

대한조선 (439260)

최대출력으로 상장, 오버행이 핵심

업종내 최고의 영업이익률

FY25 영업이익률 24% (+9% pts yoy) 기록. 월등한 이익률의 근거는 1) 완속된 싱글도크 가동 효율성, 2) 수에즈막스 탱커 반복건조, 3) 텐덤 공법과 공정 내재화 등이 있으나, 당사 추정 가장 큰 차이는 4) 높은 중국산 원재료 사용비중으로 인한 원자재 비용 절감에서 발생.

이익률 성장 여력에 대해서는 중립적 접근 필요

근거는 1) 원재료비와 가동률, 반복건조 등 비용 절감의 노력이 이미 최대치에 가까운 상황이며 2) FY27F 매출인식 선가의 FY26F 대비 소폭 하락. FY25 매출인식 물량의 선가는 US\$85m (23년 수주)가 대다수였으나, 올해는 US\$87-89m (24년 수주) 고선가 물량 매출 인식 진행하며 OPM 상승. 그러나 FY27F US\$85-87m으로 소폭 하락.

좋은 회사는 좋은 주식인가? 오버행에 대한 경계심 필요

2대주주 안다H자산(안다)는 24.89%의 지분 보유. 락업이 해제되는 2월 2일부터 오버행 리스크 존재. 안다는 근질권설정계약 기한을 2027년 10월 (기존 26년 7월)로 연장하며 지분 매각의 시점에 대한 여유를 확보, 당사는 이를 **오버행 리스크의 연장이라 판단**. 또한 FY25 기말 배당 지급 여부에 따라서 안다의 연내 블록딜 규모의 향방 또한 달라질 수 있음.

투자의견 HOLD, 목표주가 78,000원으로 커버리지 개시. 블록딜은 기회

목표주가는 FY26F EPS에 Target P/E multiple인 12x를 적용. Peer 대비 보수적 멀티플 적용은 FY26-28F 상대적 이익 성장 가시성 부족에 근거. 중장기 이익 성장 가능성에 대한 프리미엄 부여 이전에, FY26-27F 오버행 리스크로 인한 주가 조정은 불가피. 그럼에도, 향후 발생하는 안다의 지분 블록딜에 따른 단기 낙폭 확대는 매수 기회. 뒷부분에 정리한 2대주주 안다의 입장에 따라 매수 시점에 대한 접근법이 달라지는 중목. 주가 상승 트리거는: 1) 지속적인 수에즈막스 탱커 선가 상승, 2) 주주환원 정책 발표.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

HOLD (I)

목표주가 78,000원 (I)

직전 목표주가 0원

현재주가 (1/30) 69,600원

상승여력 12%

시가총액	26,814억원
총발행주식수	38,526,312주
60일 평균 거래대금	278억원
60일 평균 거래량	404,862주
52주 고/저	108,700원 / 57,700원
외인지분율	1.40%
배당수익률	0.00%
주요주주	케이에이치아이 외 15 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.9	(8.5)	0.0
상대	(16.2)	(28.5)	0.0
절대 (달러환산)	3.8	(9.4)	0.0

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	350	5.6	27.9	332	5.7
영업이익	95	36.3	43.2	80	18.5
세전계속사업이익	88	7.8	8.8	90	-2.3
지배순이익	45	-54.2	-32.0	69	-35.1
영업이익률 (%)	27.2	+6.1 %pt	+2.9 %pt	24.3	+2.9 %pt
지배순이익률 (%)	12.8	-16.7 %pt	-11.2 %pt	20.8	-8.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	816	1,075	1,228	1,327
영업이익	36	158	294	339
지배순이익	38	173	215	251
PER	-	-	10.5	10.7
PBR	-	-	2.4	2.2
EV/EBITDA	-	-	6.7	5.9
ROE	25.0	55.3	28.3	22.2

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

읽기 전에 알아야 할 것들 – 기업의 특징

단 1개의 도크와 이를 위한 높은 효율성

단 하나의 싱글도크 체제와 이를 소화하기 위해 특화된 내재화 공정을 보유하고 있다. 2도크 부지를 이미 보유하고 있으며 과거 확장을 시도했으나, 당시 업황의 악화로 현재는 방치되고 있으며 현재 계획은 향후 매립 예정이다.

