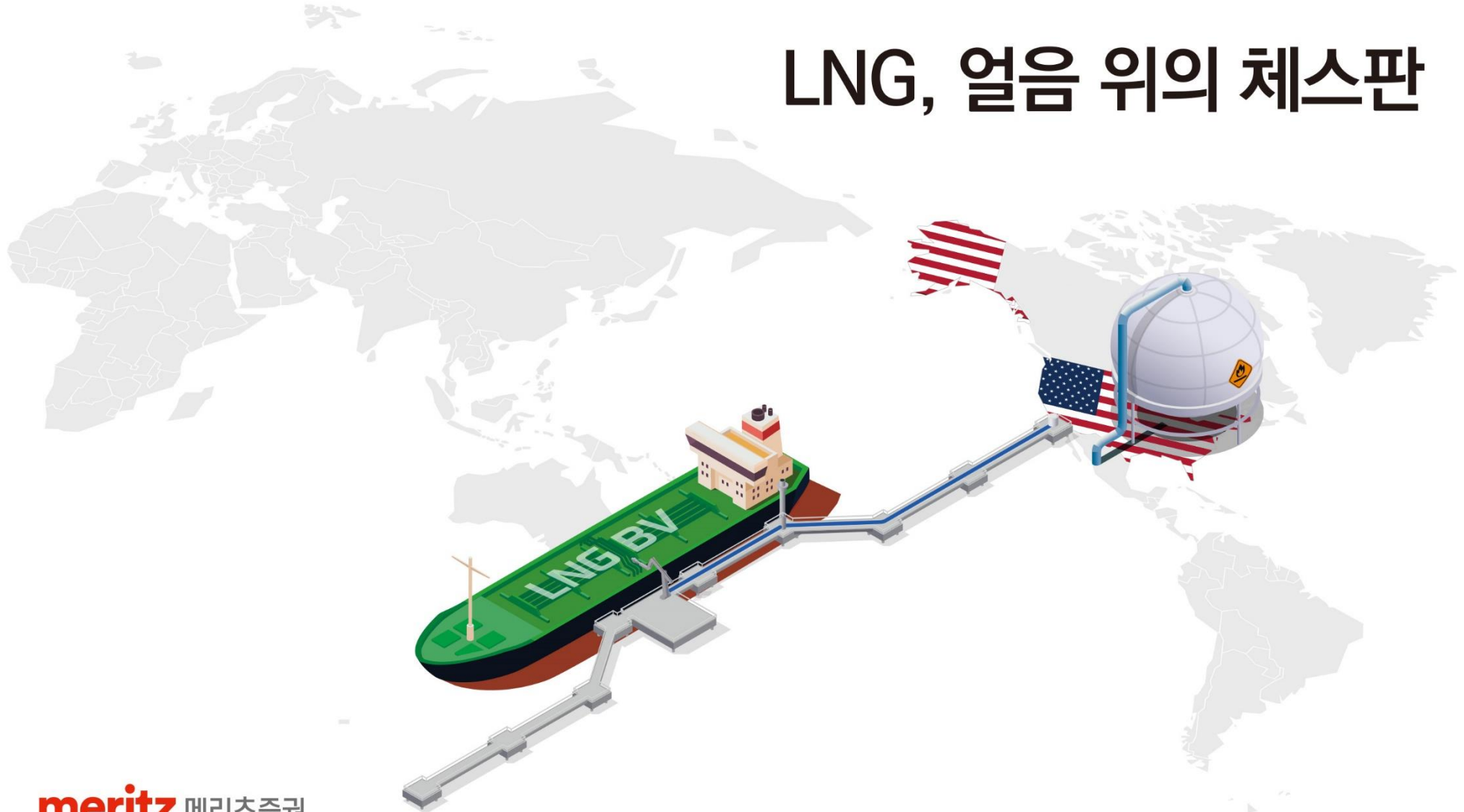


Energy Renaissance 1

Meritz Research 2025. 3. 19

LNG, 얼음 위의 체스판



이 보고서는 요약본입니다

Energy Renaissance 1

LNG, 얼음 위의 체스판



조선/기계
Analyst **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr



유틸리티/건설
Analyst **문경원**
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr



철강/비철금속
Analyst **장재혁**
02. 6454-4882
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Top Picks	투자판단	적정주가
삼성중공업 (010140 KS)	Buy	22,000원
HD현대미포 (010620 KS)	Buy	190,000원
성광벤드 (014620 KQ)	Buy	39,000원
태광 (023160 KQ)	Buy	37,000원

Top Pick	투자판단	적정주가
포스코인터내셔널 (047050 KS)	Buy	69,000원
관심종목	투자판단	적정주가
한국가스공사 (036460 KS)	Buy	50,000원
글로벌 기업 관심종목	투자판단	블룸버그 평균TP
JGC Holdings (1963 JP)	Not Rated	1,246엔

관심종목	투자판단	적정주가
세아제강 (306200 KS)	Not Rated	-
넥스틸 (092790 KS)	Not Rated	-
휴스틸 (005010 KS)	Not Rated	-
세아제강지주 (003030 KS)	Not Rated	-

Contents



Part 1	트럼프와 함께 LNG 밸류체인 부각	9
Part 2	알래스카 LNG, 에너지 그 이상	25
Part 3	LNG 개발 수혜 밸류체인 분석	45
Part 4	강관, 복잡해진 방정식	67
Part 5	잘 몰랐지만, 의미있는, LNG 벙커링	85

기업분석

삼성중공업 (010140)	112
HD현대미포 (010620)	116
성광벤드 (014620)	120
태광 (023160)	123
포스코인터내셔널 (047050)	126
한국가스공사 (036460)	130
JGC Holdings (1963 JP)	133
세아제강 (306200)	138
휴스틸 (005010)	140
넥스틸 (092790)	142
세아제강지주 (003030)	144



업종별 선호도

조선, 피팅 > 유틸리티 > 강관 > 건설

조선	유틸리티/건설	철강
<ul style="list-style-type: none"> 트럼프 당선 4개월 만에 전 세계 LNG 증설 계획 8.6% 증가. 북미 중심의 LNG 증설 사이클 시동 미국의 LNG 증설 의지는 유럽의 LNG 수요와 Win-Win. 유럽이 노드스트림을 부활시킬 가능성 낮으며, LNG 수입 터미널 증설 및 장기 공급계약 확대 추진 2025년 최종투자승인(FID)을 기다리는 LNG 수출 프로젝트는 4건 2025년 이후에도 신규 프로젝트가 더해지며 사이클의 중첩을 예상 <ol style="list-style-type: none"> 미국 시장 참여가 가능한 육상/해양 EPC업체 수혜 EPC 과정에서 조달해야 하는 피팅제품 수요 증가 LNG 수출/수입 터미널 확대에 의해, LNG병커링 시장 개화의 필요조건은 확보 <ul style="list-style-type: none"> 2028년 LNG병커링선(LNGBV)에 대한 시장 수요는 69 ~ 81척으로 전망 2025년 현재 LNGBV는 선대 27척+잔고28척 → 2025년부터 LNGBV 발주 본격화 	<ul style="list-style-type: none"> 알래스카 LNG는 단순 에너지 프로젝트 그 이상 파나마 운하에 대한 중국의 영향력 확대를 견제하는 포석이자, 북극 항로 개발을 위한 디딤돌 북극은 물류, 자원, 방산, 우주 측면에서 매우 중요한 지역. 러시아, 중국, 미국이 개발 경쟁 중 북극권 개발은 알래스카 이후에도 지속. 이를 위해서는 동아시아 밸류체인과의 협력이 필수적 포스코인터, 가스공사 등 디벨로퍼는 <ol style="list-style-type: none"> 지분법 이익 개선, 수입 원가 하락을 통한 본업 이익 상승 기대 알래스카 LNG 경제성을 둘러싼 우려 있으나 당사는 긍정적으로 보는 중 LNG 플랜트 EPC는 건설사들에게도 거대한 먹거리. 다만 국내 건설사들은 시장 진입이 아직 부족 일본 EPC사들에 주목. 일본 상사, 금융회사와의 협력 하에 알래스카 LNG 수주 유력. 수익성 우려로 주가가 하락한 지금이 투자 기회 	<p>강관 업체 추가 상승을 이끌었던 Narrative</p> <ol style="list-style-type: none"> 알래스카 LNG 프로젝트가 유발하는 수요 기대 <ul style="list-style-type: none"> 알래스카 LNG Main Pipeline 수요: 80만톤 (외경 42', 두께 0.9'의 SAW 탄소강관) + 그 외 기타 강관 수요: 40만톤 세아제강, 휴스틸, 넥스틸 대응 가능, 모멘텀 유효 美 철강 관세, 한국 강관업체의 선별 수혜 가능성 <ul style="list-style-type: none"> 보수적 접근 필요, 한/캐/멕시코 동일 25% 관세 예상 쿼터제 폐지로 인한 Q 확대 가능성은 높음 미국 OCTG(송유관) 업황 개선 및 가격 상승 기대 <ul style="list-style-type: none"> 관세를 감안한 OCTG의 실질 가격은 2H24부터 매우 완만한 회복 중. 다만 관세가 유발한 가격 상승의 지속성은 의문. 2018년 6월, 관세 발효로 인한 관련 제품 가격 상승은 2~3개월 내 종료 <p>결론: 4월부터 방향이를 짧게 잡아야 하는 상황. 주요 업체들의 증설 물량은 빨라도 2H25, 2026년 반영될 예정. 4~5월 조정 시 재진입 유효</p>

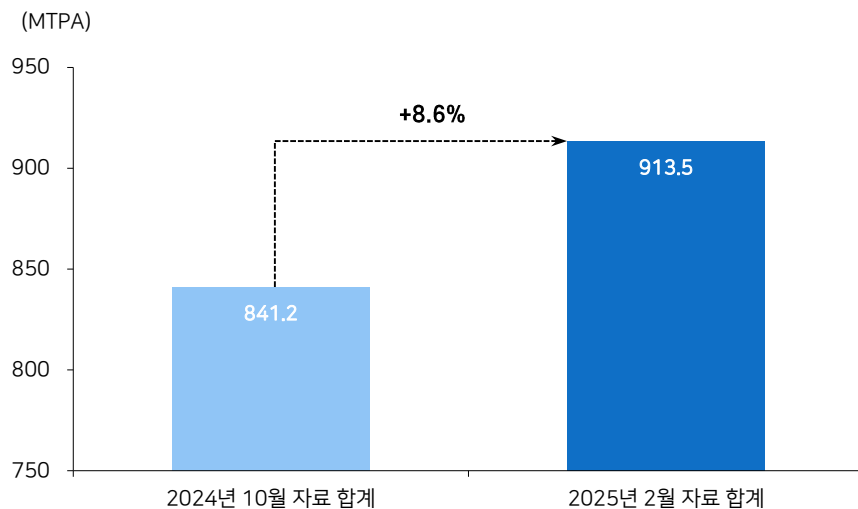
트럼프 당선 전후로 LNG 수출 용량 전망치 상향 조정

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

트럼프 당선 4개월만에
LNG CAPA 전망치 +8.6%

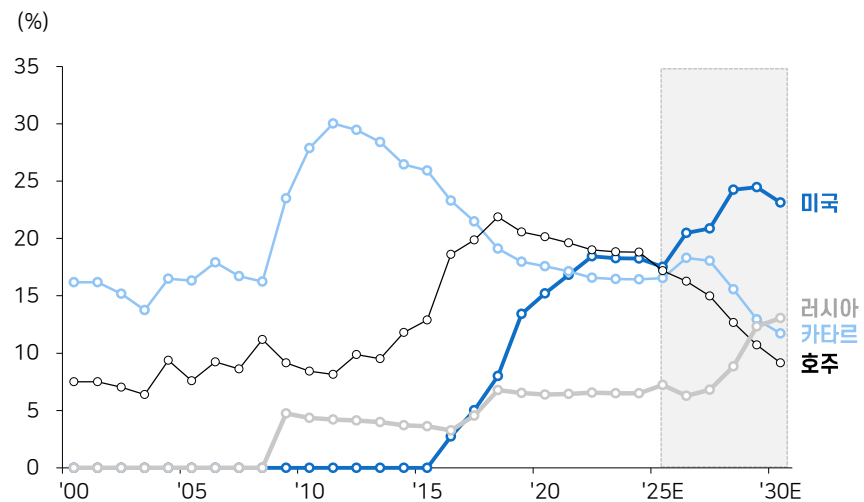
- 트럼프가 당선되기 전후 Clarksons의 월별 자료를 보면, LNG 수출 용량 증설 계획분이 4개월만에 8.6% 증가
- 전 세계 LNG 수출 CAPA 중 각 국가의 비중을 보면, 2024년말 기준 호주 18.8%, 미국 18.3%, 카타르 16.4%, 러시아 6.5% 순
- 2030년 수주 점유율 전망은 미국이 23.1%로 확대

전세계 LNG 수출 용량 증설 계획. 트럼프 당선 후 4개월만에 8.6% 증가



주: 증설 계획은 Under construction, FEED, Proposed 단계의 프로젝트 용량을 합산하여 계산함
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

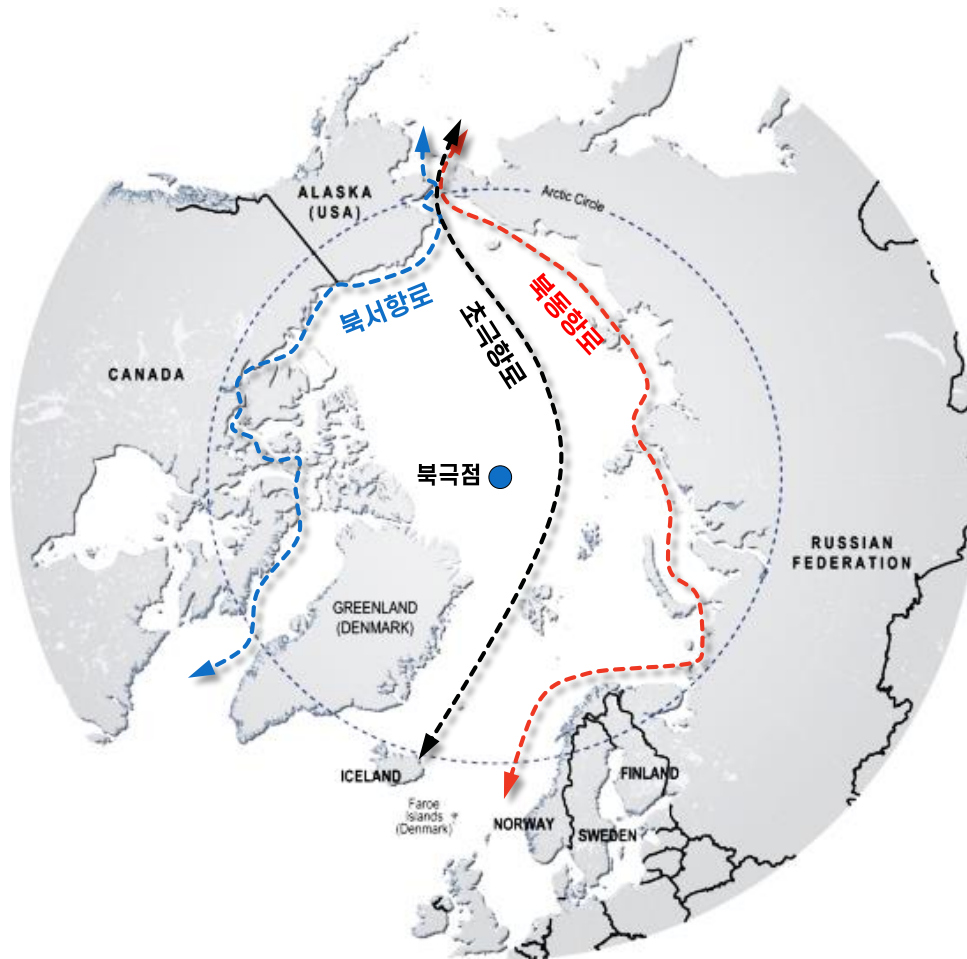
LNG 수출 점유율 추이 및 전망: 미국의 LNG 점유율 확대 의지



주: 증설 계획은 Under construction, FEED, Proposed 단계의 프로젝트 용량을 합산하여 계산함
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

알래스카는 북극 항로 개발의 거점으로서도 주목 필요

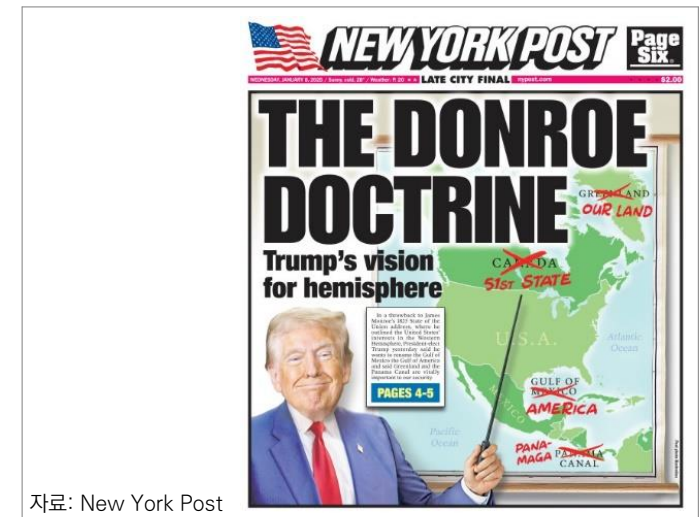
Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판



- 알래스카는 북극 항로 개발에서도 중요한 위치.
캐나다를 거쳐 유럽으로 향하는 북서항로의 출발점 역할
- 북서항로를 통해 장기적으로 알래스카 → 유럽 수출 가능
- 알래스카 LNG를 개발한다면
 - 1) 북극권 내 인프라(항만, 쇄빙선 등)를 확충할 수 있고
 - 2) 지정학적 영향력을 강화하고
 - 3) 북극권 개발 기술 노하우를 쌓을 수 있음

Donroe Doctrine?

