

## Industry Comment

Analyst 오지훈

02) 6915-5662

jihoonoh@ibks.com

### 비중확대 (유지)

# 조선

## 현대의 두산비나 인수는 미포와 세진에 모두 Win-Win

- HD한국조선해양의 두산비나 인수로 베트남 조선소의 중형 LPGc 수주 확대 가능해짐
- MGC 시장이 커지는데 캐파 제한으로 중국만 노나는 중. 이에 대응하겠다는 현대의 의지로 해석
- 2Q25에서 확인할 수 있었던 MGC의 높은 수익성. HD현대미포의 수익성 레벨업 계기가 될 것
- 세진중공업 탱크 수주 감소 우려는 시기상조. 고객사 입장에서는 MGC 수주 증가로 인한 이익 성장이 탱크 내작으로 인한 수익성 개선보다 우선 순위일 것으로 판단

### 두산비나 인수로 베트남 조선소의 중형 LPGc(MGC) 수주 확대 가능

지난 8월 20일 HD한국조선해양은 두산비나 지분 100%를 2,900억원에 인수했다. 두산비나는 베트남에 위치해 있으며, 화력발전용 보일러와 항만 크레인, LNG 플랜트 모듈, 풍력 하부구조물 등을 생산해왔다. HD한국조선해양은 기존 두산비나에서 영위하던 사업을 유지함과 동시에 두산비나를 독립형 탱크 제작 기지 및 아시아 지역 내 항만 크레인 사업을 위한 거점으로 활용할 계획이라 밝혔다.

두산비나의 인수를 계기로 HD현대미포의 자회사 HD현대베트남조선의 수주 선종 확대로 인한 실적 성장을 전망한다. HD현대베트남조선은 2024년 연간 15척에서 2030년 23척 인도 체제로의 캐파 확장을 진행 중이다. 다만 HD현대베트남조선은 설립 이후 현재까지 벌크, PC선 두 개 선종 위주의 수주를 진행해왔으며, 최근에는 상대적으로 마진이 더 높은 PC선 단일 선종만을 수주 중인 한계를 가지고 있다. 단일 선종 건조 조선소는 캐파 확장이 이뤄져도 1) 매출은 증가해도 이익률 개선폭은 미미하며, 2) PC선만으로 연간 23척의 슬롯을 채우는 것은 부담스럽다는 한계를 가진다. 그러나 두산비나에서 독립형 탱크를 제작하면 베트남 조선소에서 고수익성의 MGC 건조가 가능해지며 1) 매출과 수익성의 동반 성장, 2) 수주 다변화로 인한 특정 선종 의존도 또한 낮출 수 있다.

### MGC 시장이 커지는데 캐파 제한으로 중국만 노나는 중

유럽의 러시아산 가스를 대체하기 위한 미국산 LPG 수입이 증가, 중거리 노선 LPG 운송 수요가 증가하며 MGC 시장은 가파르게 성장 중이다. 그러나 현재 한국에서 MGC를 건조 중인 곳은 HD현대미포 뿐이며, 연간 10척 초반 인도 수준의 캐파로 제한되어 있기 때문에 중국이 MGC 수주를 늘리며 빠르게 점유율을 올리고 있다. 금번 두산비나 인수는 이러한 시장 환경에 적극적으로 대응하여 MGC 시장점유율을 회복하겠다는 현대의 의지로 당사는 해석한다.

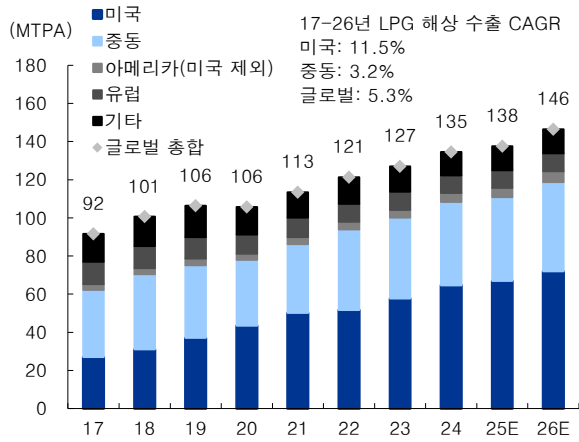
### 세진중공업 탱크 수주 감소 우려는 시기상조, 게다가 풍력은 이제 시작

물론 두산비나에서 HD현대중공업과 HD현대삼호의 탱크를 함께 제작할 가능성도 무시할 수는 없다. 그러나 조선사의 입장에서 생각해보면 1) 베트남 조선소의 매출과 이익의 동반 성장, 2) HD현대중공업과 HD현대삼호의 수익성 소폭 개선 두 가지 대안 중 첫번째선택지가 더 우선순위에 있을 가능성이 높다고 추측, 주장한다.

아직 공식적인 두산비나의 탱크 제작 캐파는 공개되지는 않았지만 두산비나의 2024년 매출이 4,928억원 수준이었다는 점을 감안하면 우선 2027년까지 베트남 조선소의 증설분과 항만 크레인 제작을 감당하는 것만으로도 충분하다고 판단한다. 즉, 2027년 세진중공업의 연간 40척 탱크 인도 목표는 여전히 유효하다고 판단하며, 2027년 이후로는 현대가 입찰 참여 중인 부유식 해상풍력 사업의 하부구조물 물량 또한 실적에 반영될 것이다.

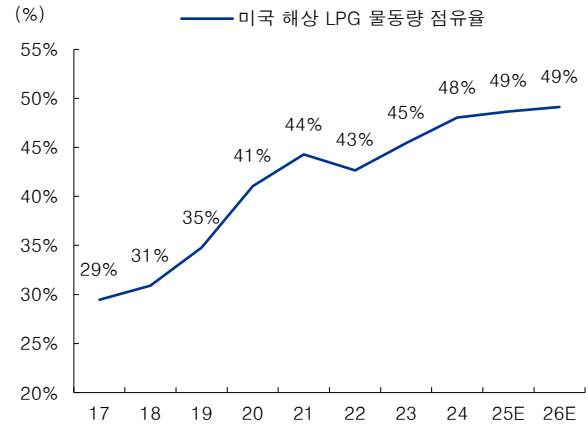
본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

그림 1. 글로벌 해상 LPG 수출 용량: 미국의 성장세가 가장 가파름



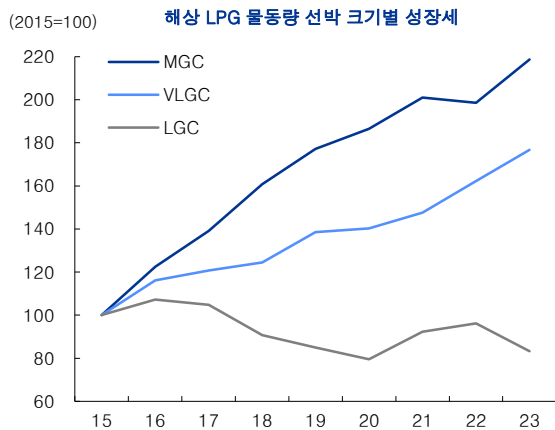
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 2. 미국 해상 LPG 물동량 점유율: 약 50% 수준



