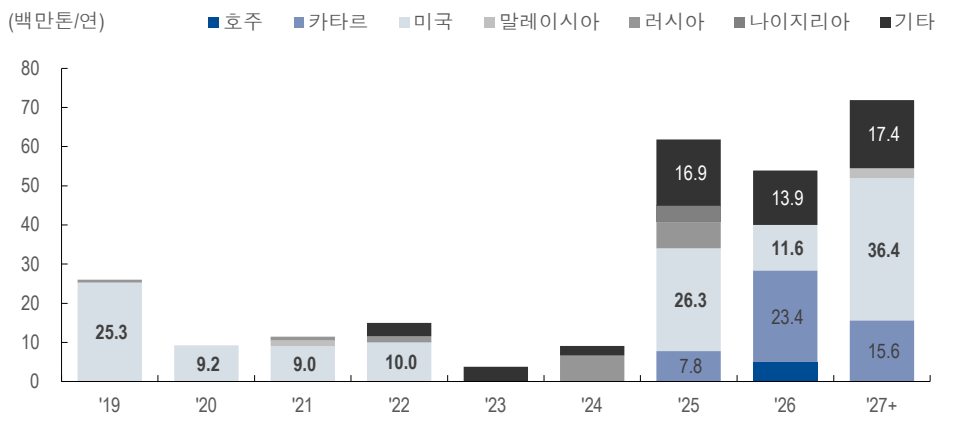
미국 대선 결과에 따라 미국 내 LNG 개발 본격화될 수도

하지만, 미국 대선을 앞두고, 공화당 후보인 트럼프 후보는 미국 내 에너지 개발을 장려하고, LNG 프로젝트에 대해 신속한 승인을 언급한 바 있다. 트럼프 후보 당선 가능성이 높아지면서, 미국 내 LNG 개발 확대와 관련된 LNG선 발주 기대감도 높아지고 있다. 민주당 후보가 당선될 경우에도 미국의 LNG 개발이 현재와 같이 무기한 중단되지는 않을 전망이다. 지난 6월말 미국 연방에너지규제위원회에서 CP2 LNG 프로젝트에 대해서 환경 영향 평가를 승인하며, 바이든 대통령의 승인 중단 정책 발표 이후 처음으로 허가 결정이 내려졌다. 미국 대선에서 민주당 후보가 당선될 경우, 트럼프 후보와 달리 LNG 터미널에 대해 승인 속도가 더딜 수 있으나, 개발이 중단되지는 않을 전망이다.

미국 LNG 프로젝트 - 최소 100척 이상 LNG선 수요 발생

위에서 언급한 약 6,800만톤의 LNG 프로젝트가 실제로 건설 단계로 돌입할 경우, 필요한 LNG선은 100척 이상 될 전망이다. 174K급 LNG선을 활용하여, 미국 LNG를 한국으로 수송할 경우, 척당 연간 50만톤 수송이 가능하며, 독일로 수송할 경우, 연간 75만톤 수송이 가능하다. 100척 이상의 LNG선은 글로벌 LNG선 건조 역량을 감안하면 1년 이상의 일감이다. 2025년에 LNG선 발주 사이클이 재개를 기대한다.

그림17. 현재 건설중인 글로벌 LNG 액화터미널 규모



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

표3. 미국 내 진행 중인 LNG 액화프로젝트 리스트

프로젝트명	운영사	현재상황	설비용량 (백만톤/연)	예상 가동시점	필요 선박척수
Corpus Christi LNG Train 4	Cheniere	건설중	1.4	2025	3
Plaquemines LNG	Venture Global	건설중	13.3	2025	24
Corpus Christi LNG Train 5	Cheniere	건설중	1.4	2025	3
Corpus Christi LNG Train 6	Cheniere	건설중	1.4	2025	3
Golden Pass LNG Train 1	Qatar Petroleum/ExxonMobil	건설중	6.03	2025	9
Golden Pass LNG Train 2	Qatar Petroleum/ExxonMobil	건설중	6.03	2025	9
Corpus Christi LNG Train 10	Cheniere	건설중	1.4	2026	3
Corpus Christi LNG Train 7	Cheniere	건설중	1.4	2026	3
Corpus Christi LNG Train 8	Cheniere	건설중	1.4	2026	3
Golden Pass LNG Train 3	Qatar Petroleum/ExxonMobil	건설중	6.03	2026	8
Corpus Christi LNG Train 9	Cheniere	건설중	1.4	2026	3
Driftwood LNG 1	Tellurian	건설중	5.52	2027	12
Plaquemines LNG Phase 2	Venture Global	건설중	13.82	2027	13
Port Arthur LNG	Sempra Infrastructure	건설중	13.5	2027	29
Rio Grande LNG Phase 1	NextDecade	건설중	16.2	2027	35
Driftwood LNG 2	Tellurian	건설중	5.52	2027	12
Galveston LNG Bunker Port	Pilot LNG/Seapth	FEED	0.4	2027	1
Lake Charles LNG Train 1	Energy Transfer	FEED	5.5	2027	12
Lake Charles LNG Train 2	Energy Transfer	FEED	5.5	2027	12
Port Delfin 1 (FLNG)	Delfin midstream	FEED	3.25	2027	7
Alaska LNG	Alaska Gasline	FEED	20	2028	19
Freeport LNG Train 4	Freeport LNG	FEED	5.1	2028	11
Gulf LNG Phase 1	Kinder Morgan	FEED	5	2028	11
Lake Charles LNG Train 3	Energy Transfer	FEED	5.5	2028	12
Monkey Island LNG	Monkey Island LNG	FEED	0.33	2028	1
CP2 LNG Phase 1	Venture Global	FEED	10	2028	22
Cameron LNG Train 4	Sempra Infrastructure	FEED	6.75	2028	15
Eagle LNG	Eagle LNG	FEED	0.9	2028	1
Texas LNG	Glenfarne Group	FEED	2	2029	4
Commonwealth LNG	Commonwealth LNG	FEED	9.4	2029	18
Gulf LNG Phase 2	Kinder Morgan	FEED	5	2029	10
Delta LNG Phase 1	Venture Global	FEED	10	2029	22
Magnolia LNG Trains 1-2	Glenfarne Group	FEED	4.4	2030	9
Magnolia LNG Trains 3-4	Glenfarne Group	FEED	4.4	2030	9
Rio Grande LNG Phase 2	NextDecade	FEED	10.8	2030	24
Delta LNG Phase 2	Venture Global	FEED	10	2030	22
Sabine Pass Expansion	Cheniere	FEED	20	2031	44

주: 2024년 6월말 기준 리스트
자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부 정리

3) 달라진 MR 탱커에 대한 시선

MR 탱커의 가파른 선가 상승

석유화학제품운반선은 대형선 대비 선가 상승이 더뎠으나, 2024년 들어서는 선가 상승세가 가장 가파르게 나타나고 있다. Clarkson 기준, 중형석유화학제품운반선(MR탱커) 신조선가는 8% 상승하여, 동일기간 신조선가(전 선종) 지수 상승폭(5%)을 상회한다.

MR탱커 시장 내에서 HD현대미포의 입지 굳건

2024년 현재까지 글로벌 MR 탱커 발주 척수는 71척으로 2023년 130척이 발주되었음에도 여전히 신조선 발주가 꾸준하다. 이 중, HD현대미포는 47척을 수주하여, 글로벌 1위 MR 탱커 조선사로의 입지를 유지하고 있다. HD현대미포의 경우, 24년 연간 수주목표를 32.0억달러로 제시하였으나, 현재 45.6억달러를 수주하여, 수주목표를 초과했다. 27년 인도 슬롯을 활용하여 연내 추가 수주를 진행할 예정이며, 연내 52억달러의 신규 수주가 가능할 전망이다.

정유 설비 폐쇄, 러시아 수출 제한 홍해 이슈가 결합되어 MR 탱커 운임 호조

친환경 에너지로 전환하는 과정에서 호주나 유럽, 캐나다 등에서는 정유 설비 폐쇄를 결정한 바 있다. 2021년 호주에서는 BP의 카원다나 정유 공장이 폐쇄되었으며, 멜버른의 알토나 정유 설비가 폐쇄되었다. 2019년에는 Total의 독일 하겐허르쉬 정유 공장이 폐쇄되었으며, 대만의 타이완 정유는 2022년 정유 설비 일부를 폐쇄했다. 정유 설비를 폐쇄하고 정제유를 선박을 통해 조달하는 수요가 증가하면서, 석유화학제품운반선 수요가 증가했다. 추가적으로 러시아의 정제유 수출 제한, 홍해 이슈로 인한 톤마일 증가 등이 결합되어, 석유화학제품운반선 운임과 용선료 모두 호조세를 이어가고 있다. 운임 호조가 계속되면서, 석유화학제품운반선을 운용하지 않는 선사, 보유하지 않은 선주들도 새롭게 해당 시장에 진출하고 있다.

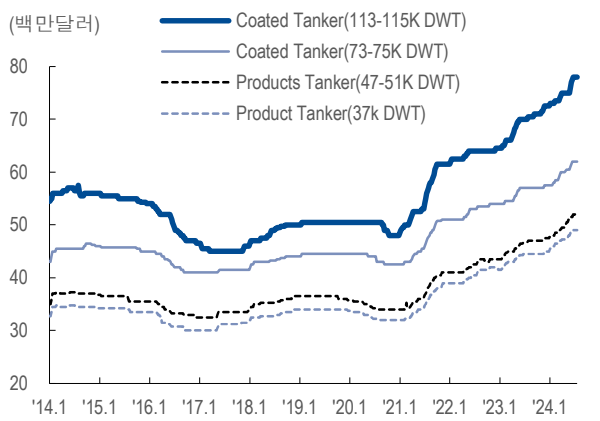
노후선 비중도 높다

2023, 2024년 대규모 발주가 진행되었음에도 글로벌 MR 탱커에서 20년 이상된 노후선 비중이 12%에 달한다. 15~19년된 선박도 28.7%에 달해, 노후선 비중이 매우 높음을 알 수 있다. 최근에 진행되는 신조선 발주가 단순히 운임 강세 요인 외에도 환경 규제에 대응하기 위한 교체 발주 성격도 있다.