그린란드, 캐나다의 영토 확장을 원하는 트럼프



자료: New York Post

자료: GRID Arendal, 메리츠증권 리서치센터

LNG 기자재/EPC 밸류체인

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

* 10MTPA 수출 시 발생하는 투자비와 대표기업



1 Upstream (시추, 지상시설, 초기 집하시설 등)	2 Gas Processing (전처리, Sweetening/분리 등)	3 Transportation (파이프라인 등)	4 Liquefaction (액화플랜트)	5 Shipping (LNG선 건조)	6 Regasification & Terminal (수입 터미널)
투자비 (약 20~30억 달러)	투자비 (약 20~40억 달러)	투자비 (약 30~50억 달러)	투자비 (약 70~200억 달러)	투자비 (1척 당 2~3억 달러)	투자비 (약 10억 달러)
대표기업 (시추 장비 회사) Halliburton, Schlumberger, Baker Hughes, Weatherford * 시추 공사는 전문 업체가 따로 있고, CPF 등 종합 EPC 회사의 먹거리 일부 있음	대표기업 (EPC 회사) 삼성E&A, JGC, Technip, Chiyoda 등 * 건식 가스(Dry Gas)의 경우 전처리 시설이 생략되거나 축소되기도 함	대표기업1 (파이프라인 운영 회사) Kinder Morgan, Williams, Energy Transfer 등 대표기업2 (강관, 압축기) Tenaris, Vallourec, 세아제강, Solar Turbines 등	대표기업1 (플랜트 운영) Cheniere Energy, Venture Capital 등 대표기업2 (장비, FLNG, 피팅) Linde, Airproducts, Chart Industries, McDermott, 삼성중공업, 태광, 성광벤드 대표기업3 (EPC) Bechtel, Chiyoda, JGC, Technip Energy 등 * 전체 프로젝트 중 가장 큰 투자비 소요	대표기업 (조선) HD한국조선해양, 한화오션, HD현대미포, 삼성중공업 등 * 10MTPA 수출 시 약 8척 필요	대표기업 (유통 및 발전사) 한국가스공사, 포스코인터내셔널 * 수입 터미널의 EPC는 다수의 대형 건설사들이 수행 가능

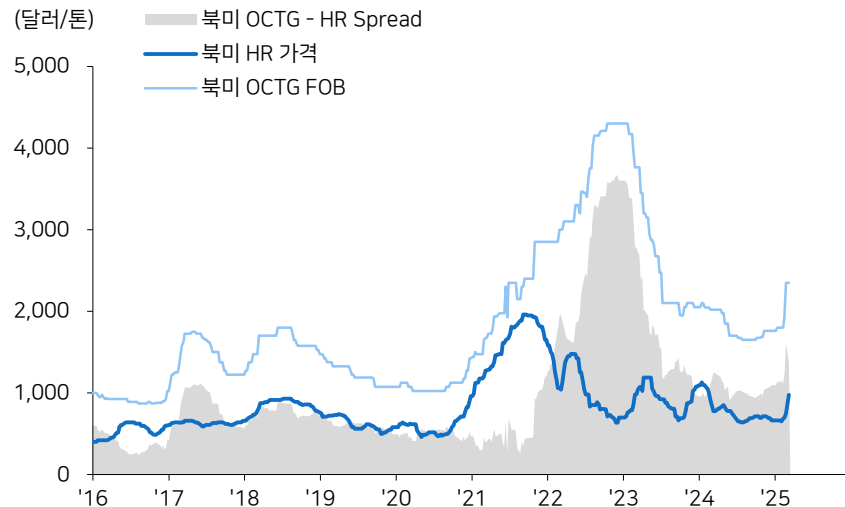
강관 업체 주가 강세의 3가지 Narrative

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

3가지 Narrative

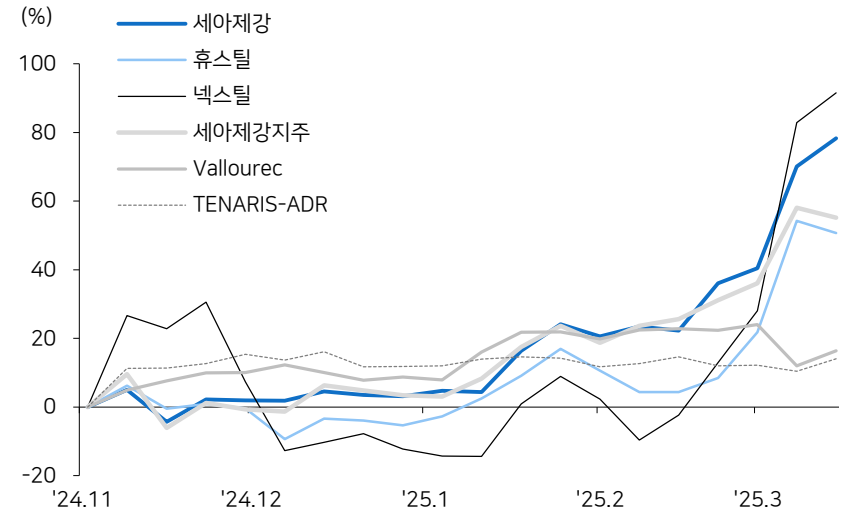
- 1. 알래스카 LNG 프로젝트가 유발하는 수요 기대
 - 프로젝트의 진행 가능성이 높기에, 직접 참여하는 업체들이 선정될 때까지 긍정적 흐름 지속 예상
- 2. 트럼프 관세
 - 기존 관세 체제 下, 한국의 미국향 수출은 쿼터제 적용. 3월 12일부 쿼터 폐지, 모든 국가 관세 25% 시행
 - 미국 내 철강 가격은 약 30% 상승
 - 멕시코, 캐나다에는 철강 관세 25%에 추가 보편관세/상호관세 부과 기대
 - 한국 업체에게는 수출 물량 제한이 풀리며(Q 수혜), 관세로 인한 경쟁환경 또한 우호적(P 수혜)
- 3. 글로벌 OCTG(송유관) 수요 증가로 인한 가격 상승

북미 열연 가격과 유정관 가격 일부 동행



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

트럼프 당선(24.11.2) 확정 이후 국내외 강관 업체 수익률



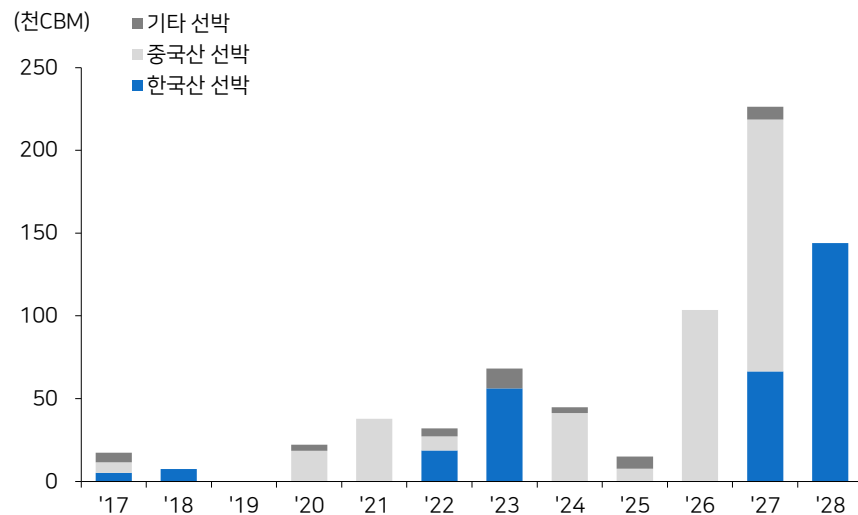
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

4) LNGBV 총 수요 예측 - Base 시나리오) 2028년까지 75척의 LNGBV 수요

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

- Base 시나리오) 2028년 LNG벙커링선 75척의 수요가 존재
= 2025년까지의 발주하여 2028년까지 확보해야하는 LNG벙커링 수요의 LNGBV 환산 분
- Bull 시나리오) 81척, Bear 시나리오) 69척
- ∴ LNG선 + 컨테이너선 + 크루즈선으로 계산한 값
+) 컨테이너선의 경우 기타 항구에서 발생하는 추가 LNGBV 수요 존재
-) 크루즈선의 경우 주요 항구에서 벙커링을 집중한다면, LNGBV 수요는 Base 시나리오보다 적을 가능성
+) 탱커, 벌크선의 수요가 발생한다면, LNGBV 시장 확대의 트리거가 될 가능성

2017~28년 한국,중국 LNBBV 인도량 추이



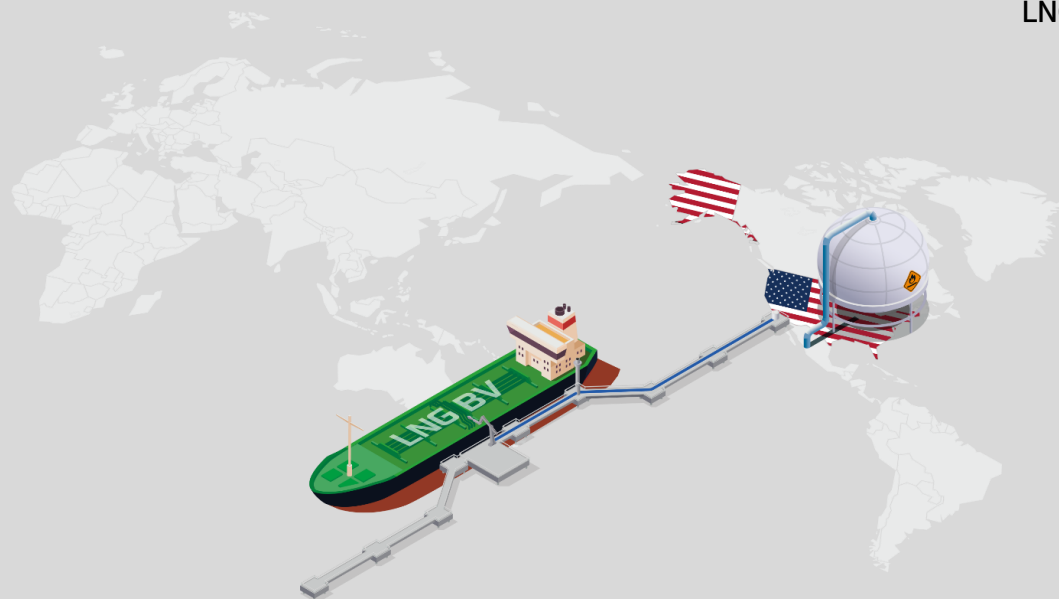
주: 2025~28년 인도량추이는 수주잔고 상 인도예정 LNGBV 선박을 반영
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

수주잔고 상 국내 LNGBV 수주 선가

사이즈 (CBM)	인도예정날짜	조선소	수주날짜	수주 선가 (백만달러)	엔진종류
18,000	2027-12	HJ중공업	2025.02.07	88.0	LNG DF
18,000	2028-03	HD현대미포	2025.02.07	93.0	LNG DF
18,000	2028-05	HD현대미포	2025.02.07	93.0	LNG DF
18,000	2028-07	HD현대미포	2025.02.07	93.0	LNG DF
18,000	2028-09	HD현대미포	2025.02.07	93.0	LNG DF
18,000	2028-04	HD현대미포	2024.11.07	92.5	LNG DF
18,000	2028-06	HD현대미포	2024.11.07	92.5	LNG DF
18,000	2028-08	HD현대미포	2024.11.07	92.5	LNG DF
18,000	2028-10	HD현대미포	2024.11.07	92.5	LNG DF
12,500	2027-05	HD현대미포	2024.09.30	88.0	LNG DF
18,000	2027-08	HD현대미포	2024.09.05	92.4	LNG DF
18,000	2027-11	HD현대미포	2024.09.05	92.4	LNG DF

주: 2025년 3월 17일 기준 LNGBV 총 수주잔고를 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

기업분석



Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

조선/기계

종목명	투자판단	적정주가
삼성중공업 (010140)	Buy	22,000원
HD현대미포 (010620)	Buy	190,000원
성광벤드 (014620)	Buy	39,000원
태광 (023160)	Buy	37,000원

유틸리티/건설

종목명	투자판단	적정주가
포스코인터내셔널 (047050)	Buy	69,000원
한국가스공사 (036460)	Buy	50,000원
종목명	투자판단	블룸버그 평균 TP
JGC Holdings (1963 JP)	Not Rated	1,246엔

철강/금속

종목명	투자판단	적정주가
세아제강 (306200)	Not Rated	-
휴스틸 (005010)	Not Rated	-
넥스틸 (092790)	Not Rated	-
세아제강지주 (003030)	Not Rated	-

삼성중공업 (010140) 미국이 해양에서 LNG 증설을 한다면 수혜는 당연

Analyst **배기연** 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	22,000원
현재주가 (3. 18)	15,440원
상승여력	42.5%

KOSPI	2,612.34pt
시가총액	135,872억원
발행주식수	88,000만주
유동주식비율	75.71%
외국인비중	30.50%
52주 최고/최저가	15,440원/8,480원
평균거래대금	1,986.3억원

주요주주(%)

삼성전자 외 8 인	20.88
국민연금공단	8.05
GIC Private Limited	6.08

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.4	49.3	71.6
상대주가	20.1	47.2	76.4

주가그래프



CERAWeek에서 보여준 미국의 LNG 의지, 해양 쪽은 삼성중공업에게 맡기자

- Delfin FLNG의 수출 기한 연장 승인을, CERAWeek 첫 날에 미국 에너지부 장관이 발표할 정도
- 삼성중공업은 이르면 2025년 2분기부터 3개의 FLNG에 대한 건조 스케줄이 중첩되며 영업레버리지 & 프로덕트믹스 효과 기대
 - Z FLNG, Cedar FLNG, Coral Sul2 FLNG의 동시 건조 진행
 - FLNG의 수익성은 계약 영업이익률 기준 + 10%로 가정하여, 실적 추정(인건비, 원재료비 상승률 가정은 2025~27년 상이)
- 상선부문의 영업이익률이 + 10%를 돌파하는 구간인 2027년 전까지, FLNG 중심의 해양공사가 전사 수익성 개선을 앞당길 예정
 - 상선부문은 미국발 LNG운반선에 대한 수주 기대감도 상존

일반 상선의 인도량이 줄어드는 불안함은 이겨내자. 다 이유가 있다

- 2025년 매출액 11조 991억원(YoY + 12.1%), 영업이익 7,255억원(YoY + 44.3%), 영업이익률 +6.5% 전망
 - 2025년 상선 인도량은 36척(YoY -7척)으로 예상하며 물량은 줄어들지만, 해양 공사의 안정화 전까지 완충제 역할 수행을 기대
 - 상선부문 건조선가지표(메리츠증권 자체 집계)는 2024년 대비 6.4% 상승을 예상하기 때문에 상선부문 역성장은 방어 가능

2027년 적정주가 22,000원 유지

- 2027년 ROE 19.1%, COE 6.2%를 적용해 PBR 3.1배를 도출
- 2027년 BPS 7,181원을 적용해 적정주가 산출

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	5,944.7	-854.4	-619.4	-704	적지	4,084	-7.3	1.3	-9.3	-16.1	305.7
2023	8,009.4	233.3	-148.3	-169	적지	3,908	-46.0	2.0	19.5	-4.2	357.4
2024	9,903.1	502.7	63.9	73	흑전	4,312	155.6	2.6	16.8	1.8	358.6
2025E	11,099.1	725.5	705.8	802	1,210.5	5,113	19.3	3.0	18.1	17.0	303.5
2026E	14,253.2	1,095.0	719.4	818	1.9	5,931	18.9	2.6	12.4	14.8	309.9

삼성중공업 실적 추이 및 전망

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
원/달러	1,328.5	1,342.6	1,359.4	1,396.8	1,440.0	1,410.0	1,390.0	1,360.0	1,360.0	1,360.0	1,370.0	1,370.0	1,305.5	1,356.8	1,400.0	1,365.0	1,370.0
YoY	4.1%	2.1%	3.7%	5.8%	8.4%	5.0%	2.3%	-2.6%	-5.6%	-3.5%	-1.4%	0.7%	1.2%	3.9%	3.2%	-2.5%	0.4%
건조선가지표(p)	145.3	147.8	150.1	151.6	153.6	157.3	159.0	162.9	170.0	171.8	173.7	177.0	139.5	148.7	158.2	173.2	181.5
YoY	7.9%	7.4%	6.5%	4.7%	5.7%	6.4%	5.9%	7.5%	10.7%	9.3%	9.2%	8.6%	7.9%	6.6%	6.4%	9.5%	4.8%
한국후판가격(달러/톤)	676.6	655.8	663.9	644.1	652.2	660.2	668.3	676.3	684.4	692.4	700.5	708.5	833.4	660.1	664.2	696.4	708.5
YoY	-21.7%	-21.5%	-20.8%	-19.0%	-3.6%	0.7%	0.7%	5.0%	4.9%	4.9%	4.8%	4.8%	-7.0%	-20.8%	0.6%	4.8%	1.7%
매출액	2,347.8	2,532.0	2,323.0	2,700.4	2,585.4	2,811.3	2,823.7	2,878.7	3,411.2	3,695.9	3,457.6	3,688.5	8,009.4	9,903.1	11,099.1	14,253.2	15,797.7
YoY	46.3%	30.1%	14.7%	11.0%	10.1%	11.0%	21.6%	6.6%	31.9%	31.5%	22.4%	28.1%	34.7%	23.6%	12.1%	28.4%	10.8%
영업이익	77.9	130.7	119.9	174.2	136.4	171.5	195.7	221.9	259.2	282.2	267.7	285.8	233.3	502.7	725.5	1,095.0	1,564.8
YoY	298.2%	121.9%	58.0%	120.6%	75.2%	31.2%	63.3%	27.3%	90.0%	64.6%	36.8%	28.8%	흑전	115.4%	44.3%	50.9%	42.9%
영업이익률	3.3%	5.2%	5.2%	6.5%	5.3%	6.1%	6.9%	7.7%	7.6%	7.6%	7.7%	7.7%	2.9%	5.1%	6.5%	7.7%	9.9%
세전이익	15.2	76.0	71.7	-478.4	194.2	230.6	234.8	281.5	229.6	253.6	218.7	257.2	-295.7	-315.5	941.0	959.2	1,467.7
YoY	158.8%	202.2%	131.0%	적지	1174.0%	203.5%	227.5%	흑전	18.3%	10.0%	-6.8%	-8.6%	적지	적지	흑전	1.9%	53.0%
지배주주순이익	9.9	76.6	74.0	-96.6	145.6	172.9	176.1	211.1	172.2	190.2	164.0	192.9	-148.3	63.9	705.8	719.4	1,100.8
YoY	-12.9%	199.1%	94.2%	적지	1364.2%	125.9%	138.0%	흑전	18.3%	10.0%	-6.8%	-8.6%	적지	흑전	1004.9%	1.9%	53.0%

자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 수주목표 달성을 추이 및 밸류에이션

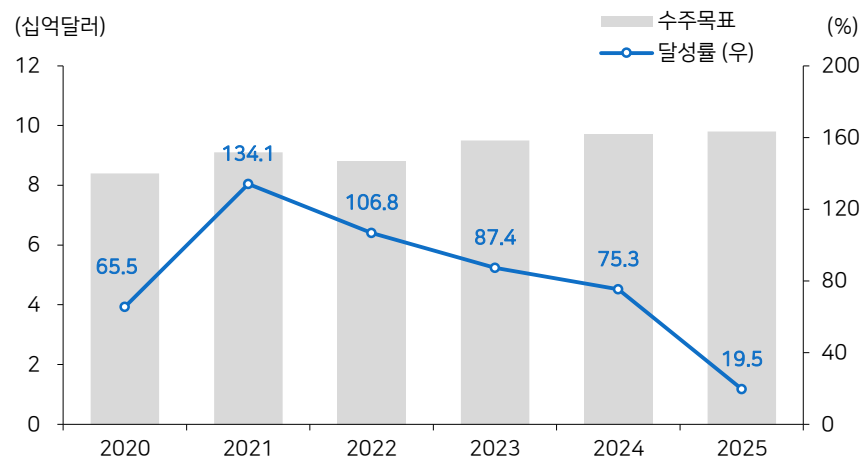
Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

삼성중공업의 적정주가 산출 – Implied PBR Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
COE(%)	6.7	7.2	6.4	6.3	6.2
Risk Free	3.2	3.0	2.4	2.3	2.2
Risk Premium	3.9	4.2	4.0	4.0	4.0
Beta	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
ROE(%)	-4.2	1.8	17.0	14.8	19.1
BPS(원)	3,908	4,311	5,113	5,931	7,181
적정 멀티플					3.1
Fair Value(원)					22,000