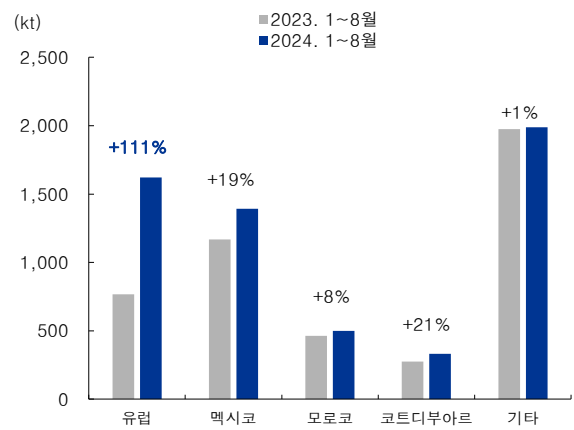
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 3. MGC를 활용한 미국 LPG 수출 증가세가 가장 가파름



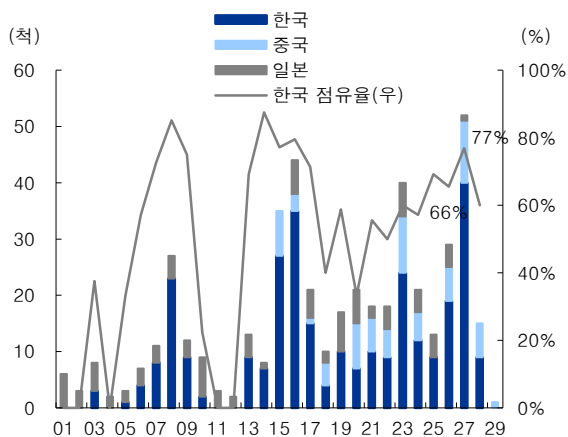
자료: Kpler, Aviance Gas, IBK투자증권

그림 4. 중거리 노선인 유럽으로의 LPG 수출이 크게 증가했기 때문



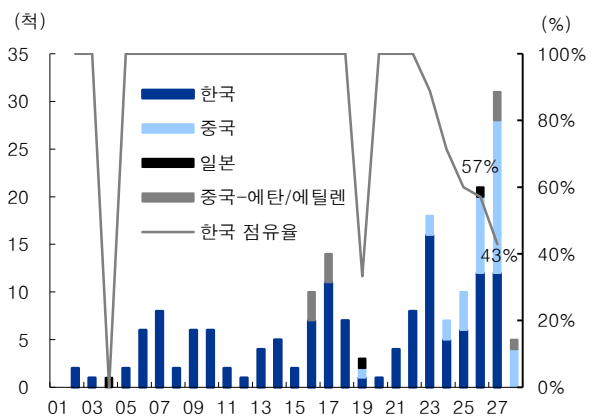
자료: Kpler, Aviance Gas, IBK투자증권

그림 5. 조선소 국가별 VLGC/AC 인도 추이: 한국의 높은 M/S 지속 전방



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 6. 조선소 국가별 MGC 인도 추이: 시장은 성장 중이지만 탱크 캐파 제한으로 중국 조선업 수주 증가 중. 금번 두산비나 인수는 현대가 MGC 시장점유율을 회복하겠다는 의지로 해석



Note) 한국 점유율 계산에서 중국-에탄/에틸렌 MGC 제외  
자료: Clarksons, IBK투자증권

## 매수 (유지)

목표주가 (상향) 21,000원  
현재가 (8/26) 12,740원

KOSPI (8/26) 3,179.36pt  
시가총액 724십억원  
발행주식수 56,849천주  
액면가 500원  
52주 최고가 14,190원  
최저가 6,420원  
60일 일평균거래대금 13십억원  
외국인 지분율 6.1%  
배당수익률 (2025F) 1.6%

주주구성  
윤지원 외 4 인 59.42%

|      | 1M | 6M  | 12M |
|------|----|-----|-----|
| 주가상승 |    |     |     |
| 상대기준 | 7% | 23% | 53% |
| 절대기준 | 7% | 48% | 80% |

|         | 현재     | 직전     | 변동 |
|---------|--------|--------|----|
| 투자의견    | 매수     | 매수     | -  |
| 목표주가    | 21,000 | 18,000 | ▲  |
| EPS(25) | 775    | 783    | ▼  |
| EPS(26) | 1,232  | 1,188  | ▲  |

세진중공업 상대주가 (%)



## 세진중공업 (075580)

## 고객사가 기업을 인수할 정도로 탱크가 절실하다

## 2Q25 Re: 컨센서스 하회, 전혀 중요하지 않은 이유

세진중공업의 2Q25 연결 영업실적은 매출액 982억원(YoY+21.4%, QoQ-0.3%), 영업 이익 88억원(YoY+10.2%, QoQ-50.8%, OPM 8.9%)를 기록하며 컨센서스를 하회했다. 2분기 영업실적은 1분기 대비 매출액은 유사한 수준이었던 반면, 비용 증가로 영업이익이 감소했다. 이는 하반기 탱크 인도 수 증가를 대비한 재고자산 매입 비용 증가가 가장 주된 원인이다. 즉 2Q 실적이 컨센서스를 하회했음에도 불구하고 하반기 가파른 실적 개선을 전망하고, 하반기를 바라보며 매수해야 할 시점이라 판단한다.

## 두산비나 탱크 제작으로 인한 물량 감소 우려는 시기상조

두산비나 물론 두산비나에서 HD현대중공업과 HD현대삼호의 탱크를 함께 제작할 가능성도 무시할 수는 없다. 그러나 조선사의 입장에서 생각해보면 1) 베트남 조선소의 매출과 이익의 동반 성장, 2) HD현대중공업과 HD현대삼호의 수익성 소폭 개선 두 가지 대안 중 첫번째선택지가 더 우선순위에 있을 가능성이 높다고 추측, 주장한다.

아직 공식적인 두산비나의 탱크 제작 캐파는 공개되지는 않았지만 두산비나의 2024년 매출이 4,928억원 수준이었다는 점을 감안하면 우선 2027년까지 베트남 조선소의 증설분과 항만 크레인 제작을 감당하는 것만으로도 충분하다고 판단한다. 즉, 2027년 세진중공업의 연간 40척 탱크 인도 목표는 여전히 유효하다고 판단하며, 2027년 이후로는 현대가 입찰 참여 중인 부유식 해상풍력 사업의 하부구조물 물량 또한 실적에 반영될 것이다.

## 마지막 우려까지 해소된 주식은 매서울 것, 목표주가 21,000원으로 상향 조정

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가를 21,000원으로 16.7% 상향 조정한다. 목표주가는 2026년과 2027년 EPS의 평균에 15배 PER을 적용하여 산출했다. 동사는 이미 2027년까지의 수주잔고가 실질적으로 모두 차 있는 상태라 판단한다. 2027년 기준 15배를 적용하여 목표주가를 산출하는 것이 합리적이거나, 상승여력이 너무 나오기 때문에 일단 2026년과 2027년 EPS의 평균에 PER 15배를 적용하여 목표주가를 산출한다. 향후 풍력 하부구조물 사업이 가시화되면 실적과 멀티플의 추가 상승여지도 충분히 남아있다. 동사를 매수하기 위한 마지막 기회라 판단한다.

| (단위:십억원,배) | 2023 | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 385  | 352   | 428   | 540   | 657   |
| 영업이익       | 34   | 36    | 66    | 101   | 135   |
| 세전이익       | 26   | 29    | 60    | 96    | 134   |
| 지배주주순이익    | 17   | 11    | 44    | 70    | 97    |
| EPS(원)     | 301  | 200   | 775   | 1,232 | 1,706 |
| 증가율(%)     | 47.4 | -33.7 | 288.0 | 59.0  | 38.5  |
| 영업이익률(%)   | 8.8  | 10.2  | 15.4  | 18.7  | 20.5  |
| 순이익률(%)    | 6.0  | 6.3   | 10.5  | 13.3  | 15.2  |
| ROE(%)     | 9.9  | 6.2   | 21.6  | 28.0  | 30.1  |
| PER        | 15.8 | 42.3  | 16.4  | 10.3  | 7.5   |
| PBR        | 1.5  | 2.6   | 3.3   | 2.6   | 2.0   |
| EV/EBITDA  | 11.9 | 16.7  | 12.8  | 8.4   | 5.9   |

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 1. 실적 및 밸류에이션: 목표주가 21,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가를 21,000원으로 16.7% 상향 조정한다. 목표주가는 2026년과 2027년 EPS의 평균에 15배 PER을 적용하여 산출했다.

