

조선

방산 관련 아이디어 중간점검



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

날씨만큼 뜨거웠던 조선업종 – 이익 체력 개선, 방산은 날개

업종 전체적인 펀더멘탈 이익 개선세 (~FY27F)가 보장된 상황에서 방산이라는 긍정적 투자 심리 반영. 투자자 입장에서 2분기 호실적은 리스크 해소와 동시에 하반기 미국발 방산 관련 추가 Catalyst를 기다릴 수 있는 시간적 여유를 제공. 이후 MASGA펀드까지 등장하며 업종에 대한 관심은 최고조 상태. MRO, 함정 신조, LNG 프로젝트까지 모든 관심은 미국에.

MRO에는 중립적 접근, 군산 조선소 MRO 기지화는 불가능

국내 중소형 조선업체들의 미 해군 MRO 수주로 인한 수혜 여력은 상대적으로 제한적이라 판단하며 최근 보도된 군산항 MRO기지 건설 가능성에 대해서도 보수적 입장 유지. 비전투 함에 대한 국내 MRO 발주물량은 여전히 크지 않을 것이라 예상하며, 오히려 대미 투자에 합류할 수 있는 규모의 대형 조선업체의 사업 확장 여력이 더 크다고 판단.

미 해군 함정 건조는 블록의 가능성이 여전히 가장 높다고 판단

7월 3일 발간한 내용과 같이, 미 해군함 함정 건조사업 수주시 국내 조선업체들의 완전건조 (Whole-ship) 수주 가능성은 현재 매우 제한적이라고 판단. 함정 블록 건조의 가장 큰 장점은 기밀 요소가 없어 상선 야드 사용이 가능하다는 점. 다시 말해, 추가적인 특수선 전용 도크의 확장 없이 현존 도크의 유휴 capacity 활용이 가능함. 이에 대해서도 가장 먼저 대형 조선업체들이 수혜를 받을 것이라 판단.

MASGA를 통한 손해는 없다. 미국이 원하는 건 극강의 생산 효율성

일각에서는 MASGA 프로젝트로 인해 주요 선박 건조 사업이 미국에 잔류하며 국내 조선업체들의 수혜폭이 제한적일 수 있다는 의견이 제기되나, 이러한 가능성은 매우 제한적이라고 판단. 분명히 인지해야 하는 것은 미국이 배를 만들 줄 몰라서 이 상황까지 쇠퇴한 것이 아니라 구조적 생산비가 너무나도 높기 때문이고, 그렇기에 국내 조선업체들과의 협업의 핵심은 합리적 비용 선에서의 단납기 조달을 통한 해군 함정 인도의 정상화라는 점.

비중확대 의견 유지, Top-pick은 여전히 HD한국조선해양

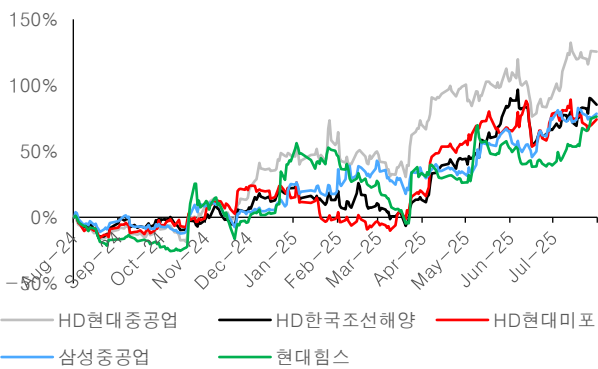
대형 조선업체들의 수혜 가능성에 대한 상대적 선호의견을 제시하며 비중확대 의견 유지. 업종내 Top-pick은 여전히 HD한국조선해양. 근거는 1) KCC의 동사지분 대상 EB발행 이후 교환청구일이 도래하여 단기 하락 압박의 해소, 2) 배당 구조상 그룹내 현금공간 역할을 하며 3) 이 재원을 활용해 미국에 직접적인 투자를 하는 HD산하 조선업체가 될 것이라 예상. 금일 KCC가 7월 3일 발행한 동사 2.06백만 주 EB의 교환청구일 도래하여 단기 낙폭 발생시 저점매수 기회가 될 것이라 예상.

종목	투자의견	목표주가 (원)
HD 한국조선해양	BUY(M)	494,000(M)
HD 현대중공업	BUY(M)	573,000(M)
삼성중공업	BUY(M)	25,000(M)
HD 현대미포	BUY(M)	254,000(M)
HD 현대마린솔루션	BUY(M)	225,000(M)
현타터 인겔스	Not Rated(I)	-(I)

여름 날씨만큼 뜨거웠던 조선업종 – 이익 체력 개선, 방산은 날개

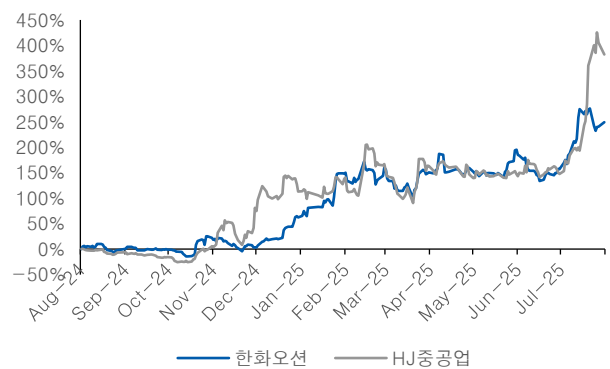
지난 1년간 조선업종의 전체 주가는 고공행진을 기록했다. 여기에는 두 가지 요인이 있는데 1) 사실상 보장된 이익 개선세 (~FY27F까지)와 2) 미 해군향 방산 관련 수주 기대감이다. 이는 각각 펀더멘탈과 투자심리라는 주가 상승의 두 가지 필수 조건을 “차고 넘치게” 충족시켰다. 특히, 미 해군향 방산 수주의 진전을 기다리는 투자자 입장에서 2분기 호실적은 리스크 해소와 동시에 하반기 미국발 방산 관련 추가 catalyst를 기다릴 수 있는 시간적 여유를 제공하였고, 이후 1,500억불 규모의 MASGA펀드까지 등장하며 업종에 대한 관심은 최고조 상태에 도달했다.

최근 12개월 지속적인 주가 상승을 경험한 국내 조선업종 (1)



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

최근 12개월 지속적인 주가 상승을 경험한 국내 조선업종 (2)



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

다같이 날아오를 때의 불안함 – 누군가는 분위기에 편승했다

이렇듯 업종 내 전체적인 주가가 호조를 보일 때, 투자자 관점에서 발생하는 우려는 옥석 가리기에 대한 어려움이다. 우호적인 투자심리가 반영되는 구간에서는 업종 전체가 주가 상승을 누릴 수 있지만, 이후 실질적인 이벤트가 발생했을 때는 선택받은 종목과 그렇지 못한 종목이 명확히 나뉘어진다. 따라서 당사는 현재 기대감을 갖고 있는 업종 내 주요 사업들에 대한 의견을 정리하여 제시한다.

국내 대형 조선업체가 미 해군향 함정 블록 수주를 통해 수혜를 받을 것이며, 이는 비전투함 완전 건조 사업보다 더 큰 규모의 시장에 진입하는 것이라 예상된다. 그러나, MRO사업에 관해서는 그 범위가 US Military Sealift Command (MSC) 휘하의 보조함정에 국한되어 수혜의 폭이 제한적일 것이라 예상된다. MASGA 프로젝트는 한미 조선 협력의 교두보 역할을 할 것이 분명하며, 대미 투자로 인해 국내 업체들의 수혜폭이 제한될 수 있다는 우려는 다소 현실성이 없다.

