

팬오션

| Bloomberg Code (028670 KS) | Reuters Code (028670.KS)

2023년 11월 13일

[운송]

명지운 선임연구원

☎ 02-3772-2661

✉ jyunmyoung@shinhan.com

벌크 선대 축소, 컨테이너 적자



매수
(유지)



현재주가 (11월 10일)
4,525 원



목표주가
7,500 원 (유지)



상승여력
65.7%

- ◆ 3Q Review: 컨센서스 하회 이유 2가지
- ◆ 4분기는 높은 운임으로 실적 향상
- ◆ 여전한 밸류에이션 매력

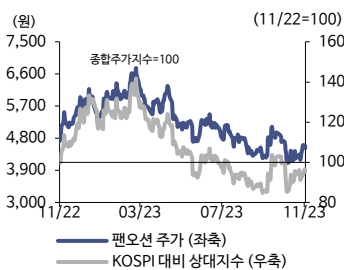


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	2,418.9십억원
발행주식수	534.6백만주
유동주식수	241.7백만주(45.2%)
52주 최고가/최저가	6,760 원/4,120 원
일평균 거래량 (60 일)	3,763,631 주
일평균 거래액 (60 일)	17,197 백만원
외국인 지분율	13.89%

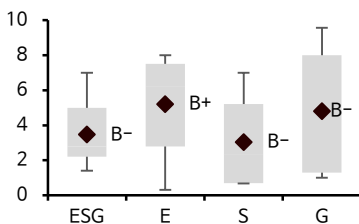
주요주주	
하림지주 외 10 인	54.77%
국민연금공단	8.16%
절대수익률	
3개월	-5.4%
6개월	-10.2%
12개월	-5.5%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	2.1%
6개월	-7.0%
12개월	-5.8%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



3Q Review: 컨센서스 하회 이유 2가지

2023년 3분기 매출액 1조 1,116억원, 영업이익 795억원을 기록했다. 컨센서스 매출액, 영업이익을 각각 12%, 35% 하회했다. 벌크 부문 매출액은 7,654억원(QoQ -11%, 이하 QoQ), 영업이익은 554억원(-13%)이다. 컨테이너 부문 매출액은 843억원(-13%), 영업적자 63억원(적전)이다.

컨센서스를 하회한 이유는 2가지이다. 1) 벌크 선대 축소로 매출 규모가 감소했다. 시황 하락에 배팅한 것으로 보인다. 그러나 9월 BDI가 큰 폭으로 상승하며 시황과 반대로 가는 아쉬운 결과가 됐다. 2) 컨테이너 부문 적자가 났다. 장거리 항로 대비 단거리 항로 운임이 부진해 수익성이 저해된 것으로 보인다.

4분기는 높은 운임으로 실적 향상

10월부터 11월 중순까지의 평균 BDI는 1,770p 내외이다. 중국 항구 체선, 브라질 풍작 등의 영향이다. 주춤했던 운임이 11월 다시 상승하고 있다. 4분기 평균 BDI는 QoQ 50% 상승할 것으로 추정한다. 벌크 업한 운임에 힘입어 4분기 호실적을 예상한다. 3분기와는 달리 4분기에는 선대를 확대할 것으로 보인다. 탑라인, 바텀라인 모두 개선된다.

2024년 벌크 시황 개선을 전망한다. 중국의 추가 경기 부양책을 기대한다. 벌크선 공급은 점점 위축되고 있다. 2024년 인도량은 전체 선박의 약 3%로 예상한다. CII 환경 규제 도입은 선박량을 누를 것이다. 2024년에는 물동량 증가분이 선박량 증가분을 넘어설 전망이다.

여전한 밸류에이션 매력

투자자의견 ‘매수’, 목표주가 7,500원을 유지한다. 실적 추정치를 3~5% 하향하면서 BPS가 낮아졌다. 글로벌 Peer의 평균 PBR이 3% 높아지면서 목표주가는 변동이 없다. 목표주가는 2024년 추정 BPS 9,827원에 Target PBR 0.77배를 적용해 산정했다. Target PBR은 글로벌 Peer의 평균 PBR을 10% 할인했다.