중형 탱커선에 집중, 그것도 수에즈막스 급으로

설립 이래로 40척의 벌크선, 94척의 탱커, 6척의 컨테이너선 건조기록 보유. 현재는 아프라막스(115K급, 25척 건조)보다 수에즈막스(157K급, 20척 건조) 원유운반선 건조에 주력하고 있으며, 2척의 컨테이너선과 3척의 셔틀탱커도 수주잔고에 존재한다.

셔틀탱커는 매출은 기존 탱커 대비 1.5배 수준이나, 매출 상승분에 상응하는 기자재를 구입하기 때문에 수익성은 탱커와 비슷하다. 컨테이너선의 경우 트랙레코드가 다소 부족한 것은 사실이나, 과거 건조 당시 작업량 집중되는 구간 파악하여 현존 수주잔고 물량 건조시 수익성은 충분할 것이다.

유티 Capacity 또한 미 해군 협업 or 외부 수탁 블록 사업 확장 가능성은 낮은 상황

블록공장은 현재 강재처리 기준 5만 톤 (전체 27.6만 톤) 정도의 여유가 있으나, 이는 향후 동사의 1도크 B라인 추가물량 (해양실습선, 해수부 산하 선박 등의 소형 선박) 수주시 활용할 계획이다. 다시 말해, 향후 한미 조선 협력으로 인한 직접적 수주 혹은 간접적 수탁의 가능성은 낮은 상황이다.

상대적으로 낮은 인력 리스크

본사 인원 562명 중 노조원 100명 정도로 가입률이 낮으며, 해당 노조 또한 상급단체에 가입되어 있지 않은 상황이다. 추가적으로 24년 말 임금 3년치 인상을 일시에 적용하며, 호봉 상승분을 제외한 추가적인 임금 인상은 FY25-26F 발생하지 않을 예정이다. 현재 사내협력사 인원 2,100명 또한 23년 2,700명 대비 노동효율성 개선을 통해 축소해둔 상태이다.

2대주주는 FI, 최대주주도 장기적 FI

2대주주 안다H자산 (24.9%)은 EB를 통해 지분을 확대한 FI이다. 최대주주인 KHI는 케이조선 (49.8%)과 대한조선 (46.1%)을 모두 보유하고 있으나, 케이조선은 현재 매각 절차에 있다는 점을 감안한다면 장기적으로 대한조선 또한 매각 대상으로 바라보는 FI라고 판단한다.