엔진 업체들은 중국으로부터 2029년 슬롯까지도 영업 중이기 때문에 이미 2027년 추정 EPS 대비 20배 수준의 멀티플을 받고 있다. 동사 역시 최대 고객사 HD현대중공업과 HD현대미포가 2027년 슬롯 영업을 거의 마무리해가기 때문에 선박 인도 3~6개월 전 LPG 탱크를 납품하는 동사의 2027년 실적 가시성은 높다고 판단한다. 따라서 2027년 기준 밸류에이션은 전혀 부담스럽지 않지만 상승여력이 너무 나오기 때문에 2026년과 2027년 EPS의 평균에 PER 15배를 적용하여 목표주가를 산출했다.

표 1. 세진중공업 Valuation Table: 2027년 수주잔고까지 실질적으로 차 있다고 판단 (단위: 원, %, 배)

| PER Valuation | 2022년 | 2023년 | 2024년 | 2025년  | 2026년  | 2027년  |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 주식수(백만주)      | 57    | 57    | 57    | 57     | 57     | 57     |
| EPS           | 204   | 301   | 200   | 775    | 1,232  | 1,706  |
| PER(고)        | 39.1  | 15.6  | 33.7  |        |        |        |
| PER(저)        | 22.1  | 8.9   | 14.4  |        |        |        |
| PER(고): 2년 후행 | 44.6  | 9.8   |       |        |        |        |
| PER(저): 2년 후행 | 32.6  | 7.7   |       |        |        |        |
| 현재 PER        |       |       |       | 17.0   | 10.7   | 7.8    |
| Target PER    |       |       |       | 15.0   | 15.0   | 15.0   |
| 적정주가          |       |       |       | 11,243 | 17,854 | 24,585 |
| Weight        |       |       |       | 0%     | 50%    | 50%    |
| PER 20배 적용 시  |       |       |       |        |        |        |
| Target PER    |       |       |       | 20     | 20     | 20     |
| 적정주가          |       |       |       | 14,990 | 23,806 | 32,780 |
| 목표주가          |       |       |       |        | 21,000 |        |
| 증가(8월 26일)    |       |       |       |        | 12,740 |        |
| 상승여력          |       |       |       |        | 64.8%  |        |

그림 7. 세진중공업 매출액 및 비용 변동 내역: 1,2분기 매출액은 유사한 반면 하반기 탱크 인도 증기를 대비한 원재료 매입액 증가로 컨센서스 하회. 하반기 실적을 바라보며 매수할 시점이라 판단

| 단위: 백만원  | 1Q25(A) | 2Q25(B) | 비용 변동분 | 비용 변동 비중 |
|----------|---------|---------|--------|----------|
| 매출액      | 98,496  | 98,171  |        |          |
| 재고자산의 변동 | -1,551  | -1,190  | 360    | 4%       |
| 재고자산 매입액 | 17,642  | 24,435  | 6,792  | 78%      |
| 감가상각비    | 2,222   | 2,112   | -110   | -1%      |
| 인건비      | 7,952   | 7,197   | -755   | -9%      |
| 외주가공비    | 45,355  | 46,235  | 879    | 10%      |
| 기타       | 9,075   | 10,618  | 1,544  | 18%      |
| 총 비용     | 80,695  | 89,407  | 8,712  | 100%     |

자료: Dart전자공시, IBK투자증권

## 1-1. 실적: 마지막 우려까지 해소. 하반기 실적을 기대하며 매수할 때

2027년까지 두 개  
분기를 제외하고  
고수익성의 LCO2c, LNG  
BV 탱크 인도 예정

동사의 2025년 연결 영업실적은 매출액 4,277억원(YoY +21.4%), 영업이익 662억원(YoY +84.1%, OPM +15.5%)로 전망한다. 2025년을 시작으로 탱크 인도 물량은 증가하고, 두 개 분기를 제외하고 고수익성의 LCO2c, LNG BV 탱크 인도가 시작된다. 2027년에는 LNG BV 탱크 인도가 본격적으로 이뤄지며 20.5% 영업이익률을 달성할 것으로 추정한다.

표 2. 세진중공업 실적 전망: 고수익성 탱크 인도 증가에 따른 매출, 수익성 개선 전망

(단위: 십억원, %)

| (십억원, %) | 1Q23   | 2Q23  | 3Q23   | 4Q23  | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24    | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25E   | 4Q25E  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액      | 72     | 120   | 82     | 111   | 86     | 81     | 74     | 111     | 98     | 98     | 107     | 124    | 352   | 428   | 540   | 657   |
| YoY      | -48.8% | 35.6% | 2.4%   | 9.3%  | 20.0%  | -32.9% | -9.6%  | 0.6%    | 14.4%  | 21.4%  | 44.3%   | 11.4%  | -8.4% | 21.4% | 26.3% | 21.7% |
| QoQ      | -29.1% | 68.0% | -32.0% | 34.9% | -22.2% | -6.1%  | -8.3%  | 50.1%   | -11.5% | -0.3%  | 9.0%    | 15.9%  |       |       |       |       |
| 영업이익     | -6     | 21    | -7     | 25    | 4      | 8      | 1      | 23      | 18     | 9      | 13      | 27     | 36    | 66    | 101   | 135   |
| OPM      | -9.0%  | 17.6% | -8.1%  | 23.0% | 4.9%   | 9.8%   | 0.9%   | 20.8%   | 18.1%  | 8.9%   | 11.8%   | 21.8%  | 10.2% | 15.5% | 18.6% | 20.5% |
| YoY      | 적지     | 74.2% | 적전     | 흑전    | 흑전     | -62.5% | 흑전     | 흑전      | 317.9% | 10.2%  | 1882.2% | 16.8%  | 7.2%  | 84.1% | 51.9% | 33.8% |
| QoQ      | 적전     | 흑전    | 적전     | 흑전    | -83.2% | 86.7%  | -91.2% | 2313.4% | -23.0% | -50.8% | 44.4%   | 113.5% |       |       |       |       |
| 세전이익     | -8     | 17    | -8     | 24    | 3      | 6      | -2     | 22      | 17     | 7      | 10      | 24     | 29    | 58    | 91    | 126   |
| 당기순이익    | -6     | 13    | 3      | 12    | 3      | 2      | -1     | 19      | 13     | 5      | 8       | 18     | 22    | 43    | 68    | 94    |

