

KOSPI | 운송

한솔로지스틱스 (009180)

한솔그룹 2PL에서 2차전지 3PL로 고성장 기반 구축

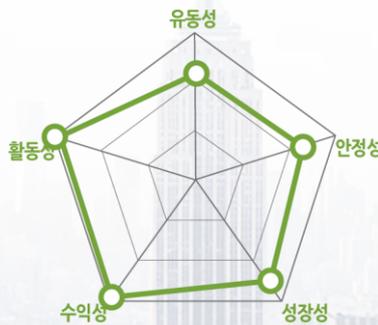
체크포인트

- 동사는 한솔그룹 계열 종합물류기업으로 한솔제지 2PL 물류(그룹사 물류), 삼성계열 물류(삼성SDI가 주력), 3PL(3자 물류)를 담당. 매출비중은 국제물류 60%, 컨테이너운송 10%, 트럭운송 10%, W&D(Warehouse & Distribution) 20% 차지
- 동사는 2012년 삼성SDI와 중국 2차전지 물류시장에 동반 진출한 이후 10여년간 아시아권 2차전지 물류시장에서 독보적 레퍼런스 보유. 2021년 SK온의 아시아 통합물류 및 2차전지 포장용기 렌탈사업 수주로 삼성SDI에 이어 SK온까지 2차전지 대형 고객사 확보
- 투자포인트: 1)2PL 및 3PL 물량 동반성장 지속, 2)2012년 이후 삼성SDI의 2차전지 물류로 고성장 기반 구축, 3)SK온의 아시아 통합물류 수주로 2차전지 고객 다변화에 성공, 4)중국에서 미주, 유럽으로 2차전지 사업영역 확대
- 현주가는 2023년 추정실적대비 PER 2.9배, PBR 0.6배로 추정 ROE 22.3% 감안시 저평가 영역. 과거 5개년 평균대비 40% 저평가

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류 상 산업재산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 3Q22 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 산업재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

Analyst 이원재 wonleewj@kirs.or.kr
RA 손현정 sssson@kirs.or.kr

2차전지 물류로 고성장이 예상되는 한솔계열 종합물류기업

동사는 2012년 삼성SDI와 중국 2차전지 물류시장에 동반 진출, 10여년간 아시아권 2차전지 물류시장에서 독보적 레퍼런스 보유. 2021년 SK온의 아시아 통합물류 및 2차전지 포장용기 렌탈사업 수주로 삼성SDI에 이어 SK온까지 2차전지 대형 고객사 확보

한솔그룹 2PL에서 2차전지 3PL로 고성장 기반 구축

고객군은 한솔그룹(한솔제지) 2PL, 삼성계열(삼성SDI), 3PL(3차 물류)로 구분. 최근 5개년 매출 CAGR은 한솔계열 2PL 18.6%, 3PL 26.9%로 고성장. 삼성SDI와 SK온향 2차전지 물류 매출액은 2022년 3천억원 수준에 육박, 지난 4개년간 연평균 55.9% 성장

2023년 해운업 침체에도 EV, 2PL 및 자회사 성장으로 외형 유지

2022년 한솔그룹 2PL 및 2차전지 3PL 물량 증가, 국내 자회사 실적 호조 영향으로 매출액이 1조원대 상회하며 역대 최대치 실적 달성. 2023년 매출액과 영업이익은 1.07조원 및 379억원으로 YoY 각각 5.5% 및 4.1% 성장 전망. SCFI 급락 등 해상운임이 급락하면서 P(가격) 하락에 따른 외형 감소가 우려되는 상황이나, 안정적인 2PL 물류 및 2차전지 고객사 물량 확대, 국내 물류 자회사의 성장으로 매출액은 소폭 증가세 전망

Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액(억원)	5,096	7,470	10,154	10,714	12,245
YoY(%)	10.6	46.6	35.9	5.5	14.3
영업이익(억원)	131	303	363	379	456
OP 마진(%)	2.6	4.1	3.6	3.5	3.7
지배주주순이익(억원)	87	235	242	255	341
EPS(원)	316	855	882	927	1,240
YoY(%)	47.0	170.3	3.2	5.1	33.8
PER(배)	7.3	4.6	3.2	2.9	2.2
PSR(배)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBIDA(배)	2.7	2.7	1.7	2.1	1.6
PBR(배)	1.2	1.4	0.8	0.6	0.5
ROE(%)	17.1	35.3	26.8	22.3	24.1
배당수익률(%)	2.2	1.5	2.5	3.0	3.3

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (3/29)	2,755원
52주 최고가	4,965원
52주 최저가	2,325원
KOSPI (3/29)	2,443.92p
자본금	143억원
시가총액	757억원
액면가	500원
발행주식수	27백만주
일평균 거래량 (60일)	16만주
일평균 거래액 (60일)	5억원
외국인지분율	3.83%
주요주주	한솔홀딩스 외 1인 21.51%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.3	8.5	-22.8
상대주가	-6.5	-3.7	-13.4

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '당좌비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

1 회사 연혁

한솔그룹 계열

종합물류 전문업체

동사는 한솔그룹 계열 물류업체로, 1994년 6월 한솔유통(주)으로 설립되었다. 1996년 10월 유가증권시장 상장사인 영우통상(설립일 1973년, 상장일 1989년)을 인수하고, 1997년 한솔CSN으로 사명을 변경하였다. 1999년 인터넷 물류 사업에 진출하였으며, 2004년부터 인터넷쇼핑 사업을 양도하고 '3PL(3자 물류업체)' 사업에 주력했다. 이후 한솔제지를 비롯한 한솔그룹 계열 물량을 처리하는 '2PL(2자 물류업체)'과 비그룹 독립 물류인 '3PL(3자 물류업체)' 영역에서 수익을 창출하며 해외 법인을 확장해 나갔다. 2007년 중국 법인과 미주 법인, 2008년 인도 법인, 2012년 말레이시아 법인을 설립했으며, 2014년 5월 한솔로지스틱스로 상호를 변경하였다. 2022년 11월에는 폴란드 법인을 추가로 개설하면서 미주, 유럽, 아시아 지역 7개국에 20개 글로벌 네트워크를 구축했다. 이처럼 지난 30년간 종합물류사업으로 성장하며 국제물류, 컨테이너운송, 트럭운송, W&D (Warehouse & Distribution), 물류시스템 사업으로 레퍼런스를 쌓아왔다.