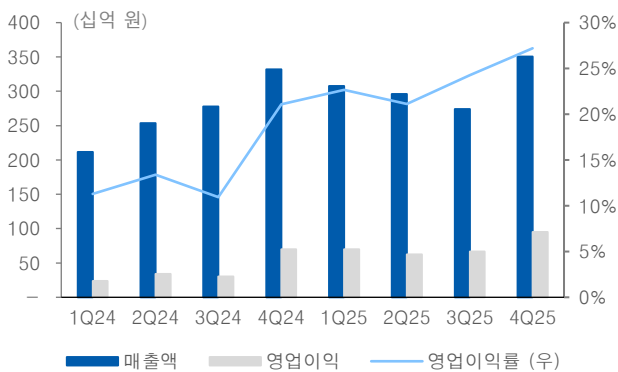
회사에 대한 이야기

극강의 노력, 최선의 결과, 역설적으로 제한적인 이익 성장의 여력

너무나도 높은 영업이익률이 가장 먼저 눈에 들어온다

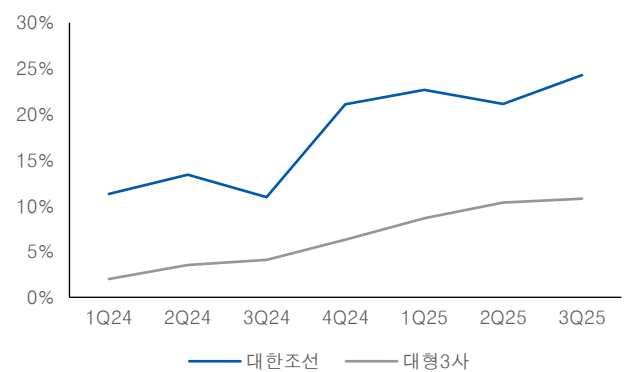
대한조선의 차별화 요인은 이익률이다. 당사는 FY25 영업이익률 24%의 매우 높은 수익성을 기록했다. 이는 국내 조선업체들 중 가장 높은 수준이며, 재작년 (4.4%)과 작년 (14.7%)의 영업이익률과 비교해도 매우 견조한 성장을 기록 중이다.

지속 상승을 기록중인 대한조선의 영업이익률은...



자료: 유안타증권 리서치센터, 대한조선

...국내 대형 조선업체들의 실적 개선세를 매우 상회



자료: 유안타증권 리서치센터, 각 사

고수익성 비결 Official: 텐덤 공법과 공정 내재화

동사의 높은 이익률에 대한 설명으로 예비투자설명서는 크게 1) 공정 내재화와 2) 텐덤 공법을 제시한다. 이러한 기술 자체는 다른 조선소들도 모두 보유한 기술이지만, 당사는 1) 단일 선형 (탱크) 중심의 표준화 2) 더욱 높은 내재화율, 3) 작은 고정비 구조를 결합해 생산성을 극대화한 것처럼 보인다.

대한조선: 공정 내재화 현황



자료: 유안타증권 리서치센터, DART

대한조선: 텐덤 공법



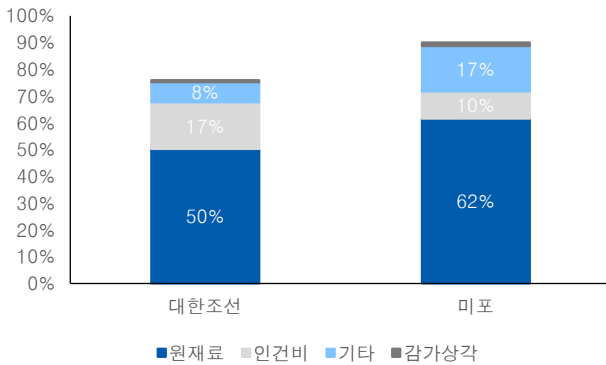
자료: 유안타증권 리서치센터, DART

고수익성 비결 Unofficial: 높은 중국산 원재료 사용비중

중형 선박을 건조하기 때문에 대형 선박 제조업체 대비 높은 도크 회전율로 실적 개선세가 더욱 가파르게 드러났다고 볼 수도 있으나, 가장 근접한 중소형 조선업체 peer인 HD현대미포 (미포)와 비교해도 매우 가파른 이익률 개선세는 비용 절감에 기인한다.

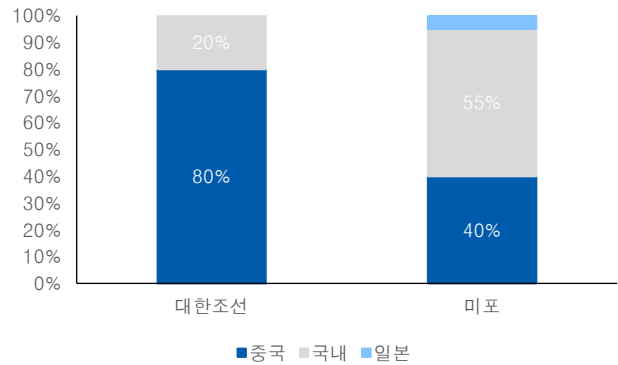
1H25 기준, 미포의 매출대비 원재료비의 비중은 61.5%인 반면, 동사는 50.2%에 불과하다. 인건비의 경우 미포가 낮게 보이는 이유는 외주가공비가 기타부문에 포함되어 있기 때문이라 추정한다. 결국, 상반기 미포 (9.9%)와 동사 (24%)의 14% pts 수준의 **GPM 격차는 결국 11.3% pts라는 매우 큰 원재료비 비중의 차이에서 발생한다**. 동사는 국내 조선3사 대비 중국산 원재료 사용 비중이 월등히 높다. 강재의 경우 전체 사용량의 80% (HD현대 40%)가 중국산이며, 벌크성 자재 (볼트, 너트, 장갑, 용접봉) 또한 중국산을 사용하고 있다 (이는 모두 사전에 선주와 협의 완료).