PBR 0.5배로 2020년 코로나로 인한 밸류에이션 저점에 위치해있다. 밸류에이션 매력이 여전하다. HMM 인수에 대한 불확실성이 해소되면 주가 슈팅도 가능해보인다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	4,616.1	572.9	549.3	1,028	6,728	5.3	4.9	0.8	17.2	46.9
2022	6,420.3	789.6	677.1	1,267	8,404	4.5	3.0	0.7	16.7	28.9
2023F	4,634.7	454.0	365.5	684	9,067	6.6	5.6	0.5	7.8	30.5
2024F	5,137.1	578.0	486.7	911	9,827	5.0	4.0	0.5	9.6	37.6
2025F	5,613.4	730.8	603.8	1,129	10,807	4.0	3.2	0.4	10.9	29.7

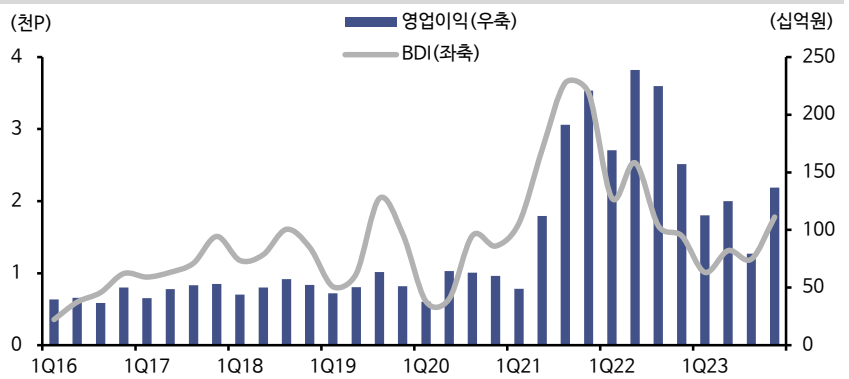
자료: 회사 자료, 신한투자증권

팬오션 2023년 3분기 영업실적

	3Q23	2Q23	QoQ(%)	3Q22	YoY(%)	기존 추정	컨센서스
매출액(십억원)	1,111.6	1,224.7	(9.2)	1,836.5	(39.5)	1,204.0	1,261.2
영업이익	79.5	125.0	(36.4)	224.6	(64.6)	106.4	122.9
세전이익	51.5	92.2	(44.1)	167.9	(69.3)	78.5	106.6
순이익	51.1	91.9	(44.5)	166.8	(69.4)	77.8	109.1
영업이익률 (%)	7.1	10.2	-	12.2	-	8.8	9.7
세전이익률	4.6	7.5	-	9.1	-	6.5	8.4
순이익률	4.6	7.5	-	9.1	-	6.5	8.6

자료: QuantiWise, 신한투자증권

BDI(분기 평균), 팬오션 영업이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

팬오션 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	전체	1,441	1,722	1,837	1,675	996	1,225	1,112	1,302	2,497	4,616	6,420	4,635	5,137
	벌크	1,055	1,298	1,432	1,038	761	857	765	957	1,758	3,569	4,824	3,341	3,916
	컨테이너	126	131	131	171	98	97	84	84	247	353	509	363	329
	탱커	51	67	87	305	83	87	86	93	143	140	510	348	402
	LNG/특수	99	38	22	13	22	18	20	21	15	94	172	80	117
	기타	173	283	270	243	106	249	237	241	579	733	969	834	806
	연결조정	(64)	(95)	(106)	(95)	(73)	(83)	(81)	(94)	(244)	(273)	(360)	(331)	(433)
영업이익	전체	169	239	225	157	113	125	79	137	225	573	790	454	578
	벌크	124	179	147	93	66	77	55	115	186	515	542	314	459
	컨테이너	34	40	38	27	13	7	(6)	(7)	20	70	138	6	(27)
	탱커	7	21	36	43	30	32	25	27	15	(10)	107	114	113
	LNG/특수	2	1	3	(0)	6	6	6	6	2	3	6	24	36
	기타	3	(1)	2	(4)	(1)	4	(0)	(4)	4	(6)	(0)	(2)	(1)
	연결조정	(1)	(0)	(0)	(1)	(1)	(0)	(0)	(1)	(3)	(1)	(3)	(2)	(2)
세전이익	합계	163	225	168	132	113	92	52	111	92	550	688	369	492
순이익	합계	163	225	167	123	113	92	51	109	93	549	677	366	487
영업이익률	전체	11.7	13.9	12.2	9.4	11.3	10.2	7.1	10.5	9.0	12.4	11.9	9.8	11.3
	벌크	8.6	10.4	8.0	5.5	6.6	6.3	5.0	8.8	7.4	11.2	8.2	6.8	8.9
	컨테이너	2.3	2.3	2.1	1.6	1.3	0.6	(0.6)	(0.6)	0.8	1.5	2.1	0.1	(0.5)
	탱커	0.5	1.2	1.9	2.6	3.0	2.6	2.2	2.1	0.6	(0.2)	1.6	2.5	2.2
	LNG/특수	0.1	0.0	0.2	(0.0)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.1	0.1	0.1	0.5	0.7
	기타	0.2	(0.1)	0.1	(0.2)	(0.1)	0.3	(0.0)	(0.3)	0.2	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
	연결조정	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
세전이익률	합계	11.3	13.1	9.1	8.1	11.4	7.5	4.6	8.6	3.7	11.9	10.4	8.0	9.6
순이익률	합계	11.3	13.1	9.1	7.5	11.4	7.5	4.6	8.4	3.7	11.9	10.2	7.9	9.5
매출액 증가율	YoY	111.9	52.4	38.3	10.0	(30.8)	(28.9)	(39.5)	(19.9)	1.2	84.9	43.5	(30.0)	10.8
	QoQ	(2.5)	19.5	6.6	(11.5)	(40.5)	22.9	(9.2)	17.1	-	-	-	-	-
영업이익 증가율	YoY	245.8	113.0	17.4	(28.8)	(33.4)	(47.6)	(64.6)	(13.0)	7.2	154.4	37.8	(42.5)	27.3
	QoQ	(23.4)	41.1	(5.9)	(30.0)	(28.4)	11.0	(36.4)	72.2	-	-	-	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