MRO에는 중립적 접근, 군산 조선소 MRO 기지화는 불가능

정부 주도 MASGA 프로젝트와 함께, MRO 사업에 대한 기대감도 커지고 있다. 정부 주도 하의 MRO 특화단지 조성 및 중형 조선사 인수를 통한 MRO 기지화 가능성이 대두되며 몇몇 중형 조선사의 주가에 이러한 기대감이 반영되고 있다. 뿐만 아니라 M&A, IPO 시장에서도 이와 관련된 업체들의 매각 및 상장에 관심이 집중되고 있다. 그러나, 당사는 현재 국내 조선업체들이 진입할 수 있는 MRO 시장 규모를 감안했을 때 이러한 기대감에 대한 **중립적 접근이 필요하다**고 판단한다. 정책적 지원과 맞물려 잠재적인 시장 진입자들의 몸값이 올라가고 있지만, 결국 이를 충족시킬 만한 수요가 발생해야만 이러한 기대를 충족시킬 수 있기 때문이다.

통상 연간 20조원이라 언급되는 미 해군의 MRO 관련 예산은 OMN (Operation & Maintenance, Navy)와 OPN(Other Procurement, Navy)로 나뉘는데, 2025년 미 해군의 합정 유지보수 예산 항목은 OMN에 121억 불, OPN에 24억 불이 배정되었다. OMN은 미국내 위치한 공공 조선소에 집행되는 예산이며, OPN은 2020년부터 시범적으로 미국내 민간 조선소도 합정 유지보수가 가능하도록 예산 집행을 허가하고 있다. **한국 조선소들이 참여할 수 있는 시장의 규모는 연간 1.5조원 수준이다** (MSC 산하 지원함). MSC 산하 지원함의 배치가 전 세계에 퍼져 있다는 점을 감안한다면 이 규모 또한 다시 한 번 축소될 것이라 판단한다.

국내 조선업체들이 수주할 수 있는 MRO 사업의 시장 규모는 연간 1.5조원 수준이며, MSC 산하 글로벌 선대 중 일부만 가능

항목	대상	예산	적용대상	정비 위치	해외 조선소 외주 여부
OMN	USS	\$75bn (MRO \$121억)	전투함정 (USS)	공공 조선소	불가
OPN		\$16bn (MRO \$24억)	전투함정 (USS)	미국 민간 조선소	제도 개선시 가능
MSC	USNS	\$4.5bn (MRO \$11억)	보조함정 (USNS)	미국 및 해외 민간 조선소	가능

자료: 유안타증권 리서치센터, US DON Transportation MSC FY2025 budget, US DON FY2025 budget

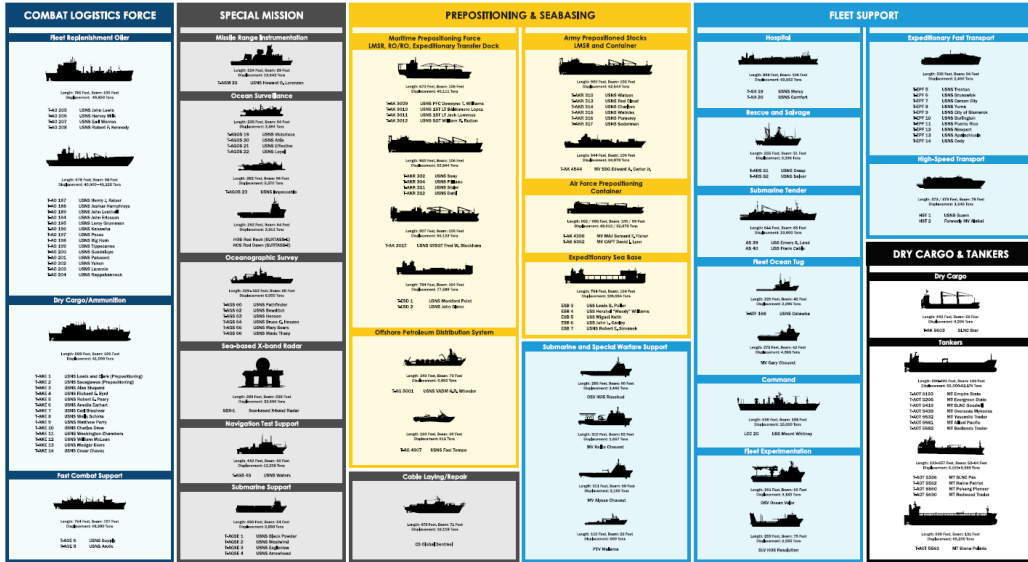
미 해군은 2~7함대로 권역별로 나누어 운용되고 있으며, MSC 또한 권역별 거점을 두고 있음



자료: 유안타증권 리서치센터, MSC Handbook

현재 국내 조선업체들이 수주를 할 수 있는 MRO 물량은 MSC 산하의 USNS (비전투함) 뿐인데, 2025년 1월 기준 MSC는 122척의 선박을 보유하고 있다. 각 선박들은 세계 각지에 분포하고 있으며, MSC는 이미 한국뿐만 아니라 인도, 크로아티아, 이탈리아, 몰타, 바레인, 두바이, 오만 등의 국가에 MRO 계약을 발주한 경험이 있다.

2025년 1월 기준 MSC 휘하 전체 선박



자료: 유안타증권 리서치센터, US MSC

해당 선박은 세계 각지에서 운용되고 있을 것이지만, 동북아시아에 상당수가 배치되었다는 전제 하에 국내 조선업체들이 입찰 대상자가 될 수 있는 선박을 60척 정도로 상정한다 (US Navy 산하에서도 동아시아 일대를 담당하는 7함대가 단일 함대 중 가장 많은 선박을 보유하고 있기 때문). 통상적으로 상선의 Dry-dock MRO가 5년에 1회 정도 있다는 점을 감안하면 향후 1년에 12척 정도의 MSC 선박 MRO 물량이 국내 조선업체에 할당될 수 있다. 또한 기준에 국내 조선업체에서 기수주한 MRO의 계약 금액이 “수백억 원”이라는 점까지 고려하여 아래와 같은 시나리오를 도출했다.

국내 조선업체들의 MSC 산하 비전투함에 대한 연간 매출 및 영업이익 시나리오

	Bear-case	Base-case	Bull-case
MSC 운용 선박 (척)	122		
아시아 권역 배치 (척)	50	60	70
MRO 주기 (년)	6	5	4
연간 수주가능 선박 (척)	8.3	12.0	17.5
척당 매출 (십억 원)	40	50	60
연간 매출 (십억 원)	333	600	1,050
OPM	5%	10%	15%
연간 영업이익 (십억 원)	16.7	60.0	157.5

자료: 유안타증권 리서치센터

군산조선소의 MRO 기지화에 대해서도 매우 보수적인 입장을 유지한다. 기본적으로, 군산조선소는 도크의 면적이 너무 넓어 MRO 기지로는 적합하지 않다. 현재 군산조선소의 도크 규모로는 포드급 항공모함 (면적 26,000m²) 3척이 들어간다. 현재 MSC 보유 선박중 가장 큰 USNS Watson의 면적이 9,000m²이다.

두 번째로, 지정학적 관점에서 군산은 미국이 원하는 위치가 아니다. 미국 육, 해, 공군이 합작해서 발표하는 Joint Doctrine에 의하면 MRO 기지와 같은 핵심 자산은 무기 교전 구역 (Weapon Engagement Zone)에 대한 고려를 동반해야 하는데, 군산의 경우 중국 본토와 거리가 가까워 산둥 반도에서 발사 가능한 단거리 탄도미사일에 피해를 입을 수 있다. 서해안은 중국의 EEZ에 전반적으로 노출되어 있기도 하며 최근 분쟁이 확대된 지역이다.

또한, 정치적인 반발과 후방 자원과의 연결 편의성을 고려하여도 군산은 매력적인 선택지가 아니다. 군산 기준 북서쪽에 위치한 보하이 만에는 중국 유일 핵잠수함 조선소인 보하이 조선소가 위치해 있고, 대련조선소 또한 대형 군함을 건조한다. 즉, 군산에 MRO 기지를 건설하는 것 자체만으로 미중 상호 군사적 대립이 심화될 수 있다. 또한 군산은 미 해군이 주둔하고 있는 일본과의 물리적 거리 또한 상당히 길다.

