

팬오션 (028670)

NDR 후기

2024년 5월 21일

| | | | |
|--------|---------|-----------------|--------------|
| ✓ 투자판단 | 매수 (유지) | ✓ 목표주가 | 7,000 원 (유지) |
| ✓ 상승여력 | 57.7% | ✓ 현재주가 (5월 20일) | 4,440 원 |

[운송]

명지운 선임연구원

✉ jiunmyoung@shinhan.com

신한생각 좋아질 일밖에 없다

탄탄한 펀더멘탈, 장미빛 벌크 업황, 매력적인 밸류에이션이 있지만 주가는 부진. 1) 실적, 2) 본업과 무관한 투자에 대한 우려 때문. NDR을 통해 두 가지 우려 모두 해소. 점차 센터 개선되면서 주가 반등 기대

우려를 해소하는 NDR 주요 내용

[실적] 1Q24 매출액 9,755억원(YoY -2%, QoQ -5%), 영업이익 982억원(YoY -13%, QoQ +43%) 기록하며 컨센서스 부합

전년 동기 대비 BDI가 높았는데 상대적으로 실적이 낮은 이유는 복합적. 1) 회사의 예상보다 시황이 좋았음. 현재 선대는 분기말에 많이 증가한 것. 2) 케이프선 위주의 시황 상승. 동사는 중소형선 비중이 더 큼. 3) BDI가 선물 시장 투기성 자본에 의해 변동성 증가

2Q24 실적은 YoY, QoQ 증익 기대. 선대 확장세, 계절적 시황 상승, 중국 및 기타 신흥국 수요 회복, 제한적인 공급 때문

[투자] 현금성자산 약 9천억원 보유중. 기 발주한 선박 투자에 주로 활용할 예정. 친환경 기조 강화로 인한 신규 사업 꾸준히 검토중. 본업과 무관한 투자는 최대한 지양하고 있음

Valuation

목표주가 7,000원 유지. 12M FWD BPS 9,411원에 Target PBR 0.75배 적용

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 지배순이익 (십억원) | PER (배) | ROE (%) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | DY (%) |
|--------|--------------|---------------|----------------|------------|------------|------------|------------------|-----------|
| 2022 | 6,420.3 | 789.6 | 677.1 | 4.5 | 16.7 | 0.7 | 3.0 | 2.6 |
| 2023 | 4,361.0 | 385.9 | 245.0 | 8.1 | 5.3 | 0.4 | 3.9 | 2.3 |
| 2024F | 4,495.1 | 470.0 | 230.2 | 10.1 | 4.7 | 0.5 | 5.1 | 2.4 |
| 2025F | 4,677.7 | 557.9 | 289.1 | 8.0 | 5.6 | 0.4 | 4.7 | 3.2 |
| 2026F | 5,002.8 | 652.5 | 376.7 | 6.2 | 7.0 | 0.4 | 3.9 | 4.0 |

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision

| | |
|-----------|----|
| 실적추정치 | 유지 |
| Valuation | 유지 |

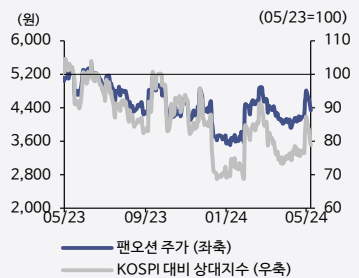
| | |
|---------------|------------------|
| 시가총액 | 2,320.0십억원 |
| 발행주식수(유동비율) | 534.6백만주 (45.1%) |
| 52주 최고가/최저가 | 5,470원/3,510원 |
| 일평균 거래액 (60일) | 17,668백만원 |
| 외국인 지분율 | 13.8% |

주요주주 (%)

| | |
|------------|------|
| 하림자주 외 12인 | 54.9 |
| 국민연금공단 | 7.6 |

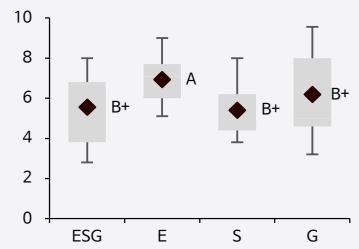
| 수익률 (%) | 1M | 3M | 12M | YTD |
|---------|------|-------|--------|------|
| 절대 | 10.7 | (2.4) | (14.9) | 16.2 |
| 상대 | 5.0 | (5.1) | (22.1) | 13.9 |

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



주요 Q&A

1. 벌크 시장 전망

1분기 시장은 2021, 22년과 비슷. 2, 3분기는 경기 순환 사이클 회복세를 타면서 2023년보다는 2021년 느낌으로 가지 않을까 기대. CII 규제, EU ETS 규제 도입 되면서 모든 선주, 해운사들이 연비 좋은 선박 찾고 있음

여태까지는 벌크 시장에 선박 스펙에 따른 차별화 별로 없었으나 이제는 친환경 대응이 중요해짐. 우리도 안 좋은 배는 던지는 상황. 나중에는 같은 시장이 와도 해운사 별 실적 차별이 생길 것