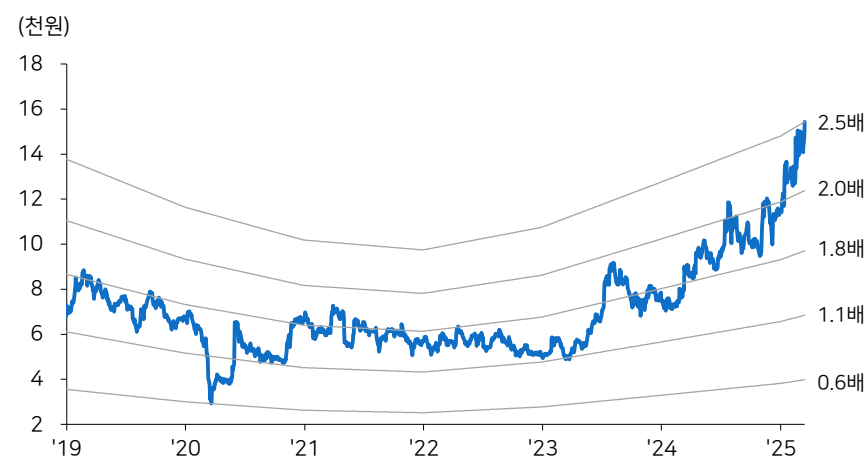
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 수주목표 및 달성률



주: 2025년 3월 18일 기준
자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

24개월 선행 PBR 밴드 차트



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	5,944.7	8,009.4	9,903.1	11,099.1	14,253.2
매출액증가율(%)	-10.2	34.7	23.6	12.1	28.4
매출원가	6,406.9	7,364.0	8,982.5	9,596.6	12,160.5
매출총이익	-462.2	645.5	920.6	1,502.4	2,092.7
판매관리비	392.2	412.1	417.9	776.9	997.7
영업이익	-854.4	233.3	502.7	725.5	1,095.0
영업이익률(%)	-14.4	2.9	5.1	6.5	7.7
금융손익	-79.5	-146.5	-179.4	-50.5	-35.8
중속/관계기업손익	-0.8	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	380.0	-382.5	-638.8	266.0	-100.0
세전계속사업이익	-554.7	-295.7	-315.5	941.0	959.2
법인세비용	72.7	-140.2	-369.4	235.3	239.8
당기순이익	-627.4	-155.6	53.9	705.8	719.4
지배주주지분 순이익	-619.4	-148.3	63.9	705.8	719.4
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	8,411.9	9,245.5	9,370.0	10,150.3	12,998.7
현금및현금성자산	919.2	583.8	956.0	1,323.3	2,296.4
매출채권	700.8	388.3	1,030.5	1,098.5	1,407.5
재고자산	1,573.5	1,729.2	452.5	482.3	618.0
비유동자산	6,079.8	6,347.9	7,824.7	7,827.9	8,213.4
유형자산	5,235.4	5,208.7	5,115.9	5,017.7	4,928.6
무형자산	26.4	27.0	27.8	24.1	20.9
투자자산	384.1	460.9	1,679.7	1,784.9	2,262.6
자산총계	14,491.7	15,593.4	17,194.6	17,978.2	21,212.0
유동부채	9,216.1	11,231.9	12,029.2	12,160.2	14,703.4
매입채무	624.8	832.8	622.9	664.0	850.8
단기차입금	1,407.4	1,849.6	2,155.8	1,755.8	1,755.8
유동성장기부채	519.3	1,185.3	925.6	865.6	725.6
비유동부채	1,703.7	952.3	1,415.9	1,362.8	1,334.0
사채	119.5	204.7	74.9	54.9	34.9
장기차입금	1,017.2	311.6	61.9	21.9	-18.1
부채총계	10,919.8	12,184.2	13,445.2	13,523.0	16,037.4
자본금	880.1	880.1	880.1	880.1	880.1
자본잉여금	4,496.0	4,496.0	4,496.0	4,496.0	4,496.0
기타포괄이익누계액	1,147.5	1,202.1	1,524.7	1,524.7	1,524.7
이익잉여금	-1,958.9	-2,168.7	-2,136.0	-1,430.3	-710.9
비지배주주지분	-22.6	-30.1	-45.1	-45.1	-45.1
자본총계	3,571.9	3,409.2	3,749.5	4,455.2	5,174.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-1,693.0	-516.5	654.5	919.8	1,083.9
당기순이익(손실)	-627.4	-155.6	53.9	705.8	719.4
유형자산상각비	197.4	237.8	285.6	166.2	161.0
무형자산상각비	1.8	2.9	3.6	3.7	3.2
운전자본의 증감	-961.4	-716.3	117.6	44.1	200.3
투자활동 현금흐름	1,102.1	-194.7	310.5	-173.2	-549.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-62.4	-153.4	-173.4	-68.0	-72.0
투자자산의 감소(증가)	174.9	-76.8	-1,218.7	-105.2	-477.7
재무활동 현금흐름	946.8	376.0	-599.2	-379.3	438.9
차입금의 증감	1,596.6	-21.5	1,889.0	-379.3	438.9
자본의 증가	-991.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	348.0	-335.4	372.2	367.3	973.1
기초현금	571.2	919.2	583.8	956.0	1,323.3
기말현금	919.2	583.8	956.0	1,323.3	2,296.4
Key Financial Data					
	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	6,755	9,102	11,254	12,613	16,197
EPS(지배주주)	-704	-169	73	802	818
CFPS	-810	390	876	1,320	1,317
EBITDAPS	-745	539	900	1,018	1,431
BPS	4,084	3,908	4,312	5,113	5,931
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-7.3	-46.0	155.6	19.3	18.9
PCR	-6.3	19.9	12.9	11.7	11.7
PSR	0.8	0.9	1.0	1.2	1.0
PBR	1.3	2.0	2.6	3.0	2.6
EBITDA(십억원)	-655.2	474.0	791.9	895.4	1,259.2
EV/EBITDA	-9.3	19.5	16.8	18.1	12.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-16.1	-4.2	1.8	17.0	14.8
EBITDA 이익률	-11.0	5.9	8.0	8.1	8.8
부채비율	305.7	357.4	358.6	303.5	309.9
금융비용부담률	1.7	2.2	2.2	1.0	0.8
이자보상배율(x)	-8.6	1.3	2.4	6.4	10.0
매출채권회전율(x)	14.6	14.7	14.0	10.4	11.4
재고자산회전율(x)	3.9	4.9	9.1	23.7	25.9

HD현대미포 (010620) 몰랐던 LNG병커링 시장에서, 숨겨진 기회를 발견하다

Analyst **배기연** 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	190,000원
현재주가 (3. 18)	108,500원
상승여력	75.1%

KOSPI	2,612.34pt
시가총액	43,337억원
발행주식수	3,994만주
유동주식비율	56.96%
외국인비중	17.26%
52주 최고/최저가	141,800원/59,100원
평균거래대금	626.2억원

주요주주(%)

에이치디한국조선해양 외 4 인	42.85
국민연금공단	12.24

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.0	6.3	63.7
상대주가	-2.4	4.8	68.3

주가그래프



2025년 HD현대미포의 LNG병커링선 수주는 15척 이상 기대

- Base 시나리오인 2028년 전세계 LNG병커링선 수요 75척을 적용
 - 선대+수주잔고 55척을 감안하면, 추가 20척의 2025년 내 발주를 기대
 - 북미 지역 내 LNG병커링선 수주 가능성은 한국 조선소 > 중국 조선소
- MR/PC 수주가 부진하리라는 우려를 수주 전망에 반영하더라도 문제없음
 - MR/PC: 5만DWT급 기준 척당 5천만달러 전후 vs LNGBV 척당 선가 9천만달러 상회

하반기 수익성 개선을 기대

- 2025년 매출액 5조 656억원(YoY +9.4%), 영업이익 2,836억원(YoY +220.4%), 영업이익률 +5.6% 전망
 - 하반기 이후 +6.4~+7.8%의 영업이익률을 기대하며, 상반기까지 수익성 개선의 낮은 기울기를 만회

2027년 적정주가 190,000원 유지

- 고수익성의 LNG운반선이나 해양 프로젝트를 영위하지 않음에도 2027년 적정주가를 유지하게 된 배경은 LNGBV
- 2025~26년 수익성은 반덤핑 관세가 야기한 국내외 후판 가격의 10% 상승 가능성을 반영하며 하향 조정 불가피
 - 2025년에 신규 수주할 LNGBV의 수익성은 2027년부터 프로덕트믹스 개선 효과 예상
- 2027년 예상 ROE 16.9%, COE 6.8%를 적용한 PBR 2.5배 도출

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	3,716.9	-109.1	-44.6	-1,116	적지	53,448	-75.7	1.6	-63.5	-2.1	118.3
2023	4,039.1	-152.9	-142.9	-3,579	적지	49,324	-23.7	1.7	-44.4	-7.0	143.6
2024	4,630.0	88.5	105.5	2,640	흑전	51,994	50.8	2.6	31.1	5.2	141.0
2025E	5,065.6	283.6	224.2	5,612	98.1	57,607	19.3	1.9	11.5	10.2	112.0
2026E	6,020.6	451.3	349.9	8,761	56.1	66,367	12.4	1.6	7.3	14.1	121.6

HD현대미포 실적 추이 및 전망

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
원/달러	1,328.5	1,342.6	1,359.4	1,396.8	1,440.0	1,410.0	1,390.0	1,360.0	1,360.0	1,360.0	1,370.0	1,370.0	1,305.5	1,356.8	1,400.0	1,365.0	1,370.0
YoY	4.1%	2.1%	3.7%	5.8%	8.4%	5.0%	2.3%	-2.6%	-5.6%	-3.5%	-1.4%	0.7%	1.2%	3.9%	3.2%	-2.5%	0.4%
건조선가치표(p)	38.4	39.8	41.7	43.7	46.9	49.3	53.7	56.5	59.1	60.2	59.7	59.4	38.1	40.9	51.6	59.6	59.4
YoY	1.0%	4.7%	9.4%	14.0%	22.0%	23.9%	28.7%	29.3%	26.0%	22.2%	11.0%	5.1%	-2.4%	7.3%	26.1%	15.5%	-0.3%
한국후판가격(달러/톤)	676.6	655.8	663.9	644.1	652.2	660.2	668.3	676.3	684.4	692.4	700.5	708.5	833.4	660.1	664.2	696.4	708.5
YoY	-21.7%	-21.5%	-20.8%	-19.0%	-3.6%	0.7%	0.7%	5.0%	4.9%	4.9%	4.8%	4.8%	-7.0%	-20.8%	0.6%	4.8%	1.7%
매출액	1,000.5	1,129.1	1,077.7	1,422.8	1,258.1	1,315.2	1,248.9	1,243.4	1,448.8	1,571.5	1,426.4	1,573.9	4,039.1	4,630.0	5,065.6	6,020.5	7,004.6
YoY	10.0%	9.3%	8.4%	29.0%	25.7%	16.5%	15.9%	-12.6%	15.2%	19.5%	14.2%	26.6%	8.7%	14.6%	9.4%	18.9%	16.3%
영업이익	-11.0	17.4	35.3	46.9	43.8	63.6	79.7	96.6	107.9	118.7	107.0	117.6	-152.9	88.5	283.6	451.3	637.0
YoY	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	264.9%	126.0%	106.0%	146.7%	86.7%	34.3%	21.7%	적지	흑전	220.4%	59.1%	41.1%
영업이익률	-1.1%	1.5%	3.3%	3.3%	3.5%	4.8%	6.4%	7.8%	7.5%	7.6%	7.5%	7.5%	-3.8%	1.9%	5.6%	7.5%	9.1%
세전이익	3.3	35.6	2.8	104.5	47.6	67.4	83.5	100.4	111.8	122.6	110.8	121.4	-156.9	146.2	298.9	466.6	652.2
YoY	흑전	흑전	-79.1%	흑전	1340.7%	89.4%	2837.6%	-3.9%	134.9%	81.8%	32.8%	20.9%	적지	흑전	104.4%	56.1%	39.8%
지배주주순이익	1.9	27.4	-0.2	76.4	35.7	50.6	62.6	75.3	83.8	91.9	83.1	91.1	-142.9	105.5	224.2	349.9	489.2
YoY	흑전	흑전	적전	흑전	1818.8%	84.7%	흑전	-1.4%	134.9%	81.8%	32.8%	20.9%	적지	흑전	112.6%	56.1%	39.8%

자료: HD현대미포, 메리츠증권 리서치센터

HD현대미포 수주목표 달성을 추이 및 밸류에이션

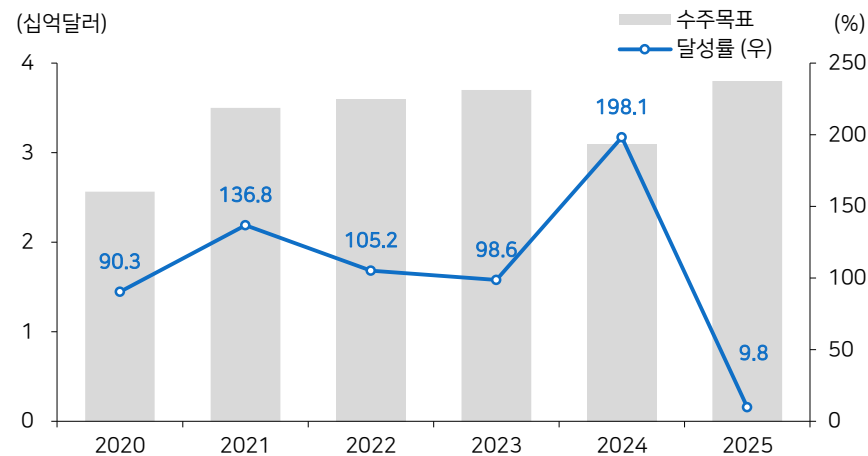
Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

HD현대미포의 적정주가 산출 – Implied PBR Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
COE(%)	6.1	7.6	6.8	6.7	6.8
Risk Free	3.2	3.0	2.4	2.3	2.2
Risk Premium	3.9	4.2	4.0	4.0	4.0
Beta	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1
ROE(%)	-7.0	5.2	10.2	14.1	16.9
BPS(원)	49,324	51,994	57,606	66,367	76,844
(ROE-g)/(COE-g)					2.5
Fair Value(원)					190,000

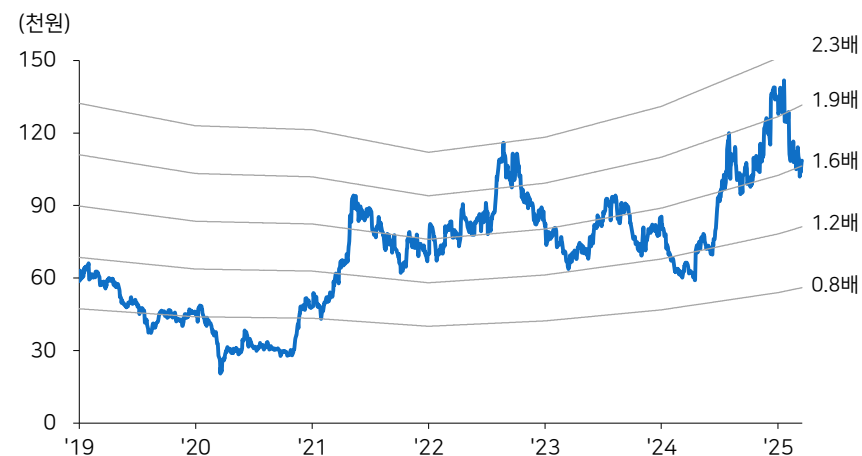
자료: 메리츠증권 리서치센터

HD현대미포 수주목표 및 달성률



주: 2025년 3월 18일 기준
자료: HD현대미포, 메리츠증권 리서치센터

24개월 선행 PBR 밴드 차트



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

HD현대미포 (010620)

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,716.9	4,039.1	4,630.0	5,065.6	6,020.6
매출액증가율(%)	28.7	8.7	14.6	9.4	18.9
매출원가	3,704.0	4,069.7	4,376.2	4,604.7	5,358.5
매출총이익	12.9	-30.7	253.9	460.9	662.0
판매관리비	121.9	122.2	165.3	177.3	210.7
영업이익	-109.1	-152.9	88.5	283.6	451.3
영업이익률(%)	-2.9	-3.8	1.9	5.6	7.5
금융손익	-77.6	-63.8	-75.5	9.1	14.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	123.4	59.8	133.2	6.2	0.4
세전계속사업이익	-63.3	-156.9	146.2	298.9	466.6
법인세비용	-19.5	-17.9	33.1	74.7	116.6
당기순이익	-43.8	-139.0	113.2	224.2	349.9
지배주주지분 순이익	-44.6	-142.9	105.5	224.2	349.9
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	2,724.5	2,799.4	2,968.4	2,795.2	3,752.0
현금및현금성자산	490.1	310.0	352.4	250.1	530.6
매출채권	43.2	118.3	152.6	133.4	168.8
재고자산	292.6	230.2	297.0	259.5	328.5
비유동자산	2,023.8	2,109.7	2,162.7	2,194.5	2,238.5
유형자산	1,702.1	1,756.8	1,831.0	1,863.0	1,907.2
무형자산	8.9	14.7	17.6	17.4	17.1
투자자산	59.5	43.9	43.9	43.9	43.9
자산총계	4,748.3	4,909.1	5,131.1	4,989.7	5,990.5
유동부채	2,499.1	2,735.4	2,705.8	2,370.0	3,000.0
매입채무	471.9	323.5	417.4	364.8	461.7
단기차입금	107.7	474.2	9.6	9.6	9.6
유동성장기부채	0.0	4.3	1.0	5.0	9.0
비유동부채	73.9	158.5	296.1	266.3	287.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	95.7	107.0	95.0	83.0
부채총계	2,573.0	2,893.9	3,001.9	2,636.3	3,287.2
자본금	199.7	199.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3
기타포괄이익누계액	293.9	300.6	301.7	301.7	301.7
이익잉여금	1,599.8	1,428.4	1,533.9	1,758.1	2,108.0
비지배주주지분	40.5	45.1	52.4	52.4	52.4
자본총계	2,175.3	2,015.2	2,129.2	2,353.4	2,703.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	208.4	-533.3	666.1	18.8	431.6
당기순이익(손실)	-43.8	-139.0	113.2	224.2	349.9
유형자산상각비	60.6	69.1	78.1	86.0	89.8
무형자산상각비	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
운전자본의 증감	196.3	-438.5	458.1	-291.6	-8.4
투자활동 현금흐름	-47.3	-111.6	-177.0	-103.7	-160.3
유형자산의증가(CAPEX)	-113.8	-117.4	-145.3	-118.0	-134.0
투자자산의감소(증가)	-13.2	15.7	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-71.6	463.7	-445.2	-17.4	9.2
차입금의 증감	7.7	408.7	-435.6	-17.4	9.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	89.8	-180.1	42.4	-102.2	280.5
기초현금	400.4	490.1	310.0	352.4	250.1
기말현금	490.1	310.0	352.4	250.1	530.6
Key Financial Data					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	93,056	101,123	115,918	126,824	150,732
EPS(지배주주)	-1,116	-3,579	2,640	5,612	8,761
CFPS	156	-2,388	5,919	9,414	13,563
EBITDAPS	-1,210	-2,094	4,179	9,260	13,554
BPS	53,448	49,324	51,994	57,607	66,367
DPS	0	0	710	710	710
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-75.7	-23.7	50.8	19.3	12.4
PCR	541.3	-35.6	22.7	11.5	8.0
PSR	0.9	0.8	1.2	0.9	0.7
PBR	1.6	1.7	2.6	1.9	1.6
EBITDA(십억원)	-48.3	-83.7	166.9	369.9	541.4
EV/EBITDA	-63.5	-44.4	31.1	11.5	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.1	-7.0	5.2	10.2	14.1
EBITDA 이익률	-1.3	-2.1	3.6	7.3	9.0
부채비율	118.3	143.6	141.0	112.0	121.6
금융비용부담률	0.1	0.3	0.4	0.1	0.1
이자보상배율(x)	-21.5	-11.1	4.9	56.3	87.7
매출채권회전율(x)	116.1	50.0	34.2	35.4	39.9
재고자산회전율(x)	13.3	15.5	17.6	18.2	20.5