팬오션 벌크선 세부실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
BDI (P)	2,041	2,530	1,655	1,519	1,011	1,313	1,194	1,778	1,037	2,886	1,936	1,324	1,500
WTI (US\$/bl) (avg)	95	109	93	83	76	74	82	87	39	69	75	80	81
HSFO 380cst BC (3.5%) (\$/t)	555	679	477	398	419	457	536	561	270	416	479	493	530
원/달러 (평균)	1,205	1,260	1,341	1,359	1,276	1,316	1,313	1,350	1,180	1,144	1,150	1,314	1,280
매출액 (십억원)	1,055	1,298	1,432	1,038	761	857	765	957	1,758	3,569	4,824	3,341	3,916
CVC	182	185	180	176	177	181	210	226	589	681	723	837	926
선대 (척)	38	38	38	38	38	38	38	39	35	38	38	38	43
매출액/척 (십억원)	5	5	5	5	5	5	6	6	17	18	19	22	22
COA+SPOT	873	1,113	1,253	862	584	676	556	732	1,169	2,889	4,101	2,504	2,990
COA	109	111	108	106	106	109	126	135	353	408	434	502	556
SPOT	764	1,002	1,145	756	478	567	430	596	835	2,403	3,667	2,001	2,434
선대 (척)	225	240	195	193	204	204	160	174	143	211	213	185	695
매출액/척 (십억원)	4	5	6	4	3	3	3	4	8	14	19	14	4
영업이익 (십억원)	124	179	147	93	66	77	67	115	186	515	542	326	459
CVC	40	41	40	39	38	40	46	50	129	150	159	184	204
SPOT+COA	84	138	106	54	28	38	21	65	57	366	383	142	255
매출액	115	61	35	(14)	(28)	(34)	(47)	(8)	(4)	103	35	(31)	17
CVC	16	11	3	(3)	(3)	(2)	(1)	8	9	16	6	3	11
COA	42	11	(46)	(3)	(3)	(2)	(1)	8	7	16	6	3	11
SPOT	196	86	66	(18)	(37)	(43)	(61)	(15)	(13)	188	53	(43)	22
영업이익 증가율 YoY	247	77	(18)	(54)	(47)	(57)	(54)	24	(3)	177	5	(40)	41
CVC	16	9	5	(3)	(3)	(2)	(3)	9	8	16	6	3	11
SPOT+COA	5,174	116	(24)	(66)	(67)	(73)	(78)	39	(22)	540	5	(61)	80

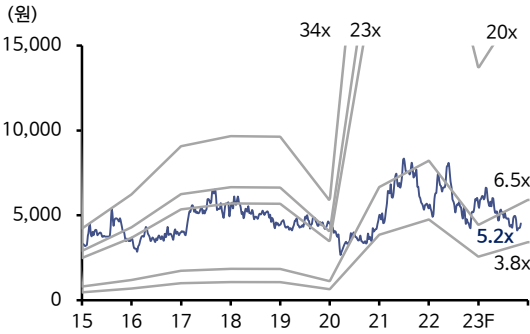
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

팬오션 PBR Valuation - 목표주가 7,500원

목표주가 (원)	7,500	2024년 글로벌 Peer 평균 PBR 0.85를 10% 할인; 글로벌 Peer 대비 상대적으로 작은 선대 규모 반영
Target PBR (배)	0.77	
현재주가 (원)	4,525	투자 포인트 1) 중국 경기 부양책 효과 기대 2) HMM 인수 불확실성 축소로 주가 할인 해소
상승여력 (%)	65.7	
2024년 선행BPS (원)	9,827	