지리적 특성상 MRO 기지로서의 매력이 떨어지는 군산



자료: 유안타증권 리서치센터, 조선일보

군산이 안되면 중형 조선소는? 가능한 하겠지만 왜 그래야 하는가

반대로, 도크의 면적을 고려할 경우 오히려 HJ 중공업의 영도조선소 혹은 케이조선의 진해조선소와 같은 중형 조선소가 MRO 기지화 가능성이 존재한다. 아래 표와 같이 주요 MSC 산하 선박들을 수용할 만한 적당한 규모의 도크를 보유하고 있다.

중형 조선소의 경우 MSC 산하 선박들을 수용할 만한 면적 보유

	조선소	길이 (m)	폭 (m)	면적 (m ²)
현대중공업	군산조선소	700	115	80,500
HJ중공업	영도조선소 (도크 다수)	233	35	8,138
케이조선	진해조선소	385	74	28,490
	선박명	길이 (m)	폭 (m)	면적 (m ²)
한화오션	USNS Yukon	203	29	5,980
	USNS Wally Schirra	207	32	6,573
	USNS Charles Drew	207	32	6,573
현대중공업	USNS Alan Shepard	207	32	6,573
	USNS Watson	285	32	9,063

자료: 유안타증권 리서치센터, US MSC, 언론 종합

문제는 해당 중형 조선사들의 MRO 사업 진출에 대한 불확실성이다. 현대중공업이나 한화오션과 같은 1) 기수주 상선 물량이 충분하면서도 2) 동시에 MRO 를 진행할 수 있는 대형 조선업체와 달리, 중형 조선사의 도크 사이즈를 고려했을 때 해당 도크는 완전한 MRO 목적을 위해 쓰여야 한다. 도크의 MRO 기지화를 위해 중형 조선사들이 확신을 가져야 할 조건들은 아래와 같다.

중형 조선사들의 MRO 기지화 결정을 위해 필요한 조건들



자료: 유안타증권 리서치센터

미 해군 함정 건조는 블록의 가능성이 여전히 가장 높다고 판단

7월 3일 발간한 보고서의 내용과 같이, 미 해군함 함정 건조사업 수주 시 국내 조선업체들의 완전건조(Whole-ship) 수주 가능성은 현재 매우 제한적이라고 판단하며 블록 건조 형태의 계약이 가장 합리적일 것이라 예상한다.

FY26-30 미국내 공사 착수 예정 (=블록 수주 가능성이 있는) 미 해군 함정 목록과 건조단가

	분류코드	함종	역할	단가 (백만 불)	플랫폼 건조단가 (백만 불)	FY26-30 공사착수 척수	플랫폼 건조단가 총액 (백만 불)	비중
전투	1045	Columbia Class Submarine	전략 핵잠수함	9,283	5,768	3	84,810	89%
	2013	Virginia Calss Submarine	공격형 핵잠수함	5,759	3,829	9		
	2122	DDG-51	구축함	2,500	1,400	14		
	2127	Littoral Combat Ship	연안전투함	544	466	-		
	2128	FFG-Frigate	호위함	1,170	577	8		
	3010	LPD Flight 2	상륙수송함	1,813	1,416	3		
	3041	LHA Replacement	강습상륙함	3,834	3,011	1		
	3043	Expeditionary Fast Transport	고속수송함	323	269	2		
	3050	Medium Landing Ship	중형 상륙함	268	129	8		
비전투	5010	AS Submarine Tender	잠수함 지원함	1,733	1,365	3	10,481	11%
	5025	TAO Fleet Oiler	해상 보급유조선	815	747	6		
	5035	Towing, Salvage, and Rescue ship (ATS)	예인, 구난, 구조함	96	82	1		
	5087	Oceanographic ships	해양조사선	205	168	-		
	5100	LCU 1700	상륙주정	31	29	8		
	5112	Ship to shore connector	상륙용 공기부양정	91	64	16		
	5113	Service Craft	항만작업 보조정	15	15	25		
	5114	Auxiliary Personnel Lighter	생활용 바지선	71	68	3		

자료: 유안타증권 리서치센터, DOD FY 2025 Budget Estimates. 주: 플랫폼 건조단가는 추진체계 제외 선체 및 무장 핵심 시스템을 포함

향후 5년간 (FY26-30F) 950억 불 규모의 미 해군 함정 신조 시장에서, 국내 조선업체들이 선박 블록 건조 시장 진출에 따른 시나리오별 연간 매출액과 이익은 다음과 같다. 매출비중 40%를 기준 삼은 이유는 1) 블록 공급의 경우 무기, 통신, 전술 체계를 제외하면 사실상 완성선과 유사한 수준으로 조달이 가능하지만 2) 그럼에도 블록공급 이후 미국내 현지에서 조립 및 체계 탑재에 높은 비용이 책정될 것이라 판단해서이다. 영업이익률을 20%로 설정한 이유는 1) 방산부문은 기본적으로 마진이 보장되는 구조이며 2) 국내 특수선 사업의 영업이익률도 함중에 따라 두 자릿수를 달성하는 케이스가 있으며 3) 해외방산의 경우 마진이 더 높고 4) 이정도 마진을 받아도 미국보다 싸다.

위에서 언급한 선박들의 블록 건조공정 수주 시, 국내 조선업체들의 참여(매출) 비중과 영업이익률에 따른 매출 및 영업이익

		국내업체의 매출비중						
		25%	30%	35%	40%	50%	60%	70%
매출 (십억 원)		6,670	8,004	9,338	10,673	13,341	16,009	18,677
영업이익 (십억 원)		25%	30%	35%	40%	50%	60%	70%
영업이익률	5%	334	400	467	534	667	800	934
	10%	667	800	934	1,067	1,334	1,601	1,868
	15%	1,001	1,201	1,401	1,601	2,001	2,401	2,802
	20%	1,334	1,601	1,868	2,135	2,668	3,202	3,735
	25%	1,668	2,001	2,335	2,668	3,335	4,002	4,669
	30%	2,001	2,401	2,802	3,202	4,002	4,803	5,603

자료: 유안타증권 리서치센터, DOD FY 2025 Budget Estimates

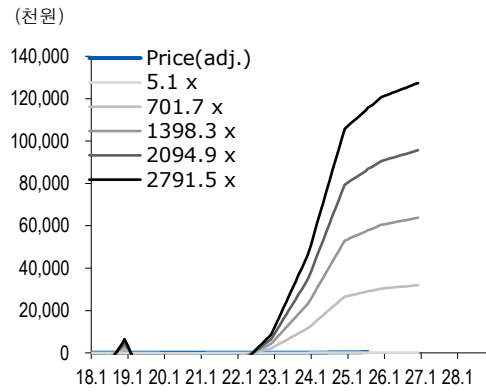
MASGA 를 통한 손해는 없다. 미국이 원하는 건 극강의 생산 효율성

일각에서는 MASGA 프로젝트로 인해 주요 선박 건조 사업이 미국에 잔류하며 국내 조선업체들의 수혜폭이 제한적일 수 있다는 의견이 제기되나, 이러한 가능성은 매우 제한적이라고 판단한다. 트럼프 행정부는 미국내 조선업을 부활시키고자 한다. 산업 특성상 실제로 미국이 글로벌 조선시장 내에서 경쟁력을 갖출 가능성은 매우 제한적이거나, 명분만큼은 확실하다. 선박 생산 능력이 곧 해군력인 만큼, **일정 수준의 선박 자급력을 확충하는 것이 실질적인 장기 목표**이다.