성광벤드 (014620) 쌓아온 레퍼런스는, 신규 북미 LNG 프로젝트마다 부각

Analyst **배기연** 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	39,000원
현재주가 (3. 18)	28,800원
상승여력	35.4%

KOSDAQ	745.54pt
시가총액	8,043억원
발행주식수	2,793만주
유동주식비율	58.78%
외국인비중	16.04%
52주 최고/최저가	30,950원/10,150원
평균거래대금	214.0억원

주요주주(%)

안재일 외 4 인	36.26
국민연금공단	6.10
JF Asset Management Limited	5.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.0	99.3	147.2
상대주가	7.9	96.0	196.6

주가그래프



그동안 쌓아온 믿음직한 북미향 레퍼런스

- 미국을 중심으로 시작되는 LNG 증설 사이클에서 창출되는 피팅 수주 pool에 대한 수혜
- 성광벤드 본사와 화진피에프의 합산 피팅 수주액은
- 2025년 3,177억원(YoY +26.4%), 2026년은 3,287억원(YoY+3.4%)으로 예상

2025년 실적 전망

- 매출액은 2,883억원(YoY +26.6%), 영업이익은 637억원(YoY +51.7%), 영업이익률 +22.1%(+3.7%p) 예상
- 2024년에 수주했던 Fadhili 가스 프로젝트, Amiral 패키지 1, Jafurah 가스 프로젝트, CP2 LNG, Whiptail FPSO 물량도 긍정적
- 철강 및 알루미늄 제품 등에 대한 관세 부과 이슈로 원재료 가격 상승 우려는 기우. 6개월에 시차를 두고 판가 전가 가능한 업황

2026년 적정주가 39,000원 유지

- 2026년 ROE 10.6%, COE 6.3%를 적용해 Implied PBR 1.7배를 도출

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	244.0	26.8	39.2	1,372	흑전	16,495	9.7	0.8	9.6	8.7	11.7
2023	254.7	44.8	39.2	1,370	-0.2	17,672	8.9	0.7	4.9	8.0	9.0
2024	227.7	42.0	41.0	1,438	5.0	18,779	16.2	1.2	11.1	8.0	8.1
2025E	288.3	63.7	53.1	1,903	32.4	20,539	15.1	1.4	10.1	9.7	11.1
2026E	317.5	76.7	63.9	2,288	20.3	22,685	12.6	1.3	7.7	10.6	9.7

성광벤드 실적 테이블

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	57.2	66.9	45.4	58.2	66.2	62.5	70.6	89.1	83.5	71.4	76.7	85.8	254.7	227.7	288.3	317.5
YoY(%)	-16.4	2.6	-21.4	-8.1	15.8	-6.6	55.5	53.0	26.2	14.3	8.7	-3.7	4.4	-10.6	26.6	10.1
영업이익	9.9	20.4	7.8	3.9	14.4	14.3	17.0	18.1	20.0	18.6	20.4	17.6	44.8	42.0	63.7	76.7
YoY(%)	-33.2	50.6	-16.8	-45.0	45.3	-29.9	117.4	360.6	39.4	30.5	20.2	-2.6	67.5	-6.3	51.7	20.4
영업이익률(%)	17.3	30.4	17.2	6.7	21.7	22.8	24.1	20.3	24.0	26.1	26.6	20.5	17.6	18.4	22.1	24.2
세전이익	13.1	23.3	5.8	9.2	16.3	16.3	18.7	19.5	21.8	21.0	22.7	19.8	50.7	51.5	70.9	85.2
YoY(%)	-20.5	59.0	-52.9	29.7	24.0	-30.1	222.3	111.3	34.0	28.5	21.0	1.2	-0.6	1.7	37.5	20.3
지배주주순이익	11.3	18.1	4.1	7.5	12.2	12.2	14.0	14.6	16.4	15.7	17.0	14.8	39.2	41.0	53.1	63.9
YoY(%)	-12.1	58.1	-56.3	38.5	8.0	-32.2	239.0	95.4	34.0	28.5	21.0	1.2	-0.2	4.7	29.6	20.3

자료: 성광벤드, 메리츠증권 리서치센터

성광벤드 (014620)

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	244.0	254.7	227.7	288.3	317.5
매출액증가율(%)	78.2	4.4	-10.6	26.6	10.1
매출원가	183.8	178.5	150.7	186.7	202.2
매출총이익	60.2	76.2	77.0	101.7	115.3
판매관리비	33.5	31.3	35.0	38.0	38.6
영업이익	26.8	44.8	42.0	63.7	76.7
영업이익률(%)	11.0	17.6	18.4	22.1	24.2
금융손익	0.9	3.5	5.3	7.2	8.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	23.3	2.4	4.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	51.0	50.7	51.5	70.9	85.2
법인세비용	11.8	11.5	10.5	17.7	21.3
당기순이익	39.2	39.2	41.0	53.1	63.9
지배주주지분 순이익	39.2	39.2	41.0	53.1	63.9
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	273.4	293.9	309.3	375.7	426.2
현금및현금성자산	74.6	75.6	102.8	63.4	125.2
매출채권	37.4	35.2	32.4	49.5	47.6
재고자산	146.0	135.8	124.7	190.8	183.7
비유동자산	253.7	257.2	257.6	261.5	268.7
유형자산	249.6	248.7	248.7	252.2	259.4
무형자산	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
투자자산	2.1	4.4	4.1	4.5	4.5
자산총계	527.1	551.1	566.8	637.2	694.9
유동부채	43.1	35.7	32.9	49.3	47.5
매입채무	18.0	13.7	12.6	19.2	18.5
단기차입금	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	12.3	10.0	9.4	14.3	13.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	55.4	45.7	42.4	63.6	61.3
자본금	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3
자본잉여금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	467.0	500.7	537.5	586.6	646.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	471.7	505.4	524.5	573.6	633.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	21.4	35.6	58.8	-10.7	76.1
당기순이익(손실)	39.2	39.2	41.0	53.1	63.9
유형자산상각비	3.9	4.1	4.2	4.4	4.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-17.1	-9.6	11.3	-68.3	7.3
투자활동 현금흐름	42.1	-34.0	-9.8	-24.7	-10.2
유형자산의증가(CAPEX)	-1.0	-2.7	-3.7	-8.0	-12.0
투자자산의감소(증가)	2.5	-2.3	0.3	-0.4	0.0
재무활동 현금흐름	-23.2	-1.1	-22.2	-4.0	-4.1
차입금의 증감	-19.9	2.0	0.2	0.1	-0.0
자본의 증가	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	39.8	1.0	27.2	-39.4	61.8
기초현금	34.8	74.6	75.6	102.8	63.4
기말현금	74.6	75.6	102.8	63.4	125.2
Key Financial Data					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	8,532	8,905	7,981	10,324	11,367
EPS(지배주주)	1,372	1,370	1,438	1,903	2,288
CFPS	1,310	1,887	1,860	2,439	2,917
EBITDAPS	1,072	1,710	1,619	2,439	2,917
BPS	16,495	17,672	18,779	20,539	22,685
DPS	100	150	200	200	200
배당수익률(%)	0.8	1.2	0.6	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	9.7	8.9	16.2	15.1	12.6
PCR	10.1	6.4	12.5	11.8	9.9
PSR	1.6	1.4	2.9	2.8	2.5
PBR	0.8	0.7	1.2	1.4	1.3
EBITDA(십억원)	30.7	48.9	46.2	68.1	81.5
EV/EBITDA	9.6	4.9	11.1	10.1	7.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.7	8.0	8.0	9.7	10.6
EBITDA 이익률	12.6	19.2	20.3	23.6	25.7
부채비율	11.7	9.0	8.1	11.1	9.7
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	432.6	879.2	633.8	921.7	1,098.4
매출채권회전율(x)	7.4	7.0	6.7	7.0	6.5
재고자산회전율(x)	1.7	1.8	1.7	1.8	1.7

태광 (023160) 북미 지역 내 쌍두마차 지위를 입증할 2025년

Analyst **배기연** 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

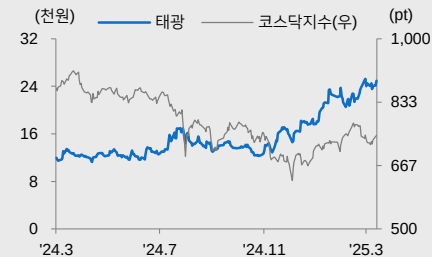
적정주가 (12개월)	37,000원
현재주가 (3. 18)	24,950원
상승여력	48.3%

KOSDAQ	745.54pt
시가총액	6,612억원
발행주식수	2,650만주
유동주식비율	51.98%
외국인비중	11.11%
52주 최고/최저가	25,250원/11,250원
평균거래대금	145.4억원

주요주주(%)	
대신인터내셔널 외 10 인	45.63

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.4	78.2	84.8
상대주가	13.6	75.3	121.7

주가그래프



북미 LNG 증설 사이클의 낙수효과로 생성될 피팅 수주 pool은 충분한 파이

- 2025년 연내 FID달성이 기대되는 LNG 수출 프로젝트는 Woodside Louisiana LNG Phase 1~2, Lake Charles Train 1~3, Port Arthur LNG Phase 2, Commonwealth LNG 프로젝트 등
- 위 프로젝트로부터 예상되는 2025~2028년 연간 피팅 발주 총 규모는 약 2,400~2,800억원 수준
- 피팅 수주액은 2025년 3,132억원(YoY + 16.3%), 2026년은 3,243억원(YoY+3.5%)으로 예상

2025년 실적 전망

- 매출액은 3,410억원(YoY + 27.8%), 영업이익은 633억원(YoY + 58.6%), 영업이익률 + 18.6%(+ 3.6%p) 예상
- 자회사 에이치와이티씨는 2025년 연간 흑자전환을 기대

2026년 적정주가 37,000원 유지

- 2026년 ROE 8.9%, COE 6.1%를 적용해 Implied PBR 1.5배를 도출

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	249.7	45.4	35.8	1,350	98.3	18,117	11.9	0.9	6.7	7.8	13.3
2023	312.1	57.7	55.1	2,078	58.0	19,954	7.1	0.7	4.9	10.9	8.8
2024	266.8	39.9	44.9	1,695	-20.6	21,465	10.4	0.8	7.7	8.2	8.8
2025E	341.0	63.3	50.7	1,912	21.7	23,211	13.0	1.1	7.9	8.6	11.0
2026E	357.0	70.5	57.2	2,158	12.3	25,202	11.6	1.0	6.5	8.9	9.8

태광(연결) 실적 테이블

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	73.4	65.5	61.8	66.2	76.4	81.5	88.5	94.5	86.8	84.1	94.9	91.2	312.1	266.8	341.0	357.0
YoY(%)	-12.6	-20.3	-17.2	-7.3	4.2	24.3	43.4	42.9	13.5	3.2	7.2	-3.5	25.0	-14.5	27.8	4.7
영업이익	12.9	9.8	7.6	9.7	13.3	14.5	16.9	18.6	16.7	16.0	19.4	18.4	57.7	39.9	63.3	70.5
YoY(%)	-35.5	-45.7	-38.1	28.8	3.2	47.8	123.1	92.9	25.7	10.5	14.6	-1.2	27.3	-30.9	58.6	11.4
영업이익률(%)	17.5	15.0	12.3	14.6	17.4	17.8	19.1	19.7	19.2	19.1	20.4	20.2	18.5	15.0	18.6	19.7
세전이익	21.1	13.1	8.5	15.2	15.8	17.3	19.8	22.0	19.9	19.5	22.8	21.9	70.6	57.9	74.9	84.1
YoY(%)	-19.5	-39.5	-43.3	94.8	-24.9	31.5	133.3	44.8	25.6	13.0	15.0	-0.3	51.0	-18.1	29.4	12.3
지배주주순이익	16.2	10.1	6.9	11.7	10.8	11.7	13.4	14.7	13.5	13.1	15.6	14.9	55.1	44.9	50.7	57.2
YoY(%)	-16.5	-40.9	-39.6	63.8	-33.1	16.3	93.0	25.6	25.0	12.3	16.4	1.1	54.0	-18.4	12.8	12.8

자료: 태광, 메리츠증권 리서치센터

태광 (023160)

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	249.7	312.1	266.8	341.0	357.0
매출액증가율(%)	34.9	25.0	-14.5	27.8	4.7
매출원가	175.5	222.6	192.3	243.5	252.1
매출총이익	74.3	89.5	74.5	97.5	104.9
판매관리비	29.0	31.8	34.6	34.2	34.4
영업이익	45.4	57.7	39.9	63.3	70.5
영업이익률(%)	18.2	18.5	15.0	18.6	19.7
금융손익	1.2	12.2	13.8	5.7	7.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.7	4.2	5.9	6.4
세전계속사업이익	46.8	70.7	57.9	74.9	84.1
법인세비용	10.0	12.5	11.7	18.7	21.0
당기순이익	36.8	58.1	46.2	56.2	63.1
지배주주지분 순이익	35.8	55.1	44.9	50.7	57.2
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	312.7	303.5	310.0	383.8	439.4
현금및현금성자산	47.2	30.9	53.4	37.2	103.4
매출채권	68.5	60.7	56.3	80.4	77.5
재고자산	130.2	124.3	115.3	164.7	158.9
비유동자산	281.3	322.8	355.7	353.1	353.9
유형자산	163.7	177.4	180.3	177.4	178.6
무형자산	41.8	40.9	40.3	40.0	39.7
투자자산	36.2	62.2	89.5	90.2	90.1
자산총계	594.0	626.3	665.6	736.9	793.3
유동부채	52.5	34.0	31.6	45.1	43.5
매입채무	20.6	8.2	7.6	10.9	10.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	17.3	16.9	22.0	28.0	27.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	69.8	50.9	53.6	73.1	70.8
자본금	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3
자본잉여금	44.3	44.3	44.3	44.3	44.3
기타포괄이익누계액	-1.5	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
이익잉여금	435.3	484.4	525.2	571.5	624.3
비지배주주지분	44.1	46.6	43.2	48.7	54.6
자본총계	524.2	575.4	612.1	663.8	722.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	46.3	54.3	68.4	10.7	80.9
당기순이익(손실)	36.8	58.1	46.2	56.2	63.1
유형자산상각비	7.9	8.3	9.5	10.9	10.9
무형자산상각비	1.0	1.0	0.8	0.3	0.3
운전자본의 증감	-15.6	-13.7	16.6	-56.7	6.7
투자활동 현금흐름	-62.6	-63.1	-33.5	-23.0	-10.2
유형자산의증가(CAPEX)	-7.2	-20.2	-10.1	-8.0	-12.0
투자자산의감소(증가)	-6.4	-26.1	-27.3	-0.7	0.1
재무활동 현금흐름	22.7	-7.5	-12.3	-4.0	-4.5
차입금의 증감	-5.4	0.4	6.2	0.4	-0.1
자본의 증가	9.9	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.1	-16.4	22.6	-16.3	66.2
기초현금	42.1	47.2	30.9	53.4	37.2
기말현금	47.2	30.9	53.4	37.2	103.4
Key Financial Data					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	9,424	11,776	10,068	12,867	13,471
EPS(지배주주)	1,350	2,078	1,695	1,912	2,158
CFPS	2,072	2,429	2,156	3,035	3,323
EBITDAPS	2,047	2,527	1,894	2,813	3,081
BPS	18,117	19,954	21,465	23,211	25,202
DPS	170	170	250	250	250
배당수익률(%)	1.1	1.2	1.0	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	11.9	7.1	10.4	13.0	11.6
PCR	7.8	6.1	8.2	8.2	7.5
PSR	1.7	1.3	1.8	1.9	1.9
PBR	0.9	0.7	0.8	1.1	1.0
EBITDA(십억원)	54.3	67.0	50.2	74.5	81.7
EV/EBITDA	6.7	4.9	7.7	7.9	6.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.8	10.9	8.2	8.6	8.9
EBITDA 이익률	21.7	21.5	18.8	21.9	22.9
부채비율	13.3	8.8	8.8	11.0	9.8
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	70.5	75.7	74.8	157.6	172.8
매출채권회전율(x)	4.1	4.8	4.6	5.0	4.5
재고자산회전율(x)	2.0	2.5	2.2	2.4	2.2

포스코인터내셔널 (047050) LNG를 가지고 할 수 있는 게 아주 많다

Analyst 문경원, CFA 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	69,000원
현재주가 (3.18)	55,900원
상승여력	23.4%

KOSPI	2,612.34pt
시가총액	98,341억원
발행주식수	17,592만주
유동주식비율	26.06%
외국인비중	6.76%
52주 최고/최저가	68,400원/37,400원
평균거래대금	519.4억원

주요주주(%)

포스코홀딩스 외 3 인	70.72
국민연금공단	6.03

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	34.9	2.8	-1.8
상대주가	35.6	1.3	1.0

주가그래프



1Q25와 2025년은 평탄한 실적. 2026년부터 본격적인 증익 사이클 돌입

- 1Q25 연결 영업이익은 2,526억원 (-4.8% YoY)을 기록하며 컨센서스(2,592억원)에 부합할 전망. 에너지 부분은 YoY Flat한 이익이 예상. 미얀마 가스전은 환율 효과로 QoQ, YoY 모두 증익. 다만 발전 부문은 SMP 하락으로 YoY 감익 기조를 유지
- 소재 부문에서는 철강 부문이 수요 약화 영향으로 마진 하락이 예상되는 가운데, 식량/바이오 부문에서 브랜드 수수료 이익 등을 통해 일부 만회. 구동모터코어 법인의 수익성은 BEP 수준으로 추정

북미 LNG 도입 시 발전 스프레드 개선, LNG 트레이딩 기회 확대. 철강재 유통 등 기대할 게 많다

- 알래스카 LNG 지분 투자 시(하반기 결정 예상) 기대할 수 있는 요소는 크게 3개. 1) LNG 도입 원가 하락을 통한 발전 이익 개선, 2) 동남아 등으로 판매함으로써 얻는 트레이딩 이익, 3) 프로젝트에 그룹사 고급 철강재 납품 시 발생하는 유통 마진
- 2030년대 초중반에 소유 발전소를 직도입 전환하고, 터미널 용량이 크게 확대하는 등 인프라 측면에서 선제적으로 준비 중

다가오는 자원 개발의 시대. 어디서든 터질 수 있는 잭팟

- 석유공사는 대왕고래 가스전 개발을 지속 중. 동사 역시 자체적으로 말레이시아, 인도네시아에서 가스전 신규 탐사를 진행 중인 한편 마헨게 광산 지분 투자 등 광물 자원도 개발 중. 어디서든 잭팟이 터질 수 있다는 게 자원 개발 회사의 매력
- 투자의견 Buy를 유지, 적정주가 69,000원으로 +8% 상향. 2025년 예상 배당수익률은 3.8%

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	33,132.8	1,163.1	673.9	3,834	-21.1	34,693	16.3	1.8	9.6	13.4	150.8
2024	32,340.8	1,116.9	514.6	2,925	-26.1	37,201	13.6	1.1	7.9	8.1	135.9
2025E	33,973.5	1,191.8	746.2	4,242	52.8	39,941	12.9	1.4	9.6	11.0	125.4
2026E	35,528.1	1,401.1	843.0	4,792	21.0	42,698	11.4	1.3	8.4	11.6	116.2
2027E	36,166.3	1,411.5	863.8	4,910	2.5	45,089	11.1	1.2	8.2	11.2	107.3