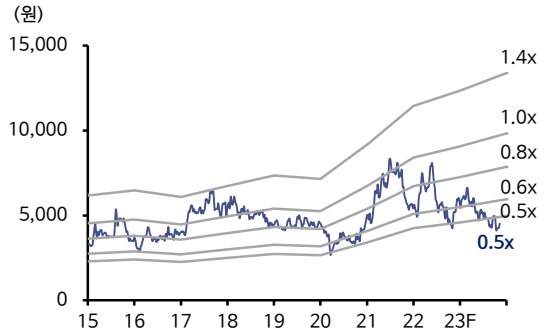
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

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	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
한국	팬오션	2.4	3.8	(5.8)	(21.0)	5.7	5.1	0.49	0.45	4.9	4.1	8.8	9.6	(40.4)	10.8
	대한해운	0.5	0.3	(11.5)	(22.2)	4.3	4.0	0.33	0.30	6.8	6.4	7.8	7.7	(36.8)	6.3
	평균					5.0	4.6	0.41	0.38	5.9	5.3	8.3	8.6	(38.6)	8.6
글로벌	COSCO SHIPPING	10.7	2.6	(2.9)	36.3	7.5	6.1	1.03	0.93	9.0	7.7	14.1	15.8	247.9	22.2
	STAK BULK	2.5	(6.1)	(1.2)	(4.3)	9.4	4.9	0.93	0.90	7.4	5.6	10.3	18.2	(64.4)	93.6
	GOLDN OCEAN	2.0	(7.0)	(3.7)	(15.0)	17.4	8.6	0.77	0.75	9.8	7.2	4.7	11.0	(79.5)	102.1
	D/S NORDEN	1.9	(29.3)	(4.6)	(28.0)	4.0	5.9	1.11	1.05	1.7	2.2	31.2	18.2	(53.2)	(32.4)
	PACIFIC BASIN	1.9	(4.9)	2.9	(16.9)	11.4	7.2	0.79	0.75	5.0	4.0	7.2	11.0	(81.7)	58.3
	SCORPIO BULKERS	0.5	1.1	(12.2)	(0.7)	적자	적자	-	-	24.3	10.4	(4.4)	(3.1)	적전	적지
	DIANA SHIPPING	0.4	(10.5)	(18.8)	(21.5)	9.7	9.1	0.71	0.70	6.0	6.1	7.9	10.7	(76.1)	7.0
	평균					9.9	7.0	0.89	0.85	9.0	6.2	10.2	11.7	(17.8)	41.8
	전체평균					8.7	6.4	0.77	0.73	8.3	6.0	9.7	11.0	(23.0)	33.5

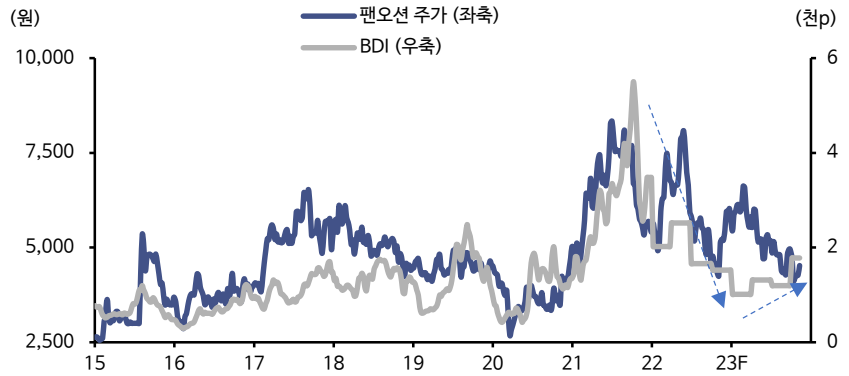
자료: Bloomberg, 신한투자증권

팬오션 벌크선 선대 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
전체	300	314	267	265	282	282	240	256	197	301	265	256	273
사선	111	112	112	110	111	111	112	116	87	109	110	116	130
용선	189	202	155	155	171	171	128	140	121	192	155	140	143
벌크부문	263	278	233	231	244	244	201	216	186	262	231	216	225
사선	82	83	83	81	81	81	80	82	73	80	81	82	86
용선	181	195	150	150	163	163	121	134	113	182	150	134	139
장기용선	70	69	50	35	30	30	18	15	1	59	35	15	8