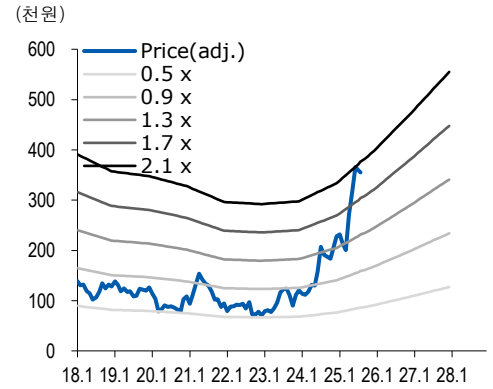
이러한 일정 수준의 선박 자급력을 확충하는 것 자체에 **국내 조선업체의 비용절감 측면 협력**이 필요하다. 가장 대표적인 미국의 함선 제조업체인 헌팅턴 잉걸스가 언급하듯, 미국의 함정 산업이 무너진 이유는 그들이 배를 만들 줄 몰라서가 아니라, 1) 발주의 불안정성으로 인한 인력 및 부품 수급의 어려움, 2) 이로 인해 초래된 비합리적인 고비용 구조이다 (애초에 선박은 미국에서 생산될 만한 제품이 아니다).

따라서, 당사는 향후 MASGA 프로젝트를 통해 제공되는 대미 투자가 어떤 식이든, 결론적으로 선박 블록 및 기자재를 국내에서 제작하여 미국으로 보내는 방식에는 변화가 없을 것이라 판단한다.

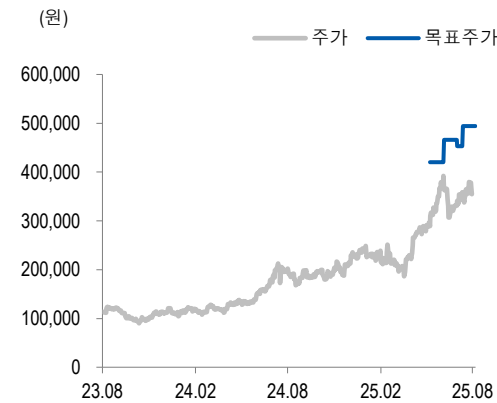
P/E band chart



P/B band chart



HD 한국조선해양 (009540) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-20	BUY	494,000	1년		
2025-08-01	BUY	494,000	1년		
2025-07-21	BUY	453,000	1년	-23.39	-20.75
2025-06-25	BUY	466,000	1년	-28.06	-21.46
2025-05-28	BUY	420,000	1년	-17.46	-6.67
2025-02-25	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

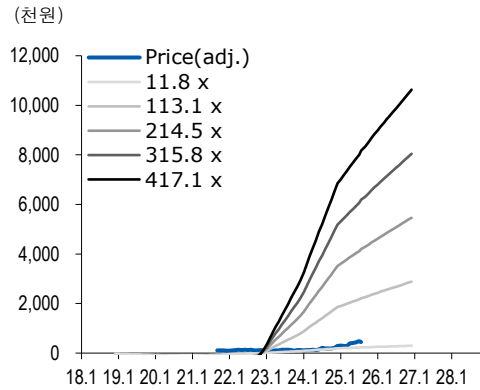
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

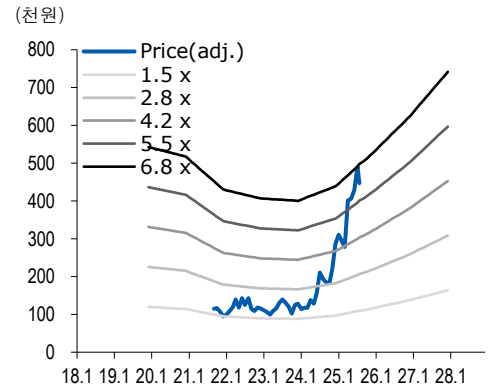
주: 기준일 2025-08-20

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

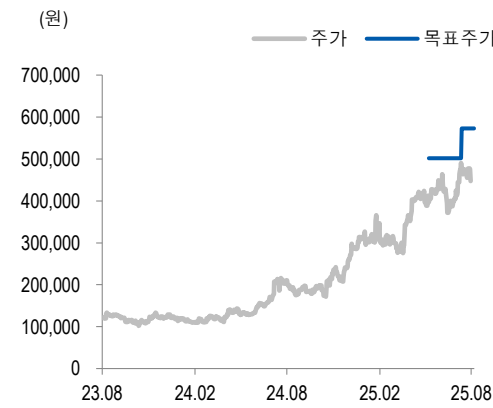
P/E band chart



P/B band chart



HD 현대중공업 (329180) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-20	BUY	573,000	1년		
2025-08-01	BUY	573,000	1년		
2025-05-28	BUY	502,000	1년	-16.02	-2.29

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

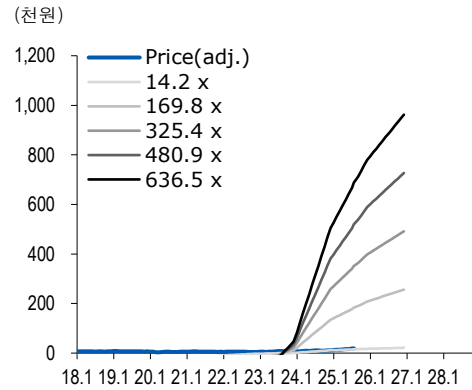
- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

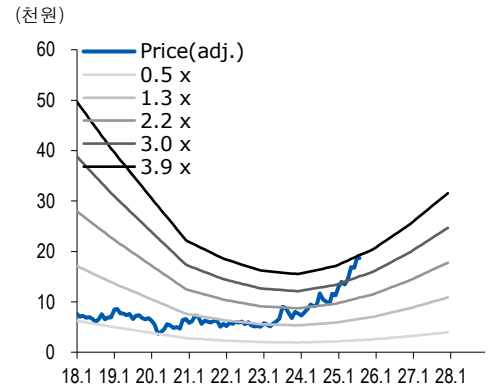
주: 기준일 2025-08-20

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

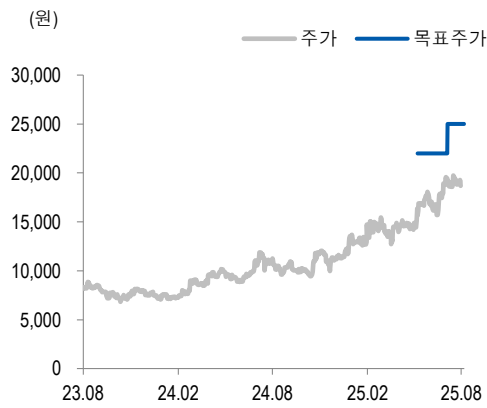
P/E band chart



P/B band chart



삼성중공업 (010140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-20	BUY	25,000	1년		
2025-07-25	BUY	25,000	1년		
2025-05-28	BUY	22,000	1년	-20.95	-11.05

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

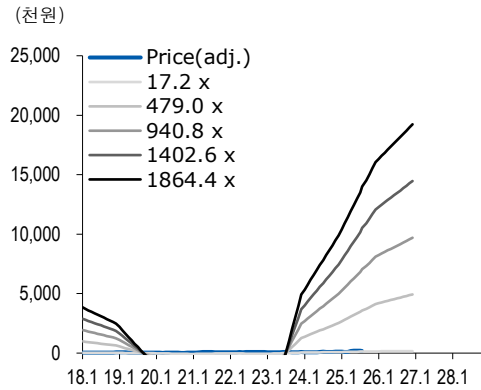
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