포스코인터내셔널 적정주가 상향

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

- 포스코인터내셔널 69,000원으로 8% 상향. 실적 전망치 상향(금융손익, 지분법손익 개선)과 글로벌 Peer 멀티플 상승을 반영
- 2026년 증익이 본격화된다는 점을 감안했을 때 2026년이 다가올 수록 추가적인 적정주가 상향이 예상
- 3.8%의 현 배당수익률은 주가 하방을 지지하는 요소

포스코인터내셔널 적정주가 산출

구분	적용값	내용
순이익 (십억원)	746.2	2025년 예상 지배주주 순이익
적정 배수(배)	15.8	글로벌 Peer(Up, Mid, Down) 2025년 평균 적용
적정 시가총액 (십억원)	11,789.5	
발행 주식수 (천주)	170,444	발행주식 수에서 자기주식 수 차감
적정 주가 (원)	69,000	
현재 주가 (원)	55,900	
상승 여력 (%)	23.4	

자료: 메리츠증권 리서치센터

포스코인터내셔널 실적 전망

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	83.0	86.6	79.7	74.7	76.0	75.0	74.0	73.0	81.9	81.0	74.5	74.0
SMP(원/kWh)	130.7	126.1	139.1	115.4	124.9	130.2	134.2	125.5	166.4	127.8	128.7	127.3
실적 요약												
매출액	7,760.5	8,282.3	8,355.8	7,942.2	8,184.3	8,608.2	8,895.1	8,285.9	33,132.8	32,340.8	33,973.5	35,528.1
가스 E&P	220.8	281.3	249.2	223.8	283.5	355.7	344.8	331.3	1,082.0	975.1	1,315.3	1,659.0
가스 터미널/공급	183.1	251.0	162.9	286.0	278.0	306.2	321.8	300.9	617.3	883.0	1,206.9	1,530.0
가스 발전	594.1	574.0	692.7	415.8	540.9	643.5	729.6	567.7	2,596.9	2,276.6	2,481.8	2,457.0
철강/친환경	4,922.1	4,835.3	5,205.1	4,803.5	5,020.5	4,932.0	5,309.2	4,899.6	21,102.4	19,766.0	20,161.3	20,564.5
식량/바이오	896.7	1,114.9	903.8	893.6	914.6	1,137.2	921.9	911.5	3,527.7	3,809.0	3,885.2	3,962.9
무역 사업	3,153.9	3,500.9	3,235.9	3,106.8	3,217.0	3,570.9	3,300.6	3,168.9	11,730.7	12,997.5	13,257.5	13,522.6
투자 법인	607.9	604.1	546.2	609.5	664.2	697.9	772.7	799.6	2,544.1	2,367.7	2,934.4	3,326.3
기타 및 연결 조정	-2,818.1	-2,879.2	-2,640.0	-2,396.8	-2,734.4	-3,035.3	-2,805.5	-2,693.6	-10,068.3	-10,734.1	-11,268.8	-11,494.2
매출 성장률(% YoY)	-6.6	-6.6	3.9	0.4	5.5	3.9	6.5	4.3	-12.8	-2.4	5.0	4.6
매출원가	7,301.6	7,760.3	7,809.9	7,573.0	7,740.7	8,096.2	8,383.9	7,796.9	31,293.3	30,444.8	32,017.6	33,316.9
판매비	193.5	172.2	188.7	224.6	191.1	182.2	184.4	206.4	676.4	779.1	764.1	810.2
영업이익	265.4	349.7	357.2	144.6	252.6	329.8	326.8	282.5	1,163.1	1,116.9	1,191.7	1,401.1
가스 E&P	66.5	141.7	107.6	64.2	88.1	140.4	121.1	99.9	402.7	380.0	449.6	569.0
가스 터미널/공급	11.8	10.5	23.2	16.4	15.6	16.7	17.9	20.5	43.8	61.9	70.7	89.5
가스 발전	60.0	47.0	63.5	-1.7	32.5	41.8	54.7	42.6	188.1	168.8	171.6	184.3
철강/친환경	78.9	76.1	76.9	34.1	57.4	68.5	73.5	68.1	357.1	266.0	267.6	285.4
식량/바이오	1.5	3.7	8.7	-0.2	6.4	2.3	1.8	1.8	13.8	13.7	12.3	7.9
무역 사업	32.8	37.7	68.0	6.2	32.2	35.7	33.0	31.7	131.2	144.7	132.6	135.2
투자 법인	12.4	19.5	4.8	21.7	17.0	18.9	20.8	14.9	7.4	58.4	71.5	116.3
기타 및 연결 조정	1.5	13.5	4.5	3.9	3.3	5.5	3.9	3.1	19.0	23.4	15.9	13.5
영업이익률(%)	3.4	4.2	4.3	1.8	3.1	3.8	3.7	3.4	3.5	3.5	3.5	3.9
영업이익 성장률(% YoY)	-5.1	-2.1	14.6	-32.6	-4.8	-5.7	-8.5	95.4	28.9	-4.0	6.7	17.6
금융손익	-40.4	-83.6	-68.3	-82.2	-52.7	-67.3	-65.1	-56.4	-289.8	-274.4	-241.5	-216.2
기타손익	-2.2	-26.9	-7.6	-226.9	-5.2	-5.9	-7.2	-7.6	-50.0	-263.6	-26.0	-38.0
종속, 지배, 관계기업 손익	22.6	27.9	32.6	44.7	31.6	33.8	35.3	36.0	91.3	127.8	136.8	137.1
세전이익	245.5	267.1	313.9	-119.9	226.3	290.5	289.8	254.5	914.6	706.6	1,061.0	1,284.0
법인세비용	62.7	77.5	76.4	-13.3	62.2	79.9	79.7	70.0	234.2	203.2	291.8	353.1
법인세율(%)	25.5	29.0	24.3	11.1	27.5	27.5	27.5	27.5	25.6	28.8	27.5	27.5
당기순이익	182.8	189.6	237.5	-106.6	164.1	210.6	210.1	184.5	680.4	503.4	769.2	930.9
당기순이익률(%)	2.4	2.3	2.8	-1.3	2.0	2.4	2.4	2.2	2.1	1.6	2.3	2.6
당기순이익 성장률(% YoY)	-4.4	-14.0	21.7	적전	-10.3	11.1	-11.5	흑전	12.5	-26.0	52.8	21.0
지배순이익	176.3	190.5	238.9	-91.1	159.1	204.3	203.8	179.0	673.9	514.6	746.2	843.0

주: SENEX는 가스 E&P에 포함. 모빌리티솔루션과 인니팜은 투자 법인에 포함
자료: 포스코인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

포스코인터내셔널(047050)

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	33,132.8	32,340.8	33,973.5	35,528.1	36,166.3
매출액증가율(%)	-12.8	-2.4	5.0	4.6	1.8
매출원가	31,293.3	30,444.8	32,017.6	33,316.9	33,928.2
매출총이익	1,839.5	1,896.0	1,955.9	2,211.3	2,238.0
판매비와관리비	676.4	779.1	764.1	810.2	826.5
영업이익	1,163.1	1,116.9	1,191.8	1,401.1	1,411.5
영업이익률(%)	3.5	3.5	3.5	3.9	3.9
금융손익	-289.8	-274.4	-241.5	-216.2	-184.5
중속/관계기업관련손익	91.3	127.8	136.8	137.1	135.5
기타영업외손익	-50.0	-263.6	-26.0	-38.0	-46.9
세전계속사업이익	914.6	706.6	1,061.0	1,284.0	1,315.6
법인세비용	234.2	203.2	291.8	353.1	361.8
당기순이익	680.4	503.4	769.3	930.9	953.8
지배주주지분 순이익	673.9	514.6	746.2	843.0	863.8
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	8,077.3	8,268.2	8,343.7	8,564.6	8,606.4
현금및현금성자산	1,136.9	1,057.2	823.1	676.4	741.1
매출채권	4,112.8	4,183.1	4,364.1	4,578.9	4,620.2
재고자산	1,958.8	2,080.7	2,170.7	2,277.6	2,298.1
비유동자산	8,540.5	9,068.2	9,359.1	9,658.1	9,926.7
유형자산	3,704.9	4,240.6	4,718.9	5,179.6	5,624.3
무형자산	2,331.9	2,553.0	2,332.4	2,131.0	1,947.4
투자자산	1,055.4	813.6	847.0	886.5	894.1
자산총계	16,617.8	17,336.3	17,702.8	18,222.7	18,533.1
유동부채	6,275.5	6,659.7	6,658.6	6,734.9	6,670.3
매입채무	2,423.1	2,097.7	2,188.5	2,296.3	2,316.9
단기차입금	1,591.5	1,599.6	1,599.6	1,649.6	1,699.6
유동성장기부채	1,190.0	1,665.9	1,517.9	1,369.9	1,221.9
비유동부채	3,717.5	3,327.2	3,189.7	3,060.3	2,924.6
사채	1,864.1	1,567.1	1,563.1	1,559.1	1,555.1
장기차입금	1,214.9	1,140.7	994.9	854.8	720.3
부채총계	9,993.0	9,986.9	9,848.3	9,795.2	9,594.9
자본금	879.6	879.6	879.6	879.6	879.6
자본잉여금	1,826.2	1,836.7	1,836.7	1,836.7	1,836.7
기타포괄이익누계액	85.7	228.8	228.8	228.8	228.8
이익잉여금	3,336.7	3,635.2	4,117.1	4,602.2	5,022.9
비지배주주지분	521.5	804.9	828.0	915.9	1,005.9
자본총계	6,624.8	7,349.5	7,854.5	8,427.5	8,938.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	1,076.4	876.9	1,044.3	1,190.4	1,459.3
당기순이익(손실)	680.4	503.4	769.3	930.9	953.8
유형자산감가상각비	278.2	279.1	200.7	231.8	261.8
무형자산상각비	259.9	232.2	220.7	201.3	183.7
운전자본의 증감	-286.4	-558.2	-146.3	-173.7	60.0
투자활동 현금흐름	-27.1	-846.1	-720.8	-742.2	-715.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-462.4	-754.4	-679.0	-692.6	-706.4
투자자산의 감소(증가)	-569.1	241.8	-33.4	-39.6	-7.6
재무활동 현금흐름	-1,225.4	-176.1	-557.7	-594.9	-678.7
차입금증감	1,339.3	146.3	-293.5	-236.9	-235.6
자본의증가	1,548.4	10.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-160.8	-79.7	-234.1	-146.6	64.6
기초현금	1,297.7	1,136.9	1,057.2	823.1	676.4
기말현금	1,136.9	1,057.2	823.1	676.4	741.1
Key Financial Data					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	188,492	183,835	193,116	201,953	205,580
EPS(지배주주)	3,834	2,925	4,242	4,792	4,910
CFPS	10,066	10,026	9,798	11,015	11,091
EBITDAPS	9,678	9,255	9,170	10,426	10,556
BPS	34,693	37,201	39,941	42,698	45,089
DPS	1,000	1,550	2,100	2,600	2,600
배당수익률(%)	1.6	3.9	3.8	4.7	4.7
Valuation(Multiple)					
PER	16.3	13.6	13.2	11.7	11.4
PCR	6.2	4.0	5.7	5.1	5.0
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	1.8	1.1	1.4	1.3	1.2
EBITDA (십억원)	1,701.2	1,628.2	1,613.1	1,834.2	1,857.0
EV/EBITDA	9.6	7.9	9.7	8.5	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.4	8.1	11.0	11.6	11.2
EBITDA이익률	5.1	5.0	4.7	5.2	5.1
부채비율	150.8	135.9	125.4	116.2	107.3
금융비용부담률	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
이자보상배율(x)	4.1	3.8	4.3	5.7	6.6
매출채권회전율(x)	8.7	7.8	7.9	7.9	7.9
재고자산회전율(x)	17.8	16.0	16.0	16.0	15.8

한국가스공사 (036460) 해외 LNG 투자의 선봉은 항상 가스공사였다

Analyst 문경원, CFA 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	50,000원
현재주가 (3. 18)	36,500원
상승여력	37.0%

KOSPI	2,612.34pt
시가총액	33,694억원
발행주식수	9,231만주
유동주식비율	46.70%
외국인비중	9.78%
52주 최고/최저가	63,500원/24,650원
평균거래대금	373.2억원

주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1인	46.63
국민연금공단	7.69

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.4	-21.0	28.5
상대주가	10.1	-22.1	32.1

주가그래프



약 10개국에 걸쳐 해외 가스전, LNG 설비 투자 진행. 가스공사보다 해외 LNG 투자 경험 많은 곳이 없다

- 중동, 호주, 모잠비크 등 10개 국에 걸쳐 가스전, 혹은 LNG 플랜트 트레인 지분 투자를 진행. 북미에서도 LNG캐나다에 약 5% 지분을 투자한 바 있으며, 2025년 첫 인도를 예상 중
- 카타르, 오만에서의 장기계약(연 900만톤 규모)이 2024년 말 종료되고, 내수 가스 발전 수요도 기존 예상보다 증가할 것으로 보이는 만큼 알래스카 LNG 투자 가능성도 충분. 하반기 16차 장기 천연가스 공급계획에 주목

오래 기다렸다. 드디어 줄어들기 시작하는 미수금

- 2025년 3월 원료비 기준 주택용 천연가스 요금은 17.71원/MJ로 발전용 천연가스 요금(16.97원/MJ) 대비 높음. 즉, 동사는 드디어 미수금 회수 구간에 돌입. 유가 안정화 효과, 고가 장기계약 종료 효과로 연내 미수금 하락세 전망
- 해외 LNG 투자가 손상차손으로 이어진 경험도 다수 있으나, 알래스카 LNG의 경우 높은 초기 투자비용에도 불구하고 메리트가 있다는 판단. 동사가 지분 투자를 하고, 프로젝트가 성공적으로 수행될 경우 미수금 리스크가 중장기적으로 완화

일본 상사와의 협력 하에 Alaska 수주 가능할까?

- 2024년 주당 1,455원의 배당을 결정하면서 3년 만에 배당을 재개. 2025년에는 DPS 3,500원(배당 수익률 약 9%)을 전망.
- 석유공사가 대왕고래 가스전 개발도 지속 중임을 감안 시 기대 가능한 모멘텀 풍부. 투자 의견 Buy, 적정주가 50,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	44,556.0	1,553.4	-761.2	-8,246	적전	104,286	-3.0	0.2	12.4	-7.7	482.7
2024	38,388.7	3,003.4	1,144.2	12,395	흑전	117,205	2.8	0.3	7.8	11.2	395.6
2025E	37,538.5	2,621.9	990.1	10,725	-12.9	126,322	3.4	0.3	8.1	8.8	357.7
2026E	36,417.4	2,427.5	954.2	10,337	-3.6	133,350	3.6	0.3	8.1	8.0	315.2
2027E	35,329.8	2,335.9	824.6	8,933	-13.6	138,879	4.1	0.3	5.0	6.6	272.8

한국가스공사 실적 전망

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	81.3	85.3	78.3	73.6	76.0	75.0	74.0	73.0	82.1	79.6	74.5	74.5
환율(원/달러)	1,328.7	1,371.1	1,357.4	1,396.3	1,440.0	1,410.0	1,390.0	1,360.0	1,305.7	1,363.4	1,400.0	1,360.0
JKM(달러/mmbtu)	9.4	11.8	13.4	14.5	14.6	14.4	14.2	14.0	13.4	12.3	14.3	14.3
실적 추정												
매출액	12,810.7	7,489.8	8,109.3	9,979.0	13,172.0	7,416.2	7,960.1	8,990.2	44,556.0	38,388.7	37,538.5	36,417.4
매출액 증가율(% YoY)	-28.6	-7.8	2.8	-5.9	2.8	-1.0	-1.8	-9.9	-13.9	-13.8	-2.2	-3.0
가스도매판매	12,355.2	7,029.4	7,623.8	9,442.5	12,708.8	6,967.3	7,507.5	8,581.2	42,730.7	36,450.9	35,764.8	34,739.7
해외주요사업	626.4	554.7	585.0	691.2	611.6	524.8	537.0	507.5	2,240.2	2,457.2	2,181.0	2,116.2
기타 및 연결조정	-170.9	-94.3	-99.5	-154.7	-148.4	-75.9	-84.5	-98.5	-414.9	-519.4	-407.3	-438.5
매출원가	11,779.7	6,934.2	7,580.9	8,691.1	12,114.6	6,811.8	7,524.0	8,064.7	42,598.9	34,986.0	34,515.0	33,589.4
매출총이익	1,030.9	555.6	528.4	1,287.8	1,057.5	604.4	436.1	925.5	1,957.1	3,402.8	3,023.5	2,828.0
판관비	109.3	89.9	88.7	111.5	115.9	93.8	87.7	104.1	403.7	399.4	401.6	400.5
영업이익	921.6	465.7	439.7	1,176.3	941.6	510.6	348.3	821.4	1,553.4	3,003.4	2,621.9	2,427.5
영업이익 증가율(% YoY)	56.6	127.1	90.9	122.1	2.2	9.6	-20.8	-30.2	-36.9	93.3	-12.7	-7.4
영업이익률(%)	7.2	6.2	5.4	11.8	7.1	6.9	4.4	9.1	3.5	7.8	7.0	6.7
가스도매판매	800.7	401.6	324.7	973.9	758.9	393.6	225.9	717.9	1,149.8	2,500.9	2,096.2	1,945.9
해외자원개발	121.0	17.1	159.6	201.1	183.1	117.6	123.0	104.0	389.3	498.8	527.7	483.6
미얀마A1/A3(별도)	11.0	19.3	16.3	12.3	14.4	14.0	14.1	13.3	50.5	58.9	55.8	52.0
이라크 주바이르	18.0	20.2	21.3	24.9	23.3	22.1	22.7	21.4	53.1	84.4	89.5	86.9
호주 GLNG	51.2	25.1	30.7	47.8	37.0	33.8	35.1	31.0	174.3	154.8	136.8	122.3
호주 Prelude	36.6	8.6	28.9	39.8	85.7	25.9	34.0	21.8	95.2	113.9	167.4	155.2
모잠비크 KGM	1.9	-47.8	58.4	74.5	22.7	21.9	17.1	16.5	-38.1	87.0	78.1	67.2
기타 및 연결조정	-0.1	47.0	-44.5	-7.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	14.3	-5.2	-2.0	-2.0
금융손익	-384.6	-318.4	-322.6	-353.4	-361.4	-364.6	-343.8	-339.9	-1,592.8	-1,378.9	-1,409.7	-1,309.2
기타영업외손익	7.5	0.3	80.1	-291.6	-14.1	-14.5	-14.5	-13.0	-927.1	-203.7	-56.2	-14.5
관계기업 관련 손익	87.5	48.7	-5.7	85.7	93.4	49.2	-5.7	86.6	180.3	216.2	223.4	225.6
세전이익	632.0	196.3	191.6	617.7	659.4	180.7	-15.7	555.0	-861.9	1,637.6	1,379.4	1,329.4
별도	366.5	102.6	340.6	164.2	573.4	326.1	48.9	555.4	-1,086.0	973.9	1,503.8	1,095.0
자회사 및 조정	265.4	93.7	-149.0	453.6	86.0	-145.4	-64.6	-0.4	224.2	663.7	-124.4	234.5
법인세비용	225.1	-57.0	36.4	284.2	181.3	49.7	-4.3	152.6	-114.4	488.6	379.3	365.6
법인세율(%)	35.6	-29.0	19.0	46.0	27.5	27.5	27.5	27.5	13.3	29.8	27.5	27.5
연결 당기순이익	406.9	253.3	155.2	333.5	478.1	131.0	-11.4	402.4	-747.4	1,149.0	1,000.0	963.8
별도	217.2	211.8	252.1	112.3	415.7	236.4	35.5	402.7	-881.2	793.4	1,090.3	793.8
자회사 및 조정	189.7	41.5	-96.9	221.2	62.4	-105.4	-46.9	-0.3	133.8	355.6	-90.2	170.0
지배주주순이익	406.4	252.9	155.1	330.2	473.3	129.7	-11.3	398.3	-761.2	1,144.5	990.0	954.2