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

BDI, 팬오션 주가 추이 및 전망



자료: Clarksons, QuantiWise, 신한투자증권 추정

벌크선 수급, 운임 추이 및 전망

	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23F	24F	25F
글로벌 경제성장률 (%)	3.6	3.5	3.3	3.8	3.6	2.8	(3.1)	6.1	3.2	3.0	3.0	3.0
물동량 (백만톤)	4,843	4,860	4,938	5,175	5,314	5,335	5,276	5,453	5,297	5,442	5,546	5,698
YoY (%)	5.8	0.4	1.6	4.8	2.7	0.4	(1.1)	3.4	(2.9)	2.7	2.7	2.7
물동량 YoY / 경제성장률	1.6	0.1	0.5	1.3	0.8	0.1	0.4	0.5	(0.9)	0.9	0.9	0.9
BDI	1,107	671	717	1,246	1,322	1,373	1,100	3,017	1,949	1,324	1,500	1,756
YoY (%)	(22.0)	(39.4)	6.9	73.7	6.1	3.8	(19.8)	174.2	(35.4)	(32.1)	13.3	17.1
물동량 YoY - 선복량 YoY	0.7	(2.3)	(0.5)	1.6	0.1	(3.0)	(5.5)	(0.1)	(5.8)	0.5	1.9	2.5
선복량 (백만DWT)	759	779	795	821	842	870	908	939	967	989	997	999
YoY (%)	5.0	2.7	2.1	3.2	2.6	3.4	4.4	3.4	3.0	2.2	0.8	0.3
발주량 (백만DWT)	63.4	29.6	10.6	43.2	43.6	32.6	24.6	52.2	34.2	22.2	35.7	57.0
YoY (%)	(39.1)	(53.2)	(64.1)	306.3	0.8	(25.1)	(24.5)	111.8	(34.5)	(35.2)	60.9	59.8
인도량 (백만DWT)	48.2	49.3	47.3	38.5	28.6	41.7	49.1	38.2	31.5	33.1	33.3	23.2
YoY (%)	(23.6)	2.2	(4.0)	(18.6)	(25.8)	46.1	17.7	(22.1)	(17.7)	5.1	0.7	(30.4)
페선 (백만DWT)	16.4	30.7	29.5	14.8	4.4	7.9	15.2	5.2	4.3	4.0	17.8	13.0
페선율 (%)	2.2	3.9	3.7	1.8	0.5	0.9	1.7	0.6	0.4	0.4	1.8	1.3
선복량 (척)	10,778	10,991	11,145	11,392	11,608	11,934	12,318	12,683	13,054	13,352	13,459	13,495
천DWT/척	70	71	71	72	73	73	74	74	74	74	74	74
인도량 (척)	615	661	570	464	305	448	498	447	449	472	475	311
천DWT/척	78	75	83	83	94	93	99	86	70	70	70	74
페선 (척)	317	431	414	223	56	84	141	58	48	65	289	210
천DWT/척	52	71	71	66	79	94	108	90	90	62	62	62

자료: IMF, Clarksons, 신한투자증권 추정

주: 선복량에 환경 규제에 따른 선속 감소 효과 반영

팬오션 장기화물운송계약(CVC) 수행 현황

화주	선박 (척)	잔여기간 (년)	IMO Sox 규제 대응	비고
Vale	16	15.3	Scrubber 설치	400K 8척 325K 6척, 208K 2척
Suzano	10	13.0	VLSFO	57K 5척, 62K 5척
발전자회사	6	6.7	2척 Scrubber 설치 & 4척 VLSFO	남부 3척, 남동/중부/동서 각 1척
포스코	4	5.7	2척 Scrubber 설치 & 2척 VLSFO	
현대제철	2	8.9	VLSFO	
합계	38	13.7		

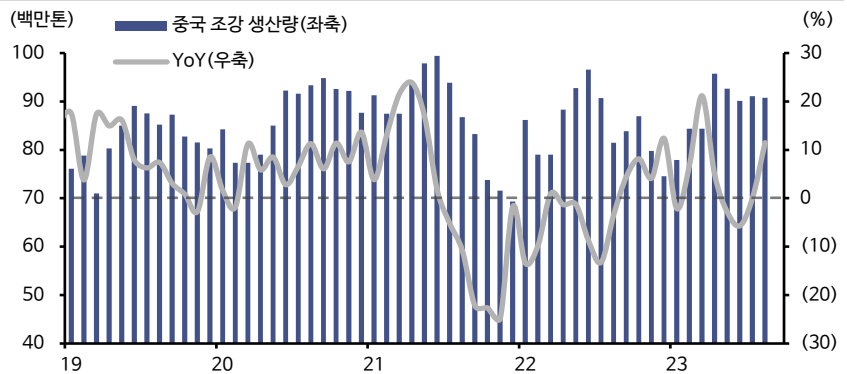
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2Q23 기준