자료: IBK투자증권

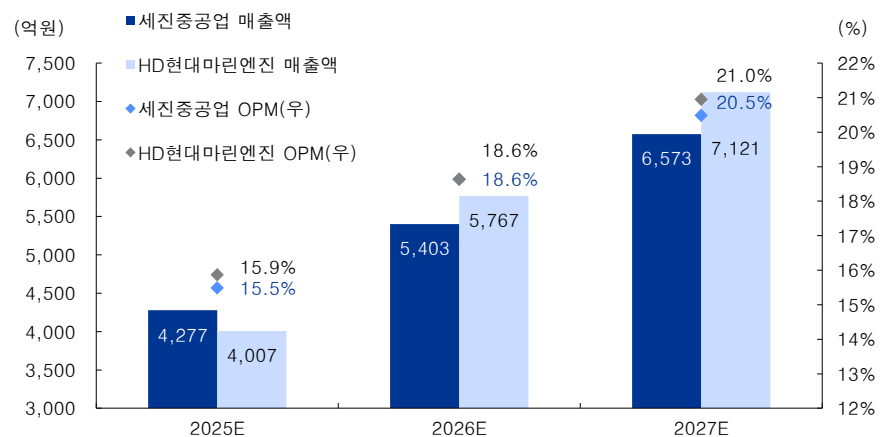
표 3. 분기별 탱크 인도 일정 추정 내역, 미포의 LNG BV는 옵션 포함 수주한 20척의 절반인 10척만 추정치에 포함

(단위: 척)

|         | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 | 1Q27 | 2Q27 | 3Q27 | 4Q27 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 총합      | 3    | 5    | 5    | 7    | 3    | 5    | 14   | 7    | 14   | 11   | 9    | 4    |
| HD현대중공업 | 1    | 2    | 3    | 5    | 1    | 2    | 7    | 3    | 5    | 7    | 3    | 1    |
| HD현대미포  | 2    | 3    | 2    | 3    | 2    | 3    | 7    | 4    | 9    | 4    | 6    | 3    |
| LPG     | 1    | 1    | 1    | 2    | 1    | 3    | 6    | 3    | 8    | 3    | 3    |      |
| LCO2    | 1    |      | 1    | 1    | 1    |      |      |      |      |      |      |      |
| LNG BV  |      |      |      |      |      |      | 1    | 1    | 1    | 1    | 3    | 3    |

Note: 추정치는 VLEC 탱크 미반영, VLAC/GC, MGC, LNG BV 탱크 모두 수주 가정  
자료: IBK투자증권

그림2 세진중공업 추정치와 HD현대미포 엔진 컨센서스 비교: 실적 성장성은 유사한데 시기 총액은 3.7배 차이, 과리름



자료: Dataguide, IBK투자증권

높은 수익률과 안정적인  
성장을 동시에 달성 중

## 1-2. 밸류에이션: 가장 좋은 수익성을 기록하고도 여전히 가장 낮은 멀티플

현재도 동사를 매수하기 매력적인 구간이라 판단한다. 동사는 기자재 업체 중 높은 수익률과 안정적인 수익성 개선을 동시에 보여주고 있는 드문 업체다. 고수익성 탱크 물량 인도 증가에 따라 2022~2024년 보여주었던 실적 성장세는 향후에도 지속될 가능성이 매우 높다고 판단한다.

표 4. 주요 기자재 업체 실적 컨센서스 및 당사 세진중공업 실적 추정치

(단위: %, 배)

| 구분  | 기업              | OPM   |       |       | PER  |      |      |
|-----|-----------------|-------|-------|-------|------|------|------|
|     |                 | FY1   | FY2   | FY3   | FY1  | FY2  | FY3  |
| 탱크  | 세진중공업<br>당사 추정치 | 15.5% | 18.6% | 20.5% | 17.0 | 10.7 | 7.8  |
|     | 세진중공업           | 14.2% | 16.6% | 19.7% | 22.7 | 15.5 | 11.4 |
| 보냉재 | 한국카본            | 14.0% | 14.2% | 16.3% | 16.3 | 15.6 | 13.8 |
|     | 동성화인텍           | 9.4%  | 12.0% | 11.8% | 18.0 | 13.2 | 12.6 |
| 엔진  | 한화엔진            | 8.5%  | 11.9% | 14.1% | 34.6 | 24.8 | 18.2 |
|     | HD현대마린엔진        | 15.9% | 18.6% | 21.0% | 46.2 | 32.6 | 22.4 |

Note: 8월 26일 종가 기준  
자료: Dataguide, IBK투자증권

## 세진중공업 (075580)

## 포괄손익계산서

| (십억원)        | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 385  | 352  | 428   | 540   | 657   |
| 증가율(%)       | -6.2 | -8.4 | 21.4  | 26.3  | 21.7  |
| 매출원가         | 328  | 294  | 334   | 404   | 480   |
| 매출총이익        | 57   | 59   | 94    | 136   | 177   |
| 매출총이익률 (%)   | 14.8 | 16.8 | 22.0  | 25.2  | 26.9  |
| 판매비          | 23   | 23   | 28    | 35    | 42    |
| 판매비율(%)      | 6.0  | 6.5  | 6.5   | 6.5   | 6.4   |
| 영업이익         | 34   | 36   | 66    | 101   | 135   |
| 증가율(%)       | 34.6 | 7.2  | 84.1  | 51.9  | 33.8  |
| 영업이익률(%)     | 8.8  | 10.2 | 15.4  | 18.7  | 20.5  |
| 순금융손익        | -9   | -7   | -5    | -2    | 2     |
| 이자손익         | -11  | -9   | -6    | -4    | 0     |
| 기타           | 2    | 2    | 1     | 2     | 2     |
| 기타영업외손익      | 2    | 1    | 1     | -1    | -2    |
| 중속/관계기업손익    | -1   | -1   | -1    | -1    | -1    |
| 세전이익         | 26   | 29   | 60    | 96    | 134   |
| 법인세          | 2    | 7    | 15    | 24    | 33    |
| 법인세율         | 7.7  | 24.1 | 25.0  | 25.0  | 24.6  |
| 계속사업이익       | 23   | 22   | 45    | 72    | 100   |
| 중단사업손익       | -1   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익        | 23   | 22   | 45    | 72    | 100   |
| 증가율(%)       | 70.2 | -3.1 | 104.7 | 60.2  | 39.1  |
| 당기순이익률 (%)   | 6.0  | 6.3  | 10.5  | 13.3  | 15.2  |
| 지배주주당기순이익    | 17   | 11   | 44    | 70    | 97    |
| 기타포괄이익       | -1   | -3   | 1     | 0     | 0     |
| 총포괄이익        | 22   | 19   | 46    | 72    | 100   |
| EBITDA       | 43   | 44   | 76    | 109   | 143   |
| 증가율(%)       | 30.9 | 2.7  | 71.3  | 43.8  | 30.5  |
| EBITDA마진율(%) | 11.2 | 12.5 | 17.8  | 20.2  | 21.8  |