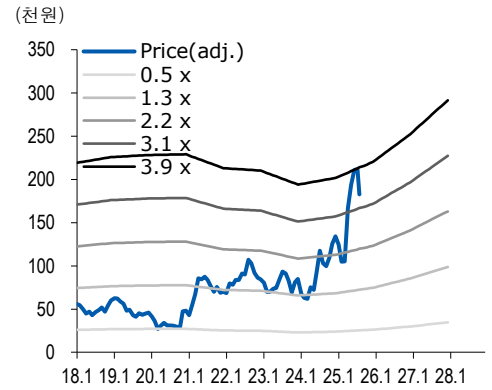
주: 기준일 2025-08-20

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 선정시 제외

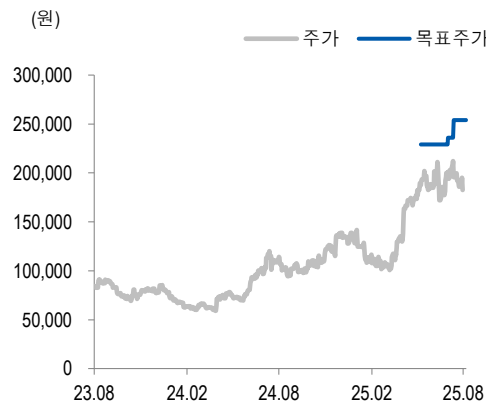
P/E band chart



P/B band chart



HD 현대미포 (010620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-20	BUY	254,000	1년		
2025-08-01	BUY	254,000	1년		
2025-07-21	BUY	236,000	1년	-14.32	-10.17
2025-05-28	BUY	229,000	1년	-17.30	-7.86

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

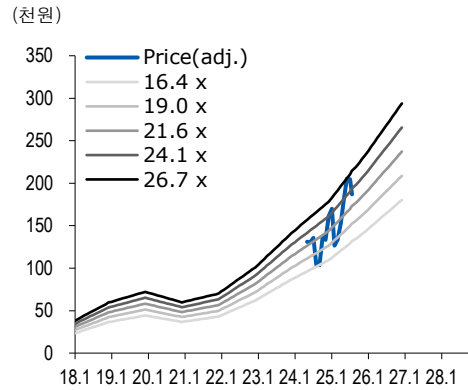
- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자등급 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

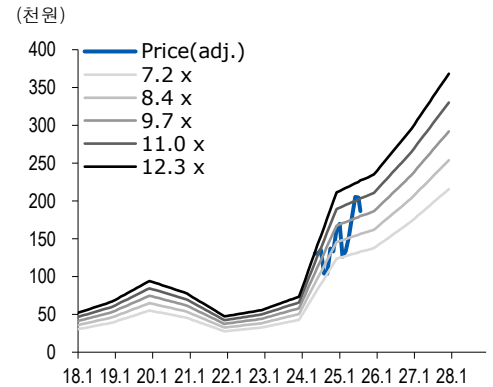
주: 기준일 2025-08-20

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

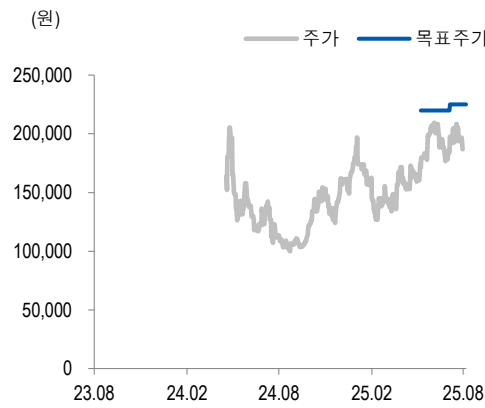
P/E band chart



P/B band chart



HD 현대마린솔루션 (443060) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-20	BUY	225,000	1년		
2025-07-25	BUY	225,000	1년		
2025-05-28	BUY	220,000	1년	-12.50	-4.77

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)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-08-20

※해의 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 투자사결정은 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.

헌팅턴 잉겔스 (HII US EQUITY)

MASGA 없이도 Great American Shipbuilder

유일무이 미국 최고의 군함 제작 업체

1886년 설립되어 130년 넘게 전투함을 제작한 미국 최대의 군함 공급자. 미 해군을 위한 유일한 핵추진 항공모함 및 잠수함 건조 업체이며 3개의 주요 사업 주체 (Newport News, Ingalls, Mission Technologies)으로 구성. Newport는 현재 항공모함과 잠수함 사업에 집중하고 있으며, Ingalls는 강습상륙함, 전투함과 같은 수상함에 집중, Mission Technologies 는 무인체계, 핵운영, C5ISR등 기술서비스 역량 확보에 중점.

납기를 못지켜도 이익은 따박따박 나오는 신기한 구조

연간 영업이익은 2022-24년 각 5.65억/7.81억/5.35억불. EPS 또한 각 14.4/17.1/14불로 항공모함, 구축함, 호위함, 잠수함 등 사실상 모든 선종에서 납기를 지키지 못하고 있음에도 안정적인 이익을 기록하고 있음. 24년 기준 동사 전체 매출의 48%는 고정가-인센티브 계약, 47%는 원가형 계약.

유일한 고객은 미국 정부, 걱정거리는 역시 인력

24년 기준 전사 매출의 80%가 미 해군에서 발생했으며, 나머지 또한 미 해안경비대, 국방부, 에너지부에서 발생. 10-K에 의하면 24년 매출, 수주잔고 모두 미국 정부에서 발생한 것이며, 향후에도 그러할 것. 함선 건조에는 고도로 특수한 기술을 익힌 인력이 필요한데, 기존 인력의 은퇴시기 도래와 타 산업과의 임금 경쟁으로 인한 구조적인 인력 리스크 존재.

AUKUS와 전술 핵 인프라 재구축을 통한 기회를 노리는 중

2AUKUS (미국, 영국, 호주 3개국 군사동맹) Pillar 1 (호주 해군의 핵추진 잠수함 확보) 과정에서 추가적인 성장을 노리고 있으며, 핵추진 선박 건조 경험을 통해 전술 핵 인프라 재구축 사이클에 적극 대응할 계획. 이러한 성장을 위해 전략적 파트너십 또한 확대하여 성장을 가속화하는 것을 목표로 삼고 있음.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가	-달러 (I)
직전 목표주가	-달러
현재주가 (8/19)	265.4달러
상승여력	-

시가총액	104억달러
총발행주식수	3,924만주
90일 평균 거래량	488,635주
52주 고/저	293.14달러/158.88달러
배당수익률	2.03%
주요주주	Vanguard 12.47% Fidelity 8.11%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대 (달러환산)	4.29	16.39	49.19

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억달러, 달러 %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024A
매출액	9,524	10,676	11,454	11,535
영업이익	513	565	781	535
지배순이익	544	579	681	550
PER	14.5	14.8	17.1	15.4
PBR	2.7	2.6	2.5	1.6
EV/EBITDA	12.1	12.0	10.5	10.7
ROE	12.2	10.2	11.2	8.4

자료: 유안타증권, Bloomberg

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

미국 조선업 대장주

명실상부 미국 최고의 조선사

헌팅턴 잉겔스 인더스트리스(HII)는 1886년 설립된 Newport News Shipbuilding (NNS)에 모태를 두고 있으며, 현재 44,000명의 직원을 고용하고 있는 미국에서 가장 큰 군함 제조업체이다. 주요 구성 인력은 선박 제조 인력이나, 무인체계 개발 및 핵전력 개발 수요로 인해 AI, 머신러닝 전문가, 엔지니어 등 폭넓은 인력풀을 보유하고 있다. 핵추진 항공모함과 잠수함을 건조할 수 있는 미국의 유일한 건조업체로, 복잡한 유지보수 및 개조 작업도 수행하고 있어 해당 분야에서 독점적 지위를 보유하고 있다.