HD현대미포의 중장기 수익성 레벨이 예상을 상회할 전망

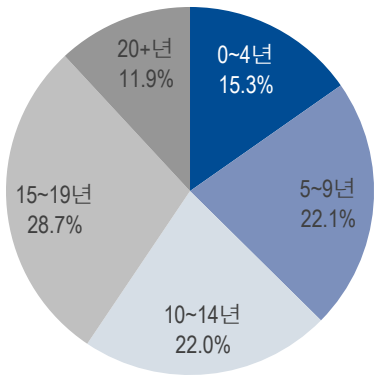
결론적으로 2년간 대규모 발주에도 불구하고, MR 탱커 발주 사이클이 좀 더 이어질 전망이다. 추가적으로 24년 들어 가파르게 상승한 선가를 감안하면, HD현대미포의 중장기 수익성 레벨이 예상치를 상회할 가능성도 있다.

그림18. 사이즈별 석유화학제품운반선 신조선가 추이



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

그림19. 중형석유화학제품운반선 선령별 비중



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

3. 조선사 2024년 2분기 실적 Review

2분기 실적 총평

국내 조선사들의 2분기 실적은 건조량 확대 및 건조 선가 상승으로 수익성 개선이 본격화되는 양상이다. 특히 공정 차질과 이를 만회하기 위해 비용 투입, 외주비 상승 압력에서 벗어나, 비용이 예상 수준으로 통제되는 가운데, 매출이 증가하면서 이익 개선이 나타났다. 특히 HD현대중공업, HD현대미포의 수익성 개선이 시장의 기대치를 큰 폭으로 상회했다.

목표주가 상향 조정

목표주가를 산정하는 과정에서 대형 조선사의 경우, 최소 2027년까지 실적이 개선된다고 판단하였으며, 중형 조선사의 경우, 2026년까지 실적 개선이 가능하다고 판단하여, 목표주가 산정 기준 연도를 변경하였다. 추가적으로 외주비, 강재(후판) 비용 상승이 예상보다 제한적이거나, 심지어 소폭 하락하고 있어, 이미 수주한 선박들의 수익성이 예상보다 더 높아질 수 있다. 공정 안정화와 외주비 비용 안정화에 따른 중장기 수익성 여력이 더 크다고 판단, 조선사들의 25년~27년의 영업이익 추정치를 상향 조정하였다.

HD현대중공업: 외주비 하락, 매출 증가로 조선 부문에서 실적 서프라이즈 기록

HD현대중공업의 2분기 실적은 매출액 3.88조원(+26.7% y-y, +30.0% q-q), 영업이익 1,956억원(+185% y-y, +820% q-q, 영업이익률 5.0%)로 시장컨센서스를 큰 폭으로 상회하였다.

2분기 영업일수 증가에 따른 건조량 증가 및 건조 선가 증가로 매출이 증가한 가운데, 예상보다 생산 공정이 안정화되고, 외주 물량 비중이 감소하면서 외주비가 하락하였다. 후판 가격 하락 효과는 하반기에 나타날 전망이다. 2분기 약 175억원 규모의 대손충당금 설정이 있었음에도 조선부문의 수익성이 큰 폭으로 개선되면서 어닝서프라이즈를 견인했다. 방산 부문에서의 고가 장비 탑재에 따른 매출 증가 및 이익 개선도 실적 호조를 이끈 핵심 요인이다.

HD현대미포: 예상보다 빠른 공정 안정화, 외주 비중 감소와 빠른 Mix 변화에 기인

HD현대미포는 2분기 매출액 1조1,291억원(+9.3% y-y, +12.9% q-q), 영업이익 174억원(흑전 y-y, 흑전 q-q, 영업이익률 +1.5%)을 기록, 흑자전환에 성공했으며, 시장컨센서스를 크게 상회하는 어닝서프라이즈를 기록했다.

3월부터 본격적으로 공정이 안정화되면서 예상보다 빠른 흑자전환에 성공하였다. 상대적으로 HD현대미포가 외주 비중이 상대적으로 높았는데, 외주 비중이 감소하고, 외주비도 동반 감소하면서, 예상보다 빠르게 원가 개선에 성공했다. 자회사인 HD현대베트남조선에서도 이익 성장세가 나타났다. 대형선 대비 건조 기간이 짧기 때문에 2023년 수주한 선박이 전체 매출 17%를 차지, Mix 개선이 빠르게 나타남을 확인할 수 있다.

삼성중공업: 일회성 이익을 제외하고도 예상치를 소폭 상회

삼성중공업의 2분기 실적은 매출액 2.53조원(+30.1% y-y, +7.8% q-q), 영업이익 1,307억원(+122% y-y, +68% q-q)으로 시장컨센서스를 상회했다.

2분기 일회성 이익 250억원(해양플랜트 관련 Change Order)을 제외한 영업이익은 1,057억원을 기록, 전분기에 이어 이익 증가세가 계속되고 있다. 특히 2분기부터 건조가 시작된 Petronas의 FLNG 프로젝트가 매출에 반영되면서 이익 레벨이 높아졌다. 하반기로 가면서 해양플랜트 매출이 재차 증가할 전망이기 때문에, 이익 레벨은 점진적으로 높아질 전망이다. LNG선 연간 20척 인도 체제를 구축하였으며, LNG선 건조 선가는 점진적으로 높아질 전망이다. 연간 가이던스인 매출액 9.7조원, 영업이익 4,000억원 달성은 충분히 가능하다.

표4. 조선 업종 2분기 실적 Review (단위: 십억원, %)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P				3Q24E
					발표치	y-y	q-q	컨센서스	
HD현대중공업									
매출액	3,064	2,854	3,413	2,988	3,884	26.7	30.0	3,256	3,347
영업이익	69	13	139	21	196	185.4	819.9	112	114
영업이익률	*2.2*	*0.5*	*4.1*	*0.7*	*5.0*			*3.4*	*3.4*
세전이익	33	-13	41	29	202	503.9	587.1	77	80
지배지분순이익	24	-10	31	29	154	540.2	438.3	59	53
HD현대미포									
매출액	1,033	994	1,103	1,000	1,129	9.3	12.9	1,088	1,090
영업이익	-52	-8	-65	-11	17	흑전	흑전	-5	16
영업이익률	*-5.1*	*-0.8*	*-5.9*	*-1.1*	*1.5*			*-0.5*	*1.5*
세전이익	-46	14	-119	3	36	흑전	978.1	-12	18
지배지분순이익	-37	9	-111	2	28	흑전	1,378.1	-9	14
삼성중공업									
매출액	1,946	2,025	2,433	2,348	2,532	30.1	7.8	2,436	2,462
영업이익	59	76	79	78	131	121.8	67.9	95	121
영업이익률	*3.0*	*3.7*	*3.2*	*3.3*	*5.2*			*3.9*	*4.9*
세전이익	25	31	-358	15	76	202.3	398.6	62	89
지배지분순이익	26	38	-223	10	77	199.2	670.1	57	85

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

HD현대중공업 (329180.KS)

선가 상승을 주도하는 1위 조선사

2분기 공정 안정화, 외주비 부담 완화로 수익성이 크게 개선. 글로벌 1위 조선사로 신조선가 상승을 주도. 이번 수익성 개선 사이클은 2027년까지 이어질 전망. 이를 반영하여, 목표주가를 22만원으로 22% 상향

Analyst 정연승
02)768-7882, ys.jung@nhqv.com
RA 곽재혁
02)2229-6879, jh.gwak@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

주요 선종에서 선가 상승 주도. 특수선, 해양 부문 실적 기회도 충분

투자의견 Buy 유지하고, 목표주가를 220,000원으로 기존 180,000원 대비 22% 상향. 목표주가 상향은 중장기 실적 추정치 상향에 따른 지속가능한 ROE를 15.6%로 상향 조정하고, 목표주가 설정 연도를 기존 26년에서 27년으로 조정한 것에 기인. 27년 인도 슬롯은 채워졌으며, 28년 인도 슬롯도 하반기 수주 및 25년 LNG선 수주를 통해 충분히 채울 수 있다고 판단, Target 연도를 조정

현재까지 82억달러 수주, 수주목표 86% 달성. 하반기 가스선, 해양플랜트, 방산 부문에서 신규 수주 예상. 조선부문에서는 신조선가 상승 수요가 급증하는 암모니아 운반선 시장에서 1위 조선사 입지 구축

미국 군함 유지보수(MRO) 사업은 예상보다 낮은 수익성으로 인해 사업 확장 속도가 더딜 전망이나, 차세대구축함(KDDX) 등의 국내 방산 프로젝트, 호주 구축함 사업 수출 기회 및 페루 추가 수주 기회 등, 중장기 특수선 부문 성장 기회 충분. 전사 수익성 부담 요인였던, 해양사업부도 2025년부터는 흑자전환 가능

2분기: 생산 공정 안정화, 외주비 하락으로 가파른 수익성 개선 실현

2024년 2분기 실적은 3.88조원(+26.7% y-y), 영업이익 1,956억원(+185% y-y, 영업이익률 5.0%)로 시장컨센서스를 큰 폭으로 상회. 공정 안정화 및 영업일수 증가로 건조량이 증가한 가운데, 외주비가 감소하면서 조선 부문 수익성이 큰 폭으로 개선. 후판가 하락에 대한 효과는 하반기에 나타날 전망. 강재가격, 외주비 등의 비용 요소가 안정화되면서 장기 이익 수준이 한단계 높아질 전망

HD현대중공업 2분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P					3Q24E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	3,064	2,854	3,413	2,988	3,884	26.7	30.0	3,196	3,256	3,347
영업이익	69	13	139	21	196	185.4	819.9	72	112	114
영업이익률	*2.2*	*0.5*	*4.1*	*0.7*	*5.0*			*2.3*	*3.4*	*3.4*
세전이익	33	-13	41	29	202	503.9	587.1	26	77	80
(지배)순이익	24	-10	31	29	154	540.2	438.3	28	59	53