아쉬운 것은 폐선이 아직 못 올라옴. 시장 좋으니 버티는 물량도 있고, 신 규제 도입이라 각자의 전략과 타이밍이 다를 수 있음. 신흥국 폐선 카파도 한정적인 상황. 폐선 카파가 많이 갖춰지는 시점이 폐선 늘어나는 때가 될 것

2. 벌크 수요

중국 부동산 경기가 큰 회복세는 아니지만 1분기 철광석 수입, 조강 생산 나쁘지 않았음. 중국 내수용으로 안 쓰고 수출하는 물량 증가. 또한 아직 화력 발전 비중 높음. 자국 광산의 석탄 품질이 낮아서 석탄 수입 제한 쿼터 풀어주고 있음. 원래 3억톤 제한이었는데 작년에는 4.7억톤까지 증가. 올해도 4억톤 이상은 수입 할 것. 특히 중국 남부 지역은 북부 석탄을 내륙 운송해오는 것보다는 수입하는 것이 채산성 좋다는 기조

클락슨에서는 전체 시장 물동량 성장을 2%로 보는데 우리 물동량은 3~4% 성장 예상. 물동량을 그렇게 크게 우려하진 않음. 화물 수요가 더 안 좋아지는 않을 것. 경기 사이클 상 이제 다시 풀리는 쪽으로 가지 않을까. 우리는 새로운 리스크보다 새로운 기회를 포착해서 시장 먹는 것에 집중

3. 벌크 연간 1억톤 운반 계획

1분기 2,067만톤 밖에 수송 못한 이유가 선대 확보 덜 해서. 2, 3분기에 맘만 먹으면 3,000만톤도 가능. 문제는 수익과 얼마나 연계되냐를 고려해야. 올해는 하반기로 갈수록 좋은 시장 예상하고 대응할 것

4. BEP 수준의 BDI

오픈사선 원가를 BDI로 환산 시 1,100p 넘으면 영업이익 BEP

5. CII 등급 동향

5월 말에 CII 등급 발표 기한. 각 선사들이 운항 데이터 주면 선급이 검증해서 IMO에 제출. 다만 선급도 검증 카파 부족할 것 같음

6. 신조 LNG선 하반기 실적 기여분

174K LNG선 1척 당 연간 영업이익 100억원, 하반기 6척이 들어올 예정이고 그러면 그 6척이 내년 연간 영업이익 600억원. LNG BV는 연간 30억원. 내년에는 LNG선 9척으로만 영업이익 1,000억 가량

7. LNG선 척수 그대로인데 1Q24 매출액, 영업이익률 변동 큰 이유

LNG선 4척 중 3척은 대선, 1척은 수탁 운항. 이 1척이 변동성 있음. DF 선박이라서 연료에 따라 변동. 또한 정산 시점이 고르지 않음. 1년 이상 늘어지기도함. 신조선 인도돼서 대선 시작하면 이 1척의 영향은 미미해질 것. 추후 EU ETS 반영 시 EU 입항 많이 하면 매출 크게 보이는 영향있을 것. EU ETS는 매출, 비용단에 반영될 것

8. 컨테이너 2Q 상황

우리는 장거리 운송이 아니라서 SCFI 상승의 영향을 덜 받음. 우리는 인터아시아 영업. 1Q24는 YoY 평균 운임 좋지 않았음. 2분기는 오름세고 흑전 예상. 4월 매출 좋음

9. 유가 상승 영향

CVC는 유가할증료 붙어있고, 스팟 계약도 유가 감안해서 들어감. 다만 계약-항해 사이에 이뤄진 유가 변동은 영향있음

10. 환 영향

재무제표 기능 통화가 달리. 글로벌 영업하기 때문에 운임을 달러로 받음. 지금 같은 강 달러에 유리. 매출은 달러, 일부 비용은 원화. 환 헷지 따로 하진 않음

11. 수에즈 운하 우회하는 선박

많지는 않아. 수에즈 통항하던 선박이 벌크 사선 76척 중에 10척 미만

12. 제도가 친환경 선박 수요 자극

기존 선박 중에서 고효율 선박을 중고선 도입 혹은 용선을 통해서 수급. 용선 영업 잘 못하는 해운사는 도태될 것. 지금은 불이 붙었던 친환경 기조에서 머뭇거리는 시기인 것 같기도함. 하지만 설정 목표는 변동 없어. 아직은 기후변화 시나리오 상 2050년 넷 제로 필요

13. CVC 증가 가능성

화주가 시장에서 CVC 입찰을 던져줘야하는데 입찰이 별로 없음. 최근 Vale가 메탄올 DF 선박을 입찰했는데 선가가 너무 비싸고, 유가할증료도 부담이어서 시장에서 계약 난항