Huntington Ingalls Industries – 연혁

연도	사건	연도	사건
1886년	Collis P. Huntington이 Newport News Shipbuilding (NNS) 설립	1969년	ING, 첫 다목적 강습상륙함 USS Tarawa 수주
1890년대	NNS, 미 해군을 위한 전투함 건조 시작 NNS, 루즈벨트 대통령의 "White Fleet" 16척중 7척 제작	1974년	NNS, 첫 핵 공격잠수함 USS Los Angeles 인도
1916년	하원, 긴급 해군 프로그램으로 전투함 10척, 순양함 6척, 다수의 소형 전투함 건조 승인	1978년	ING, 첫 순양함 USS Ticonderoga 수주. 이후 해당 선급 27척중 ING가 19척 건조
1918년	NNS, 구축함 3척 인도	1970년대	NNS, 첫 Nimitz급 2척 인도 (이후 80년대 추가 3척)
1920년	NNS, 누적 25척 구축함 인도	1990년대	ING, 구축함 건조에 집중
1920년대	NNS, 군축 조약으로 바지선, 터빈, 화차 등을 생산	1990년대	NNS, 3척의 항공모함 추가 진수
1930년	NNS, 미국 최초 항공모함 USS Ranger 건조 계약 수주	1991년	ING, 첫 유도탄 구축함 USS Barry 인도
1933년	NNS, USS Ranger 진수	2000년	ING, 1996년 진수한 구축함 USS Cole 재정비 2002년 4월 수리 완료
	NNS, 두 척의 항공모함 추가 수주 (USS Yorktown, USS Enterprise)	2001년	Northrop Grumman, NNS와 ING 조선소 인수해 Northrop Grumman Shipbuilding 출범
1938년	Robert Ingersoll Ingalls가 Ingalls shipbuilding (ING) 설립	2005년	상륙함 USS San Antonio 진수
1940년	ING, 최초의 선박 SS Exchequer (USS Pocomoke) 인도	2007년	ING, America-class 상륙강습함 (USS America) 수주
1940-45년	NNS, 30개월당 1척의 항공모함 총 8척 인도	2007년	NNS, 두 척의 항공모함 진수
1953년	ING, Thomaston급 함선 건조 시작 (이후 총 8척 인도)	2011년	Northrop Grumman으로부터 분사하여 독립 상장
1959년	ING, 첫 구축함 USS Morton 인도	2011년	상륙함 3척 추가건조
1959년	NNS, 첫 핵잠수함 USS Robert LEE 인도	2016년	Mission Technologies 사업부 출범 무인체계, 핵운영, CSISR 등 기술서비스 역량 확보
1960년	NNS, 첫 핵추진 항공모함 USS Enterprise 인도	2017년	USS Gerald R. Ford 세계 최대 항공모함 인도
1962년	ING, 첫 강습상륙함 USS Tripoli와 USS Inchon 수주	현재	미국 최대, 최신식 군함 제작업체

자료: 유안타증권 리서치센터, HII

동사의 사업은 크게 세 가지로 분류되어 있는데, NNS의 항공모함, 핵잠수함 사업, Ingalls Shipbuilding (ING)의 수상 전투함 사업, 그리고 Mission Technologies의 기술 솔루션 사업이다. Mission Technologies (MIT)의 경우 2016년 출범한 사업부로서, 미래 전투 시스템에 필요한 무인체계, 핵운영, CSISR 등의 솔루션 개발에 주력하고 있다.

수주잔고부터 응장하다

미 해군에서 2024년 3월 작성한 FY2025 예산서에는 동사가 미 해군으로부터 수주한 선박의 내역을 확인할 수 있는데, 수주 내역만으로도 HII의 미국 해양방산 산업 내의 입지를 확인할 수 있다. 작성 당시 기준 동사는 27척의 핵잠수함, 14척의 유도탄 구축함, 7척의 상륙수송함, 5척의 핵추진 항공모함, 3척의 강습상륙함을 수주잔고에 보유하고 있다.

HII: 미 해군으로부터 수주한 군함 내역

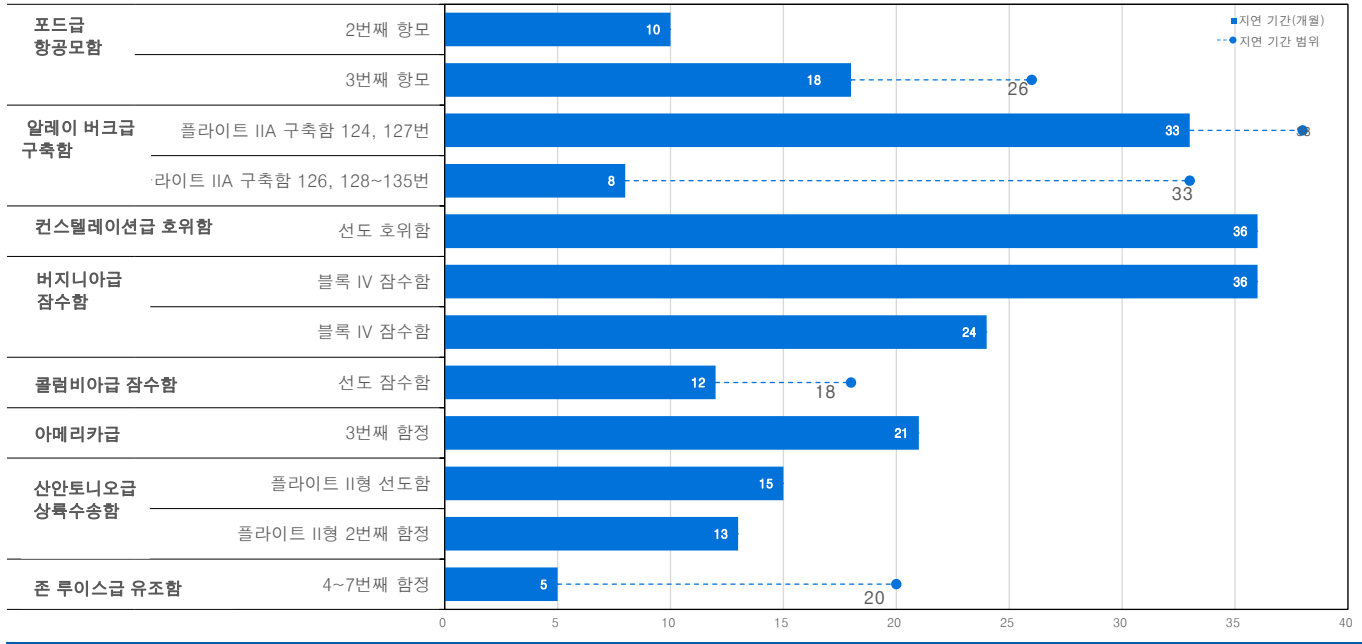
선종	선체번호	회계연도	발주시기	착공	인도예정일	선종	선체번호	회계연도	발주시기	착공	인도예정일
유도탄 구축함	DDG 128	2018	Sep-18	Apr-20	Jun-25	핵잠수함	SSN 796	2016	Apr-14	Mar-16	Apr-24
	DDG 129	2018	Sep-18	Jan-21	Sep-26		SSN 797	2016	Apr-14	Sep-16	Oct-24
	DDG 131	2019	Sep-18	Nov-21	Sep-27		SSN 798	2017	Apr-14	Mar-17	Dec-24
	DDG 133	2020	Sep-18	Dec-22	Jun-28		SSN 799	2017	Apr-14	Sep-17	Sep-25
	DDG 135	2020	Jun-20	Oct-23	Feb-29		SSN 800	2018	Apr-14	Mar-18	Dec-25
	DDG 137	2021	Sep-18	Jul-24	Oct-29		SSN 801	2018	Apr-14	Sep-18	Sep-26
	DDG 139	2022	Sep-18	Mar-25	Jun-30		SSN 802	2019	Dec-19	Sep-19	May-27
	DDG 141	2023	Aug-23	Dec-25	Dec-30		SSN 803	2019	Dec-19	Mar-20	Nov-28
	DDG 142	2023	Aug-23	Aug-26	Jun-31		SSN 804	2020	Dec-19	Sep-20	Mar-29
	DDG 143	2024	Aug-23	Apr-27	Jan-32		SSN 805	2020	Dec-19	Jul-21	Jul-29
	DDG 145	2025	Aug-23	Jan-28	Jul-32		SSN 806	2021	Dec-19	Aug-22	Feb-30
	DDG 146	2025	Aug-23	Aug-28	Feb-33		SSN 807	2021	Dec-19	Nov-22	Feb-31
	DDG 147	2026	Aug-23	Apr-29	Aug-33		SSN 808	2022	Dec-19	Aug-23	Dec-30
	DDG 149	2027	Aug-23	Jan-30	Feb-34		SSN 809	2022	Dec-19	Dec-23	Oct-31
상륙 수송함	LPD FLT 2-30	2018	Mar-19	Mar-20	May-26	SSN 810	2023	Dec-19	Mar-24	Dec-31	
	LPD FLT 2-31	2021	Apr-20	Sep-22	Mar-28	SSN 811	2023	Dec-19	Sep-24	Jul-32	
	LPD FLT 2-32	2023	Mar-23	Jul-24	Sep-29	SSN 812	2024	Jul-24	Mar-25	Jun-33	
	LPD FLT 2-33	2025	Jun-25	Jul-26	Sep-31	SSN 813	2024	Jul-24	Sep-25	Sep-33	
	LPD FLT 2-34	2027	Jun-27	Jul-28	Sep-33	SSN 814	2025	Nov-24	Mar-26	Mar-34	
	LPD FLT 2-35	2029	Jun-29	Jul-30	Sep-35	SSN 815	2026	Nov-24	Sep-26	Sep-34	
핵추진 항공모함	CVN 79	2013	Jun-15	Feb-11	Jul-25	SSN 816	2026	Nov-24	Mar-27	Mar-35	
	CVN 80	2018	Jan-19	Jan-19	Sep-29	SSN 817	2027	Nov-24	Sep-27	Sep-35	
	CVN 81	2020	Jan-19	Jan-19	Feb-32	SSN 818	2027	Nov-24	Mar-28	Mar-36	
	CVN 74	2020	Jan-21	May-21	Oct-26	SSN 819	2028	Nov-24	Sep-28	Sep-36	
	CVN 75	2025	Sep-25	Jun-26	Oct-30	SSN 820	2028	Nov-24	Mar-29	Mar-37	
강습 상륙함	LHA 8	2017	Jun-17	Oct-18	Oct-25	SSN 821	2029	Nov-24	Sep-29	Sep-37	
	LHA 9	2023	Oct-22	Dec-22	Sep-29	SSN 822	2029	Nov-24	Mar-30	Mar-38	
	LHA 10	2027	Dec-26	Dec-26	Dec-33						