자료: HD현대중공업, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가	**220,000원 (상향)**
현재가 (24/07/25)	**177,500원**
업종	**운수장비**
KOSPI / KOSDAQ	2710.65 / 797.29
시가총액(보통주)	15,757.2십억원
발행주식수(보통주)	88.8백만주
52주 최고가('24/07/25)	177,500원
최저가('23/10/31)	102,100원
평균거래대금(60일)	42,343백만원
배당수익률(2024E)	0.00%
외국인지분율	9.6%
주요주주	
HD한국조선해양 외 1 인	75.0%
국민연금공단	6.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	11.1	38.1	21.2
상대수익률 (%p)	4.3	22.0	9.2

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	11,964	14,094	16,130	18,005
증감률	*32.3*	*17.8*	*14.4*	*11.6*
영업이익	179	507	903.4	1,320
증감률	*흑전*	*183.8*	*78.2*	*46.1*
영업이익률	*1.5*	*3.6*	*5.6*	*7.3*
(지배지분)순이익	25	340	731.0	1,067
EPS	278	3,835	8,235	12,024
증감률	*흑전*	*1279.3*	*114.7*	*46.0*
PER	463.9	46.3	21.6	14.8
PBR	2.2	2.9	2.6	2.2
EV/EBITDA	28.9	21.1	13.9	10.0
ROE	0.5	6.4	12.6	15.9
부채비율	229.0	202.2	172.2	141.2
순차입금	1,766	1,540	1,186	554

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

HD현대중공업은 2019년 6월 1일, 한국조선해양 주식회사에서 물적분할되어 신규 설립. 선박 건조 및 해양구조물, 플랜트, 엔진 등의 제조 및 판매 사업 영위. 조선사업은 일반 상선, 고부가가치 가스선, 특수선을 건조. 해양플랜트사업은 원유 FPSO(부유식생산저장설비) 제작의 강점 보유. 엔진기계는 선박 엔진을 공급하고 있으며, 친환경 제품도 자체 개발

Share price drivers/Earnings Momentum

- 대체 연료 추진선 수주 확대
- 건조량 확대로 매출 증가 및 수익성 개선
- 컨테이너, LNG선 등의 주력 선종의 신조선가 상승
- FPSO 등의 해양플랜트 수주
- 후판 가격 하락에 따른 비용 부담 완화

Downside Risk

- 신조선가 하락에 따른 중장기 선박 수익성 하락
- 노사 이슈 또는 사업장 내 사고로 인한 선박 건조 차질 발생
- 해양플랜트 수주 공백으로 해양부문 고정비 부담 확대
- 급격한 후판 가격 상승으로 대규모 공사손실충당금 적립

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
삼성중공업	33.3	13.7	2.6	2.2	8.1	17.3
한화오션	24.7	14.3	1.9	1.7	8.0	12.5
HD 현대미포	61.4	17.1	2.0	1.8	3.3	11.2
CSSC	33.6	21.1	3.4	3.0	10.0	14.0
Yangzijiang	9.9	8.6	2.1	1.8	21.0	20.8

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	N/A	463.9	46.3	21.6	14.8
PBR	1.9	2.2	2.9	2.6	2.2
PSR	1.1	1.0	1.1	1.0	0.9
ROE	-6.5	0.5	6.4	12.6	15.9
ROIC	-4.2	1.5	6.0	10.2	14.0

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

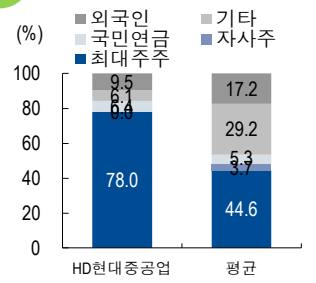
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	N/A	N/A	N/A	N/A	5,457	8,312	8,311	9,045	11,964
영업이익	N/A	N/A	N/A	N/A	129	33	-800	-289	179
영업이익률(%)	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*2.4*	*0.4*	*-9.6*	*-3.2*	*1.5*
세전이익	N/A	N/A	N/A	N/A	-104	-540	-1,111	-421	34
순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	-89	-431	-814	-352	25
지배지분순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	-89	-431	-814	-352	25
EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	280	285	-561	-35	457
CAPEX	N/A	N/A	N/A	N/A	159	226	244	484	478
Free Cash Flow	N/A	N/A	N/A	N/A	-745	-426	518	-413	-309
EPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	-2,164	-6,096	-10,665	-3,966	278
BPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	79,450	75,746	63,015	59,566	58,660
DPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	0	0	0	0	0
순차입금	N/A	N/A	N/A	N/A	2,634	2,514	1,066	1,369	1,766
ROE(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	-1.6	-7.9	-14.9	-6.5	0.5
ROIC(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.5	-11.7	-4.2	1.5
배당성향(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	46.8	46.9	19.1	25.9	33.9

자료: HD현대중공업, NH투자증권 리서치본부

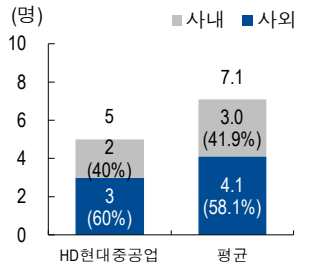
ESG Index & Event

G

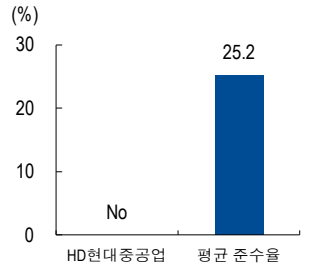
주주 구성



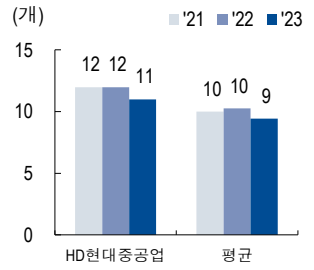
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



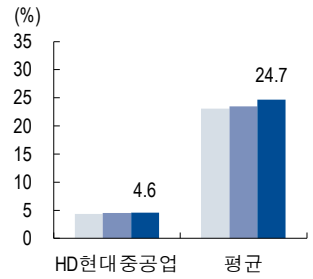
기업지배구조 핵심지표 준수



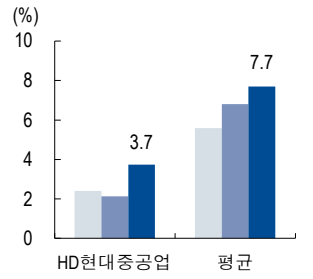
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: HD현대중공업, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

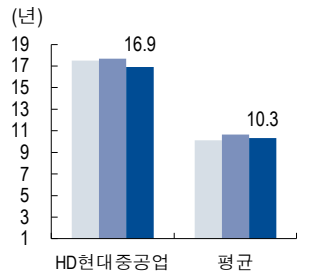
여성 임직원 비율



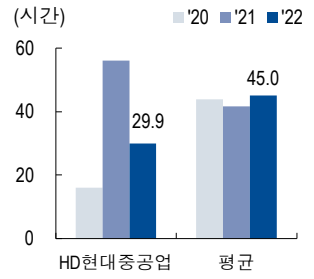
계약직 비율



근속연수



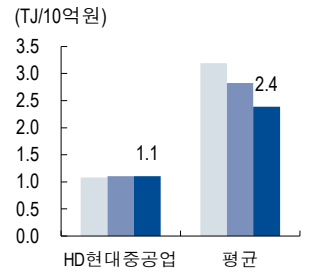
인당 교육시간



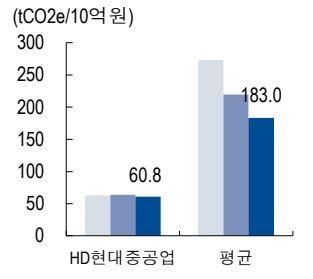
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: HD현대중공업, NH투자증권 리서치본부

E

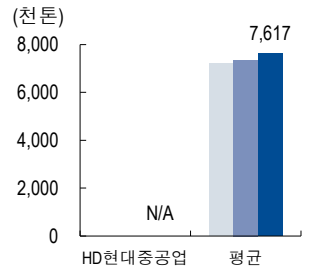
에너지 사용량



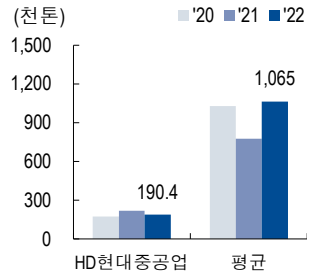
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: HD현대중공업, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2021.11	- 수소 산업과 ESG를 경영 비전으로 선언. 수소 운반선, 수소추진기술, 해상 그린수소플랜트 개발계획 강조
	2020.12	- 국제 기준(IPCC)을 기반으로 온실가스 배출량을 산정하는 전사 온실가스관리시스템(HGMS)을 구축
S	2021.12	- 노조와의 통상임금 소송 분쟁에서 최종 패소. 추산된 미지급 임금은 6,300억원 규모(기업분할 전 기준)
	2021.08	- 하도급 갑질 문제 공정위 조사과정에서 증거인멸을 시도. 관련하여 공정위는 고발, 검찰은 압수수색으로 대응
G	2021.09	- 신규 상장 실시. 보통주 20%를 신규로 발행하여 공모하였으며, 2021년 9월 17일부터 KOSPI에서 거래 개시
	2019.06	- 기업분할 및 비상장 전환. HD한국조선해양 지주사 출범, HD현대중공업 조선해양/엔진기계 사업으로 범위 축소

자료: HD현대중공업, NH투자증권 리서치본부

표1. HD현대중공업 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	11,964	14,094	16,130	18,005
	- 수정 전	-	13,210	14,642	15,615
	- 변동률	-	*6.7*	*10.2*	*15.3*
영업이익	- 수정 후	179	507	903	1,320
	- 수정 전	-	295	821	1,233
	- 변동률	-	*72.0*	*10.0*	*7.1*
영업이익률(수정 후)		*1.5*	*3.6*	*5.6*	*7.3*
EBITDA		457	819	1,223	1,638
(지배지분)순이익		25	340	731	1,067
EPS	- 수정 후	278	3,835	8,235	12,024
	- 수정 전	-	1,771	7,186	10,933
	- 변동률	-	*116.6*	*14.6*	*10.0*
PER		463.9	46.3	21.6	14.8
PBR		2.2	2.9	2.6	2.2
EV/EBITDA		28.9	21.1	13.9	10.0
ROE		0.5	6.4	12.6	15.9