2012년 중국 2차전지 시장 진출,

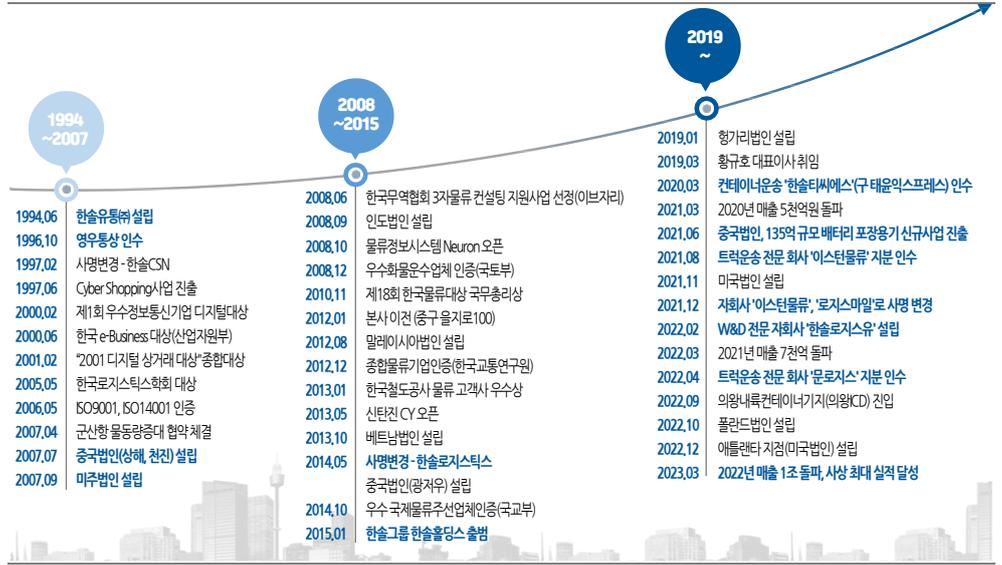
주요 고객사는 한솔그룹(제지),

삼성SDI, SK온 등

동사는 해외법인에서 2차전지, 전자·전자, 화학, 자동차부품 등 산업군에 특화된 서비스 경쟁력을 보유하고 있다. 특히 2012년 삼성SDI 중국법인의 2차전지 물류시장 진출에 성공했으며, 이후 미주, 유럽 시장에 진입해 2차전지 소재, 부품, 장비 고객사를 확대해 나갔다. 2021년에는 SK온의 아시아 통합물류 및 2차전지 용기 렌탈 사업 수주에 성공하며, 국내 배터리 3사 중 삼성SDI에 이어 2개 고객사의 아시아 통합 물류서비스를 확보하였다. 동사는 한솔그룹(한솔제지)의 2PL 물량 증가에 이어 삼성SDI, SK온의 2차전지 물량 확대, 국내 자회사들의 동반성장으로 2022년 전체 매출액이 1조 154억원으로 전년대비 35.9% 증가해 창립 이래 최대 실적을 달성하였다.

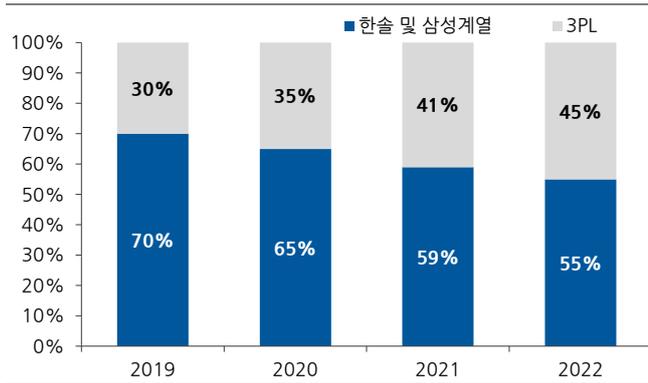
동사 고객군은 한솔 그룹 계열사, 삼성 그룹, 3PL로 구분된다. 한솔그룹향 2PL 물량에서는 한솔제지가 90% 이상으로 비중이 가장 크며, 삼성 그룹에선 삼성SDI의 비중이 절대적이다. 동사는 특히 삼성SDI 중국 법인 물류의 90% 이상을 담당하고 있으며, 동사의 중국법인(상해, 천진) 매출액은 2018년 893억원에서 2022년 2,023억원으로 연평균 22.7%의 성장세를 나타냈다. 최근에는 SK온을 포함해 3PL 고객의 증가 추세로 고객 다각화가 진행 중이다. 2019년 매출액 기준 한솔 및 삼성 계열 비중이 70%에서 2022년 55%로 줄어든 반면, 3PL 고객사 비중은 동기간 30%에서 45%로 늘어났다.