## 투자지표

| (12월 결산)   | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 주당지표(원)    |       |       |       |       |       |
| EPS        | 301   | 200   | 775   | 1,232 | 1,706 |
| BPS        | 3,179 | 3,303 | 3,885 | 4,917 | 6,423 |
| DPS        | 200   | 200   | 200   | 200   | 200   |
| 밸류에이션(배)   |       |       |       |       |       |
| PER        | 15.8  | 42.3  | 16.4  | 10.3  | 7.5   |
| PBR        | 1.5   | 2.6   | 3.3   | 2.6   | 2.0   |
| EV/EBITDA  | 11.9  | 16.7  | 12.8  | 8.4   | 5.9   |
| 성장성지표(%)   |       |       |       |       |       |
| 매출증가율      | -6.2  | -8.4  | 21.4  | 26.3  | 21.7  |
| EPS증가율     | 47.4  | -33.7 | 288.0 | 59.0  | 38.5  |
| 수익성지표(%)   |       |       |       |       |       |
| 배당수익률      | 4.2   | 2.4   | 1.6   | 1.6   | 1.6   |
| ROE        | 9.9   | 6.2   | 21.6  | 28.0  | 30.1  |
| ROA        | 4.1   | 3.8   | 7.0   | 10.0  | 12.2  |
| ROIC       | 5.6   | 5.4   | 11.0  | 17.7  | 24.4  |
| 안정성지표(%)   |       |       |       |       |       |
| 부채비율(%)    | 134.8 | 149.0 | 133.6 | 126.5 | 99.3  |
| 순차입금 비율(%) | 83.2  | 80.7  | 64.4  | 38.8  | 11.5  |
| 이자보상배율(배)  | 2.7   | 3.0   | 5.7   | 9.1   | 11.2  |
| 활동성지표(배)   |       |       |       |       |       |
| 매출채권회전율    | 14.6  | 11.7  | 13.4  | 16.5  | 17.6  |
| 재고자산회전율    | 7.3   | 10.5  | 11.6  | 11.0  | 11.8  |
| 총자산회전율     | 0.7   | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.8   |

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

## 재무상태표

| (십억원)     | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 126  | 180  | 182   | 282   | 360   |
| 현금및현금성자산  | 51   | 80   | 86    | 158   | 235   |
| 유가증권      | 2    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 매출채권      | 25   | 35   | 28    | 37    | 38    |
| 재고자산      | 36   | 31   | 42    | 56    | 56    |
| 비유동자산     | 418  | 441  | 480   | 498   | 504   |
| 유형자산      | 377  | 393  | 403   | 407   | 412   |
| 무형자산      | 14   | 14   | 14    | 14    | 13    |
| 투자자산      | 16   | 20   | 40    | 46    | 46    |
| 자산총계      | 544  | 621  | 663   | 780   | 864   |
| 유동부채      | 247  | 308  | 310   | 364   | 358   |
| 매입채무및기타채무 | 20   | 25   | 38    | 49    | 50    |
| 단기차입금     | 88   | 136  | 124   | 146   | 140   |
| 유동성장기부채   | 101  | 86   | 86    | 86    | 86    |
| 비유동부채     | 65   | 64   | 69    | 72    | 72    |
| 사채        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금     | 55   | 56   | 54    | 54    | 54    |
| 부채총계      | 312  | 371  | 379   | 436   | 431   |
| 지배주주지분    | 181  | 188  | 221   | 280   | 365   |
| 자본금       | 31   | 31   | 31    | 31    | 31    |
| 자본잉여금     | 11   | 12   | 12    | 12    | 12    |
| 자본조정등     | -8   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익누계액 | 0    | -2   | -2    | -2    | -2    |
| 이익잉여금     | 146  | 147  | 180   | 238   | 324   |
| 비지배주주지분   | 51   | 62   | 63    | 65    | 68    |
| 자본총계      | 232  | 249  | 284   | 345   | 434   |
| 비이자부채     | 67   | 91   | 110   | 145   | 147   |
| 총차입금      | 245  | 280  | 269   | 291   | 284   |
| 순차입금      | 193  | 201  | 183   | 134   | 50    |

## 현금흐름표

| (십억원)           | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름       | 69   | 32   | 58    | 75    | 111   |
| 당기순이익           | 23   | 22   | 45    | 72    | 100   |
| 비현금성 비용 및 수익    | 27   | 31   | 23    | 14    | 10    |
| 유형자산감가상각비       | 10   | 8    | 10    | 9     | 8     |
| 무형자산상각비         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 운전자본변동          | 19   | 2    | 6     | -8    | 0     |
| 매출채권등의 감소       | 6    | -4   | 11    | -9    | 0     |
| 재고자산의 감소        | 34   | 5    | -8    | -13   | -1    |
| 매입채무등의 증가       | -6   | -2   | 5     | 12    | 0     |
| 기타 영업현금흐름       | 0    | -23  | -16   | -3    | 1     |
| 투자활동 현금흐름       | -39  | -40  | -38   | -33   | -14   |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -43  | -20  | -19   | -13   | -13   |
| 유형자산의 감소        | 2    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산의 감소(증가)    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 투자자산의 감소(증가)    | 15   | 1    | -4    | -6    | 0     |
| 기타              | -13  | -21  | -15   | -14   | -1    |
| 재무활동 현금흐름       | -26  | 37   | -15   | 29    | -20   |
| 차입금의 증가(감소)     | 27   | 47   | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가          | 0    | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 기타              | -53  | -11  | -15   | 29    | -20   |
| 기타 및 조정         | 0    | 0    | 2     | 0     | 0     |
| 현금의 증가          | 4    | 29   | 7     | 71    | 77    |
| 기초현금            | 47   | 51   | 80    | 86    | 158   |
| 기말현금            | 51   | 80   | 86    | 158   | 235   |

## 매수 (유지)

목표주가 (유지) 230,000원  
현재가 (8/26) 188,500원

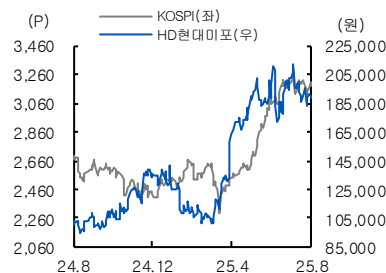
KOSPI (8/26) 3,179.36pt  
시가총액 7,529십억원  
발행주식수 39,942천주  
액면가 5,000원  
52주 최고가 212,000원  
최저가 94,600원  
60일 일평균거래대금 72십억원  
외국인 지분율 22.2%  
배당수익률 (2025F) 0.6%

주주구성  
에이치디한국조선해양 42.84%  
국민연금공단 11.17%

|      | 1M  | 6M  | 12M |
|------|-----|-----|-----|
| 주가상승 |     |     |     |
| 상대기준 | -7% | 44% | 59% |
| 절대기준 | -7% | 73% | 88% |

|         | 현재      | 직전      | 변동 |
|---------|---------|---------|----|
| 투자의견    | 매수      | 매수      | -  |
| 목표주가    | 230,000 | 230,000 | -  |
| EPS(25) | 6,832   | 7,956   | ▼  |
| EPS(26) | 9,822   | 9,430   | ▲  |

HD현대미포 상대주가 (%)



## HD현대미포 (010620)

## 두산비나 인수의 최대 수혜주

## 두산비나 인수로 베트남 조선소의 중형 LPGc(MGC) 수주가 가능해짐

두산비나의 인수를 계기로 HD현대미포의 자회사 HD현대베트남조선의 수주 선종 확대로 인한 실적 성장을 전망한다. HD현대베트남조선은 2024년 연간 15척에서 2030년 23척 인도 체제로의 개파 확장을 진행 중이다. 다만 HD현대베트남조선은 설립 이후 현재까지 벌크, PC선 두 개 선종 위주의 수주를 진행해왔으며, 최근에는 상대적으로 마진이 더 높은 PC선 단일 선종만을 수주 중인 한계를 가지고 있다. 단일 선종 건조 조선소는 개파 확장이 이뤄져도 1) 매출은 증가해도 이익률 개선폭은 미미하며, 2) PC선만으로 연간 23척의 슬롯을 채우는 것은 부담스럽다는 한계를 가진다. 그러나 두산비나에서 독립형 탱크를 제작하면 베트남 조선소에서 고수익성의 MGC 건조가 가능해지며 1) 매출과 수익성의 동반 성장, 2) 수주 다변화로 인한 특정 선종 의존도 또한 낮출 수 있다.