팬오션 영업실적 추이 및 전망

| | | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| BDI (P) | | 1,011 | 1,313 | 1,194 | 2,045 | 1,815 | 1,750 | 1,852 | 1,904 | 3,017 | 1,949 | 1,379 | 1,830 | 2,004 |
| WTI (US\$/bl) (avg) | | 76 | 74 | 82 | 78 | 77 | 80 | 78 | 76 | 69 | 75 | 78 | 78 | 72 |
| HSFO 380cst BC (3.5%) (\$/t) | | 419 | 457 | 536 | 466 | 429 | 442 | 433 | 424 | 416 | 479 | 470 | 432 | 404 |
| 원/달러 (평균) | | 1,276 | 1,316 | 1,313 | 1,320 | 1,330 | 1,330 | 1,300 | 1,280 | 1,144 | 1,150 | 1,306 | 1,310 | 1,283 |
| 매출액(십억원) | 전체 | 996 | 1,225 | 1,112 | 1,028 | 976 | 1,162 | 1,173 | 1,185 | 4,616 | 6,420 | 4,361 | 4,495 | 4,678 |
| | 벌크 | 761 | 857 | 765 | 731 | 686 | 828 | 859.2 | 889 | 3,569 | 4,824 | 3,114 | 3,263 | 3,432 |
| | 컨테이너 | 98 | 97 | 84 | 87 | 80 | 73 | 68.1 | 66 | 353 | 509 | 366 | 288 | 257 |
| | 탱커 | 83 | 87 | 86 | 88 | 98 | 98 | 98 | 98 | 140 | 306 | 343 | 392 | 394 |
| | LNG/특수 | 22 | 18 | 20 | 23 | 19 | 20 | 30 | 49 | 94 | 172 | 83 | 118 | 234 |
| | 기타 | 106 | 249 | 237 | 195 | 152 | 252 | 234 | 189 | 733 | 969 | 787 | 827 | 810 |
| | 연결조정 | (73) | (83) | (81) | (95) | (60) | (110) | (117) | (105) | (273) | (360) | (332) | (393) | (450) |
| 영업이익 | 전체 | 113 | 125 | 79 | 69 | 98 | 121 | 119 | 132 | 573 | 790 | 386 | 470 | 558 |
| | 벌크 | 66 | 77 | 55 | 44 | 54 | 73 | 71.5 | 80 | 515 | 542 | 243 | 278 | 326 |
| | 컨테이너 | 13 | 7 | (6) | (4) | (1) | (1) | (1) | (1) | 70 | 138 | 9 | (3) | (11) |
| | 탱커 | 30 | 32 | 25 | 25 | 38 | 38 | 38 | 38 | (10) | 107 | 112 | 151 | 157 |
| | LNG/특수 | 6 | 6 | 6 | 6 | 7 | 8 | 12 | 19 | 3 | 6 | 24 | 46 | 91 |
| | 기타 | (1) | 4 | (0) | (3) | (0) | 4 | (0) | (3) | (6) | (0) | (1) | (0) | (2) |
| | 연결조정 | (1) | (0) | (0) | (1) | (1) | (0) | (0) | (0) | (1) | (3) | (2) | (2) | (2) |
| 세전이익 | 합계 | 113 | 92 | 25 | 18 | 61 | 87 | 67 | 19 | 550 | 688 | 248 | 234 | 289 |
| 순이익 | 합계 | 113 | 92 | 25 | 15 | 60 | 87 | 67 | 16 | 549 | 677 | 245 | 230 | 289 |
| 영업이익률(%) | 전체 | 11.3 | 10.2 | 7.1 | 6.7 | 10.1 | 10.4 | 10.1 | 11.1 | 12.4 | 12.3 | 8.8 | 10.5 | 11.9 |
| | 벌크 | 8.7 | 9.0 | 7.2 | 6.1 | 7.9 | 8.8 | 8.3 | 9.0 | 14.4 | 11.2 | 7.8 | 8.5 | 9.5 |
| | 컨테이너 | 12.8 | 7.3 | (7.5) | (4.7) | (0.7) | (0.7) | (2.0) | (1.5) | 19.9 | 27.0 | 2.5 | (1.2) | (4.3) |
| | 탱커 | 36.4 | 36.4 | 29.0 | 28.5 | 38.8 | 38.4 | 38.4 | 38.8 | (6.9) | 34.9 | 32.5 | 38.6 | 39.8 |
| | LNG/특수 | 27.7 | 31.3 | 30.5 | 25.0 | 38.9 | 38.9 | 38.9 | 38.9 | 3.5 | 3.2 | 28.4 | 38.9 | 38.9 |
| | 기타 | (1.1) | 1.5 | (0.1) | (1.8) | (0.1) | 1.5 | (0.1) | (1.8) | (0.8) | (0.0) | (0.1) | (0.0) | (0.3) |
| | 연결조정 | 1.1 | 0.1 | 0.5 | 0.6 | 1.1 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.7 | 0.6 | 0.4 | 0.5 |
| 세전이익률 | 합계 | 11.4 | 7.5 | 2.2 | 1.8 | 6.2 | 7.5 | 5.7 | 1.6 | 11.9 | 10.7 | 5.7 | 5.2 | 6.2 |
| 순이익률 | 합계 | 11.4 | 7.5 | 2.2 | 1.5 | 6.2 | 7.5 | 5.7 | 1.3 | 11.9 | 10.5 | 5.6 | 5.1 | 6.2 |
| 매출액 증가율 | YoY | (30.8) | (28.9) | (39.5) | (27.6) | (2.1) | (5.1) | 5.5 | 15.3 | 84.9 | 39.1 | (32.1) | 3.1 | 4.1 |
| | QoQ | (29.9) | 22.9 | (9.2) | (7.5) | (5.1) | 19.1 | 0.9 | 1.1 | - | - | - | - | - |
| 영업이익 증가율 | YoY | (33.4) | (47.6) | (64.6) | (56.3) | (12.8) | (3.1) | 49.3 | 92.3 | 154.4 | 37.8 | (51.1) | 21.8 | 18.7 |
| | QoQ | (28.4) | 11.0 | (36.4) | (13.6) | 43.0 | 23.4 | (2.1) | 11.2 | - | - | - | - | - |