한솔로지스틱스 연혁



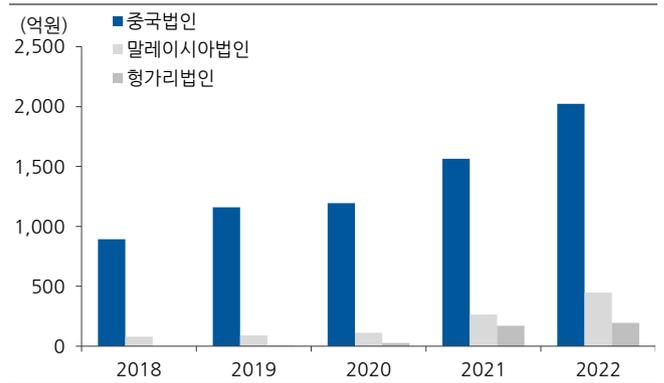
자료: 한솔로지스틱스, 한국IR협의회 기업리서치센터

고객사 매출 비중



자료: 한솔로지스틱스, 한국IR협의회 기업리서치센터

한솔로지스틱스 중국-말레이시아-헝가리 법인 매출액 추이



자료: 한솔로지스틱스, 삼성SDI, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 사업 영역

매출비중은

- 국제물류 60%,
- 컨테이너운송 10%,
- 트럭운송 10%, W&D 20%

동사는 국제물류, 컨테이너운송, 트럭운송, W&D (Warehouse & Distribution) 등 4개 사업부를 운영하고 있다. 2022년 기준 매출비중은 국제물류 60%, 컨테이너운송 10%, 트럭운송 10%, W&D 20%이다. 국제물류는 해상 및 항공 포워딩과 철도 운송을 포함하며 아시아, 미주, 유럽 등 글로벌 네트워크를 활용해 운송 및 보관, 통관에 이르는 수출 관련한 물류 사업이다. 컨테이너 운송, 트럭 운송, W&D 부문은 국내 사업으로 컨테이너 운송 및 수급관리, 트럭 배차 및 배송, 화물의 입·출고, 보관 등을 담당하고 있다.

동사는 국제물류 사업에서 글로벌 7개국 20개 거점 네트워크를 확보하고 있으며, 연간 260만톤 이상 대규모 물량을 운영하고 있다. 2022년 국제물류사업 매출액은 전년 대비 51% 증가했으며, 국제물류 부문의 약 45%를 차지하는 2차전지향 매출은 전년 대비 47% 증가하였다. 2019년 이후 최근 3년간 국제물류 사업부문 매출액은 연평균

40% 증가한 가운데 동기간 2차전지향 매출액은 2019년 1,000억원 규모에서 2022년 3천억원 수준으로 연평균 43%대 증가율을 기록한 것으로 추정된다.

컨테이너운송은 수출입 통합물류 서비스로, 대규모 CY(Container Yard) 및 ICD(Inland clearance depot) 운영을 통한 안정적인 컨테이너 수급을 담당한다. 2020년 자회사로 편입한 한솔TCS를 통해 지역적 확대로 연간 25만 TEU 이상의 대규모 물량 운영이 가능하며, 전국권 컨테이너 운송 네트워크를 구축하고 있다.

트럭운송은 디지털 기반의 직접배차 서비스를 제공하는 사업으로, 전국 Captive 물량으로 운임 경쟁력을 확보하고 있다. 연간 22,000여대 배차가 가능하며, 자회사 로지스마일을 통한 전국 15개 거점별 운영 네트워크를 보유하고 있다.

W&D(Warehouse & Distribution)는 물류센터 기반 납품대행 서비스부터 화물의 입출고, 보관, 유통가공, 온라인-오프라인 수/배송 등 물류정보시스템을 통해 물류서비스를 제공하는 사업이다. 2차전지, 패전, 제지, 유통 등 다양한 사업군의 레퍼런스를 보유하고 있으며, 자회사 한솔로지스유를 통해 토탈 물류 운영체계를 구축하고 있다.

3 종속기업 현황

**종속기업은 비상장사 12개사
연결기준 매출 비중은 36.4%**

연결대상 종속기업은 비상장사 12개사 있다. 2022년 내부거래 제거 이후 종속기업 12개사의 매출액은 3,701억원으로 전년대비 59.3% 증가하였으며, 전체 연결 매출액의 36.4%를 기록하였다.

2022년 기준 종속기업 자산총액이 지배회사의 10% 내외에 해당하는 주요 종속회사는 중국법인(상해, 천진), 한솔로지스유, 로지스마일, 한솔TCS 등 5개사이다. 각 2022년 매출액은 상해법인 1,150억원, 천진법인 873억원, 한솔로지스유 756억원, 로지스마일 580억원, 한솔TCS 540억원을 기록했다.