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사(036460)

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	44,556.0	38,388.7	37,538.5	36,417.4	35,329.8
매출액증가율(%)	-13.9	-13.8	-2.2	-3.0	-3.0
매출원가	42,598.9	34,986.0	34,515.0	33,589.4	32,586.2
매출총이익	1,957.1	3,402.8	3,023.5	2,828.0	2,743.6
판매비와관리비	403.7	399.4	401.6	400.5	407.7
영업이익	1,553.4	3,003.4	2,621.9	2,427.5	2,335.9
영업이익률(%)	3.5	7.8	7.0	6.7	6.6
금융손익	-1,592.8	-1,378.9	-1,409.7	-1,309.2	-1,174.5
중속/관계기업관련손익	104.7	216.2	223.4	225.6	0.0
기타영업외손익	-927.1	-203.7	-56.2	-14.5	0.0
세전계속사업이익	-861.9	1,637.0	1,379.4	1,329.4	1,161.4
법인세비용	-114.5	488.3	379.3	365.6	328.4
당기순이익	-747.4	1,148.7	1,000.1	963.8	833.0
지배주주지분 순이익	-761.2	1,144.2	990.1	954.2	824.6
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	17,430.3	14,413.8	14,997.0	13,335.8	13,796.9
현금및현금성자산	780.6	1,118.9	2,631.9	1,852.6	2,656.5
매출채권	6,563.1	4,392.0	4,120.4	3,602.8	3,495.2
재고자산	5,043.2	4,457.7	4,016.0	3,975.1	3,856.4
비유동자산	39,824.4	39,532.2	38,714.7	38,126.7	34,345.6
유형자산	22,351.5	22,195.7	21,542.1	20,962.4	17,250.4
무형자산	1,552.9	1,543.9	1,543.9	1,543.9	1,543.9
투자자산	2,757.6	2,747.5	2,583.5	2,575.3	2,506.2
자산총계	57,254.7	53,945.9	53,711.7	51,462.5	48,142.6
유동부채	22,566.4	19,904.1	19,353.4	16,301.0	12,535.6
매입채무	3,114.3	2,929.3	2,639.1	2,612.2	2,534.2
단기차입금	14,705.1	11,501.3	11,547.3	8,685.3	8,685.3
유동성장기부채	3,129.7	3,952.2	3,796.4	3,646.8	0.0
비유동부채	24,862.3	23,157.6	22,622.4	22,767.2	22,693.9
사채	20,743.0	19,374.5	18,777.5	18,836.5	18,836.5
장기차입금	278.9	291.4	291.4	291.4	291.4
부채총계	47,428.6	43,061.7	41,975.8	39,068.2	35,229.5
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.3	2,073.2	2,073.2	2,073.2	2,073.2
기타포괄이익누계액	286.4	327.8	327.8	327.8	327.8
이익잉여금	6,678.6	7,815.6	8,657.2	9,306.0	9,816.4
비지배주주지분	199.1	64.7	74.7	84.4	92.7
자본총계	9,826.0	10,884.3	11,735.9	12,394.3	12,913.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	5,885.6	5,935.3	3,282.5	3,510.0	4,708.8
당기순이익(손실)	-747.4	1,148.7	1,000.1	963.8	833.0
유형자산감가상각비	1,887.1	1,966.2	1,910.3	1,836.5	3,712.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	3,581.0	2,633.4	591.1	931.1	160.2
투자활동 현금흐름	-1,334.0	-1,434.1	-870.0	-1,023.5	70.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,331.1	-1,496.4	-1,256.8	-1,256.8	0.0
투자자산의 감소(증가)	-63.8	95.9	387.3	233.8	69.1
재무활동 현금흐름	-4,587.1	-4,169.2	-899.6	-3,265.9	-3,975.5
차입금증감	-4,799.2	-4,155.2	-746.8	-2,956.3	-3,657.6
자본의증가	0.0	54.8	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-32.7	338.3	1,513.0	-779.4	803.9
기초현금	813.3	780.6	1,118.9	2,631.9	1,852.6
기말현금	780.6	1,118.9	2,631.9	1,852.6	2,656.5
Key Financial Data					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	482,662	415,854	406,644	394,499	382,717
EPS(지배주주)	-8,246	12,395	10,725	10,337	8,933
CFPS	40,855	54,778	48,438	46,034	65,514
EBITDAPS	37,270	53,833	49,096	46,191	65,514
BPS	104,286	117,205	126,322	133,350	138,879
DPS	0	1,700	3,500	3,600	3,600
배당수익률(%)	0.0	4.9	9.6	9.9	9.9
Valuation(Multiple)					
PER	-3.0	2.8	3.4	3.5	4.1
PCR	0.6	0.6	0.8	0.8	0.6
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA (십억원)	3,440.5	4,969.5	4,532.2	4,264.1	6,047.8
EV/EBITDA	12.4	7.8	8.1	8.1	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.7	11.2	8.8	8.0	6.6
EBITDA이익률	7.7	12.9	12.1	11.7	17.1
부채비율	482.7	395.6	357.7	315.2	272.8
금융비용부담률	3.8	3.9	4.0	3.8	3.6
이자보상배율(x)	0.9	2.0	1.7	1.7	1.8
매출채권회전율(x)	5.0	7.0	8.8	9.4	10.0
재고자산회전율(x)	7.0	8.1	8.9	9.1	9.0

JGC Holdings (1963 JP) LNG 붐 속에 소외된 EPC, 지금이 기회

Analyst 문경원, CFA 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Not Rated

Bloomberg TP (12M)	1,246엔
현재주가 (3.18)	1,239.5엔
상승여력	+0.52%

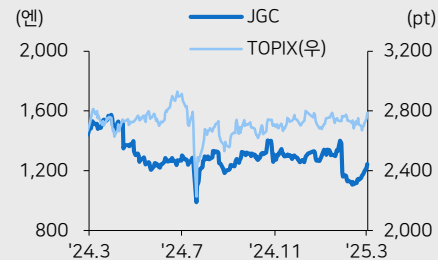
TOPIX	2,783.56pt
시가총액	321,797.5백만엔
유동주식비율	82.37%
52주 최고/최저가	1579.5/988.3

주요주주(%)

Sumitomo Mitsui Trust Hldgs INC	7.4
JGC Holdings Corp	6.9
Nomura	6.6

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.44	2.14	-15.16
상대주가	6.12	-7.61	-19.82

주가그래프



LNG EPC를 과점하고 있는 ‘그들만의 리그’ 중 하나

- JGC는 LNG, 가스, 정유, 석유화학 등 플랜트 EPC를 본업으로 하는 회사. Chiyoda, Toyo 등 일본 빅3 중 압도적인 위치
- 특히 LNG 분야에서 강점 보유. Bechtel, Technip, Chiyoda 등과 함께 LNG 액화플랜트 EPC를 과점하고 있는 회사 중 하나. LNG 액화플랜트 공사비가 LNG 밸류체인 중 가장 크다는 점에서 EPC 밸류체인에서는 동사가 최대 수혜주로 부각

수익성 악화로 Peer 대비 주가 하락한 지금이 기회

- 2024년 초 이후 Technip Energy 등 유럽 회사들은 50% 이상 주가 상승, 동사를 비롯한 일본 EPC들은 30% 이상 하락. 이는 수익성 차이에서 비롯. 동사는 2024~2025년(회계연도) 연속 적자를 기록 중. 캐나다, 대만 등 공사비 상승 영향
- 리스크 분산 및 모뮬화 공법 도입, 공사비 하락 등으로 2026년(회계연도) 이후 수익성 개선 기대. De-rating 요소를 해소

일본 상사와의 협력 하에 Alaska 수주 유력. 다가올 LNG 플랜트 붐을 기대

- 일본 EPC들은 전통적으로 일본 상사, 금융회사와 함께 Financing에서 EPC로 이어지는 협력 구조를 구축
- Alaska LNG 역시 일본 상사, 금융회사의 투자가 유력한 만큼 동사의 수주가 유력. 동사는 북극권 시공 경험이 있으며 Air Products, Conoco Philips를 포함한 대부분의 라이선서와 협업해왔음
- 이외에 LNG캐나다, 멕시코퍼시픽LNG 등 LNG 수주 파이프라인 풍부. 제2의 LNG 플랜트 붐을 기대

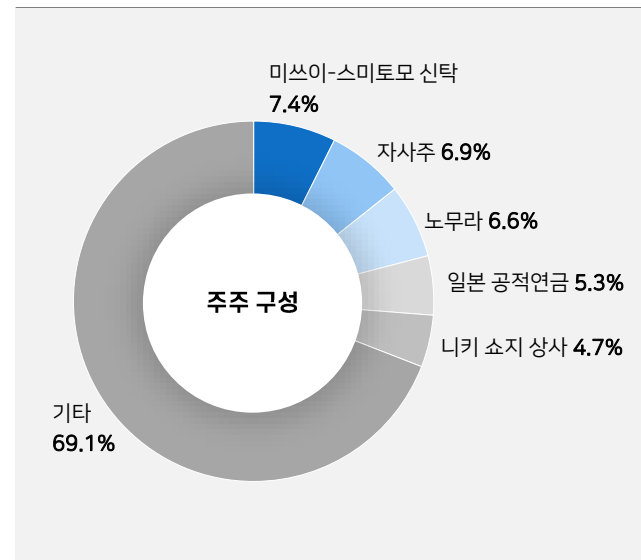
(백만엔)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (엔) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (엔)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	606,890	36,699	30,665	122.28	흑전	1,651.55	13.42	0.99	3.00	7.82	5.56
2024	832,595	-18,995	-7,830	-32.48	적전	1,598.71	-	0.93	2.06	-2.00	5.25
2025E	827,783	-14,000	-4,220	-17.24	적지	1,550.01	-	0.80	-	-1.14	-
2026E	810,267	23,308	25,784	105.23	흑전	1,609.47	11.78	0.77	1.96	6.41	-
2027E	791,460	30,700	28,778	117.09	11.27	1,682.26	10.59	0.74	1.40	7.10	-

JGC, LNG 특화 EPC회사

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

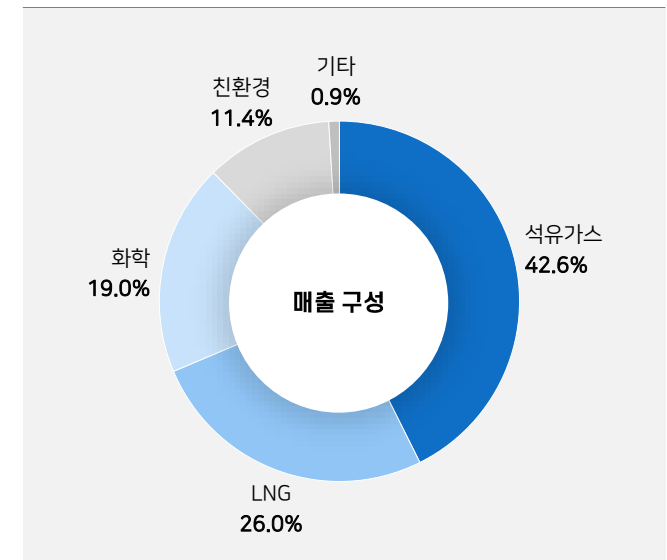
- 1976년에 설립된 JGC홀딩스는 LNG, 가스, 정유, 석유화학 등 에너지 및 산업 플랜트 EPC가 주력 사업
- 일본 내 위상으로는 JGC, 치요다, 토요공업 세 회사를 과거 ‘엔지니어링 빅3’로 불렀으나 현재는 수주잔고, 순이익 측면에서 JGC가 압도적
- 특히 LNG 분야에서 강점 보유. JGC가 설계, 건설에 참여한 LNG 플랜트 용량의 합은 전세계 LNG 생산량의 30% 이상을 차지

주주 구성



자료: 메리츠증권 리서치센터

매출 구성



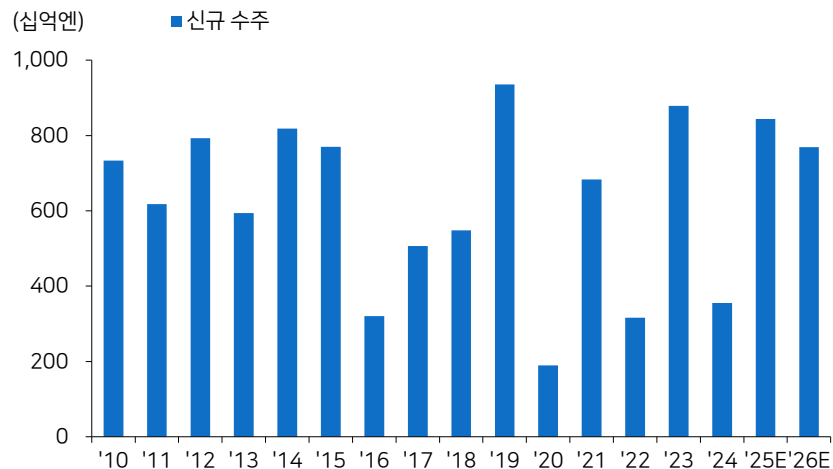
자료: JGC, 메리츠증권 리서치센터

알래스카 LNG 수주 유력. 이를 포함 LNG 수주 파이프라인 풍부

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

- 알래스카 LNG를 비롯한 LNG 수주 파이프라인 풍부. FY2026에는 수주 기대치 상회할 전망
- 일본 상사, 금융 회사들과 협업 사례 풍부
 - 러시아 사할린2 LNG, 북극(Arctic) LNG 2: 미쓰비시상사, 미쓰이물산이 사업 지분을 갖고, JBIC가 대출을 제공하면서 JGC가 EPC 부분 수행. 다만 Arctic LNG의 경우 러시아 제재로 실행 지연
 - 캐나다 LNG: 미쓰이물산, 미쓰비시상사 등이 LNG 매입 계약 체결, JGC-Fluor가 EPC를 공동 수행 중
- 일본 내 경쟁사인 Chiyoda가 기술인력 및 조직 규모를 JGC의 절반 이하로 축소하는 등 미쓰비시상사의 지원 하에 회생 중이라는 점을 감안하면 JGC의 알래스카 LNG 참여 가능성이 가장 높다고 볼 수 있을 것

수주 추이 및 전망(Consensus)



주: 3월 마감. 예를 들어 2024년도 회계연도는 2024년 3월 마감
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

향후 LNG 수주 파이프라인

프로젝트 (지역)	진행 현황 (수주 예상 시기)	JGC 예상 수주 금액
알래스카 LNG (미국 알래스카)	2025~26년 FID 목표, 2030년 첫 LNG 수출 목표	전체 LNG플랜트 150~200억 달러 중 일부
LNG 캐나다2단계 (캐나다 BC주)	2단계 확장 여부는 1단계 완공 전후(2024~25년) FID 결정. 1단계 수행사(JGC-Fluor)가 2단계에도 유력 후보	50억 달러 안팎
멕시코 퍼시픽 LNG (멕시코 소노라주)	3개 열 모두 장기판매계약 체결 완료 및 인허가 확보로 FID 임박. 美 Bechtel · KBR 등과 EPC 수주 경쟁	1단계 50억 달러 안팎 예상
파푸아 LNG (파푸아뉴기니)	2024~25년 FID 후 EPC 본계약 예상. JGC-현대건설 컨소시엄이 FEED(기본설계) 수주	50억 달러 안팎
Rovuma LNG (모잠비크)	엑스모빌이 FID를 2026년 전후로 연기. 2019년 FEED(JGC-Technip 컨소시엄) 완료	50억 달러 안팎

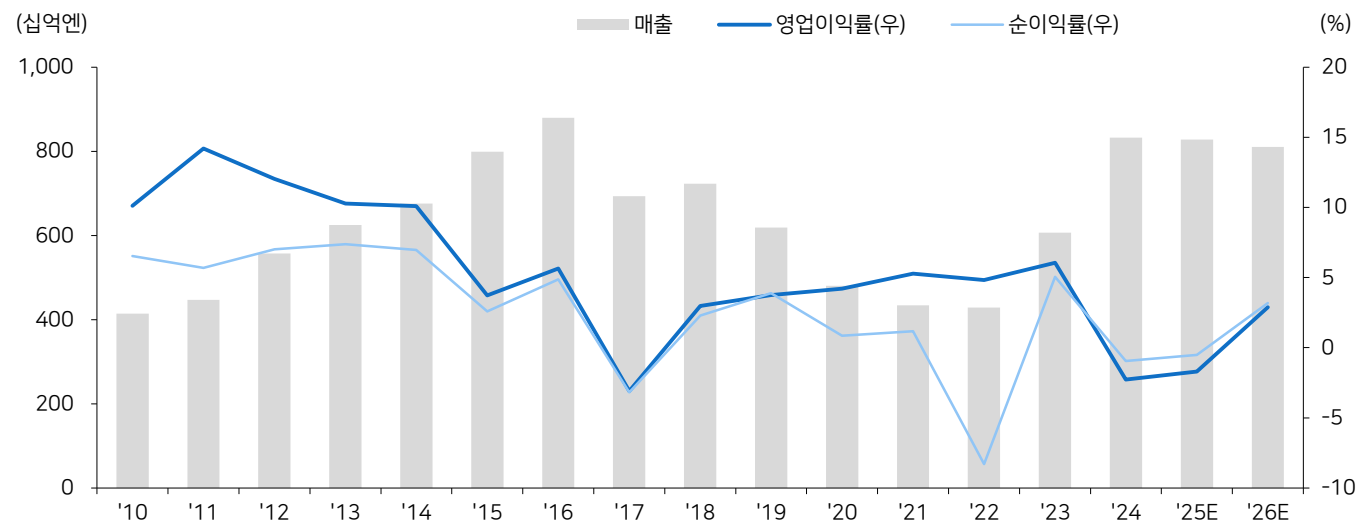
자료: 메리츠증권 리서치센터

수익성 악화로 고생했던 2024년, 2025년

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

- 2024년, 2025년(3월 마감 회계년도) 은 2개 년도 연속 적자를 기록하며 글로벌 Peer 대비 주가 부직
- 공사비 상승으로 인한 수익성 악화가 문제. 이라크 석유 정제시설 현대화 프로젝트, 캐나다 LNG 프로젝트, 미국 에틸렌 플랜트, 대만 LNG 터미널 등 여러 프로젝트에서 예상치 못한 추가 비용이 크게 발생
- 그러나 이를 계기로 리스크 분담 체계를 재정비하고, 모듈화 공법(J-I-Module)을 도입하기 시작. 2023년 이후 공사비도 안정화
- 2026년 회계연도부터 LNG 캐나다 1단계를 비롯한 준공 현장에서 수익성 개선 관찰이 예상