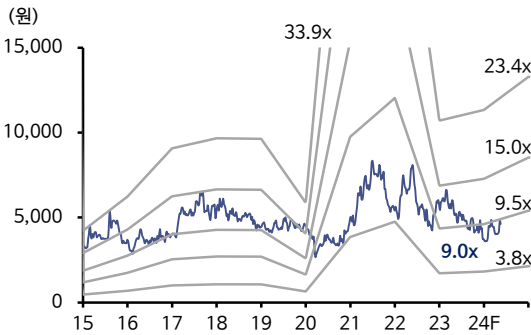
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

팬오션 PBR Valuation - 목표주가 7,000원

| | | |
|----------------|-------|---|
| 목표주가 (원) | 7,000 | |
| Target PBR (배) | 0.75 | |
| 현재주가 (원) | 4,440 | 투자 포인트 1) 중국 부양책, 신흥국 인프라 투자 확대로 수요 회복 2) 수에즈 운하 우회, 낮은 신조선 인도 지속, 환경 규제 강화로 벌크선 공급 제한적 |
| 상승여력 (%) | 57.7 | |
| 12MFWD BPS (원) | 9,411 | |

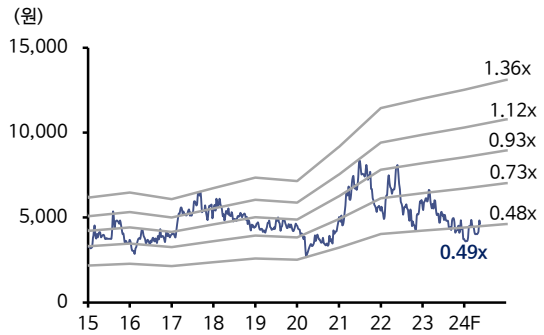
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

팬오션 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

팬오션 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

팬오션 Peer Group Valuation 비교

| 국가 | 회사 이름 | 시가총액 (조원) | 주가상승률(%) | | | PER(배) | | PBR(배) | | EV/EBITDA(배) | | ROE(%) | | EPS성장률(%) | |
|------|----------------|--------------|----------|--------|--------|--------|-----|--------|------|--------------|-----|--------|------|-----------|------|
| | | | 1M | 3M | YTD | 24F | 25F | 24F | 25F | 24F | 25F | 24F | 25F | 24F | 25F |
| 한국 | 팬오션 | 2.2 | 1.5 | 9.2 | 11.8 | 6.3 | 5.1 | 0.43 | 0.40 | 3.9 | 3.7 | 7.5 | 8.1 | 29.7 | 22.9 |
| | 대한해운 | 0.6 | (8.2) | (15.3) | (16.7) | 4.6 | 4.0 | 0.31 | 0.29 | 6.7 | 6.8 | 8.5 | 7.6 | 26.2 | 15.6 |
| | 평균 | | | | | 5.5 | 4.6 | 0.37 | 0.35 | 5.3 | 5.2 | 8.0 | 7.9 | 28.0 | 19.3 |
| 글로벌 | COSCO SHIPPING | 12.5 | 0.8 | 40.9 | 26.6 | 7.0 | 6.2 | 1.07 | 0.97 | 8.7 | 7.3 | 15.8 | 16.4 | 55.5 | 12.5 |
| | GOLDN OCEAN | 4.0 | 11.7 | 40.8 | 50.2 | 10.6 | 9.5 | 1.48 | 1.44 | 8.1 | 7.8 | 15.8 | 17.9 | 162.2 | 12.3 |
| | STAR BULK | 4.0 | 3.3 | 15.4 | 16.8 | 6.5 | 5.5 | 1.23 | 1.12 | 6.5 | 6.1 | 25.1 | 26.7 | 108.6 | 17.1 |
| | PACIFIC BASIN | 2.5 | 20.5 | 26.0 | 7.9 | 10.0 | 7.3 | 0.95 | 0.90 | 5.0 | 4.4 | 9.9 | 12.2 | 40.0 | 37.1 |
| | D/S NORDEN | 1.8 | 0.1 | (17.9) | (8.5) | 10.3 | 6.9 | 1.09 | 0.93 | 3.1 | 2.5 | 12.8 | 17.4 | (62.4) | 49.3 |
| | DIANA SHIPPING | 0.5 | 4.1 | 4.1 | 1.7 | 6.1 | 3.3 | - | - | 5.7 | 4.3 | 13.2 | 28.2 | 45.9 | 88.0 |
| | 평균 | | | | | 8.4 | 6.4 | 1.2 | 1.1 | 6.2 | 5.4 | 15.4 | 19.8 | 58.3 | 36.1 |
| 전체평균 | | | | | | 7.7 | 6.0 | 0.9 | 0.9 | 6.0 | 5.4 | 13.6 | 16.8 | 50.7 | 31.9 |