팬오션 도입 예정 LNG선 현황

Size	척	인도 예정 시점	비고
174K CBM	4	2024.7, 8, 10, 11	Shell 대선계약 7년 (옵션 3+3)
	2	2024. 11 & 2025. 11	KGL 대선계약 12년 (옵션 4+4)
	3	2024. 12 & 2025. 3, 5	KGL 대선계약 15년(옵션5+5)
합계	9		

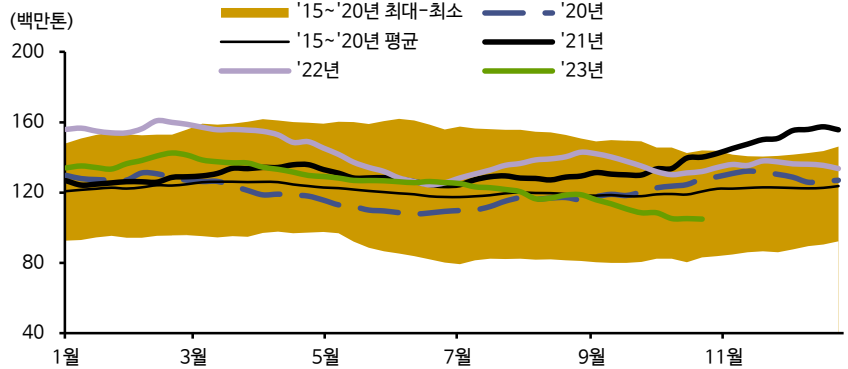
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2Q23 기준