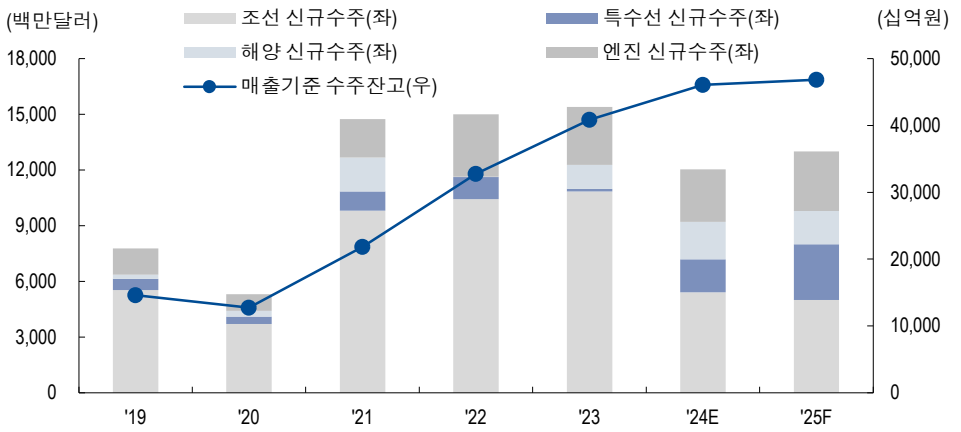
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. HD현대중공업 목표주가 산정 (단위: %, 배, 원)

	2022	2023	2024E	2025F	2026F	2027F	2028F	비고
ROE(%)	-6.5	0.5	6.4	12.6	15.9	16.2	14.8	
지속가능 ROE(%)	-7.0	0.1	6.5	11.6	14.9	15.6	14.9	'26년~'28년 평균 ROE
자기자본비용(COE, %)	5.0	6.5	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	무위험이자율3.5%, 리스크프리미엄 6.0% 베타 0.68적용
Target PBR(배)	-2.98	-0.42	0.96	2.06	2.75	2.91	2.74	특수선 사업 확장을 감안하여, 20% 할증률 부과
BPS(원)						95,121	110,574	
BPS X 적정PBR(원)						277,132	303,497	현재 수주로 실적에 반영되는 시점인 '27년을 기준 연도로 설정
자본비용으로 현재가치화						222,344	226,259	자본비용으로 현재가치화
목표주가(원)						220,000		

자료: HD현대중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. HD현대중공업 신규 수주 및 매출 기준 수주잔고 추이



자료: HD현대중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
매출액	**11,964**	**14,094**	**16,130**	**18,005**
증감률 (%)	32.3	17.8	14.4	11.6
매출원가	**11,309**	**12,908**	**14,465**	**15,851**
매출총이익	**655**	**1,186**	**1,665**	**2,154**
Gross 마진 (%)	5.5	8.4	10.3	12.0
판매비와 일반관리비	476	679	761	834
영업이익	**179**	**507**	**903**	**1,320**
증감률 (%)	흑전	183.8	78.2	46.1
OP 마진 (%)	1.5	3.6	5.6	7.3
EBITDA	**457**	**819**	**1,223**	**1,638**
영업외손익	**-144**	**-59**	**59**	**85**
금융수익(비용)	-493	-159	9	35
기타영업외손익	349	100	50	50
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	**34**	**448**	**962**	**1,405**
법인세비용	**10**	**108**	**231**	**337**
계속사업이익	25	341	731	1,068
당기순이익	**25**	**341**	**731**	**1,068**
증감률 (%)	흑전	1,279.3	114.7	46.0
Net 마진 (%)	0.2	2.4	4.5	5.9
지배주주지분 순이익	25	340	731	1,067
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-110	-106	0	0
총포괄이익	-85	235	731	1,068

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
PER(X)	463.9	46.3	21.6	14.8
PBR(X)	2.2	2.9	2.6	2.2
PCR(X)	36.1	19.2	11.6	8.9
PSR(X)	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(X)	28.9	21.1	13.9	10.0
EV/EBIT(X)	74.0	34.1	18.8	12.4
EPS(W)	278	3,835	8,235	12,024
BPS(W)	58,660	61,306	69,541	81,565
SPS(W)	134,770	158,764	181,696	202,823
자기자본이익률(ROE, %)	0.5	6.4	12.6	15.9
총자산이익률(ROA, %)	0.1	2.0	4.4	6.2
투하자본이익률 (ROIC, %)	1.5	6.0	10.2	14.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	33.9	28.3	19.2	7.7
총부채/자기자본(%)	229.0	202.2	172.2	141.2
이자발생부채	3,812	3,069	2,813	2,344
유동비율(%)	88.5	86.9	92.2	101.9
총발행주식수(mn)	89	89	89	89
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	129,000	177,500	177,500	177,500
시가총액(십억원)	11,452	15,757	15,757	15,757

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
현금및현금성자산	928	460	554	724
매출채권	1,099	1,174	1,344	1,500
유동자산	**8,800**	**8,026**	**8,302**	**8,980**
유형자산	6,452	6,551	6,641	6,632
투자자산	308	309	309	310
비유동자산	**8,334**	**8,419**	**8,500**	**8,483**
자산총계	**17,134**	**16,445**	**16,802**	**17,463**
단기성부채	1,928	1,402	1,291	1,038
매입채무	1,299	1,281	1,466	1,637
유동부채	**9,945**	**9,234**	**9,002**	**8,810**
장기성부채	1,884	1,667	1,522	1,305
장기충당부채	83	87	89	92
비유동부채	**1,981**	**1,769**	**1,626**	**1,412**
부채총계	**11,926**	**11,003**	**10,628**	**10,222**
자본금	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	773	1,113	1,844	2,912
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	**5,207**	**5,442**	**6,173**	**7,241**

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
영업활동 현금흐름	**169**	**665**	**720**	**910**
당기순이익	25	341	731	1,068
+ 유/무형자산상각비	278	312	320	318
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	-26	6	0
Gross Cash Flow	317	819	1,353	1,768
- 운전자본의증가(감소)	-77	39	-336	-475
투자활동 현금흐름	**-478**	**-389**	**-372**	**-269**
+ 유형자산 감소	10	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-478	-400	-400	-300
+ 투자자산의매각(취득)	187	0	-1	-1
Free Cash Flow	-309	265	320	610
Net Cash Flow	-309	276	349	641
재무활동현금흐름	**503**	**-743**	**-256**	**-470**
자기자본 증가	5	0	0	0
부채증감	498	-743	-256	-470
현금의증가	184	-468	93	171
기말현금 및 현금성자산	928	460	554	724
기말 순부채(순현금)	1,766	1,540	1,186	554

HD현대미포 (010620.KS)

예상을 상회하는 MR 탱커의 잠재력

2분기 영업이익 흑자전환에 성공. 중장기 MR 탱커 1위 조선사. 계속되는 MR 탱커 발주에 가파른 신조선가 상승이 더해지면서 실적 개선 사이클 강하게 나타날 전망. 목표주가를 138,000원으로 19% 상향

Analyst 정연승
02)768-7882, ys.jung@nhqv.com
RA 곽재혁
02)2229-6879, jh.gwak@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

빨라진 수익성 개선 속도와 MR 탱커 신조선가 상승이 결합하면

투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 138,000원으로 19% 상향. 목표주가 상승은 최근 가파르게 상승한 MR 탱커 신조선가를 감안하여, 25년, 26년 영업이익 추정치를 각각 8%, 15% 상향 조정. 26년 실적을 기준으로 목표주가를 산정

주요 비용 요소인 외주비와 후판 가격이 안정화되는 가운데, 주력 선종인 중형석유화학제품운반선(MR탱커)의 가파른 선가 상승이 더해져, 중장기 이익 레벨에 대한 기대감이 높아지고 있음. 26년까지 수주 슬롯을 모두 채웠으며, 27년 수주 슬롯을 제한적으로 개방하여, 중형선 신조선가 상승을 주도

2023년에 이어, 2024년에도 MR 탱커 발주가 과거 평균 수준을 상회하고 있으나, 일부 국가들의 정유 설비 폐쇄, 홍해 이슈로 인한 운항 거리 증가, 러시아산 정유 제품 수입 중단 등으로 MR 탱커 운임 및 용선료 강세. 20년 이상된 노후선 비중도 12%에 달해, 추가적인 MR 탱커 발주 여력 충분

2분기: 예상보다 빠른 흑자전환

HD현대미포는 2분기 매출액 1조1,291억원(+9.3% y-y), 영업이익 174억원(흑전 y-y, 영업이익률 +1.5%)을 기록하면서, 어닝서프라이즈를 기록. 3월부터 본격적으로 공정이 안정화되면서 예상보다 빠른 흑자전환에 성공. 상대적으로 높은 외주 제작 비중으로 인해 인건비 상승 국면에서 비용 부담이 있었으나, 공정 안정화로 자체 제작 비중이 증가, 비용 통제에 성공. 수익성이 좋은 23년 수주한 선박이 전체 매출 17%를 차지, 제품 Mix도 빠르게 개선되고 있음을 확인

HD현대미포 2분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P					3Q24E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	1,033	994	1,103	1,000	1,129	9.3	12.9	1,049	1,088	1,090
영업이익	-52	-8	-65	-11	17	흑전	흑전	-9	-5	16
영업이익률	*-5.1*	*-0.8*	*-5.9*	*-1.1*	*1.5*			*-0.8*	*-0.5*	*1.5*
세전이익	-46	14	-119	3	36	흑전	978.1	-6	-12	18
(지배)순이익	-37	9	-111	2	28	흑전	1,378	-8	-9	14

자료: HD현대미포, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가	**138,000원 (상향)**
현재가 (24/07/25)	**102,600원**
업종	**운수장비**
KOSPI / KOSDAQ	2710.65 / 797.29
시가총액(보통주)	4,098.1십억원
발행주식수(보통주)	39.9백만주
52주 최고가('24/07/23)	104,200원
최저가('24/04/16)	59,100원
평균거래대금(60일)	24,922백만원
배당수익률(2024E)	0.00%
외국인지분율	21.1%
주요주주	
HD한국조선해양 외 4 인	42.9%
국민연금공단	10.2%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	45.3	45.7	12.6
상대수익률 (%p)	40.9	32.8	9.5