자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 1월 10일 기준

팬오션 도입 예정 LNG선 현황

| Size | 척 | 인도 예정 시점 | 비고 |
|----------|---|-----------------------|-------------------------|
| 174K CBM | 4 | 2024. 8, 8, 10, 11 | Shell 대선 계약 7년 (옵션 3+3) |
| | 2 | 2024. 12 & 2025. 11 | KGL 대선 계약 12년 (옵션 4+4) |
| | 3 | 2024. 11 & 2025. 3, 5 | KGL 대선 계약 15년 (옵션 5+5) |
| 합계 | 9 | | |

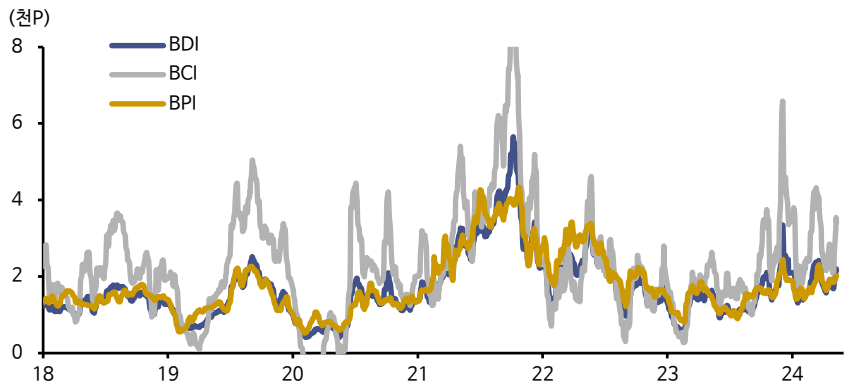
자료: 회사 자료, 신한투자증권

팬오션 벌크선 선대 추이 및 전망

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|
| 전체 | 282 | 282 | 240 | 231 | 279 | 298 | 306 | 311 | 301 | 265 | 231 | 311 | 321 |
| 사선 | 111 | 111 | 112 | 110 | 110 | 111 | 113 | 117 | 109 | 110 | 110 | 117 | 120 |
| 용선 | 171 | 171 | 128 | 121 | 169 | 187 | 193 | 194 | 192 | 155 | 121 | 194 | 201 |
| 벌크부문 | 244 | 244 | 201 | 193 | 240 | 259 | 265 | 266 | 262 | 231 | 193 | 266 | 273 |
| 사선 | 81 | 81 | 80 | 78 | 76 | 77 | 77 | 77 | 80 | 81 | 78 | 77 | 77 |
| 용선 | 163 | 163 | 121 | 115 | 164 | 182 | 188 | 189 | 182 | 150 | 115 | 189 | 196 |
| 강기용선 | 30 | 30 | 18 | 20 | 21 | 24 | 27 | 30 | 59 | 35 | 20 | 30 | 30 |

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

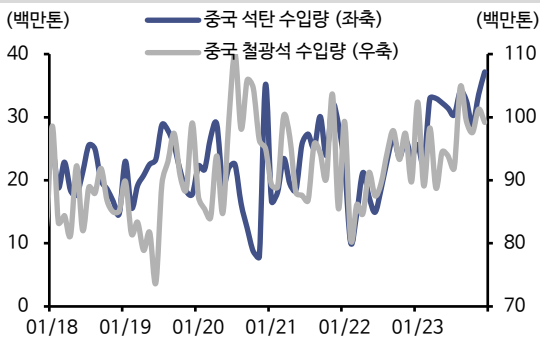
BDI, BCI, BPI



자료: Baltic Exchange, 신한투자증권

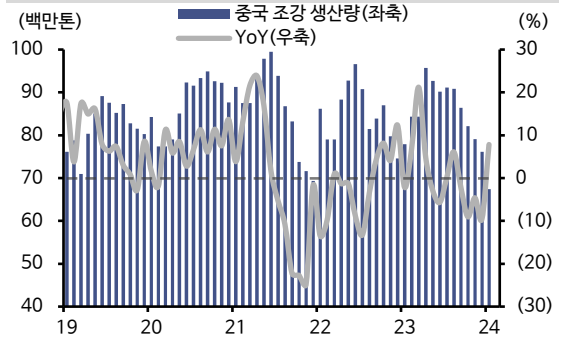
주: 2021년 BCI 최고점 10,485

중국 석탄, 철광석 수입 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

중국 조강 생산량



자료: Bloomberg, 신한투자증권

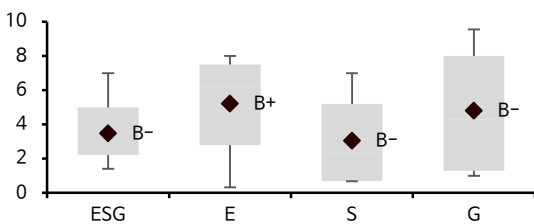
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 2050 탄소중립 선언을 통해 모든 이해관계자에 Net Zero 솔루션 제공
- ◆ 인권경영체계 고도화 및 임직원 인권경영 내재화를 위한 인권경영방침 수립
- ◆ 대표이사가 이사회 의장을 겸임하고 있으나 이사회의 독립성 및 감독 기능 강화를 위해 충분한 노력을 기울이고 있음
주주 가치 제고를 위해 3개년 배당 가이드라인을 정하여 공시