중국 월간 조강 생산량



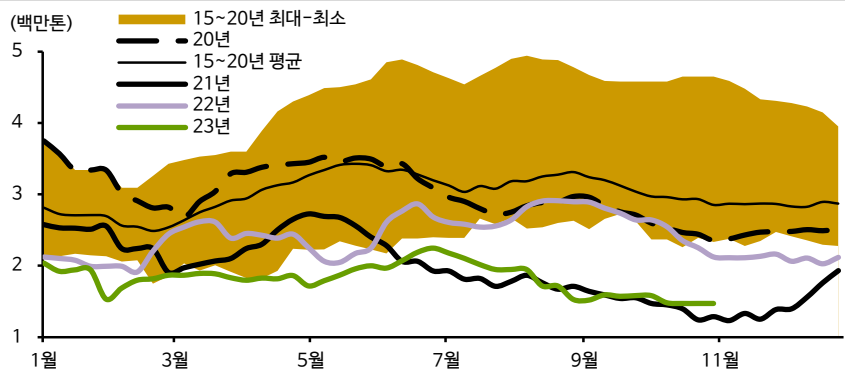
자료: Bloomberg, 신한투자증권

중국 철광석 항만 재고



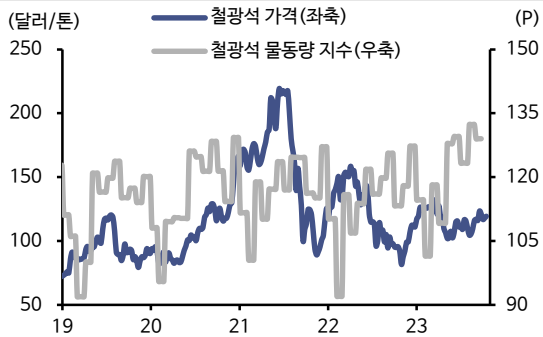
자료: Bloomberg, 신한투자증권

중국 석탄 재고



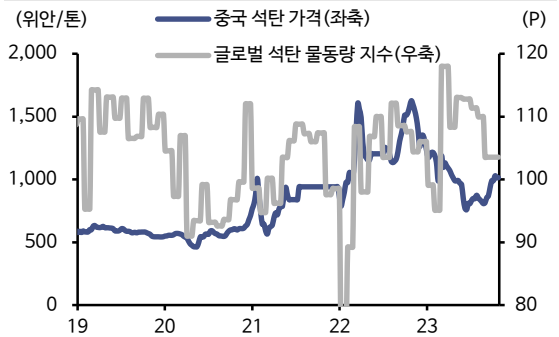
자료: Bloomberg, 신한투자증권

중국 철광석 가격, 글로벌 물동량 지수



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

중국 석탄 가격, 글로벌 물동량 지수



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

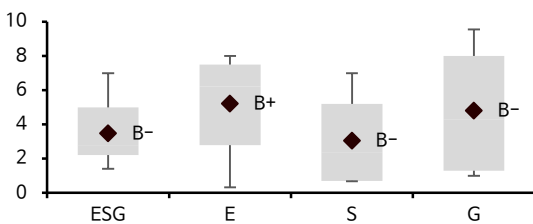
ESG Insight

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

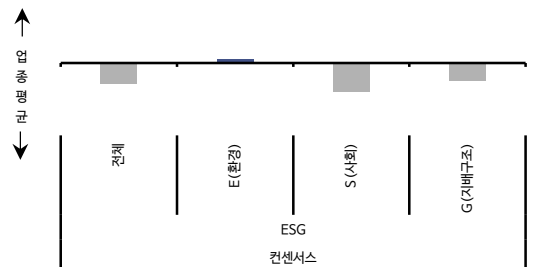
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

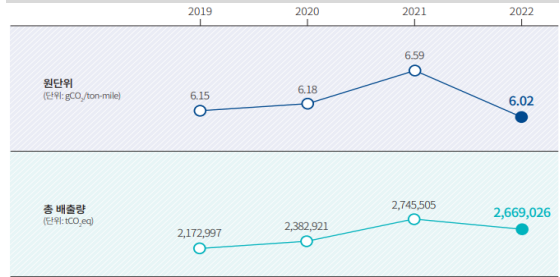
Key Chart

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 클린이코보사단; 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)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	6,488.8	7,548.9	8,172.5	9,325.2	9,647.3
유동자산	1,358.7	1,834.2	1,990.5	2,246.6	2,310.0
현금및현금성자산	521.6	744.6	722.5	942.8	959.3
매출채권	249.2	268.3	243.2	252.8	265.3
재고자산	108.2	129.1	126.3	131.3	137.8
비유동자산	5,130.1	5,714.7	6,182.0	7,078.6	7,337.4
유형자산	4,963.3	5,444.1	5,829.3	6,718.9	6,968.5
무형자산	6.5	7.2	10.4	10.4	10.4
투자자산	147.1	226.5	255.5	262.4	271.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,891.9	3,056.3	3,325.7	4,071.8	3,870.3
유동부채	1,149.4	1,226.8	1,424.2	1,469.1	1,527.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	236.8	242.4	245.4	255.1	267.7
유동성장기부채	325.9	320.7	283.6	283.6	283.6
비유동부채	1,742.5	1,829.6	1,901.5	2,602.7	2,342.5
사채	121.1	113.4	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	1,596.0	1,694.5	1,884.8	2,584.8	2,322.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,596.8	4,492.6	4,846.7	5,253.3	5,776.9
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	265.5	538.9	688.1	688.1	688.1
이익잉여금	851.3	1,474.7	1,679.7	2,086.2	2,609.8
지배주주지분	3,596.8	4,492.6	4,846.7	5,253.3	5,776.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*충차입금	2,250.9	2,340.1	2,608.4	3,325.7	3,086.5
*순차입금(순현금)	1,687.7	1,296.9	1,478.6	1,973.7	1,715.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	767.7	1,410.8	697.1	1,002.1	1,147.6
당기순이익	549.3	677.1	365.5	486.7	603.8
유형자산상각비	359.4	665.5	244.4	520.4	550.3
무형자산상각비	1.0	0.8	0.0	0.0	0.0
외환환손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	1.9	(1.1)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(8.9)	(26.6)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(129.0)	30.3	(85.1)	(5.1)	(6.6)
(법인세납부)	(4.3)	(5.0)	(5.3)	(5.0)	(7.5)
기타	(1.7)	69.8	177.6	5.1	7.6
투자활동으로인한현금흐름	(351.2)	(577.4)	(632.5)	(1,418.9)	(811.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(333.7)	(344.7)	(540.3)	(1,440.0)	(800.0)
유형자산의감소	0.2	16.7	32.0	30.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.1)	(1.2)	(2.5)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(4.0)	38.5	9.0	(7.0)	(9.1)
기타	(13.6)	(286.7)	(130.7)	(1.9)	(2.1)
FCF	458.1	1,142.9	95.9	(355.6)	461.7
재무활동으로인한현금흐름	(158.0)	(642.7)	(107.0)	637.1	(319.4)
차입금의 증가(감소)	12.3	(183.4)	106.9	717.3	(239.2)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(26.7)	(53.5)	(80.2)	(80.2)	(80.2)
기타	(143.6)	(405.8)	(133.7)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	25.5	32.4	20.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	284.0	223.0	(22.2)	220.3	16.4
기초현금	237.6	521.6	744.6	722.4	942.7
기말현금	521.6	744.6	722.4	942.7	959.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