1H25 기준 매출대비 원재료 사용액의 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, DART

대한조선의 높은 중국산 강재 사용 비중



자료: 유안타증권 리서치센터

수익성 추가 개선의 여력: 2026년 확신의 개선, 2027년 피크아웃 가능성은 존재

동사의 FY25F 매출인식 수에즈막스 탱커의 평균 선가는 US\$84m 수준이나, FY26F 매출인식 예정인 수주잔고내 선박들의 평균 선가는 US\$87m으로 상승한다. 원재료비와 인건비의 소폭 상승 가능성이 있으나, 작년 말 3년치의 연봉 동결 (호봉상승분 제외)과 추가적인 벌크성 자재 비용 절감 노력 등을 고려한다면 FY26F 영업이익이익률은 상승을 이어갈 것이라 예상한다.

FY25 수주한 선박들 (FY27F 매출인식분)의 평균 선가가 US\$86m으로 소폭 하락함과 동시에, 비용 상승의 불확실성을 고려한다면 FY27F 영업이익이익률은 전년대비 하락 가능성이 존재한다. 다만 1M26 수주한 4Q28-1H29 인도물량의 선가는 US\$88까지 상승하여 FY28F 이익률의 성장 재개 여력은 존재한다.

주식에 대한 이야기

좋은 회사인데, 좋은 주식인가?

안다 H 자산 보유지분 오버행 리스크

동사의 2대주주 안다 H 자산(안다)는 24.89%의 지분을 보유 (취득단가 13,034원)하고 있다. 현재 주가대비 매우 낮은 취득단가를 고려한다면 락업이 해제되는 26년 2월 2일부터 오버행 리스크가 부각될 수 있다.

25년 10월, 리캡을 통해 원금 상환을 마무리했고 동사 지분에 대한 근질권설정계약 기한을 2027년 10월 (기존 26년 7월)로 연장하였는데, 이는 안다의 입장에서 지분 매각의 시점에 대한 여유를 확보한 것이다. 당사는 이를 **오버행 리스크의 연장이라 판단한다.**

높은 지분율, 여유로운 시간 = 분할 블록딜 = 중, 단기 주가상승 제한

안다의 입장에서는 서둘러 지분 전량 매각을 할 필요가 없다. 즉, 24.9%의 지분에 대한 분할매각이 가능하고, 이는 해당 오버행의 완전 해소에 최소 1년 이상의 기간이 소요될 것을 의미한다. KKR의 HD현대마린솔루션 매각 사례로 보아도, 1차 (4.5%)와 2차 (9.5%) 블록딜 규모 범위를 감안한다면 안다는 2-3차례 이상의 분할 블록딜 가능성이 높다

25년 발생한 주요 블록딜의 매각 규모와 할인율

날짜	기업	보유자	기존 지분	매각 지분	매각후 지분	할인율
Feb-25	HD 현대마린솔루션	KKR	24.0%	4.5%	19.5%	9.3%
Apr-25	한화오션	산업은행	19.5%	4.3%	15.2%	8.5-9%
May-25	HD 현대마린솔루션	KKR	19.5%	9.5%	10.0%	9.5%
Aug-25	LG CNS	맥쿼리자산운용	21.5%	5.6%	15.9%	8.4%

자료: 유안타증권 리서치센터, 언론 종합

그리고, 동사의 FY25 순현금 전환으로 인한 **배당 여부에 따라 안다의 향후 지분 매각 방향성이** 정해질 것이라 예상한다.