실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

과거 전성기 재현할까

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

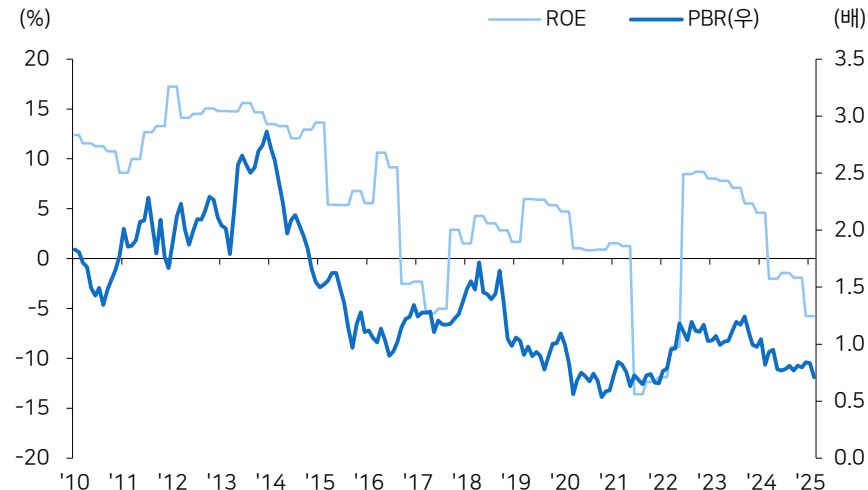
- 과거 주가 추이를 살펴보면, 호주 Ichthys LNG(약 340억 달러 규모) 등 초대형 프로젝트를 수주하며 글로벌 LNG플랜트 붐의 수혜를 누렸던 2010년 초반이 전성기
- 이후 2015~2017년 플랜트 시장이 침체되며 신규 수주가 부진했고, 진행 중인 일부 프로젝트에서 비용 증가가 발생하면서 주가는 하락세. 2020년대 들어서는 수익성 부진이 지속
- 현재 낮은 수익성이 밸류에이션 De-rating 요인으로 작용하고 있으나, 수익성 개선에 성공할 시 주가의 반등 폭은 가파를 것으로 예상. 글로벌 LNG 수요 확대, LNG 시장 내 제한적인 EPC 플레이어, 최근 수익성 관리 기조 등을 감안했을 때 낮은 ROE가 지속될 것이란 생각은 들지 않음

주가 추이: 2010년대 LNG 플랜트 붐, 재현될 수 있을까?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

PBR-ROE 추이: EPC도 결국은 수급. 수요 증가 시 ROE는 정상화될 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

세아제강 (306200) #알래스카 #관세 #OCTG

Analyst **장재혁** 02. 6454-4882
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

N.R. (20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

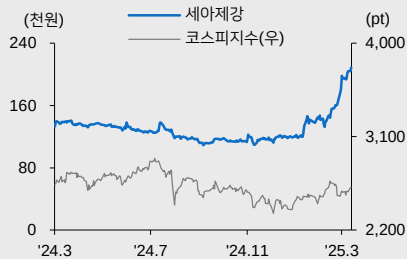
적정주가 (12개월)	-
현재주가 (3. 18)	209,000원
상승여력	-

KOSPI	2,612.34pt
시가총액	5,928억원
발행주식수	284만주
유동주식비율	35.14%
외국인비중	8.47%
52주 최고/최저가	209,000원/109,200원
평균거래대금	54.7억원

주요주주(%)	
세아제강지주 외 8 인	63.59

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	42.2	86.8	50.8
상대주가	43.0	84.1	55.0

주가그래프



4Q24 실적 주요 사항

- 세아제강지주의 미국 자회사 SSA와의 한미 APA에 따라 대규모 정산금액(954억원) 반영
- 정산금액 제외 시 4Q24 별도영업이익은 276억원, 2024년 별도영업이익은 1,065억원 기록
- 2025년 연간 영업이익 컨센서스(최근 1개월 중간값)는 1,510억원으로, 눈높이 달성 위해서는 약 450억원의 증익 필요

미국 수출 확대 및 마진 개선 가능성

- 미국 OCTG 가격은 2H24 이후 완만한 상승 추세
(2H24 1,690달러/톤 → 연초 1,760달러/톤 → 현재 2,350달러/톤, 관세 25% 차감 시 실질 가격 1,762달러/톤)
- 미국의 한국 철강 관세 우호적 상황 지속 시 OCTG 수출 물량 및 마진 확대로 증익 가능

알래스카 LNG 프로젝트 참여 기대

- 동사는 알래스카 LNG Main Pipeline(탄소강관 외경 42인치, 두께 0.86인치)에서 요구하는 사양의 제품 생산 가능
- 본 보고서에서, 알래스카 LNG 프로젝트 진행 가능성 및 국내 업체의 참여 가능성 높다고 판단하는 바, 국내 1위 강관 업체인 세아제강의 참여 가능성 또한 높을 것으로 기대. LNG 프로젝트 전반에 걸쳐 다양한 종류의 강관 수요 발생 또한 예상 가능

기회와 리스크

- 현재 강관 업체들에게 긍정적인 Narrative는 3가지,
1) 미국 철강 관세로 인한 한국 강관 선별 수혜, 2) OCTG 수요 증가 및 가격 상승, 3) 알래스카 LNG 프로젝트 참여 가능성
- 다만, 현지 OCTG 가격 상승은 2Q25부터 실적에 점진적으로 반영되며, 2018년 6월 관세 발효 이후 2개월 뒤 가격 하락이 발생했던 점, 관세 발표(3.12) 이전 선적 물량에 대한 수출입 업체 간 비용 협의가 완료되지 않은 상황임을 감안할 필요

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,150.5	53.6	33.1	11,656	33.0	209,869	7.8	0.4	5.0	5.7	76.7
2021	1,497.4	132.0	91.4	32,223	176.5	239,605	3.0	0.4	2.4	14.3	80.7
2022	1,801.8	215.2	159.3	56,163	74.3	292,283	2.3	0.4	1.5	21.1	76.7
2023	1,860.9	231.9	188.8	66,578	18.5	351,603	2.1	0.4	1.5	20.7	54.0
2024	1,786.2	201.9	130.1	45,863	-31.1	389,186	4.6	0.5	-	11.8	60.0

세아제강 (306200)

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	1,227.2	1,150.5	1,497.4	1,801.8	1,860.9
매출액증가율(%)	183.1	-6.3	30.2	20.3	3.3
매출원가	1,116.6	1,026.0	1,291.2	1,469.8	1,543.5
매출총이익	110.5	124.4	206.2	332.0	317.4
판매비와관리비	64.6	70.9	74.3	116.9	85.5
영업이익	45.9	53.6	132.0	215.2	231.9
영업이익률(%)	3.7	4.7	8.8	11.9	12.5
금융손익	-3.3	-7.4	-1.3	-7.9	10.7
종속/관계기업관련손익	0.0	-0.4	-0.4	0.1	-0.1
기타영업외손익	0.8	1.9	-5.5	3.8	0.2
세전계속사업이익	43.4	47.7	124.8	211.2	242.7
법인세비용	18.5	14.6	33.4	51.9	53.9
당기순이익	24.9	33.1	91.4	159.3	188.8
지배주주지분 순이익	24.9	33.1	91.4	159.3	188.8
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	469.4	487.4	681.4	837.4	839.6
현금및현금성자산	6.5	35.0	108.3	270.6	218.3
매출채권	246.0	225.6	251.6	251.9	305.4
재고자산	184.8	172.9	242.3	278.7	286.8
비유동자산	559.4	564.7	546.8	627.7	696.3
유형자산	539.2	536.9	518.6	546.4	534.8
무형자산	7.3	6.7	6.6	6.8	26.2
투자자산	4.3	5.5	7.8	57.2	120.1
자산총계	1,028.8	1,052.1	1,228.2	1,465.1	1,535.9
유동부채	251.5	225.9	332.0	419.1	399.9
매입채무	97.7	96.4	104.2	118.9	115.6
단기차입금	22.7	45.1	57.6	63.4	73.8
유동성장기부채	63.8	32.2	92.0	61.9	81.3
비유동부채	206.1	231.0	216.6	217.0	138.8
사채	89.8	149.7	139.7	159.7	79.9
장기차입금	33.0	0.9	0.9	0.8	0.8
부채총계	457.6	456.8	548.6	636.1	538.7
자본금	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2
자본잉여금	530.2	530.2	530.2	530.2	530.2
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	26.8	53.4	137.7	287.1	455.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	571.2	595.3	679.6	829.0	997.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동현금흐름	65.9	70.2	22.0	216.0	111.2
당기순이익(손실)	24.9	33.1	91.4	159.3	188.8
유형자산감가상각비	28.9	27.1	26.6	27.0	28.5
무형자산상각비	0.7	0.7	0.7	0.7	2.2
운전자본의 증감	-3.4	14.2	-133.5	-22.4	-80.0
투자활동 현금흐름	-1.3	-52.5	-1.7	-40.4	-96.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-6.4	-25.9	-17.9	-46.1	-49.9
투자자산의 감소(증가)	-2.1	-1.5	-2.7	-49.2	-63.1
재무활동 현금흐름	-61.0	10.9	53.0	-12.9	-66.5
차입금증감	-50.9	16.9	61.7	-4.3	-54.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	3.6	28.5	73.3	162.3	-52.2
기초현금	2.9	6.5	35.0	108.3	270.6
기말현금	6.5	35.0	108.3	270.6	218.3
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022	2023
주당데이터(원)					
SPS	432,669	405,622	527,928	635,277	656,103
EPS(지배주주)	8,762	11,656	32,223	56,163	66,578
CFPS	28,667	30,861	61,408	100,631	91,573
EBITDAPS	26,621	28,682	56,149	85,631	92,578
BPS	201,388	209,869	239,605	292,283	351,603
DPS	2,000	2,500	3,500	6,000	8,000
배당수익률(%)	3.3	2.8	3.7	4.6	5.8
Valuation(Multiple)					
PER	7.0	7.8	3.0	2.3	2.1
PCR	2.1	2.9	1.6	1.3	1.5
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
EBITDA(십억원)	75.5	81.4	159.3	242.9	262.6
EV/EBITDA	4.8	5.0	2.4	1.5	1.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	5.7	14.3	21.1	20.7
EBITDA이익률	6.2	7.1	10.6	13.5	14.1
부채비율	80.1	76.7	80.7	76.7	54.0
금융비용부담률	0.5	0.5	0.3	0.4	0.5
이자보상배율(x)	6.9	9.4	27.5	30.6	23.5
매출채권회전율(x)	5.0	4.9	6.3	7.2	6.7
재고자산회전율(x)	6.3	6.4	7.2	6.9	6.6

휴스틸 (005010) 국내에는 대구경 Capa 증설, 미국에는 유정관 Capa 증설

Analyst **장재혁** 02. 6454-4882
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

N.R. (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

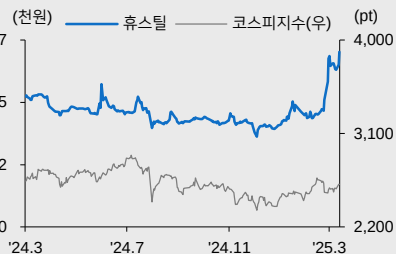
적정주가 (12개월)	-
현재주가 (3. 18)	6,740원
상승여력	-

KOSPI	2,612.34pt
시가총액	3,787억원
발행주식수	5,619만주
유동주식비율	51.59%
외국인비중	2.92%
52주 최고/최저가	6,740원/3,475원
평균거래대금	198.7억원

주요주주(%)	
박순석 외 10 인	48.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	54.8	65.6	32.9
상대주가	55.6	63.3	36.7

주가그래프



국내외 설비 증설로 중장기 성장 기대

- 국내 탄소강관 생산능력 100만톤, STS강관 4만톤 보유 중
- 군산 SAW 공장 (16.5만톤), 2,100억원 투자, 1H25 완공, 2H25 매출 반영(fully 2026년부터 반영)
- 휴스턴 공장 (7.2만톤), 1H25 완공, 2H25 시운전, 2026년 본격 매출 발생 예상
- 글로벌 1위 강관사 Tenaris와의 합작법인 Saudi Steel Pipe Co(1320.SR)(시가총액 1.2조원) 16% 보유 중

주요 수출 시장 및 수익 구조

- 전체 매출 중 미국향 수출 물량은 70~80%, 그 외 일본, 호주, 동남아 수출 진행
- 2024년 생산량 47만톤 기준, 수출 비중은 약 50% 내외. 미국향 수출 물량은 약 18만톤 내외로 추정되며, 주요 이익 창출원

Alaska LNG 프로젝트 Main Pipeline 요구 조건 충족

- 군산 SAW 공장 증설로 외경 16'~200', 두께 7.9~120mm 제품 대응 가능

중장기 실적 개선 전망

- 북미 OCTG 가격 상승 효과는 2Q25부터 점차 나타날 것으로 예상하며, 국내외 설비 증설 효과가 2025년 하반기 일부 반영 시작
- 2026년 큰 폭의 실적 개선 가능성 기대, 특히 마진 높은 대구경 제품의 수출 확대와 미국 매출을 통한 외형과 수익성 모두 성장 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	365.6	17.7	8.6	206	흑전	9,882	6.4	0.1	4.4	2.1	45.8
2021	616.5	63.2	38.0	897	335.3	14,524	3.0	0.2	2.5	6.1	52.0
2022	1,030.9	289.2	227.2	5,193	479.1	16,181	1.0	0.3	0.4	25.0	32.7
2023	764.8	123.2	72.2	1,285	-75.3	17,923	3.9	0.3	1.2	7.2	31.7
2024	723.1	17.1	22.3	397	-69.1	19,927	17.0	0.3	-	2.0	27.8

휴스틸 (005010)

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	537.0	365.6	616.5	1,030.9	764.8
매출액증가율(%)	-8.8	-31.9	68.6	67.2	-25.8
매출원가	520.9	321.9	523.9	707.1	604.8
매출총이익	16.1	43.7	92.6	323.8	160.1
판매비와관리비	29.1	26.1	29.4	34.6	36.9
영업이익	-12.9	17.7	63.2	289.2	123.2
영업이익률(%)	-2.4	4.8	10.3	28.1	16.1
금융손익	-1.3	-6.7	5.8	-3.3	5.0
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.0	1.3	-18.7	1.1	-5.0
세전계속사업이익	-14.3	12.2	50.4	287.1	123.2
법인세비용	-1.7	3.6	12.4	59.9	51.0
당기순이익	-12.5	8.6	38.0	227.2	72.2
지배주주지분 순이익	-12.5	8.6	38.0	227.2	72.2
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	265.0	261.5	411.9	640.6	589.1
현금및현금성자산	51.4	43.0	53.8	264.6	259.0
매출채권	66.2	58.3	94.3	153.9	76.2
재고자산	133.6	125.2	236.1	197.6	210.3
비유동자산	314.1	342.7	540.0	565.8	736.9
유형자산	246.1	262.4	460.7	488.9	595.8
무형자산	3.5	3.9	3.5	3.4	3.4
투자자산	53.8	68.0	67.0	50.4	104.2
자산총계	579.1	604.1	951.9	1,206.4	1,326.0
유동부채	146.2	124.8	175.6	195.5	163.7
매입채무	33.5	32.9	68.3	81.5	77.8
단기차입금	106.2	89.3	100.5	84.2	80.4
유동성장기부채	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3
비유동부채	36.4	64.8	150.0	101.8	155.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	25.0	25.0	25.0	65.0
부채총계	182.5	189.7	325.5	297.2	319.0
자본금	38.1	38.1	39.2	56.2	56.2
자본잉여금	98.9	98.9	100.8	150.8	150.8
기타포괄이익누계액	40.3	49.7	221.6	206.4	249.6
이익잉여금	219.3	227.8	264.7	495.9	550.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	396.6	414.5	626.4	909.2	1,007.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동현금흐름	8.7	21.2	2.9	206.3	82.4
당기순이익(손실)	-12.5	8.6	38.0	227.2	72.2
유형자산감가상각비	11.7	11.8	11.6	18.0	14.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	0.9	-10.7	-64.9	-72.4	-2.6
투자활동 현금흐름	-17.7	-28.1	0.9	-36.6	-100.4
유형자산의 증가(CAPEX)	14.3	31.7	3.5	35.8	105.2
투자자산의 감소(증가)	8.1	14.2	-1.0	-16.6	53.8
재무활동 현금흐름	-10.0	0.2	6.9	40.6	8.0
차입금증감	-7.0	-18.6	6.4	23.0	-24.2
자본의증가	16.8	28.3	85.2	-48.2	53.5
현금의증가(감소)	-19.5	-8.4	10.8	210.8	-5.6
기초현금	70.9	51.4	43.0	53.8	264.6
기말현금	51.4	43.0	53.8	264.6	259.0
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022	2023
주당데이터(원)					
SPS	12,820	8,718	14,552	23,566	13,612
EPS(지배주주)	-299	206	897	5,193	1,285
CFPS	488	897	2,350	7,682	3,830
EBITDAPS	-29	702	1,766	7,023	2,447
BPS	9,456	9,882	14,524	16,181	17,923
DPS	300	200	800	350	250
배당수익률(%)	16.5	15.1	30.2	6.9	5.0
Valuation(Multiple)					
PER	-6.1	6.4	3.0	1.0	3.9
PCR	3.7	1.5	1.1	0.7	1.3
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.4
PBR	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
EBITDA(십억원)	-1.2	29.4	74.8	307.2	137.5
EV/EBITDA	-108.5	4.4	2.5	0.4	1.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.2	2.1	6.1	25.0	7.2
EBITDA이익률	-0.2	8.0	12.1	29.8	18.0
부채비율	46.0	45.8	52.0	32.7	31.7
금융비용부담률	0.8	0.8	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	-3.1	6.1	24.2	72.9	39.0
매출채권회전율(x)	8.6	5.9	8.1	8.3	6.7
재고자산회전율(x)	3.7	2.8	3.4	4.8	3.8

넥스틸 (092790) 미국 유정관 Capa 보유, 국내 대구경 Capa 증설

Analyst **장재혁** 02. 6454-4882
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

N.R. (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (3. 18)	18,040원
상승여력	-

KOSPI	2,612.34pt
시가총액	4,691억원
발행주식수	2,600만주
유동주식비율	37.62%
외국인비중	4.33%
52주 최고/최저가	18,040원/7,030원
평균거래대금	356.4억원

주요주주(%)	
박효정 외 4 인	61.55

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	104.8	127.5	147.5
상대주가	105.9	124.3	154.4

주가그래프



미국 강관 생산법인 Nexteel Saha LLC 50.88% 보유

- Capa 12만톤, 소구경 OCTG 및 Line Pipe (ERW) 생산 가능
- 트럼프 1기(2019년 3월), 관세 대응 위해 미국 자회사 Nexteel Holdings LLC를 통해 50.88%의 지분 투자
합작계약상 단독 지배권을 갖지 않도록 약정되어 있어 연결종속회사가 아닌 관계사로 분류
- Nexteel Saha, 2023년 순손실 -275억원, 3Q24 누적 순손실 -158억원 기록
- 설비 효율화 작업을 통한 가동률 증대 및 OCTG 시황 개선으로 올해 실적 개선 전망

국내 대구경 Capa 증설로 알래스카 LNG 프로젝트 대응 가능 예상

- 기존 국내 생산능력은 포항 2개 공장과 경주 1개 공장 합산 약 150만톤
- 포항 제3공장, 스파이럴 강관 설비 5만 톤 및 롤벤딩 강관 설비 18만 톤 규모 신규 라인 증설 중, 2025년 10월 완공, 26년 매출 발생 예상
- 해상/육상 풍력타워용 초대구경 후육 강관이나 지반용 파일 등 대형 구조물 강관을 생산할 수 있어, 에너지용 파이프라인 등 대구경 강관 수요에도 대응 가능한 시설. 구체적인 제품 외경/두께 알려지지 않았으나, 알래스카 LNG Main Pipeline 대응 가능 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	0.0	0.0	0.0	0	0.0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2021	0.0	0.0	0.0	-41	0.0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2022	668.4	181.3	144.2	8,990	흑전	13,227	0.0	0.0	-0.2	50.5	106.1
2023	619.1	157.3	129.6	5,470	-39.2	17,112	1.3	0.4	1.0	29.1	44.4
2024	552.4	63.2	34.6	1,330	-75.7	17,876	13.6	1.0	-	7.4	48.8