자료: 유안타증권 리서치센터, US DON FY2025 budget

대장주답게, 납기는 밀려도 이익은 나온다

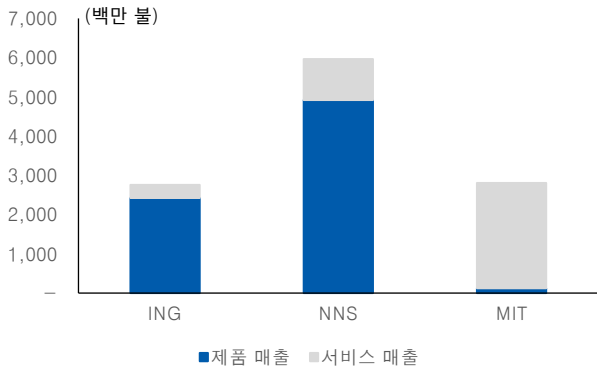
US Government Accountability Office (GAO)에서 발간된 보고서에 의하면, 2024년 9월 기준 미 해군이 발주한 선종은 모두 납기가 지연되고 있다. 상선 건조 시장에서 발생한 납기 지연이라면 귀책사유에 따라 천문학적인 페널티가 부과될 수 있으나, 이와 달리 동사의 함정 수주 잔고는 발주처 (정부)에서 이익을 보존해주는 계약의 비중이 높아, 24년 기준 동사 전체 매출의 48%는 고정가-인센티브 계약 (고정가에서 납기, 비용절감 등에 따라 보상이나 페널티 부과), 47%는 원가형 계약 (비용을 보전받고, 추가로 일정 이윤 확보)이었다.

미국내 납기가 지연되고 있는 함종들



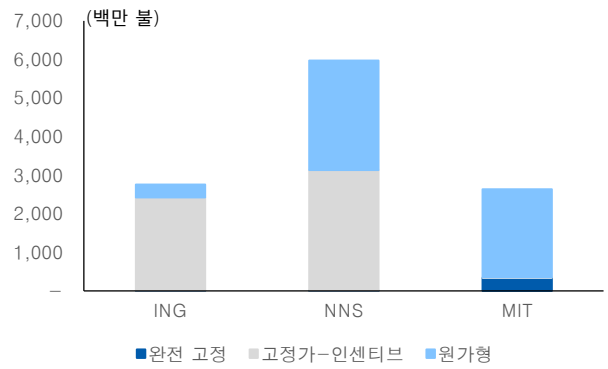
자료: 유안타증권 리서치센터, US DON FY2025 budget

HII: 자회사별 매출의 유형



자료: 유안타증권 리서치센터, HII

HII: 자회사 매출별 계약의 형태



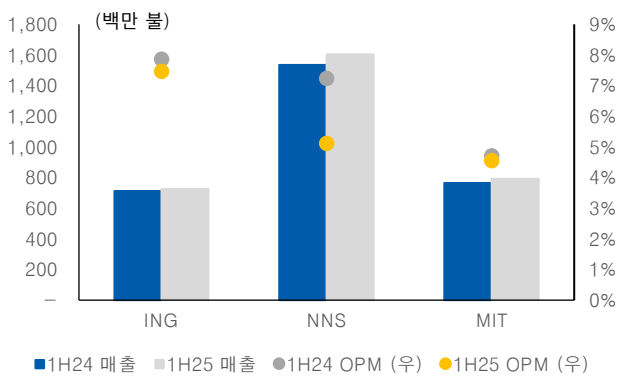
자료: 유안타증권 리서치센터, HII

제품-서비스 매출 유형과 계약의 형태를 통해 추정할 수 있는 점은, NNS의 경우 서비스 매출 비중이 ING 대비 높다는 점 (=고스펙 선종의 MRO 단가가 더 높다)과 원가형 매출의 비중 또한 높다는 점이다 (=독점적 사업인 핵함모, 핵잠수함에 원가보전 계약비중 높음). MIT의 서비스 매출의 경우 또한 기술개발 측면의 사업이 대부분일 것이기에 원가형 매출 비중이 높다고 판단한다.

걱정거리는 역시 인력

핵전력을 포함한 군함 신조 사업은 고도로 숙련된 인력이 필요하기에, 인력 확보 능력이 곧 성과로 이어진다. 특히 현재와 같은 납기 지연은 오로지 인력 부족으로 인해 유발된다. 그러나 기존 인력의 은퇴 시점이 가까워지는 현재 충분한 노동력이 확보되지 않고 있으며, 엔지니어와 각종 기술 전문가들은 방산기업뿐만 아니라 민간 IT 기업과도 임금 경쟁을 하고 있다. 동사는 2024년 1만여 명의 신규 직원을 채용했는데, 현재 근무하는 직원수가 4.4만 명이라는 점을 고려시 신규 직원의 이탈률이 굉장히 높다고 볼 수 있다. 실제로 1H25 자회사별 영업이익률은 NNS가 전년동기 대비 유의미하게 낮은 수치를 기록했는데, 이는 버지니아급 잠수함과 항공모함 건조 일정의 지연에 의한 것이었다.