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	4,039	4,439	5,203	5,839
증감률	*8.7*	*9.9*	*17.2*	*12.2*
영업이익	-153	50	292.2	540
증감률	*적지*	*흑전*	*480.4*	*84.7*
영업이익률	*-3.8*	*1.1*	*5.6*	*9.2*
(지배지분)순이익	-143	67	240	444
EPS	-3,579	1,671	6,011	11,106
증감률	*적지*	*흑전*	*259.8*	*84.8*
PER	N/A	61.4	17.1	9.2
PBR	1.7	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	N/A	34.4	10.8	6.1
ROE	-7.0	3.3	11.2	17.9
부채비율	143.6	154.7	144.2	118.5
순차입금	176	126	-158	-409

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

HD현대미포는은 1975년 설립된 중형 선박 전문 조선사. 석유화학제품운반선, 중형 컨테이너, LPG선, 자동차운반선 등을 전문으로 건조. 1996년 베트남에 현대-베트남(기존 현대-비나신, 지분 55% 보유)를 통해 사업을 확장. 국내 4개의 도크 보유, 연간 155만dwt 건조가능

Share price drivers/Earnings Momentum

- 주력 중형선 신조선가 상승
- 러시아-우크라이나 전쟁으로 인한 수송거리 증가와 글로벌 석유화학제품 사용량 증가로 석유화학제품운반선 운임 강세
- LPG 운임 강세에 따른 LPG선 발주 증가

Downside Risk

- 중소형선 신조선가 하락
- 글로벌 경기 둔화에 따른 석유화학제품 수요 둔화 및 운임 하락
- 후판 가격 급등에 따른 대규모 충당금 설정
- 인력 부족 또는 노사 이슈로 인한 건조 차질 발생

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
HD 현대중공업	46.3	21.6	2.9	2.6	6.4	12.6
한화오션	24.7	14.3	1.9	1.7	8.0	12.5
삼성중공업	33.3	13.7	2.6	2.2	8.1	17.3
CSSC	33.6	21.1	3.4	3.0	10.0	14.0
Yangzijiang	9.9	8.6	2.1	1.8	21.0	20.8

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	N/A	N/A	61.4	17.1	9.2
PBR	1.6	1.7	2.0	1.8	1.5
PSR	0.9	0.8	0.9	0.8	0.7
ROE	-2.1	-7.0	3.3	11.2	17.9
ROIC	-4.9	-8.7	1.8	10.4	18.7

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

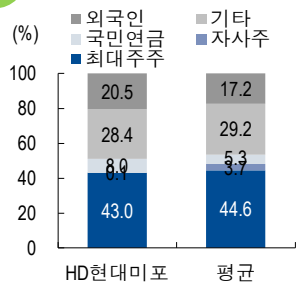
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**4,652**	**3,446**	**2,453**	**2,403**	**2,994**	**2,792**	**2,887**	**3,717**	**4,039**
영업이익	67	191	108	71	93	37	-217	-109	-153
영업이익률(%)	*1.4*	*5.5*	*4.4*	*3.0*	*3.1*	*1.3*	*-7.5*	*-2.9*	*-3.8*
세전이익	50	191	733	118	86	-20	-210	-63	-157
순이익	**26**	**40**	**445**	**121**	**61**	**-12**	**-160**	**-44**	**-139**
지배지분순이익	**38**	**35**	**437**	**85**	**53**	**-19**	**-160**	**-45**	**-143**
EBITDA	134	243	159	118	146	93	-162	-48	-84
CAPEX	37	30	65	477	83	82	63	114	117
Free Cash Flow	-1,249	499	-745	41	-155	174	7	95	-651
EPS(원)	956	866	10,939	2,128	1,333	-488	-3,998	-1,116	-3,579
BPS(원)	41,935	53,639	55,500	57,322	58,022	58,248	54,170	53,448	49,324
DPS(원)	0	0	0	700	350	0	0	0	0
순차입금	-1,018	-1,540	-146	-366	-68	-413	-386	-508	176
ROE(%)	2.2	1.8	20.0	3.8	2.3	-0.8	-7.1	-2.1	-7.0
ROIC(%)	-1.8	24.4	-2.9	3.7	4.0	1.3	-10.7	-4.9	-8.7
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	32.8	26.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	1.2	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	-56.6	-68.2	-6.3	-15.8	-2.9	-17.4	-17.5	-23.4	8.7

자료: HD현대미포, NH투자증권 리서치본부

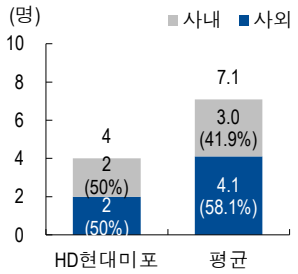
ESG Index & Event

G

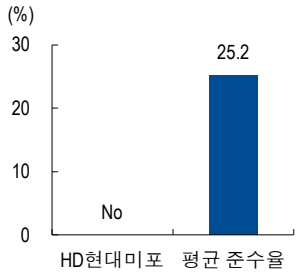
주주 구성



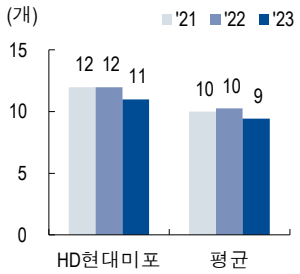
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



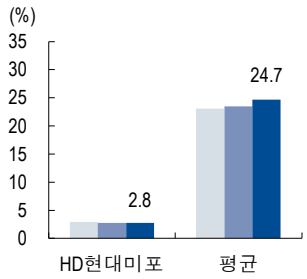
기업지배구조 핵심지표 준수



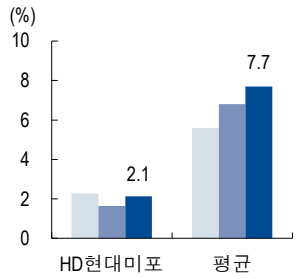
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: HD현대미포, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

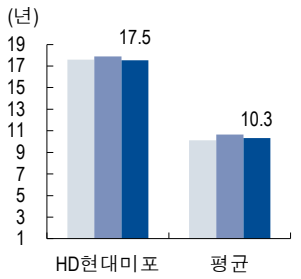
여성 임직원 비율



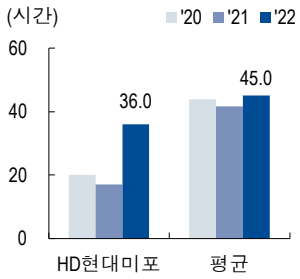
계약직 비율



근속연수



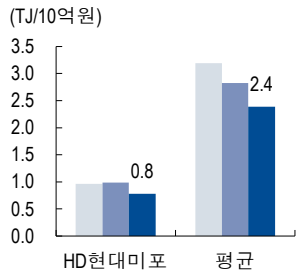
인당 교육시간



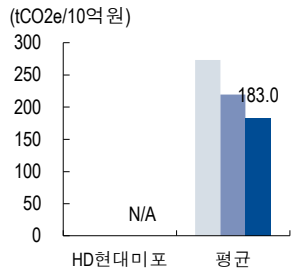
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: HD현대미포, NH투자증권 리서치본부

E

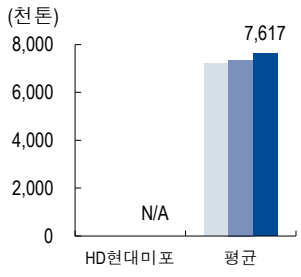
에너지 사용량



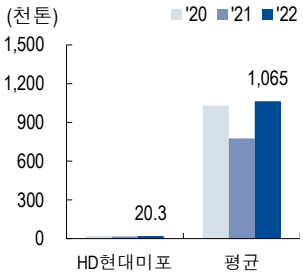
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: HD현대미포, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2020.10	- 세계 최초로 '액화수소운반선'에 대한 국내외 선급(한국선급, 라이베리아선급) 설계 인증 취득
	2018.12	- 노르웨이 해운사인 Knutsen으로부터 30KCBM급 중형 LNG선 수주. 국내 최초 중형 LNG선 시장진입
S	2019.10	- 노사 임금협상 실패로 23년만에 파업 발생(2019년 12월 임금단체협상 타결로 파업 종료)
G	2018.08	- HD현대중공업 지분 3.9%를 HD현대에 3,183억원에 매각. 지주회사 관련 법률(순환출자 금지) 충족
	2018.10	- 하이투자증권 지분 85.3%를 DGB금융그룹에 4,720억원에 매각. 지주회사 관련 법률(금융자회사 보유금지) 충족

자료: HD현대미포, NH투자증권 리서치본부

표1. HD현대미포 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	4,039	4,439	5,203	5,839
	- 수정 전	-	4,251	4,958	5,468
	- 변동률	-	*4.4*	*4.9*	*6.8*
영업이익	- 수정 후	-153	50	292	540
	- 수정 전	-	11	271	471
	- 변동률	-	*373.9*	*7.9*	*14.6*
영업이익률(수정 후)		*-3.8*	*1.1*	*5.6*	*9.2*
EBITDA		-84	124	367	613
(지배지분)순이익		-143	67	240	444
EPS	- 수정 후	-3,579	1,671	6,011	11,106
	- 수정 전	-	695	6,221	10,462
	- 변동률	-	*140.5*	*-3.4*	*6.2*
PER		N/A	61.4	17.1	9.2
PBR		1.7	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA		N/A	34.4	10.8	6.1
ROE		-7.0	3.3	11.2	17.9