넥스틸 (092790)

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	0.0	0.0	0.0	668.4	619.1
매출액증가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	-7.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	405.7	397.9
매출총이익	0.0	0.0	0.0	262.8	221.1
판매비와관리비	0.0	0.0	0.0	81.5	63.8
영업이익	0.0	0.0	0.0	181.3	157.3
영업이익률(%)	0.0	0.0	0.0	27.1	25.4
금융손익	0.0	0.0	0.0	-7.2	7.5
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	10.5	-1.1
기타영업외손익	0.0	0.0	0.0	4.5	3.8
세전계속사업이익	0.0	0.0	0.0	189.2	167.5
법인세비용	0.0	0.0	0.0	45.0	37.9
당기순이익	0.0	0.0	0.0	144.2	129.6
지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	144.2	129.6
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	0.0	0.0	0.0	287.4	314.0
현금및현금성자산	0.0	0.0	0.0	101.4	56.3
매출채권	0.0	0.0	0.0	42.8	46.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	116.1	128.8
비유동자산	0.0	0.0	0.0	300.7	328.5
유형자산	0.0	0.0	0.0	210.8	239.7
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.9	0.9
투자자산	0.0	0.0	0.0	51.0	52.2
자산총계	0.0	0.0	0.0	588.0	642.5
유동부채	0.0	0.0	0.0	230.4	157.3
매입채무	0.0	0.0	0.0	64.6	72.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	34.0	54.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	14.9	0.9
비유동부채	0.0	0.0	0.0	72.4	40.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	21.2	15.1
부채총계	0.0	0.0	0.0	302.8	197.5
자본금	0.0	0.0	0.0	5.5	13.0
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	39.2	17.1
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	1.4	1.8
이익잉여금	0.0	0.0	0.0	239.3	412.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	0.0	0.0	0.0	285.3	444.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동현금흐름	0.0	0.0	0.0	223.0	-17.4
당기순이익(손실)	0.0	0.0	0.0	144.2	129.6
유형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	9.7	11.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	0.0	0.0	0.0	30.8	-148.5
투자활동 현금흐름	0.0	0.0	0.0	-72.7	-57.2
유형자산의 증가(CAPEX)	0.0	0.0	0.0	76.1	37.8
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	61.6	2.2
재무활동 현금흐름	0.0	0.0	0.0	-46.1	29.7
차입금증감	0.0	0.0	0.0	131.8	-101.1
자본의증가	0.0	0.0	0.0	72.9	-31.7
현금의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	98.2	-45.1
기초현금	0.0	0.0	0.0	3.2	101.4
기말현금	0.0	0.0	0.0	101.4	56.3
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022	2023
주당데이터(원)					
SPS	0	0	0	41,673	26,132
EPS(지배주주)	0	0	-41	8,990	5,470
CFPS	0	0	0	15,785	9,162
EBITDAPS	0	0	0	11,912	7,138
BPS	0	0	0	13,227	17,112
DPS	0	0	2,200	11,850	700
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	9.8
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3
PCR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8
PSR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
EBITDA(십억원)	0.0	0.0	0.0	191.1	169.1
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	-0.2	1.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.0	0.0	0.0	50.5	29.1
EBITDA이익률	0.0	0.0	0.0	28.6	27.3
부채비율	0.0	0.0	0.0	106.1	44.4
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.7	0.9
이자보상배율(x)	0.0	0.0	0.0	37.0	26.8
매출채권회전율(x)	0.0	0.0	0.0	31.2	13.9
재고자산회전율(x)	0.0	0.0	0.0	11.5	5.1

세아제강지주 (003030) 한 손에는 OCTG, 다른 손에는 모노파일

Analyst **장재혁** 02. 6454-4882
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

N.R. (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (3. 18)	260,500원
상승여력	-

KOSPI	2,612.34pt
시가총액	10,789억원
발행주식수	414만주
유동주식비율	32.94%
외국인비중	7.71%
52주 최고/최저가	278,000원/158,300원
평균거래대금	33.1억원

주요주주(%)	
이순형 외 9 인	64.62
국민연금공단	10.75
한국투자신탁운용	7.10

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.8	51.5	18.7
상대주가	20.4	49.4	22.0

주가그래프



석유/가스 시추 수해 품목인 OCTG부터 해상풍력 모노파일까지, 고탄소~저탄소 포트폴리오 보유

- 국내 강관업체 세아제강(49.6%), 영국 해상풍력 모노파일 업체 세아윈드(100%), 미국 강관 생산법인 SSUSA(100%), 그 외 국내외 강관, 컬러강판 등 생산법인 보유한 지주사

SSUSA: 북미 에너지 강관 시장 회복의 직접 수혜 사업부

- 2017년 1억달러에 인수, 2021년 증설(2,500만달러)로 총 25만톤 강관 생산능력 보유한 미국 휴스턴 제조법인
- 2023년 매출 3,536억원, 영업이익 762억원, 순이익 739억원, 가동률 52%
→ 2024년 매출 2,759억원, 영업적자 -110억원, 순손실 -106억원, 가동률 53%
- 미국 OCTG 시장 회복으로 가동률 개선 중이며, 2025년 다시 영업이익 실현하며 큰 폭의 실적 개선 전망

세아윈드: 유럽 해상풍력 시장의 핵심 성장 엔진

- 영국 Teesside 소재의 해상풍력 모노파일 생산법인, 총 투자금액(Capex) 약 3억 파운드(4,000억원)
- 연간 40만톤 생산능력 보유. 1Q25 완공, 3월 가동, 2Q25 매출 발생 일정
- 덴마크 Orsted와 체결한 'Hornsea Project 3' (매출 6,600억원), 2025~2026년 공급 예정
- 세계 최대 해상풍력 프로젝트 'Norfolk Vanguard' (매출 1.49조원), 2026~2027년 공급 예정

미국은 고탄소를, 유럽은 저탄소를.

- 북미 OCTG 시장 개선에 따른 SSUSA 실적 회복과 세아제강 지분가치 상승 기대
- 2025년은 세아윈드 외형 성장의 실질적 성과를 보여주는 첫 해, 추가 주주 기대감 또한 유효

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,306.4	67.1	17.1	4,124	129.0	235,618	10.8	0.2	7.4	1.8	74.0
2021	2,841.7	299.0	176.0	42,485	571.2	290,765	2.4	0.4	4.0	14.6	82.7
2022	3,953.8	567.2	278.4	67,212	66.0	363,010	2.2	0.4	2.5	18.5	80.3
2023	3,913.3	591.0	283.6	68,482	8.9	434,271	3.5	0.6	3.2	15.8	81.7
2024	3,675.1	211.6	42.8	10,340	-84.9	483,075	25.2	0.5	-	2.1	109.0

세아제강지주 (003030)

Energy Renaissance 1
LNG, 얼음 위의 체스판

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	2,643.9	2,306.4	2,841.7	3,953.8	3,913.3
매출액증가율(%)	48.4	-12.8	23.2	39.1	-1.0
매출원가	2,428.7	2,075.8	2,365.2	3,146.0	3,093.3
매출총이익	215.2	230.6	476.5	807.8	820.0
판매비와관리비	152.1	163.5	177.5	240.7	229.1
영업이익	63.1	67.1	299.0	567.2	591.0
영업이익률(%)	2.4	2.9	10.5	14.3	15.1
금융손익	-12.3	-17.3	6.0	-16.2	-34.2
종속/관계기업관련손익	0.0	-0.3	-0.7	-0.7	-0.9
기타영업외손익	-3.6	-7.3	3.6	-18.8	5.2
세전계속사업이익	47.3	42.2	307.9	531.5	561.1
법인세비용	32.5	8.4	81.2	155.2	151.5
당기순이익	14.8	33.8	226.7	376.3	409.7
지배주주지분 순이익	-3.1	17.1	176.0	278.4	283.6
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	1,285.2	1,171.6	1,711.5	2,127.6	2,433.0
현금및현금성자산	120.2	187.0	234.3	490.4	713.7
매출채권	469.6	419.3	529.1	598.6	567.5
재고자산	615.2	457.2	841.3	951.2	926.9
비유동자산	1,163.4	1,144.0	1,187.5	1,444.5	1,907.7
유형자산	983.9	976.8	999.5	1,240.3	1,701.2
무형자산	12.0	11.0	10.7	12.0	34.5
투자자산	93.3	77.1	80.2	88.6	75.6
자산총계	2,448.6	2,315.6	2,899.0	3,572.1	4,340.8
유동부채	769.8	670.7	928.5	1,092.3	1,143.1
매입채무	233.5	232.0	284.7	339.1	380.8
단기차입금	434.4	339.7	486.0	518.3	455.0
유동성장기부채	69.4	74.9	5.8	44.9	46.8
비유동부채	326.4	314.1	383.9	499.0	808.8
사채	89.8	149.7	139.7	159.7	79.9
장기차입금	78.7	23.5	98.0	83.7	439.1
부채총계	1,096.2	984.8	1,312.4	1,591.3	1,951.9
자본금	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7
자본잉여금	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
기타포괄이익누계액	28.4	-9.4	28.2	55.9	79.5
이익잉여금	831.6	845.7	1,022.7	1,294.2	1,565.7
비지배주주지분	387.4	354.9	382.4	477.3	590.3
자본총계	1,352.4	1,330.7	1,586.7	1,980.8	2,388.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동현금흐름	92.5	268.8	-165.7	399.0	555.7
당기순이익(손실)	14.8	33.8	226.7	376.3	409.7
유형자산감가상각비	60.3	60.3	55.7	59.0	61.5
무형자산상각비	1.4	1.3	1.3	1.2	2.8
운전자본의 증감	-9.0	168.5	-501.2	-124.3	61.4
투자활동 현금흐름	-56.9	-92.9	-18.2	-165.5	-525.9
유형자산의 증가(CAPEX)	43.6	62.2	59.2	197.1	492.1
투자자산의 감소(증가)	-2.1	-16.3	3.1	8.4	-13.0
재무활동 현금흐름	-30.0	-100.0	223.8	21.8	190.3
차입금증감	-1.6	-2.5	115.0	109.5	9.1
자본의증가	42.5	-12.3	69.8	155.7	294.6
현금의증가(감소)	8.4	66.8	47.3	256.1	223.4
기초현금	111.8	120.2	187.0	234.3	490.4
기말현금	120.2	187.0	234.3	490.4	713.7
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022	2023
주당데이터(원)					
SPS	638,364	556,863	686,124	954,639	944,863
EPS(지배주주)	-741	4,124	42,485	67,212	68,482
CFPS	35,232	37,567	101,408	172,214	174,008
EBITDAPS	30,140	31,089	85,936	151,474	158,201
BPS	232,982	235,618	290,765	363,010	434,271
DPS	1,500	1,500	1,750	2,250	2,000
배당수익률(%)	3.2	3.4	1.7	1.5	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	-64.0	10.8	2.4	2.2	3.5
PCR	1.3	1.2	1.0	0.9	1.4
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
PBR	0.2	0.2	0.4	0.4	0.6
EBITDA(십억원)	124.8	128.8	355.9	627.4	655.2
EV/EBITDA	9.3	7.4	4.0	2.5	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.3	1.8	14.6	18.5	15.8
EBITDA이익률	4.7	5.6	12.5	15.9	16.7
부채비율	81.1	74.0	82.7	80.3	81.7
금융비용부담률	0.7	0.7	0.4	0.6	1.0
이자보상배율(x)	3.4	4.0	25.3	23.0	15.3
매출채권회전율(x)	5.8	5.2	6.0	7.0	6.7
재고자산회전율(x)	4.2	4.3	4.4	4.4	4.2

Compliance Notice

- 당사는 자료 공표일 현재 포스코인터내셔널의 이해관계인정법인입니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

[기업] 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미

추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만

[산업] 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천

추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	Neutral (중립)	Underweight (비중축소)
------------------	--------------------------	---------------------	---------------------------

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

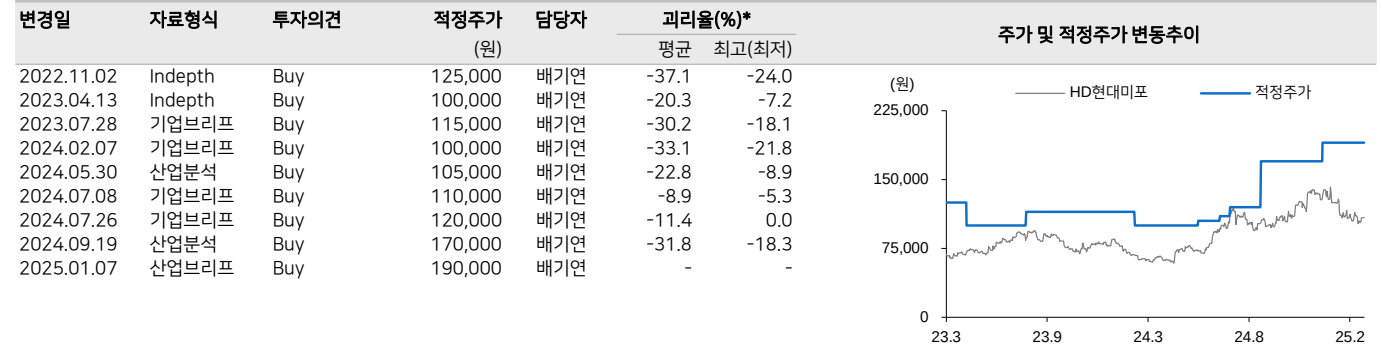
삼성중공업 (010140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.04.13	Indepth	Buy	7,000	배기연	-18.5	-11.3	
2023.06.01	Indepth	Buy	7,500	배기연	-9.8	8.9	
2023.07.13	기업브리프	Buy	9,000	배기연	-6.5	-4.6	
2023.07.28	기업브리프	Buy	9,500	배기연	-11.2	-3.5	
2023.10.10	기업브리프	Buy	11,000	배기연	-26.4	-7.5	
2024.05.30	산업분석	Buy	12,000	배기연	-22.9	-19.3	
2024.07.08	기업브리프	Buy	13,000	배기연	-18.7	-8.7	
2024.09.19	산업분석	Buy	20,000	배기연	-46.0	-39.9	
2025.01.08	기업브리프	Buy	22,000	배기연	-	-	

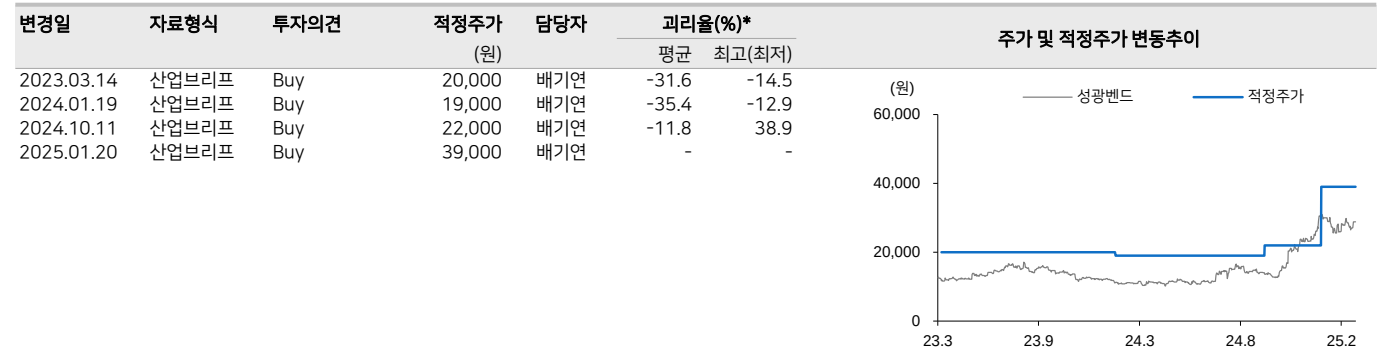
HD현대미포 (010620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



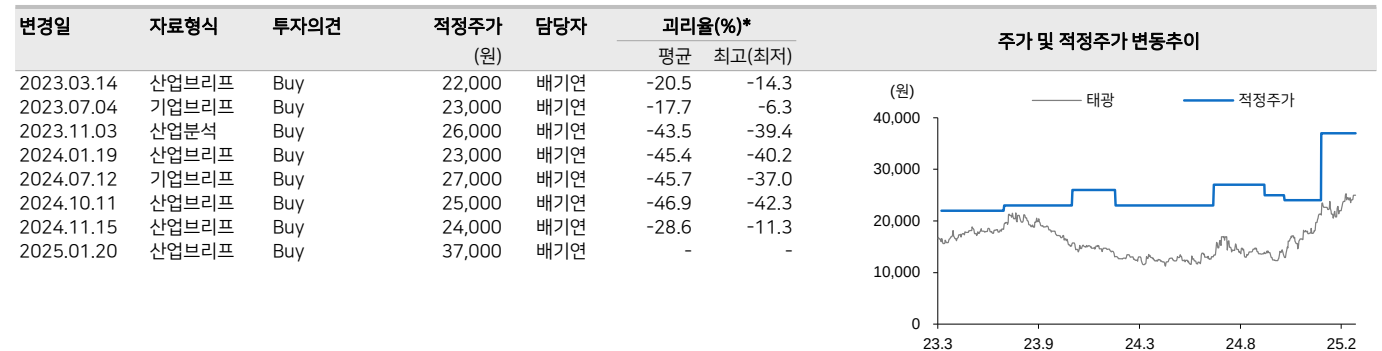
성광벤드 (014620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



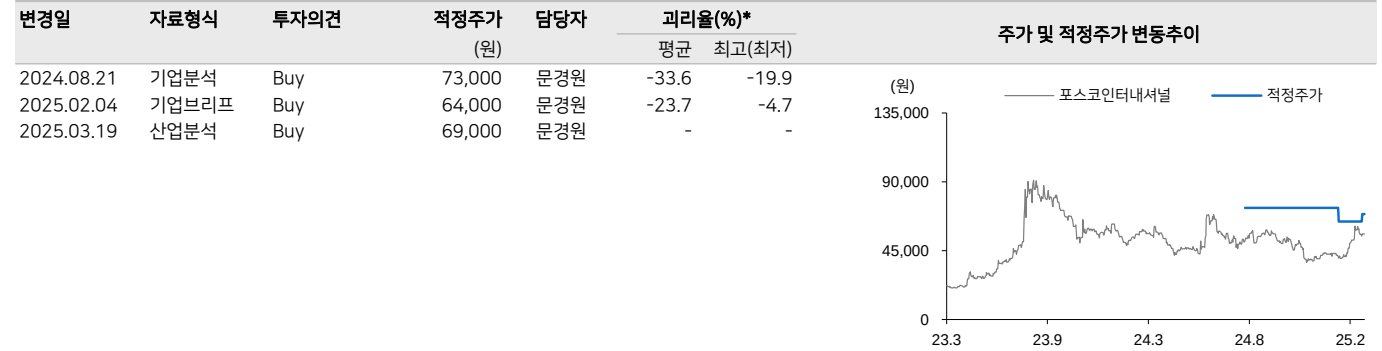
태광 (023160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



포스코인터내셔널(047050) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한국가스공사(036460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