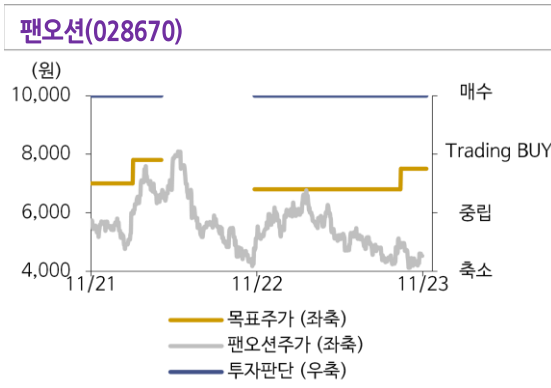
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	4,616.1	6,420.3	4,634.7	5,137.1	5,613.4
증감률 (%)	84.9	39.1	(27.8)	10.8	9.3
매출원가	3,950.4	5,520.4	4,066.5	4,441.5	4,761.5
매출총이익	665.7	899.9	568.2	695.6	851.9
매출총이익률 (%)	14.4	14.0	12.3	13.5	15.2
판매관리비	92.8	110.3	114.2	117.6	121.1
영업이익	572.9	789.6	454.0	578.0	730.8
증감률 (%)	154.4	37.8	(42.5)	27.3	26.4
영업이익률 (%)	12.4	12.3	9.8	11.3	13.0
영업외손익	(22.6)	(101.7)	(85.4)	(86.2)	(119.5)
금융손익	(29.9)	(53.6)	(62.8)	(90.8)	(119.8)
기타영업외손익	(5.3)	(66.5)	(18.6)	4.6	0.3
종속 및 관계기업관련손익	12.6	18.5	(4.0)	0.0	0.0
세전계속사업이익	550.4	688.0	368.6	491.8	611.3
법인세비용	1.1	10.9	3.0	5.0	7.5
계속사업이익	549.3	677.1	365.5	486.7	603.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	549.3	677.1	365.5	486.7	603.8
증감률 (%)	505.5	23.3	(46.0)	33.2	24.0
순이익률 (%)	11.9	10.5	7.9	9.5	10.8
(지배주주)당기순이익	549.3	677.1	365.5	486.7	603.8
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
종포괄이익	816.9	950.4	514.5	486.7	603.8
(지배주주)종포괄이익	816.9	950.4	514.5	486.7	603.8
(비지배주주)종포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	933.3	1,455.9	698.4	1,098.4	1,281.1
증감률 (%)	106.1	56.0	(52.0)	57.3	16.6
EBITDA 이익률 (%)	20.2	22.7	15.1	21.4	22.8

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	1,028	1,267	684	911	1,129
EPS (지배순이익, 원)	1,028	1,267	684	911	1,129
BPS (자본총계, 원)	6,728	8,404	9,067	9,827	10,807
BPS (지배지분, 원)	6,728	8,404	9,067	9,827	10,807
DPS (원)	100	150	150	150	150
PER (당기순이익, 배)	5.3	4.5	6.6	5.0	4.0
PER (지배순이익, 배)	5.3	4.5	6.6	5.0	4.0
PBR (자본총계, 배)	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4
PBR (지배지분, 배)	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (배)	4.9	3.0	5.6	4.0	3.2
배당성향 (%)	9.7	11.8	21.9	16.5	13.3
배당수익률 (%)	1.8	2.6	3.3	3.3	3.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	20.2	22.7	15.1	21.4	22.8
영업이익률 (%)	12.4	12.3	9.8	11.3	13.0
순이익률 (%)	11.9	10.5	7.9	9.5	10.8
ROA (%)	9.9	9.6	4.7	5.6	6.4
ROE (지배순이익, %)	17.2	16.7	7.8	9.6	10.9
ROIC (%)	12.6	14.4	7.7	8.8	10.2
안정성					
부채비율 (%)	80.4	68.0	68.6	77.5	67.0
순차입금비율 (%)	46.9	28.9	30.5	37.6	29.7
현금비율 (%)	45.4	60.7	50.7	64.2	62.8
이자보상배율 (배)	13.1	10.4	N/A	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	38.6	38.3	26.5	24.7	25.8
재고자산회수기간 (일)	6.5	6.7	10.1	9.2	8.7
매출채권회수기간 (일)	15.7	14.7	20.1	17.6	16.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 10월 27일	매수	7,000	(21.2)	(13.1)
2022년 02월 14일	매수	7,800	(13.7)	(2.8)
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	-	-

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 투자의 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 (2023년 11월 10일 기준)

매수 (매수)	92.62%	Trading BUY (중립)	5.33%	중립 (중립)	2.05%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------