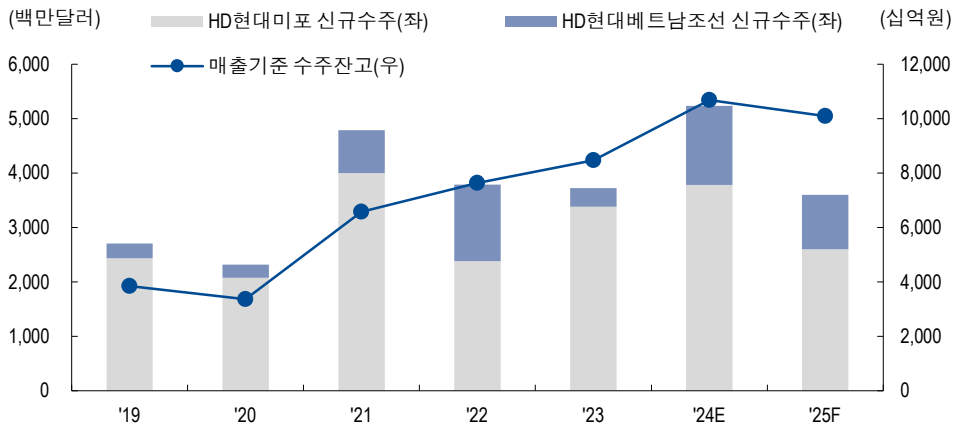
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준, 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. HD현대미포 목표주가 산정 (단위: %, 배, 원)

	2021	2022	2023	2024E	2025F	2026F	2027F	비고
ROE(%)	-7.1	-2.1	-7.0	3.3	11.2	17.9	17.0	
지속가능 ROE(%)	-4.0	-4.6	-4.5	-1.8	7.3	14.6	17.4	'25년~'26년 평균
자기자본비용(COE, %)	5.0	5.0	6.4	8.2	8.2	8.2	8.2	무위험이자율 3.5%, 리스크프리미엄 7.0% 베타 0.67 적용
Target PBR(배)	-2.01	-2.21	-1.47	-0.61	0.85	2.02	2.48	
BPS(원)						80,065	91,213	
BPS X 적정PBR(원)						161,405	226,011	현재 수주가 실적에 반영되는 시점인 '26년을 기준 연도로 설정
자본비용으로 현재가치화						137,778		자본비용으로 현재가치화
목표주가(원)						138,000		

자료: HD현대미포, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. HD현대미포 신규 수주 및 매출 기준 수주잔고 추이



자료: HD현대미포, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
매출액	**4,039**	**4,439**	**5,203**	**5,839**
증감률 (%)	8.7	9.9	17.2	12.2
매출원가	**4,070**	**4,256**	**4,760**	**5,136**
매출총이익	**-31**	**184**	**443**	**703**
Gross 마진 (%)	-0.8	4.1	8.5	12.0
판매비와 일반관리비	122	133	151	164
영업이익	**-153**	**50**	**292**	**540**
증감률 (%)	적지	흑전	480.4	84.7
OP 마진 (%)	-3.8	1.1	5.6	9.2
EBITDA	**-84**	**124**	**367**	**613**
영업외손익	**-4**	**35**	**15**	**28**
금융수익(비용)	-64	-10	-5	-2
기타영업외손익	60	45	20	30
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	**-157**	**85**	**307**	**567**
법인세비용	**-18**	**20**	**74**	**136**
계속사업이익	-139	65	233	431
당기순이익	**-139**	**65**	**233**	**431**
증감률 (%)	적지	흑전	259.8	84.8
Net 마진 (%)	-3.4	1.5	4.5	7.4
지배주주지분 순이익	-143	67	240	444
비지배주주지분 순이익	4	-2	-7	-12
기타포괄이익	-21	-21	0	0
총포괄이익	-160	44	233	431

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
PER(X)	N/A	61.4	17.1	9.2
PBR(X)	1.7	2.0	1.8	1.5
PCR(X)	-35.6	25.5	10.6	6.4
PSR(X)	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(X)	N/A	34.4	10.8	6.1
EV/EBIT(X)	N/A	84.8	13.6	6.9
EPS(W)	-3,579	1,671	6,011	11,106
BPS(W)	49,324	50,480	56,491	67,597
SPS(W)	101,123	111,145	130,255	146,198
자기자본이익률(ROE, %)	-7.0	3.3	11.2	17.9
총자산이익률(ROA, %)	-2.9	1.3	4.3	7.5
투하자본이익률 (ROIC, %)	-8.7	1.8	10.4	18.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	8.7	6.1	-6.9	-15.0
총부채/자기자본(%)	143.6	154.7	144.2	118.5
이자발생부채	675	695	637	595
유동비율(%)	102.3	103.8	110.5	125.1
총발행주식수(mn)	40	40	40	40
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	84,900	102,600	102,600	102,600
시가총액(십억원)	3,391	4,098	4,098	4,098

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
현금및현금성자산	310	365	588	794
매출채권	118	111	130	146
유동자산	**2,799**	**3,147**	**3,492**	**3,857**
유형자산	1,757	1,753	1,759	1,746
투자자산	44	45	47	49
비유동자산	**2,110**	**2,099**	**2,107**	**2,095**
자산총계	**4,909**	**5,246**	**5,599**	**5,953**
단기성부채	536	561	512	470
매입채무	324	444	520	584
유동부채	**2,735**	**3,032**	**3,161**	**3,084**
장기성부채	139	134	125	125
장기충당부채	18	18	19	19
비유동부채	**158**	**154**	**145**	**145**
부채총계	**2,894**	**3,186**	**3,306**	**3,229**
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	82	82	82	82
이익잉여금	1,428	1,495	1,735	2,179
비지배주주지분	45	43	37	24
자본총계	**2,015**	**2,059**	**2,293**	**2,724**

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
영업활동 현금흐름	**-533**	**110**	**366**	**311**
당기순이익	-139	65	233	431
+ 유/무형자산상각비	69	74	74	73
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	-8	2	2
Gross Cash Flow	-95	161	387	643
- 운전자본의증가(감소)	-438	-20	56	-195
투자활동 현금흐름	**-112**	**-76**	**-84**	**-63**
+ 유형자산 감소	1	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-117	-70	-80	-60
+ 투자자산의매각(취득)	16	-1	-2	-1
Free Cash Flow	-651	40	286	251
Net Cash Flow	-645	35	282	248
재무활동현금흐름	**464**	**20**	**-58**	**-42**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	464	20	-58	-42
현금의증가	-180	55	224	206
기말현금 및 현금성자산	310	365	588	794
기말 순부채(순현금)	176	126	-158	-409

삼성중공업 (010140.KS)

FLNG로 수익성 레벨업

일회성 이익을 제외하고도 건조량 증가, 해양 매출 증가로 수익성 개선. 하반기 컨테이너, LNG선, FLNG 수주 기대, 고마진의 FLNG를 필두로 2027년까지 실적 개선 기대, 목표주가를 15,800원으로 22% 상향

Analyst 정연승
02)768-7882, ys.jung@nhqv.com
RA 곽재혁
02)2229-6879, jh.gwak@nhqv.com

계속 늘어나는 FLNG 수주 Pipe-Line

투자의견 Buy 유지하고, 목표주가를 기존 13,000원에서 15,800원으로 22% 상향. 목표주가 상향은 하반기 컨테이너선, LNG선 추가 수주가 예상되고, 일반 상선보다 수익성이 높은 FLNG(부유식천연가스생산설비)의 충분한 Pipe-Line을 감안, 실적 개선 사이클이 길어졌다고 판단. 목표주가 산정 연도를 2027년으로 변경. 2025년, 2026년 영업이익 추정치도 각각 9%, 13% 상향 조정

현재까지 48.7억달러를 수주하여, 연간 수주목표 50% 달성. 하반기 LNG선 및 컨테이너선, FLNG(25억달러) 1기를 수주하여, 수주 목표 달성 가능할 전망. FLNG 프로젝트의 경우, Coral North, Delfin, Ksi Lisims가 주요 수주 후보 프로젝트이며, 아르헨티나에서 신규 FLNG 프로젝트 관련 FEED 입찰 참가 예정. 글로벌 전반에 걸쳐, 천연가스 개발이 확대되고 있어, 1위 FLNG 조선사로써 장기간 신규 수주 확보 가능할 전망. 특히 북미 지역에서 FLNG Series 발주 기대

2분기: Petronas FLNG 건조 시작

2분기 실적은 매출액 2.53조원(+30.1% y-y), 영업이익 1,307억원(+122% y-y, OPM 5.2%)으로 시장컨센서스를 상회. 2분기 일회성 이익 250억원(해양플랜트 관련 Change Order)를 제외해도 예상치 소폭 상회. 2분기부터 건조가 시작된 고수익성의 Petronas의 FLNG 프로젝트가 본격적으로 매출에 반영되면서 이익률 이 높아짐. 하반기로 가면서 해양플랜트 매출은 추가로 증가할 예정. 연간 가이던스(매출액 9.7조원, 영업이익 4,000억원)은 초과 달성할 전망

삼성중공업 2분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P					3Q24E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	1,946	2,025	2,433	2,348	2,532	30.1	7.8	2,437	2,436	2,462
영업이익	59	76	79	78	131	121.8	67.9	98	95	121
영업이익률	*3.0*	*3.7*	*3.2*	*3.3*	*5.2*			*4.0*	*3.9*	*4.9*
세전이익	25	31	-358	15	76	202.3	398.6	61	62	89
(지배)순이익	26	38	-223	10	77	199.2	670.1	57	57	85

자료: 삼성중공업, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**15,800원 (상향)**
현재가 (24/07/25)	**10,950원**
업종	**운수장비**
KOSPI / KOSDAQ	2710.65 / 797.29
시가총액(보통주)	9,636.0십억원
발행주식수(보통주)	880.0백만주
52주 최고가('24/07/24)	11,090원
최저가('23/10/31)	6,820원
평균거래대금(60일)	76,339백만원
배당수익률(2024E)	0.00%
외국인지분율	30.8%
주요주주	
삼성전자 외 8 인	20.9%
국민연금공단	8.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	15.6	44.6	28.8
상대수익률 (%p)	12.1	31.8	25.3

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	8,009	9,924	11,548	12,690
증감률	*34.7*	*23.9*	*16.4*	*9.9*
영업이익	233	475	819	1,212
증감률	*흑전*	*103.7*	*72.4*	*48.0*
영업이익률	*2.9*	*4.8*	*7.1*	*9.6*
(지배지분)순이익	-148	289	704	982
EPS	-168	329	800	1,116
증감률	*적지*	*흑전*	*143.5*	*39.4*
PER	N/A	33.3	13.7	9.8
PBR	2.0	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	17.3	14.7	9.8	6.8
ROE	-4.2	8.1	17.3	20.0
부채비율	357.4	332.9	263.0	200.0
순차입금	1,422	1,109	891	285