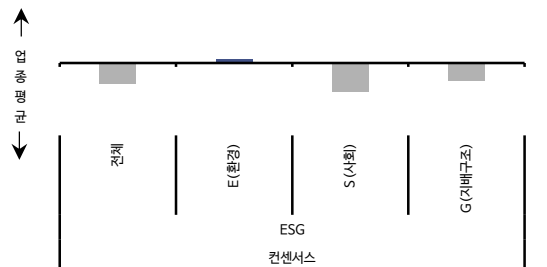
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

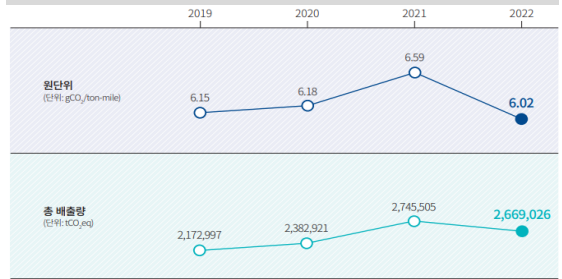
Key Chart

팬오션 환경설비 투자 현황 및 계획

| 구분 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 계획 |
|--------------|--------|--------|--------|---------|
| 선박평형수 처리장치 | 17,325 | 23,814 | 25,989 | 6,860 |
| 황산화물 저감장치 | 48,518 | - | - | 2,587 |
| 육상전원 공급설비 | 569 | 573 | - | - |
| 선박최고선속 제한 장치 | 91 | - | - | 2,068 |
| 합계 | 66,503 | 24,387 | 25,989 | 11,515 |

자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 단위 백만원

팬오션 온실가스 배출량



자료: 회사 자료, 신한투자증권

팬오션 클린이코봉사단; 월 2회 지역사회공헌활동 시행



자료: 회사 자료, 신한투자증권

팬오션 이사회 운영 현황

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------------|----|------|------|------|
| 사내이사 참석률 | % | 83 | 83 | 100 |
| 사외이사 참석률* | % | 85 | 86 | 93 |
| 전체 참석률 | % | 85 | 85 | 96 |
| 이사회 개최횟수 | 회 | 12 | 14 | 12 |
| 이사회 총 안건 | 건 | 44 | 46 | 52 |
| 이사회 ESG 중대사항 결의횟수 | 회 | - | - | 2 |

자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

| 12월 결산 (십억원) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 자산총계 | 7,548.9 | 7,853.9 | 8,530.3 | 8,553.1 | 8,696.6 |
| 유동자산 | 1,834.2 | 1,757.3 | 1,197.1 | 889.4 | 1,110.6 |
| 현금및현금성자산 | 744.6 | 952.8 | 178.8 | (129.5) | 15.7 |
| 매출채권 | 268.3 | 224.8 | 255.5 | 253.0 | 282.7 |
| 재고자산 | 129.1 | 119.2 | 134.8 | 133.4 | 143.1 |
| 비유동자산 | 5,714.7 | 6,096.6 | 7,333.2 | 7,663.7 | 7,586.0 |
| 유형자산 | 5,444.1 | 5,840.6 | 7,020.6 | 7,349.3 | 7,255.9 |
| 무형자산 | 7.2 | 10.7 | 11.2 | 11.2 | 11.2 |
| 투자자산 | 226.5 | 203.6 | 252.8 | 254.8 | 270.4 |
| 기타금융투자자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 3,056.3 | 3,140.6 | 3,455.9 | 3,265.0 | 3,163.2 |
| 유동부채 | 1,226.8 | 1,294.0 | 1,388.3 | 1,396.3 | 1,462.0 |
| 단기차입금 | 0.0 | 64.5 | 67.3 | 67.3 | 67.3 |
| 매입채무 | 242.4 | 216.1 | 237.4 | 239.5 | 256.8 |
| 유동성장기부채 | 320.7 | 409.3 | 419.9 | 419.9 | 419.9 |
| 비유동부채 | 1,829.6 | 1,846.6 | 2,067.6 | 1,868.7 | 1,701.2 |
| 사채 | 113.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금(경기금융부채 포함) | 1,694.5 | 1,830.6 | 2,047.7 | 1,848.6 | 1,678.3 |
| 기타금융투자부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 4,492.6 | 4,713.3 | 5,074.4 | 5,288.1 | 5,533.3 |
| 자본금 | 534.6 | 534.6 | 534.6 | 534.6 | 534.6 |
| 자본잉여금 | 1,942.1 | 1,942.1 | 1,942.1 | 1,942.1 | 1,942.1 |
| 기타자본 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 |
| 기타포괄이익누계액 | 538.9 | 596.1 | 828.6 | 828.6 | 828.6 |
| 이익잉여금 | 1,474.7 | 1,638.2 | 1,766.8 | 1,980.5 | 2,225.7 |
| 지배주주지분 | 4,492.6 | 4,713.3 | 5,074.4 | 5,288.1 | 5,533.3 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| *총차입금 | 2,340.1 | 2,440.4 | 2,694.2 | 2,496.4 | 2,337.8 |
| *순차입금(순현금) | 1,296.9 | 1,396.9 | 2,362.1 | 2,472.4 | 2,166.5 |