## 2Q25 실적에서 확인 가능했던 MGC의 높은 수익성, 고마진 선종 수주 확대 시 이익 레벨 추가 상승 가능

유럽의 러시아산 가스를 대체하기 위한 미국산 LPG 수입이 증가, 중거리 노선 LPG 운송 수요가 증가하며 MGC 시장은 가파르게 성장 중이다. 그러나 현재 한국에서 MGC를 건조 중인 곳은 HD현대미포 뿐이며, 연간 10척 초반 인도 수준의 개파로 제한되어 있기 때문에 중국이 MGC 수주를 늘리며 빠르게 점유율을 올리고 있다. 금번 두산비나 인수는 이러한 시장 환경에 적극적으로 대응하여 MGC 시장점유율을 회복하겠다는 현대의 의지로 당사는 해석한다.

동사는 2Q25에 OPM 7.2%의 양호한 수익성을 기록했는데, 이는 고수익성의 MGC 비중 증가와 PC선 반복건조 효과 때문이라 판단한다. 향후 베트남 조선소의 MGC 수주가 시작되면 실적 전망치도 충분히 상향 여지가 있다고 판단한다.

## 목표주가 230,000원 일단 유지, 향후 베트남 조선소 MGC 수주 시 목표주가 상향 조정 예정

동사에 대한 목표주가 230,000원을 일단 유지하지만 향후 베트남 조선소 MGC 수주 시 목표주가를 상향 조정 예정이다. 현재 동사의 매출 중 MGC의 비중이 약 30%를 차지하는 것으로 추정하는데, 향후 베트남 조선소의 MGC 수주가 시작되면 고수익성의 가스선 비중은 더욱 증가할 수 있다.

| (단위:십억)   | 2023   | 2024   | 2025F | 2026F | 2027F  |
|-----------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 매출액       | 4,039  | 4,630  | 5,150 | 5,704 | 6,037  |
| 영업이익      | -153   | 89     | 377   | 530   | 697    |
| 세전이익      | -157   | 146    | 368   | 545   | 720    |
| 지배주주순     | -143   | 106    | 273   | 392   | 518    |
| EPS(원)    | -3,579 | 2,642  | 6,832 | 9,822 | 12,979 |
| 증가율(%)    | 220.6  | -173.8 | 158.6 | 43.8  | 32.1   |
| 영업이익률     | -3.8   | 1.9    | 7.3   | 9.3   | 11.5   |
| 순이익률(%)   | -3.4   | 2.4    | 5.6   | 7.2   | 8.9    |
| ROE(%)    | -7.0   | 5.3    | 12.5  | 15.8  | 18.0   |
| PER       | -23.7  | 50.8   | 27.6  | 19.2  | 14.5   |
| PBR       | 1.7    | 2.6    | 3.2   | 2.8   | 2.4    |
| EV/EBITDA | -43.9  | 32.8   | 15.4  | 11.4  | 8.5    |

자료: Company data, IBK투자증권 예상

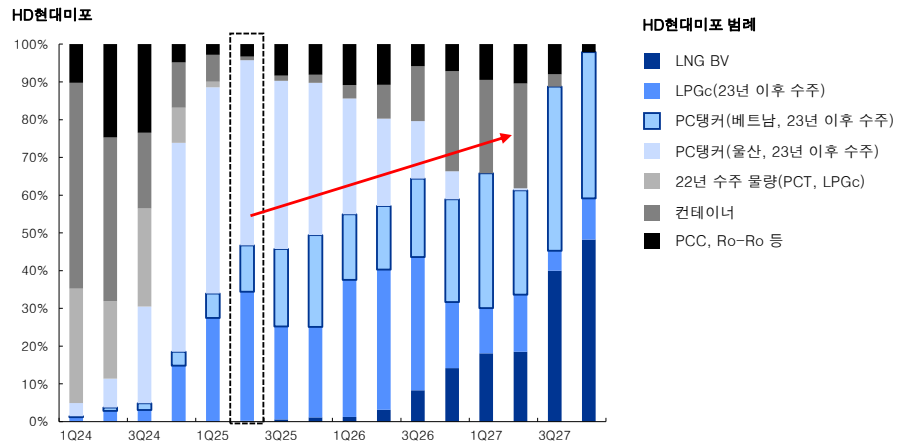
표 5. HD현대미포 실적 전망: MGC 비중 증가 및 PC선 반복건조 효과로 수익성 개선 지속 전망

(단위: 십억원, %)

| (십억원, %) | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24   | 4Q24  | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25E  | 4Q25E  | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024  | 2025E  | 2026E | 2027E |
|----------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액      | 1,000 | 1,129 | 1,078  | 1,423 | 1,184  | 1,234  | 1,358  | 1,374  | 1,391 | 1,387 | 1,453 | 1,472 | 4,630 | 5,150  | 5,704 | 6,037 |
| YoY      | 10.0% | 9.3%  | 8.4%   | 29.0% | 18.3%  | 9.3%   | 26.0%  | -3.4%  | 17.5% | 12.4% | 7.0%  | 7.1%  | 14.6% | 11.2%  | 10.7% | 5.9%  |
| QoQ      | -9.3% | 12.9% | -4.6%  | 32.0% | -16.8% | 4.3%   | 10.0%  | 1.2%   | 1.2%  | -0.2% | 4.8%  | 1.3%  |       |        |       |       |
| 영업이익     | -11   | 17    | 35     | 47    | 68     | 89     | 104    | 115    | 118   | 122   | 138   | 152   | 89    | 377    | 530   | 697   |
| OPM      | -1.1% | 1.5%  | 3.3%   | 3.3%  | 5.8%   | 7.2%   | 7.6%   | 8.4%   | 8.5%  | 8.8%  | 9.5%  | 10.3% | 1.9%  | 7.3%   | 9.3%  | 11.5% |
| YoY      | 적지/   | 흑전    | 흑전     | 흑전    | 흑전     | 413.2% | 194.1% | 145.1% | 72.6% | 36.5% | 33.2% | 31.9% | 적지/   | 325.3% | 40.8% | 31.4% |
| QoQ      | 적지/   | 흑전    | 112.0% | 0.8%  | 75.5%  | 25.2%  | 5.4%   | 9.6%   | 1.6%  | 3.5%  | 8.0%  | 8.4%  |       |        |       |       |
| 세전이익     | 3     | 36    | 3      | 104   | 60     | 28     | 134    | 146    | 121   | 126   | 142   | 156   | 146   | 368    | 545   | 720   |
| 당기순이익    | 2     | 29    | 3      | 80    | 52     | 25     | 100    | 110    | 91    | 94    | 106   | 117   | 113   | 287    | 409   | 540   |