HII: 부문별 매출 및 영업이익률



자료: 유안타증권 리서치센터, HII

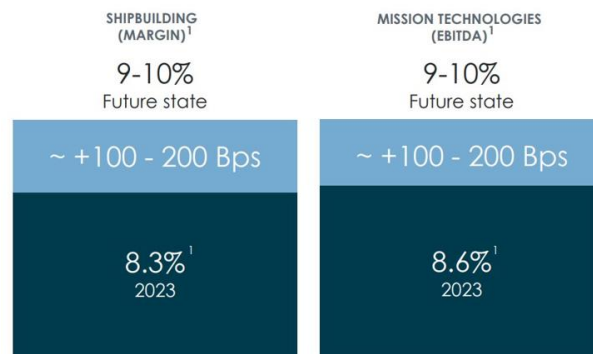
HII: HD현대중공업과 MOU 체결



자료: 유안타증권 리서치센터, HII

HII의 마진 확장을 위한 1순위: 인력 확보

Margin Expansion



자료: 유안타증권 리서치센터, HII

Key Drivers

Shipbuilding

- Build-out workforce
- Effective supply chain management
- Secure contracts reflective of current business environment
- Performance improvements through investments, operating system & technology
- Portfolio rotation / Production efficiency

Mission Technologies

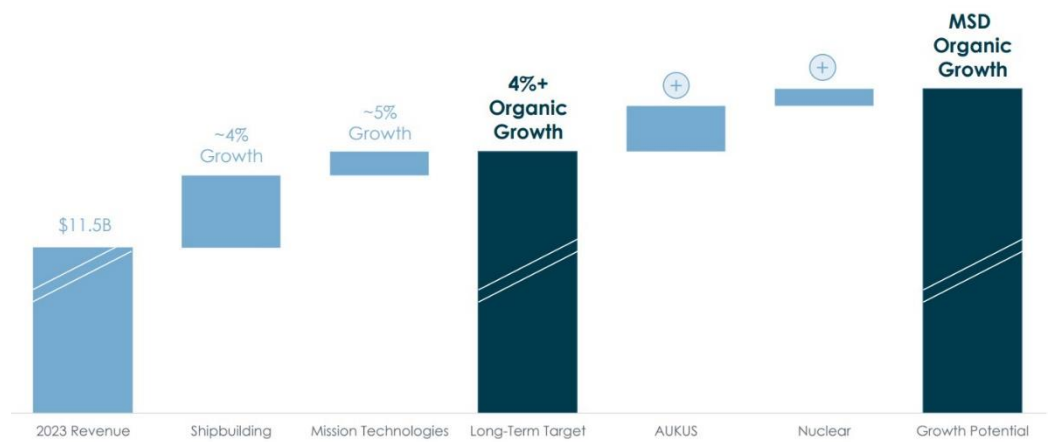
- Portfolio contract mix
- Technology insertion
- Higher volumes / overhead leverage

AUKUS 와 전술 핵 인프라 재구축을 통한 기회를 노리는 중

동사는 AUKUS (미국, 영국, 호주 3개국 군사동맹) Pillar 1 (호주 해군의 핵추진 잠수함 확보) 과정에서 추가적인 성장을 노리고 있으며, 핵추진 선박 건조 경험을 통해 전술 핵 인프라 재구축 사이클에 적극 대응할 계획이다. 이러한 성장을 위해 전략적 파트너십 또한 확대하여 성장을 가속화하는 것을 목표로 삼고 있는데, 이러한 추가 성장을 위해서도 핵심 인력의 확보가 시급할 것이라 예상한다.

AUKUS 로 인한 추가 핵잠수함 수주를 통한 성장을 노리는 HII

Strong, Highly Visible Growth Outlook



자료: 유안타증권 리서치센터, HII

헨팅턴 잉겔스 인더스트리스 (HII US EQUITY) 재무제표

손익계산서 (단위: 십억달러)					
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	9,361	9,524	10,676	11,454	11,535
매출액증가율 (%)	5	2	12	7	1
매출원가	7,691	8,156	9,236	9,808	10,085
매출총이익	1,670	1,368	1,440	1,646	1,450
판매비	873	864	884	987	946
영업이익	799	513	565	781	535
영업이익증가율 (%)	9	-36	10	38	-31
EBITDA	1,101	859	992	1,195	933
영업외손익	-11	-109	-154	-72	-108
의환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	114	89	102	95	95
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	-125	-198	-256	-167	-203
법인세비용차감전순손익	810	622	719	853	643
법인세비용	114	78	140	172	93
계속사업순손익	696	544	579	681	550
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	696	544	579	681	550
지배순이익증가율 (%)	27	-22	6	18	19

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

현금흐름표 (단위: 십억달러)					
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	1,093	760	766	970	393
당기순이익	696	544	579	681	550
유형자산상각비	247	293	358	347	326
기타비현금손익 조정	-95	59	-49	-148	-223
매출채권증감	-70	58	-196	168	256
재고자산증감	11	-25	-22	-3	-22
매입채무증감	-	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-759	-1,954	-268	-236	-348
인수 및 사업	-417	-1,645	-5	39	0
유형자산 증가(CAPEX)	-336	-311	-272	-278	-367
유형자산 감소	0	0	0	0	14
기타현금흐름	-6	2	9	3	5
재무활동 현금흐름	103	1,309	-658	-771	356
차입금 증감	400	1,625	-400	-480	771
자본금 증감	-97	-108	-66	-88	-187
현금배당	-172	-186	-192	-200	-206
기타현금흐름	-28	-22	0	-3	-22
현금의 증감	437	115	-160	-37	401
기초 현금	75	512	627	467	430
기말 현금	512	627	467	430	831
NOPLAT	580	261	172	472	275
FCF	757	449	494	692	26

자료: 유안타증권, Bloomberg

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: 십억달러)					
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	2,444	2,790	2,746	2,880	3,228
현금및현금성자산	512	627	467	430	831
매출채권	397	433	636	461	212
재고자산	137	161	183	186	208
비유동자산	5,713	7,837	8,111	8,335	8,913
유형자산	3,170	3,348	3,480	3,558	3,689
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	281	421	394	380	402
자산총계	8,157	10,627	10,857	11,215	12,141
유동부채	2,226	2,427	2,895	3,032	2,991
매입채무 및 미지급금	818	1,101	1,350	1,289	1,315
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	-	-	399	231	503
비유동부채	4,030	5,392	4,473	4,090	4,484
장기차입금	1,686	3,298	2,506	2,214	2,700
부채총계	6,256	7,819	7,368	7,122	7,475
자본금	0	0	0	0	0
자본잉여금	1,972	1,998	2,022	2,045	2,045
이익잉여금	3,533	3,891	4,276	4,755	5,097
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,901	2,808	3,489	4,093	4,666
순차입금	1,395	2,917	2,684	2,294	2,628
총차입금	6,127	7,181	7,591	8,018	8,458

Valuation 지표 (단위: 달러, 배, %)					
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	10.0	13.0	-	-	-
BPS	46.9	70.2	87.4	103.3	119.2
EBITDAPS	26.9	18.9	19.1	24.3	10.0
SPS	230.6	236.3	266.2	287.1	292.8
DPS	4.2	4.6	4.8	5.0	5.3
PER	16.5	14.5	14.8	17.1	15.4
PBR	3.6	2.7	2.6	2.5	1.6
EV/EBITDA	7.5	12.1	12.0	10.5	10.7
PSR	0.7	0.8	0.9	0.9	0.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출총이익률 (%)	17.8	14.4	13.5	14.4	12.6
영업이익률 (%)	8.5	5.4	5.3	6.8	4.6
지배순이익률 (%)	7.4	5.7	5.4	5.9	4.8
EBITDA 마진 (%)	11.8	9.0	9.3	10.4	8.1
ROE	23.0	12.2	10.2	11.2	8.4
ROIC	16.8	5.0	2.5	6.8	3.7
ROA	9.2	5.8	5.4	6.2	4.7
부채비율 (%)	100.3	126.2	90.3	66.6	74.1
순차입금/자기자본 (%)	73.4	103.9	76.9	56.0	56.3

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.