현금흐름표

| 12월 결산 (십억원) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---------------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 1,410.8 | 750.8 | 759.4 | 876.8 | 971.0 |
| 당기순이익 | 677.1 | 245.0 | 230.2 | 289.1 | 376.7 |
| 유형자산상각비 | 665.5 | 489.5 | 455.2 | 471.4 | 493.4 |
| 무형자산상각비 | 0.8 | 0.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 외환환산손실(이익) | (10.2) | (5.5) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자산처분손실(이익) | (1.1) | 1.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | (26.6) | 6.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전차본변동 | 30.3 | 22.7 | (64.5) | (12.8) | (17.1) |
| (법인세납부) | (5.0) | (5.2) | (4.6) | 0.2 | (3.3) |
| 기타 | 80.0 | (4.0) | 143.1 | 128.9 | 121.3 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | (577.4) | (84.4) | (1,411.2) | (800.9) | (414.1) |
| 유형자산의증가(CAPEX) | (344.7) | (313.4) | (1,418.6) | (800.0) | (400.0) |
| 유형자산의감소 | 16.7 | 2.0 | 30.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의감소(증가) | (1.2) | (3.2) | (0.2) | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 38.5 | 339.3 | 32.9 | (1.9) | (15.7) |
| 기타 | (286.7) | (109.1) | (55.3) | 1.0 | 1.6 |
| FCF | 1,142.9 | 634.1 | (600.4) | 235.6 | 717.0 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | (642.7) | (470.1) | (156.9) | (384.1) | (411.6) |
| 차입금의 증가(감소) | (183.4) | (146.4) | 25.6 | (197.7) | (158.6) |
| 자기주식의처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금 | (53.5) | (80.2) | 0.0 | (56.1) | (131.5) |
| 기타 | (405.8) | (243.5) | (182.5) | (130.3) | (121.5) |
| 기타현금흐름 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 연결범위변동으로인한현금의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 환율변동효과 | 32.4 | 11.9 | 34.7 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 223.0 | 208.2 | (774.0) | (308.3) | 145.2 |
| 기초현금 | 521.6 | 744.6 | 952.8 | 178.8 | (129.5) |
| 기말현금 | 744.6 | 952.8 | 178.8 | (129.5) | 15.7 |

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

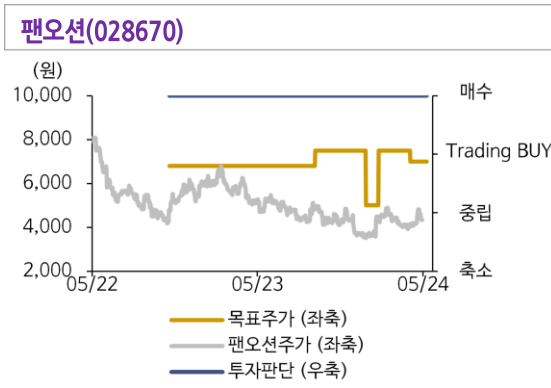
| 12월 결산 (십억원) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 6,420.3 | 4,361.0 | 4,495.1 | 4,677.7 | 5,002.8 |
| 증감률 (%) | 39.1 | (32.1) | 3.1 | 4.1 | 6.9 |
| 매출원가 | 5,520.4 | 3,861.2 | 3,907.3 | 3,998.5 | 4,215.7 |
| 매출총이익 | 899.9 | 499.8 | 587.8 | 679.2 | 787.1 |
| 매출총이익률 (%) | 14.0 | 11.5 | 13.1 | 14.5 | 15.7 |
| 판매관리비 | 110.3 | 114.0 | 117.8 | 121.3 | 134.6 |
| 영업이익 | 789.6 | 385.9 | 470.0 | 557.9 | 652.5 |
| 증감률 (%) | 37.8 | (51.1) | 21.8 | 18.7 | 16.9 |
| 영업이익률 (%) | 12.3 | 8.8 | 10.5 | 11.9 | 13.0 |
| 영업외손익 | (101.7) | (137.4) | (236.0) | (269.1) | (272.4) |
| 금융손익 | (53.6) | (74.0) | (196.5) | (211.0) | (220.4) |
| 기타영업외손익 | (66.5) | (59.9) | (41.5) | (58.0) | (52.0) |
| 종속 및 관계기업관련손익 | 18.5 | (3.5) | 2.1 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 688.0 | 248.5 | 234.0 | 288.9 | 380.1 |
| 법인세비용 | 10.9 | 3.4 | 3.8 | (0.2) | 3.3 |
| 계속사업이익 | 677.1 | 245.0 | 230.2 | 289.1 | 376.7 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 677.1 | 245.0 | 230.2 | 289.1 | 376.7 |
| 증감률 (%) | 23.3 | (63.8) | (6.1) | 25.6 | 30.3 |
| 순이익률 (%) | 10.5 | 5.6 | 5.1 | 6.2 | 7.5 |
| (지배주주)당기순이익 | 677.1 | 245.0 | 230.2 | 289.1 | 376.7 |
| (비지배주주)당기순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 종포괄이익 | 950.4 | 300.9 | 462.6 | 289.1 | 376.7 |
| (지배주주)종포괄이익 | 950.4 | 300.9 | 462.6 | 289.1 | 376.7 |
| (비지배주주)종포괄이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EBITDA | 1,455.9 | 876.1 | 925.2 | 1,029.3 | 1,145.9 |
| 증감률 (%) | 56.0 | (39.8) | 5.6 | 11.3 | 11.3 |
| EBITDA 이익률 (%) | 22.7 | 20.1 | 20.6 | 22.0 | 22.9 |