자료: IBK투자증권

그림 5. HD현대미포 선종 믹스 개선 추이 ①



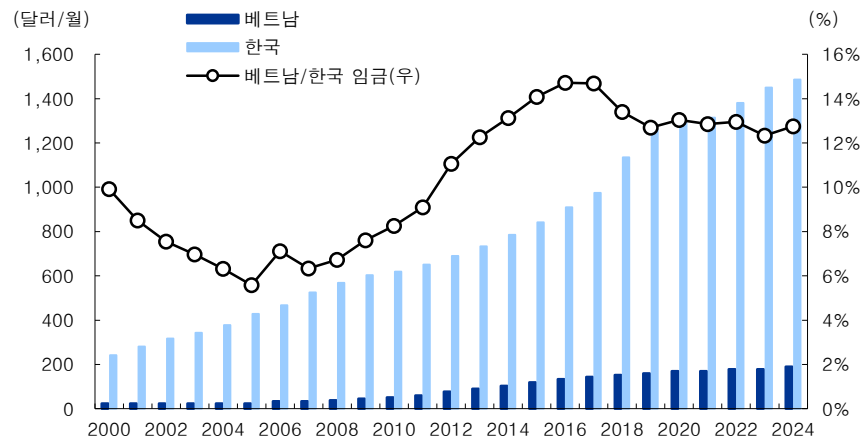
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 6. HD현대미포 선종 믹스 개선 추이 ②

|                      | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 | 1Q27 | 2Q27 | 3Q27 | 4Q27 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>HD현대미포</b>        | -1%  | 2%   | 3%   | 3%   | 6%   |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| LNG BV               | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 1%   | 1%   | 1%   | 3%   | 8%   | 14%  | 18%  | 18%  | 40%  | 48%  |
| LPGc(23년 이후 수주)      | 1%   | 3%   | 3%   | 15%  | 27%  | 34%  | 25%  | 24%  | 36%  | 37%  | 35%  | 17%  | 12%  | 15%  | 5%   | 11%  |
| PC탱커(베트남, 23년 이후 수주) | 0%   | 1%   | 2%   | 4%   | 6%   | 12%  | 21%  | 24%  | 17%  | 17%  | 21%  | 27%  | 36%  | 28%  | 43%  | 39%  |
| PC탱커(울산, 23년 이후 수주)  | 4%   | 8%   | 26%  | 55%  | 55%  | 49%  | 45%  | 40%  | 31%  | 23%  | 15%  | 7%   | 0%   | 1%   | 0%   | 0%   |
| 22년 수주 물량(PCT, LPG)  | 30%  | 21%  | 26%  | 9%   | 1%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 컨테이너                 | 55%  | 43%  | 20%  | 12%  | 7%   | 1%   | 1%   | 2%   | 4%   | 9%   | 14%  | 27%  | 25%  | 28%  | 3%   | 0%   |
| PCC, Ro-Ro           | 10%  | 25%  | 23%  | 5%   | 3%   | 3%   | 8%   | 8%   | 11%  | 11%  | 6%   | 7%   | 9%   | 10%  | 8%   | 2%   |

자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 7. 한국-베트남 최저임금 추이: 베트남 최저임금은 한국의 13% 수준. 생산성 차이 감안해도 베트남에서 건조하는 물량은 울산의 LNG BV보다도 수익성이 좋을 것으로 추정



Note: 베트남 1지역9하노이 등) 외국인투자기업 최저시급 기준

자료: 각 국 정부, IBK투자증권

## HD현대미포 (010620)

## 포괄손익계산서

| (십억원)        | 2023  | 2024   | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 4,039 | 4,630  | 5,150 | 5,704 | 6,037 |
| 증가율(%)       | 8.7   | 14.6   | 11.2  | 10.7  | 5.9   |
| 매출원가         | 4,070 | 4,382  | 4,599 | 4,979 | 5,135 |
| 매출총이익        | -31   | 248    | 552   | 725   | 902   |
| 매출총이익률 (%)   | -0.8  | 5.4    | 10.7  | 12.7  | 14.9  |
| 판매비          | 122   | 159    | 175   | 195   | 206   |
| 판매비율(%)      | 3.0   | 3.4    | 3.4   | 3.4   | 3.4   |
| 영업이익         | -153  | 89     | 377   | 530   | 697   |
| 증가율(%)       | 40.2  | -157.9 | 325.3 | 40.8  | 31.4  |
| 영업이익률(%)     | -3.8  | 1.9    | 7.3   | 9.3   | 11.5  |
| 순금융손익        | -64   | -354   | 139   | -88   | -85   |
| 이자손익         | 2     | -3     | 9     | 21    | 29    |
| 기타           | -66   | -351   | 130   | -109  | -114  |
| 기타영업외손익      | 60    | 411    | -148  | 103   | 109   |
| 종속/관계기업손익    | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 세전이익         | -157  | 146    | 368   | 545   | 720   |
| 법인세          | -18   | 33     | 81    | 136   | 180   |
| 법인세율         | 11.5  | 22.6   | 22.0  | 25.0  | 25.0  |
| 계속사업이익       | -139  | 113    | 287   | 409   | 540   |
| 중단사업손익       | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익        | -139  | 113    | 287   | 409   | 540   |
| 증가율(%)       | 217.5 | -181.5 | 153.4 | 42.4  | 32.1  |
| 당기순이익률 (%)   | -3.4  | 2.4    | 5.6   | 7.2   | 8.9   |
| 지배주주당기순이익    | -143  | 106    | 273   | 392   | 518   |
| 기타포괄이익       | -21   | -21    | 44    | 0     | 0     |
| 총포괄이익        | -160  | 93     | 331   | 409   | 540   |
| EBITDA       | -84   | 167    | 456   | 601   | 761   |
| 증가율(%)       | 73.1  | -299.3 | 173.7 | 31.6  | 26.8  |
| EBITDA마진율(%) | -2.1  | 3.6    | 8.9   | 10.5  | 12.6  |

## 투자지표

| (12월 결산)   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)    |        |        |        |        |        |
| EPS        | -3,579 | 2,642  | 6,832  | 9,822  | 12,979 |
| BPS        | 49,324 | 51,278 | 58,140 | 66,294 | 77,605 |
| DPS        | 0      | 710    | 1,190  | 1,190  | 1,190  |
| 밸류에이션(배)   |        |        |        |        |        |
| PER        | -23.7  | 50.8   | 27.6   | 19.2   | 14.5   |
| PBR        | 1.7    | 2.6    | 3.2    | 2.8    | 2.4    |
| EV/EBITDA  | -43.9  | 32.8   | 15.4   | 11.4   | 8.5    |
| 성장성지표(%)   |        |        |        |        |        |
| 매출증가율      | 8.7    | 14.6   | 11.2   | 10.7   | 5.9    |
| EPS증가율     | 220.6  | -173.8 | 158.6  | 43.8   | 32.1   |
| 수익성지표(%)   |        |        |        |        |        |
| 배당수익률      | 0.0    | 0.5    | 0.6    | 0.6    | 0.6    |
| ROE        | -7.0   | 5.3    | 12.5   | 15.8   | 18.0   |
| ROA        | -2.9   | 2.3    | 5.3    | 6.9    | 8.2    |
| ROIC       | -8.0   | 5.8    | 16.3   | 24.6   | 30.6   |
| 안정성지표(%)   |        |        |        |        |        |
| 부채비율(%)    | 143.6  | 142.5  | 137.4  | 128.8  | 113.8  |
| 순차입금 비율(%) | 11.9   | 2.2    | -23.3  | -28.9  | -35.6  |
| 이자보상배율(배)  | -11.1  | 4.5    | 64.8   | 176.5  | 217.6  |
| 활동성지표(배)   |        |        |        |        |        |
| 매출채권회전율    | 50.0   | 44.7   | 55.7   | 53.3   | 47.3   |
| 재고자산회전율    | 15.5   | 18.5   | 18.6   | 19.4   | 19.5   |
| 총자산회전율     | 0.8    | 0.9    | 1.0    | 1.0    | 0.9    |