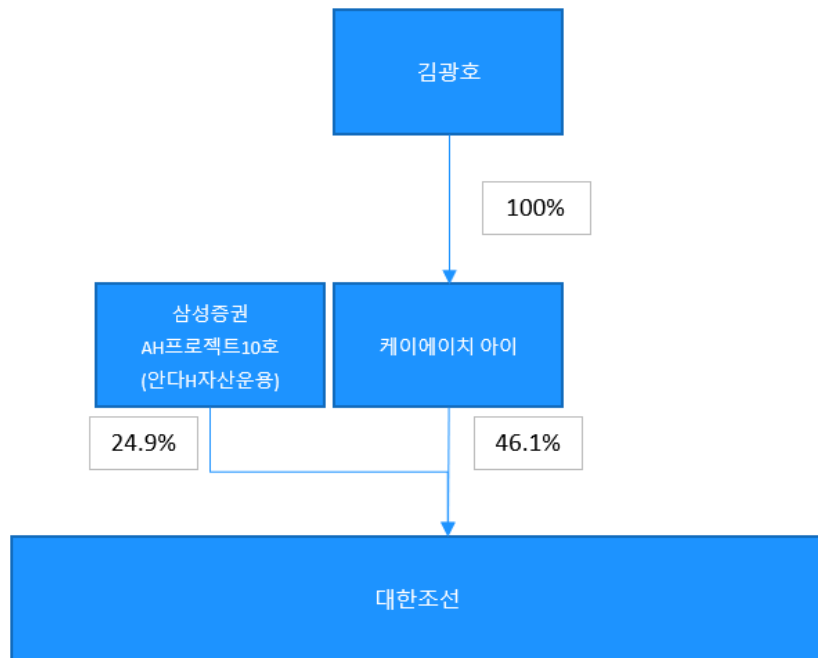
기업공개, 재무구조 개선, 현금 누적, 향후 배당. 안다의 입장은?

동사는 올해 본업의 이익 개선세에 더불어 기업공개를 통해 재무구조를 개선했다. 3Q25 기준 24년말 대비 이자발생부채가 -93% 감소하여 240억 원에 불과하며, 현금성자산은 5,700억으로 늘어나 순현금 전환하였다. 향후 의미있는 CAPEX 계획이 없는 동사의 입장을 고려한다면 이는 **주주환원의 재원으로 쓰일 것이라 예상하나, 문제는 FY25 배당 여부에 따른 안다의 입장 변화**이다.

Case 1) FY25 기말 **배당 지급시**, 안다의 리캡에 이은 추가적인 조기 현금 회수가 가능하며 (=IRR 제고) 2월초 락업 해제시 단기 블록딜 규모 확대에 대한 수요가 증가할 것이라 판단한다. 투자자 관점에서 안다의 (물론 수 차례겠지만) **빠른 매각을 오버행 리스크의 해소로 여길 수 있**겠으나, 이는 기술적으로 FY26F 연내 블록딜 물량의 **절대적 증가**로 이어진다. 그럼에도, 투자 기간을 FY27F까지 확대시 중기 오버행 리스크를 대폭 축소시킬 가장 강한 촉매이다.

Case 2) FY25 기말 **배당 미지급시**, 안다는 FY26F 기말 배당 수취액 확대를 위해 **연내 블록딜 규모를 축소할 가능성이 존재**한다. 안다 입장에서는 FY26F 배당을 받지 않고 떠날 이유가 사라지는 것이므로, 향후 수 차례의 블록딜에서 FY26F 기말 이후 블록딜 규모가 가장 큰 heavy-tailed 구조를 보일 수 있다. 이 경우 **오버행은 사실상 FY27F까지 지속**되며 주가상승에 가장 큰 장애물이 될 것이라 예상한다.