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

삼성중공업은 1974년 8월 설립된 조선사로 LNG선, 대형컨테이너선, 유조선 등의 상선 및 부유식원유생산설비(FPSO), 부유식천연가스생산설비(FLNG) 등의 해양프로젝트 건조 경험 보유. 육상도크 3기, 플로팅도크 5기를 보유. 글로벌 설치된 FLNG 중에서 Prelude, Coral, PFLNG 등의 주요 프로젝트를 수행, 해당 설비에 특히 강점을 보유한 조선사

Share price drivers/Earnings Momentum

- 노후 유조선 교체 발주 시작
- 부유식천연가스생산설비(FLNG) 프로젝트 개발 확대
- LNG선 및 대체연료 사용 관련 상선 수주를 통한 수주잔고 증가세 유지
- 건조량 증가 및 원재료(철강) 가격 하락을 통한 영업이익 흑자전환 달성

Downside Risk

- 인력 부족 우려 해소 실패로 건조 차질 발생
- 글로벌 경기 둔화 및 에너지 가격 급락으로 인한 신규 해양플랜트 발주 지연
- 상선 투자 부족에 따른 수주 감소 및 신조선가 하락
- 수주 부진, 건조 지연에 따른 자금 수지 악화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
HD 현대중공업	46.3	21.6	2.9	2.6	6.4	12.6
한화오션	24.7	14.3	1.9	1.7	8.0	12.5
HD 현대미포	61.4	17.1	2.0	1.8	3.3	11.2
CSSC	33.6	21.1	3.4	3.0	10.0	14.0
Yangzijiang	9.9	8.6	2.1	1.8	21.0	20.8

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	N/A	N/A	33.3	13.7	9.8
PBR	1.3	2.0	2.6	2.2	1.8
PSR	0.8	0.9	1.0	0.8	0.8
ROE	-16.1	-4.2	8.1	17.3	20.0
ROIC	-15.5	-0.4	8.6	12.6	16.1

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

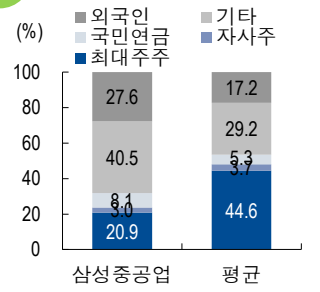
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**9,714**	**10,414**	**7,901**	**5,265**	**7,350**	**6,860**	**6,622**	**5,945**	**8,009**
영업이익	-1,502	-147	-524	-409	-617	-1,054	-1,312	-854	233
영업이익률(%)	*-15.5*	*-1.4*	*-6.6*	*-7.8*	*-8.4*	*-15.4*	*-19.8*	*-14.4*	*2.9*
세전이익	-1,462	-69	-464	-498	-1,139	-1,475	-1,350	-555	-296
순이익	**-1,212**	**-139**	**-341**	**-388**	**-1,315**	**-1,493**	**-1,452**	**-627**	**-156**
지배지분순이익	**-1,205**	**-121**	**-339**	**-388**	**-1,311**	**-1,482**	**-1,445**	**-619**	**-148**
EBITDA	-1,198	170	-210	-114	-300	-772	-1,113	-655	474
CAPEX	608	207	108	69	77	98	39	62	153
Free Cash Flow	12	-1,762	432	96	-758	-342	806	-1,755	-670
EPS(원)	-3,738	-357	-716	-649	-1,946	-2,201	-2,054	-704	-168
BPS(원)	13,134	13,245	12,242	10,003	7,787	5,529	4,671	4,084	3,908
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	2,159	2,781	2,631	1,352	2,605	3,007	623	102	1,422
ROE(%)	-24.7	-2.3	-5.6	-6.2	-21.9	-33.1	-36.9	-16.1	-4.2
ROIC(%)	-21.8	1.1	-5.8	-5.5	-6.6	-12.4	-16.8	-15.5	-0.4
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	50.6	44.3	45.4	20.0	49.6	80.9	15.2	2.9	41.7

자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부

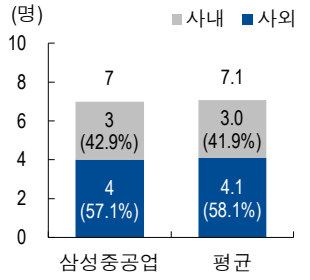
ESG Index & Event

G

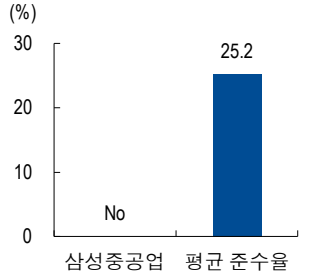
주주 구성



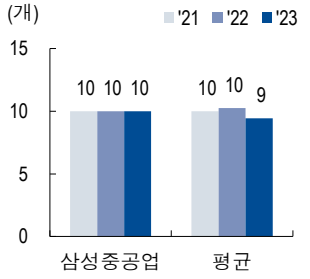
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



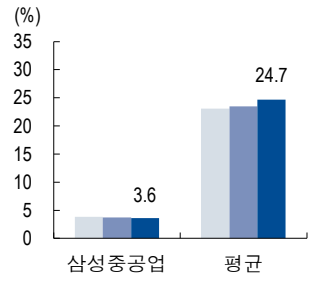
기업지배구조 핵심지표 준수



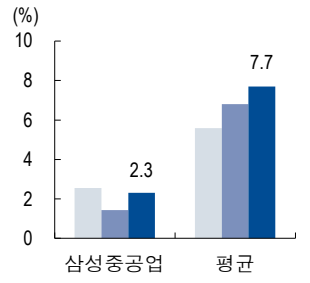
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 삼성중공업, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

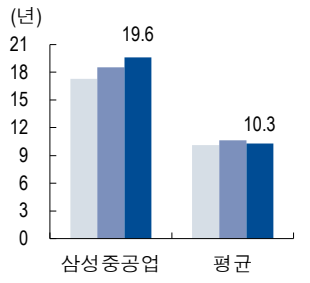
여성 임직원 비율



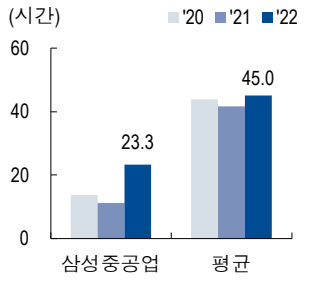
계약직 비율



근속연수



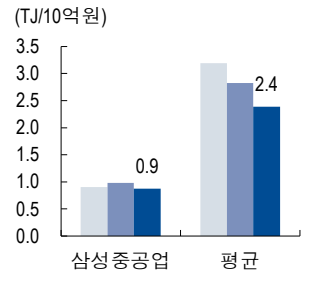
인당 교육시간



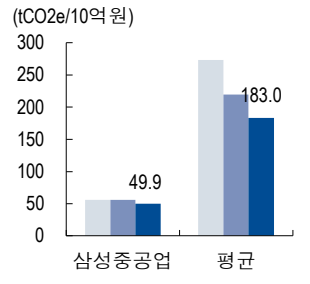
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부

E

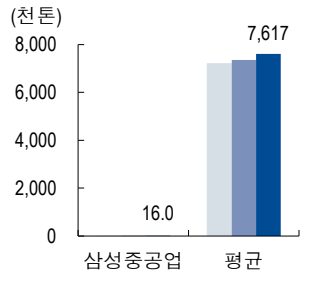
에너지 사용량



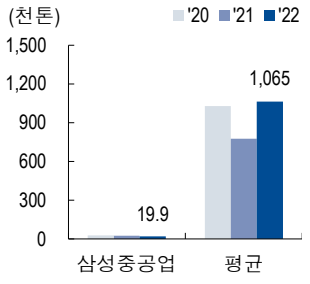
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2007.12	- 삼성-허베이스프릿 원유유출사고 발생. 약 8만 배럴의 원유를 태안 인근 해역에 유출
	2019.09	- 삼성-허베이스프릿 원유유출사고 피해보상 관련 소송 및 피해자 합의 종결. 총 4,329억원의 손해배상금 발생
S	2017.05	- 800ton급 골리앗 크레인과 32ton급 타워크레인 충돌사고로 총 31명의 사상자 발생
	2020.12	- 2007년 Petrbras 시추선 수주과정에서 뇌물공여 및 선가 부풀리기 혐의로 피소된 건 1,230억원에 합의
G	2018.04	- 차입금 상환 목적으로 총 1조 4,088억원 조달 (신주 발행가액 주당 5,870원)

자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부

표1. 삼성중공업 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	8,009	9,924	11,548	12,690
	- 수정 전	-	9,791	10,937	11,771
	- 변동률	-	*1.4*	*5.6*	*7.8*
영업이익	- 수정 후	233	475	819	1,212
	- 수정 전	-	452	752	1,076
	- 변동률	-	*5.2*	*8.9*	*12.6*
영업이익률(수정 후)		*2.9*	*4.8*	*7.1*	*9.6*
EBITDA		474	729	1,068	1,462
(지배지분)순이익		-148	289	704	982
EPS	- 수정 후	-168	329	800	1,116
	- 수정 전	-	351	722	1,076
	- 변동률	-	*-6.4*	*10.9*	*3.7*
PER		N/A	33.3	13.7	9.8
PBR		2.0	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA		17.3	14.7	9.8	6.8
ROE		-4.2	8.1	17.3	20.0

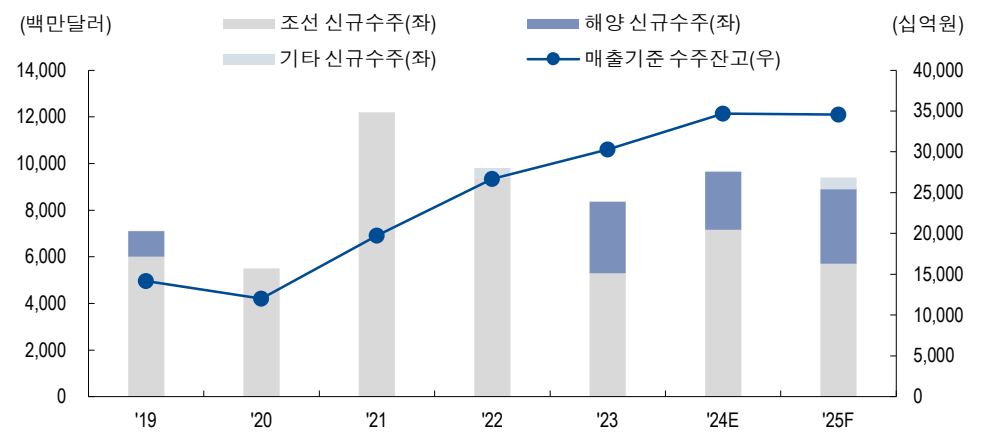
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준, 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 삼성중공업 목표주가 산정 (단위: %, 배, 원)