주요 투자지표

| 12월 결산 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| EPS (당기순이익, 원) | 1,267 | 458 | 431 | 541 | 705 |
| EPS (지배순이익, 원) | 1,267 | 458 | 431 | 541 | 705 |
| BPS (자본총계, 원) | 8,404 | 8,817 | 9,492 | 9,892 | 10,351 |
| BPS (지배지분, 원) | 8,404 | 8,817 | 9,492 | 9,892 | 10,351 |
| DPS (원) | 150 | 85 | 105 | 141 | 173 |
| PER (당기순이익, 배) | 4.5 | 8.1 | 10.1 | 8.0 | 6.2 |
| PER (지배순이익, 배) | 4.5 | 8.1 | 10.1 | 8.0 | 6.2 |
| PBR (자본총계, 배) | 0.7 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| PBR (지배지분, 배) | 0.7 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA (배) | 3.0 | 3.9 | 5.1 | 4.7 | 3.9 |
| 배당성향 (%) | 11.8 | 18.5 | 24.4 | 26.1 | 24.5 |
| 배당수익률 (%) | 2.6 | 2.3 | 2.4 | 3.2 | 4.0 |
| 수익성 | | | | | |
| EBITDA 이익률 (%) | 22.7 | 20.1 | 20.6 | 22.0 | 22.9 |
| 영업이익률 (%) | 12.3 | 8.8 | 10.5 | 11.9 | 13.0 |
| 순이익률 (%) | 10.5 | 5.6 | 5.1 | 6.2 | 7.5 |
| ROA (%) | 9.6 | 3.2 | 2.8 | 3.4 | 4.4 |
| ROE (지배순이익, %) | 16.7 | 5.3 | 4.7 | 5.6 | 7.0 |
| ROIC (%) | 14.4 | 6.6 | 7.0 | 7.6 | 8.6 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 (%) | 68.0 | 66.6 | 68.1 | 61.7 | 57.2 |
| 순차입금비율 (%) | 28.9 | 29.6 | 46.5 | 46.8 | 39.2 |
| 현금비율 (%) | 60.7 | 73.6 | 12.9 | (9.3) | 1.1 |
| 이자보상배율 (배) | 10.4 | 3.1 | 3.5 | 4.3 | 5.4 |
| 활동성 | | | | | |
| 순운전자본회전율 (회) | 38.3 | 40.6 | 37.9 | 28.3 | 28.7 |
| 재고자산회수기간 (일) | 6.7 | 10.4 | 10.3 | 10.5 | 10.1 |
| 매출채권회수기간 (일) | 14.7 | 20.6 | 19.5 | 19.8 | 19.5 |

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|---------------|-------|--------------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2022년 04월 18일 | | 커버리지제외 | - | - |
| 2022년 11월 08일 | 매수 | 6,800 | (15.3) | (0.6) |
| 2023년 05월 09일 | | 6개월경과 | (28.5) | (19.6) |
| 2023년 09월 26일 | 매수 | 7,500 | (43.5) | (33.9) |
| 2024년 01월 16일 | 매수 | 5,000 | (25.0) | (10.2) |
| 2024년 02월 13일 | 매수 | 7,500 | (42.2) | (34.8) |
| 2024년 04월 23일 | 매수 | 7,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 명자운)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

| 종목 | 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 | 섹터 | 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우 |
|----|---|----|--|
| | | | |

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 17일 기준)

| 매수 (매수) | 94.29% | Trading BUY (중립) | 3.67% | 중립 (중립) | 2.04% | 축소 (매도) | 0.00% |
|---------|--------|------------------|-------|---------|-------|---------|-------|
|---------|--------|------------------|-------|---------|-------|---------|-------|