대한조선 지분구조



자료: 유안타증권 리서치센터

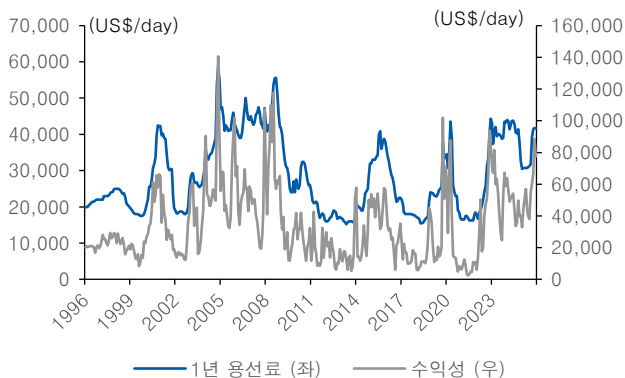
업황에 대한 이야기

수에즈막스 탱커 시황은 최고조

운임 급등, 선박 대비 잔고 비중도 2017년 이후 최고점

동사의 수주 업황은 절대적으로 수에즈막스 탱커 시장의 영향을 받는데, 이는 이미 운임과 수주 잔고 측면에서 상당한 회복세를 보인 상태다. 급격한 수익성 반등 (25년 1월 US\$33K/day에서 현재 US\$85.6K/day) 뿐만 아니라, 1년 정기 용선료 또한 연중 회복 (25년 1월 US\$30.5K/day에서 현재 US\$42K/day)하는 모습을 보이며 탱커 시황은 견조한 흐름을 보이고 있다.

상당한 호조를 보이는 수에즈막스 탱커 시황



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

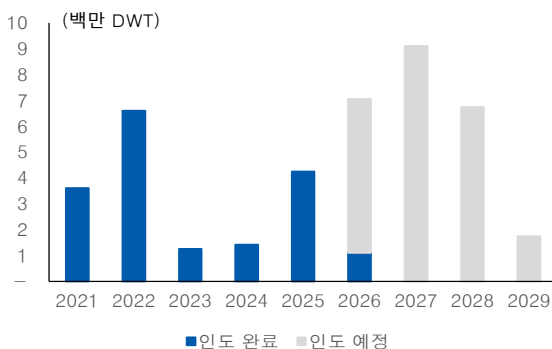
선박 대비 수주잔고 비중 또한 2012년 이후 최고점



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

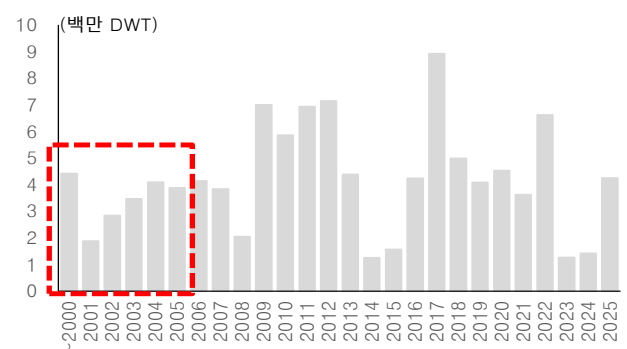
이에 따라 선박 대비 수주잔고도 또한 상승세를 보이며 2017년 이후 처음으로 20%를 초과하였다. FY26-28F 수에즈막스 탱커의 인도량 (2,200만 DWT)은 FY23-25F 인도량 (700만 DWT)의 3 배 수준이며, 이는 현존 선박량의 ~05년 인도량 물량을 교체할 수 있는 수준이다.