	2022	2023	2024E	2025F	2026F	2027F	2028F	비고
ROE(%)	-16.1	-4.2	8.1	17.3	20.0	16.5	14.6	
지속가능 ROE(%)	-4.1	7.0	7.0	7.0	15.1	17.9	17.0	'25년~'27년 평균 ROE
자기자본비용(COE, %)	4.3	5.8	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	무위험이자율 3.5%, 리스크프리미엄 6.0% 베타 0.83적용
Target PBR(배)	-2.62	1.36	0.89	0.89	2.31	2.81	2.65	
BPS(원)						7,194	8,337	
BPS X 적정PBR(원)						20,197	22,094	현재 수주가 실적에 반영되는 시점인 '27년을 기준 연도로 설정
자본비용으로 현재가치화						15,805		자본비용으로 현재가치화
목표주가(원)						15,800		

자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 삼성중공업 신규 수주 및 매출 기준 수주잔고 추이



자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
매출액	**8,009**	**9,924**	**11,548**	**12,690**
증감률 (%)	34.7	23.9	16.4	9.9
매출원가	**7,364**	**8,948**	**10,192**	**10,903**
매출총이익	**645**	**976**	**1,356**	**1,786**
Gross 마진 (%)	8.1	9.8	11.7	14.1
판매비와 일반관리비	412	501	536	574
영업이익	**233**	**475**	**819**	**1,212**
증감률 (%)	흑전	103.7	72.4	48.0
OP 마진 (%)	2.9	4.8	7.1	9.6
EBITDA	**474**	**729**	**1,068**	**1,462**
영업외손익	**-529**	**-171**	**-78**	**-58**
금융수익(비용)	-147	-166	-98	-58
기타영업외손익	-382	-5	20	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	**-296**	**304**	**741**	**1,155**
법인세비용	**-140**	**15**	**37**	**173**
계속사업이익	-156	289	704	982
당기순이익	**-156**	**289**	**704**	**982**
증감률 (%)	적지	흑전	143.5	39.4
Net 마진 (%)	-1.9	2.9	6.1	7.7
지배주주지분 순이익	-148	289	704	982
비지배주주지분 순이익	-7	0	0	0
기타포괄이익	-7	-7	0	0
총포괄이익	-163	282	704	982

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
PER(X)	N/A	33.3	13.7	9.8
PBR(X)	2.0	2.6	2.2	1.8
PCR(X)	14.1	13.1	8.8	6.5
PSR(X)	0.9	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA(X)	17.3	14.7	9.8	6.8
EV/EBIT(X)	35.2	22.5	12.8	8.2
EPS(W)	-168	329	800	1,116
BPS(W)	3,908	4,228	5,028	6,144
SPS(W)	9,102	11,278	13,123	14,420
자기자본이익률(ROE, %)	-4.2	8.1	17.3	20.0
총자산이익률(ROA, %)	-1.0	1.8	4.4	6.1
투하자본이익률 (ROIC, %)	-0.4	8.6	12.6	16.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	41.7	30.0	20.3	5.3
총부채/자기자본(%)	357.4	332.9	263.0	200.0
이자발생부채	4,635	3,820	3,320	2,764
유동비율(%)	82.3	85.6	91.1	99.1
총발행주식수(mn)	880	880	880	880
액면가(W)	1,000	1,000	1,000	1,000
주가(W)	7,750	10,950	10,950	10,950
시가총액(십억원)	6,820	9,636	9,636	9,636

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
현금및현금성자산	584	559	651	943
매출채권	388	662	770	846
유동자산	**9,245**	**9,771**	**9,789**	**9,954**
유형자산	5,209	5,108	5,062	5,065
투자자산	461	438	447	456
비유동자산	**6,348**	**6,209**	**6,168**	**6,178**
자산총계	**15,593**	**15,980**	**15,958**	**16,132**
단기성부채	3,786	3,051	2,602	2,157
매입채무	833	902	1,050	1,154
유동부채	**11,232**	**11,418**	**10,743**	**10,047**
장기성부채	849	768	718	607
장기충당부채	30	30	29	29
비유동부채	**952**	**871**	**819**	**708**
부채총계	**12,184**	**12,289**	**11,562**	**10,755**
자본금	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	-2,169	-1,879	-1,175	-194
비지배주주지분	-30	-30	-30	-30
자본총계	**3,409**	**3,691**	**4,395**	**5,377**

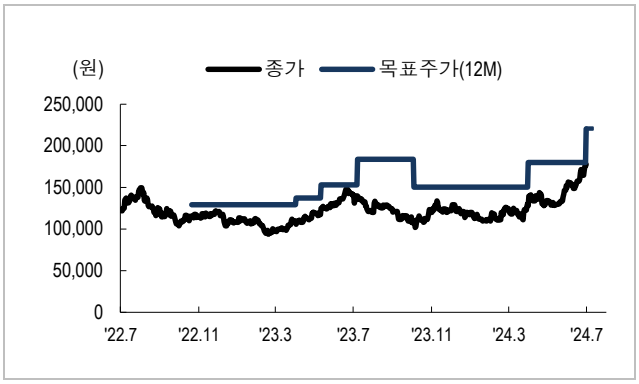
Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
영업활동 현금흐름	**-516**	**679**	**604**	**995**
당기순이익	-156	289	704	982
+ 유/무형자산상각비	241	253	249	249
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-8	0	0	0
Gross Cash Flow	483	733	1,098	1,471
- 운전자본의증가(감소)	-716	137	-349	-235
투자활동 현금흐름	**-195**	**111**	**-12**	**-147**
+ 유형자산 감소	2	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-153	-150	-200	-250
+ 투자자산의매각(취득)	-77	23	-9	-9
Free Cash Flow	-670	529	404	745
Net Cash Flow	-711	790	593	848
재무활동현금흐름	**376**	**-815**	**-500**	**-556**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	376	-815	-500	-556
현금의증가	-335	-25	93	292
기말현금 및 현금성자산	584	559	651	943
기말 순부채(순현금)	1,422	1,109	891	285

투자의견 및 목표주가 변경내역

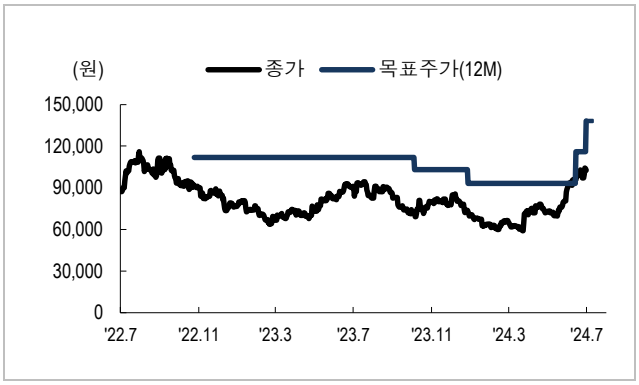
제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.07.26	Buy	220,000원(12개월)	-	-
2024.04.26	Buy	180,000원(12개월)	-20.1%	-2.5%
2023.11.01	Buy	150,000원(12개월)	-21.3%	-10.8%
2023.08.03	Buy	180,000원(12개월)	-33.0%	-24.8%
2023.06.08	Buy	153,000원(12개월)	-12.3%	-3.4%
2022.11.18	Buy	137,000원(12개월)	-16.6%	-12.2%
2022.04.29		담당 Analyst 변경	-	-

HD현대중공업 (329180.KS)



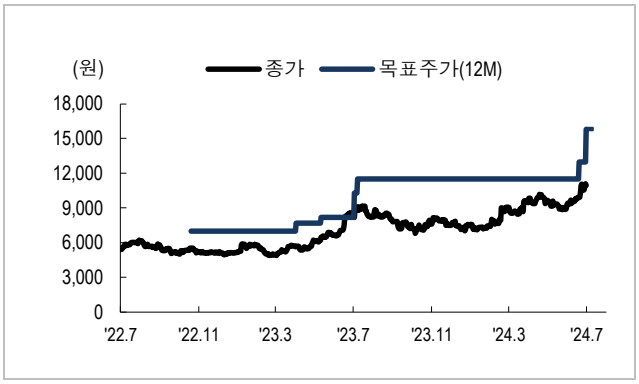
제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.07.26	Buy	138,000원(12개월)	-	-
2024.07.10	Buy	116,000원(12개월)	-13.1%	-10.2%
2024.01.23	Buy	93,000원(12개월)	-24.0%	4.2%
2023.11.01	Buy	103,000원(12개월)	-24.1%	-17.1%
2023.08.03	Buy	116,000원(12개월)	-24.1%	-15.1%
2023.05.31	Buy	103,000원(12개월)	-24.1%	-17.1%
2022.11.18	Buy	112,000원(12개월)	-	-
2022.04.29		담당 Analyst 변경	-	-

HD현대미포 (010620.KS)



제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.07.26	Buy	15,800원(12개월)	-	-
2024.07.15	Buy	13,000원(12개월)	-17.8%	-14.7%
2023.08.03	Buy	11,500원(12개월)	-27.7%	-11.6%
2023.07.28	Buy	10,300원(12개월)	-13.0%	-12.3%
2023.06.08	Buy	8,200원(12개월)	-11.3%	4.8%
2023.04.28	Buy	7,700원(12개월)	-25.2%	-19.4%
2023.11.13	Buy	7,000원(12개월)	-24.3%	-16.1%
2022.04.29		담당 Analyst 변경	-	-

삼성중공업 (010140.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 6월 30일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.9%	14.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '동 자료상에 언급된 기업들'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 "삼성중공업" 을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.