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

## 재무상태표

| (십억원)     | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 유동자산      | 2,799 | 2,787 | 3,337 | 3,781 | 4,257  |
| 현금및현금성자산  | 310   | 165   | 656   | 894   | 1,248  |
| 유가증권      | 39    | 38    | 47    | 50    | 52     |
| 매출채권      | 118   | 89    | 96    | 118   | 137    |
| 재고자산      | 230   | 271   | 284   | 304   | 316    |
| 비유동자산     | 2,110 | 2,322 | 2,331 | 2,463 | 2,590  |
| 유형자산      | 1,757 | 1,862 | 1,989 | 2,099 | 2,215  |
| 무형자산      | 15    | 21    | 21    | 21    | 20     |
| 투자자산      | 44    | 202   | 100   | 106   | 110    |
| 자산총계      | 4,909 | 5,109 | 5,669 | 6,244 | 6,847  |
| 유동부채      | 2,735 | 2,706 | 3,168 | 3,394 | 3,520  |
| 매입채무및기타채무 | 324   | 355   | 434   | 465   | 483    |
| 단기차입금     | 474   | 159   | 135   | 145   | 150    |
| 유동성장기부채   | 4     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 비유동부채     | 158   | 297   | 113   | 120   | 124    |
| 사채        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 장기차입금     | 96    | 80    | 0     | 0     | 0      |
| 부채총계      | 2,894 | 3,002 | 3,281 | 3,514 | 3,644  |
| 지배주주지분    | 1,970 | 2,048 | 2,322 | 2,648 | 3,100  |
| 자본금       | 200   | 200   | 200   | 200   | 200    |
| 자본잉여금     | 82    | 82    | 82    | 82    | 82     |
| 자본조정등     | -41   | -41   | -41   | -41   | -41    |
| 기타포괄이익누계액 | 301   | 308   | 357   | 357   | 357    |
| 이익잉여금     | 1,428 | 1,499 | 1,724 | 2,050 | 2,501  |
| 비지배주주지분   | 45    | 58    | 65    | 82    | 103    |
| 자본총계      | 2,015 | 2,106 | 2,387 | 2,730 | 3,203  |
| 비이자부채     | 2306  | 2751  | 3135  | 3359  | 3483   |
| 총차입금      | 588   | 251   | 146   | 155   | 161    |
| 순차입금      | 239   | 47    | -557  | -789  | -1,139 |

## 현금흐름표

| (십억원)           | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름       | -533 | 361  | 708   | 367   | 483   |
| 당기순이익           | -139 | 113  | 287   | 409   | 540   |
| 비현금성 비용 및 수익    | 44   | 65   | 61    | -53   | -73   |
| 유형자산감가상각비       | 69   | 78   | 79    | 70    | 64    |
| 무형자산상각비         | 0    | 0    | 1     | 1     | 0     |
| 운전자본변동          | -438 | 188  | 355   | -10   | -13   |
| 매출채권등의 감소       | -72  | 34   | -8    | -22   | -20   |
| 재고자산의 감소        | 63   | -30  | -21   | -20   | -11   |
| 매입채무등의 증가       | -149 | 30   | 80    | 31    | 17    |
| 기타 영업현금흐름       | 0    | -5   | 5     | 21    | 29    |
| 투자활동 현금흐름       | -112 | -149 | -422  | -366  | -283  |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -117 | -145 | -152  | -180  | -180  |
| 유형자산의 감소        | 1    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산의 감소(증가)    | -10  | -7   | -1    | 0     | 0     |
| 투자자산의 감소(증가)    | 0    | 0    | -9    | -6    | -3    |
| 기타              | 14   | 3    | -260  | -180  | -100  |
| 재무활동 현금흐름       | 464  | -363 | 210   | 237   | 154   |
| 차입금의 증가(감소)     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가          | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타              | 464  | -363 | 210   | 237   | 154   |
| 기타 및 조정         | 1    | 6    | -5    | 0     | -1    |
| 현금의 증가          | -180 | -145 | 491   | 238   | 353   |
| 기초현금            | 490  | 310  | 165   | 656   | 894   |
| 기말현금            | 310  | 165  | 656   | 894   | 1,248 |

### Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

| 종목명 | 담당자 | 담당자(배우자) 보유여부 |     |     | 1%이상<br>보유여부 | 유가증권<br>발행관련 | 계열사<br>관계여부 | 공개매수<br>사무취급 | IPO | 회사채<br>지급보증 | 중대한<br>이해관계 | M&A<br>관련 |
|-----|-----|---------------|-----|-----|--------------|--------------|-------------|--------------|-----|-------------|-------------|-----------|
|     |     | 수량            | 취득가 | 취득일 |              |              |             |              |     |             |             |           |

해당 사항 없음

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

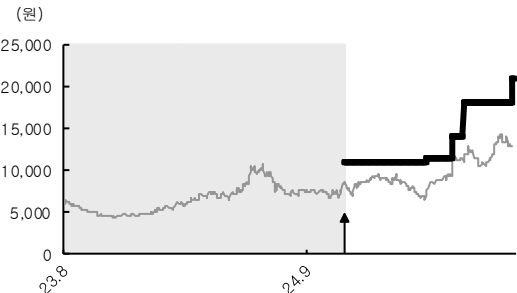
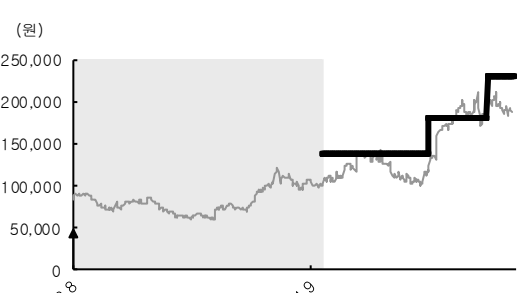
| 종목 투자 의견 (절대 수익률 기준) |                         |              |               |
|----------------------|-------------------------|--------------|---------------|
| 매수 15% 이상            | Trading Buy (중립) 0%~15% | 중립 -15%~0%   | 축소 -15% 이상 하락 |
| 업종 투자 의견 (상대 수익률 기준) |                         |              |               |
| 비중 확대 +10% ~         | 중립 -10% ~ +10%          | 비중 축소 ~ -10% |               |

투자 등급 통계 (2024.07.01~2025.06.30)

| 투자 등급 구분         | 건수  | 비율(%) |
|------------------|-----|-------|
| 매수               | 132 | 89.8  |
| Trading Buy (중립) | 11  | 7.5   |
| 중립               | 4   | 2.7   |
| 매도               | 0   | 0     |

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

| 세진중공업                                                                               | 추천일자       | 투자 의견 | 목표가(원)  | 과리율(%) |        |
|-------------------------------------------------------------------------------------|------------|-------|---------|--------|--------|
|                                                                                     |            |       |         | 평균     | 최고/최저  |
|  | 2024.11.26 | 매수    | 11,000  | -25.41 | -14.18 |
|                                                                                     | 2025.04.09 | 매수    | 11,500  | -23.53 | -17.04 |
|                                                                                     | 2025.05.21 | 매수    | 14,000  | -19.16 | -16.79 |
|                                                                                     | 2025.06.09 | 매수    | 18,000  | -32.37 | -21.17 |
|                                                                                     | 2025.08.27 | 매수    | 21,000  |        |        |
| HD현대미포                                                                              | 추천일자       | 투자 의견 | 목표가(원)  | 과리율(%) |        |
|                                                                                     |            |       |         | 평균     | 최고/최저  |
|  | 2024.10.14 | 매수    | 138,000 | -14.78 | 2.75   |
|                                                                                     | 2025.04.09 | 매수    | 180,000 | -2.72  | 17.22  |
|                                                                                     | 2025.07.17 | 매수    | 230,000 | -15.05 | -7.83  |
|                                                                                     | 2025.08.27 | 매수    | 230,000 |        |        |