FY23-25 수에즈막스 인도량 690 만 DWT 대비 FY26-28 2,290 만 DWT



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

이는 2005년 인도물량까지 대체할 수 있는 수준



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

밸류에이션 및 목표주가

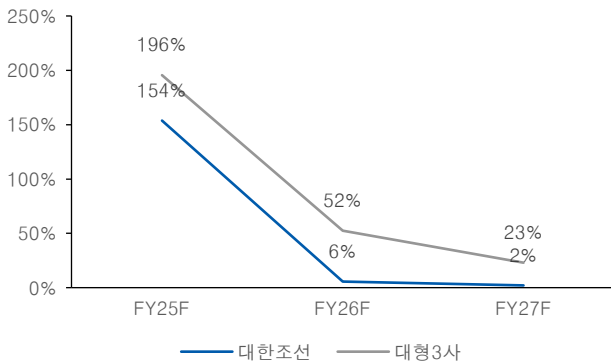
목표주가 78,000원, 투자 의견 중립 제시

상방을 막는 것은 오버행, 저가매수의 기회 또한 오버행

목표주가 78,000원은 FY26F EPS 에 Target P/E multiple 12배를 적용한 결과이다. 업종내 peer 대비 밸류에이션 멀티플을 보수적으로 제시하는 이유는, 외형과 이익의 규모가 이미 상당 부분 개선이 완료된 상태이기 때문이다. 높은 P/E multiple 은 중장기 이익 성장에 대한 현재의 할증 수단인데, 동사의 이익 성장여력은 경쟁업체 (혹은 대형 조선업체) 대비 제한적이다.

중장기 이익 성장성으로 인한 밸류에이션 할증에 대해서도 중립적인 접근을 취하는데, 이는 FY26-27F 오버행 리스크로 인한 주가 조정이 불가피할 것이라 판단하기 때문이다. 그러나, 향후 안다의 보유지분 블록딜에 의한 낙폭 확대가 발생할 경우에 대해서는 매수 기회가 될 것이라 판단한다.

대한조선과 국내 조선 대형 3사 (한화, 현대, 삼성) 연간 yoy 영업이익 증가율



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

상장 이후 업종 평균 대비 주가 하회, 오버행 리스크의 발현



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

대한조선: Valuation

	FY26F
지배주주순이익 (십억 원)	251
Target P/E	12
적정가치 (십억 원)	3,012
발행주식수 (천 주)	38,526
목표주가	78,000

자료: 유안타증권 리서치센터

대한조선 (439260) 추정재무제표 (K-IFRS)

손익계산서			(단위: 십억원)		
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	816	1,075	1,228	1,327	1,335
매출원가	762	895	910	960	995
매출총이익	55	180	318	366	340
판관비	19	22	24	27	29
영업이익	36	158	294	339	311
EBITDA	47	170	306	351	323
영업외손익	-7	-2	0	4	7
외환관련 손익	0	11	0	0	0
이자손익	-13	-16	-2	13	15
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	6	4	2	-8	-8
법인세비용차감전순이익	29	156	294	344	318
법인세비용	-10	-16	79	93	86
계속사업순이익	38	173	215	251	232
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	173	215	251	232
지배지분순이익	38	173	215	251	232
포괄순이익	36	170	212	248	230
지배지분포괄이익	36	170	212	248	230

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-110	158	186	230	217
당기순이익	38	173	215	251	232
감가상각비	11	12	12	12	12
외환손익	0	-12	0	0	0
중속, 관계기업 관련 손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-140	-11	-54	-46	-39
기타 현금흐름	-20	-3	13	13	13
투자활동 현금흐름	25	-5	-247	-36	-11
투자자산	2	0	-7	-5	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-18	-6	-10	-10	-10
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타 현금흐름	41	1	-230	-21	-1
재무활동 현금흐름	127	78	1	-121	-121
단기차입금	118	144	-324	-5	-5
사채 및 장기차입금	2	-66	-76	0	0
자본	-730	112	400	0	0
현금배당	0	0	0	-116	-116
기타 현금흐름	737	-112	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-1	14	12	9	19
현금의 증감	40	246	-49	83	105
기초 현금	28	68	314	265	348
기말 현금	68	314	265	348	453
NOPLAT	48	174	294	339	311
FCF	-128	153	176	220	207

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

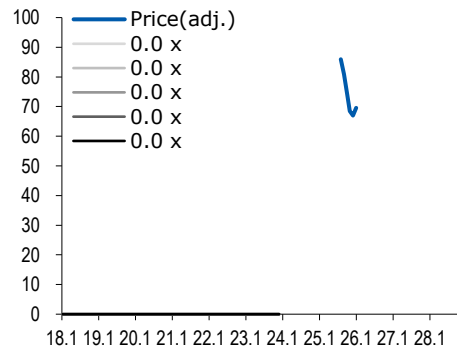
재무상태표			(단위: 십억원)		
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	427	902	1,041	1,185	1,295
현금및현금성자산	68	314	265	348	453
매출채권 및 기타채권	1	29	29	31	32
재고자산	39	33	38	41	41
비유동자산	386	448	452	455	454
유형자산	361	353	351	349	348
관계기업등 자본관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	2	49	56	61	61
자산총계	813	1,349	1,493	1,640	1,749
유동부채	468	832	396	410	404
매입채무 및 기타채무	90	144	132	131	129
단기차입금	190	286	26	21	16
유동성장기부채	2	20	0	0	0
비유동부채	173	64	31	33	33
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	153	0	0	0	0
부채총계	641	896	427	442	437
지배지분	171	453	1,066	1,198	1,312
자본금	53	153	193	193	193
자본잉여금	36	48	408	408	408
이익잉여금	39	212	427	562	679
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	171	453	1,066	1,198	1,312
순차입금	287	80	-501	-611	-723
총차입금	362	440	41	36	31

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,640	12,457	6,312	6,515	6,032
BPS	16,290	14,854	27,657	31,100	34,060
EBITDAPS	4,462	12,291	8,997	9,119	8,379
SPS	77,555	77,586	36,086	34,434	34,656
DPS	0	0	0	3,000	3,000
PER	-	-	10.5	10.7	11.5
PBR	-	-	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	-	-	6.7	5.9	6.1
PSR	-	-	1.8	2.0	2.0

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	17.7	31.7	14.2	8.0	0.6	
영업이익 증가율 (%)	1,002.3	340.3	86.1	15.4	-8.4	
지배순이익 증가율 (%)	흑전	350.6	24.4	16.8	-7.4	
매출총이익률 (%)	6.7	16.8	25.9	27.6	25.5	
영업이익률 (%)	4.4	14.7	23.9	25.6	23.3	
지배순이익률 (%)	4.7	16.1	17.5	18.9	17.4	
EBITDA 마진 (%)	5.8	15.8	24.9	26.5	24.2	
ROIC	12.8	38.4	45.9	50.5	45.3	
ROA	4.6	16.0	15.1	16.0	13.7	
ROE	25.0	55.3	28.3	22.2	18.5	
부채비율 (%)	374.0	197.6	40.1	36.9	33.3	
순차입금/자기자본 (%)	167.2	17.6	-47.1	-51.0	-55.1	
영업이익/금융비용 (배)	2.4	7.4	23.0	164.9	173.6	

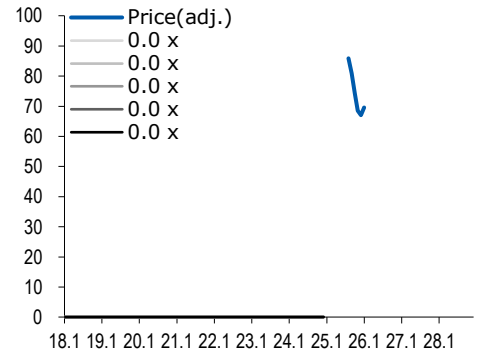
P/E band chart

(천원)

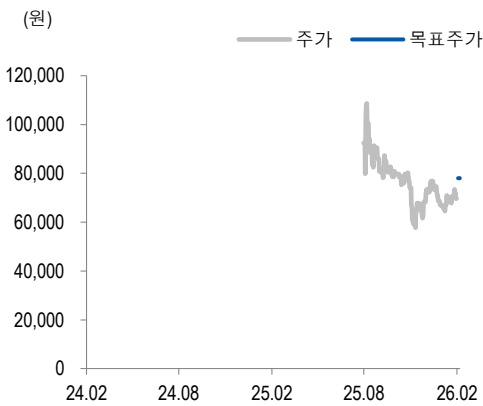


P/B band chart

(천원)



대한조선 (439260) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비 최고(최저) 주가 대비	
2026-02-02	HOLD	78,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.8
Hold(중립)	5.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-02-01

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

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

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