한솔TCS

동사는 2020년 3월 부산항 인근 물류부문 강화를 위한 목적으로 태운익스프레스를 인수하고 한솔TCS로 사명을 변경해 자회사로 편입했다. 한솔TCS는 100여대의 대형 화물 차량 및 특수장비 확보를 통해 일반화물자동차운수, 철도운송, 특수화물자동차운송, 특별 보세운송, 항만하역 등의 사업분야에서 전국 복합운송체제를 구축하고 있으며 본사(부산)와 아산 CY, 광양데포 등 전국 영업지점망을 보유하고 있다. 한솔TCS의 매출액은 2016년 약 48억 원에 불과했으나, 2020년 동사에 피인수된 이후 2021년 335억원, 2022년 540억원으로 6년간 연평균 49.7%의 가파른 성장률을 기록 중이다. 부산항은 국내 최대 컨테이너 처리항으로 2022년 전국 컨테이너 물동량(2,881만 TEU) 중 76.6%인 2,207만TEU를 차지하였다.

로지스마일

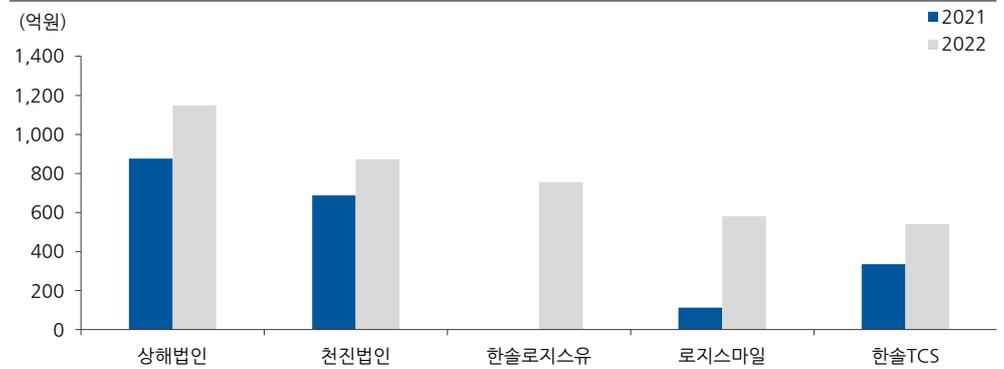
동사는 2021년 12월 이스탄물류를 인수하여 로지스마일로 사명 변경 후 자회사로 편입했다. 로지스마일은 디지털 직접배차 및 차량소싱 서비스 체계 구축을 기반으로 트럭운송, W&D, P&D 세가지 주력 산업 분야에서의 화

물운송 사업을 영위하고 있다. 로지스마일은 디지털 트럭화물 운송사로 기존 서비스지역인 호남권을 시작으로 수도권, 중부권, 영남권 등 전국으로 운송망을 확대하고 있다. 2022년 로지스마일의 매출액은 580억원, 당기순이익은 0.3억원을 기록하였다.

한솔로지스유

2022년 설립된 자회사로, 물류 솔루션 설계를 토대로 Total W&D 사업을 영위한다. 수/배송에 유리한 입지의 국내 거점 확보와 통합물류시스템을 담당하며, 2022년 매출액은 756억원으로 종속회사 매출액의 13.5%를 차지하며 국내 자회사 중 매출기여도가 가장 높았으며, 당기순이익은 20억원으로 국내 종속기업 중에서는 이익기여도가 가장 높았다.

종속기업 매출액 추이



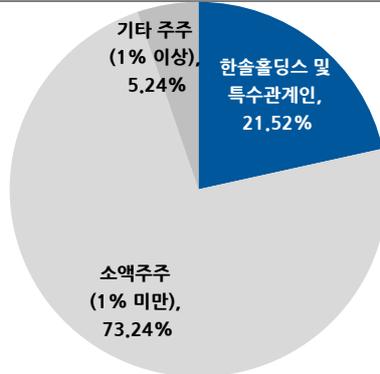
자료: 한솔로지스틱스, 한국IR협의회 기업리서치센터

주주 현황

**최대주주 한솔홀딩스(주)
지분율 21.37%**

동사의 최대주주는 2016년 3월 한솔이엠(주)에서 한솔홀딩스(주)로 변경되었다. 한솔홀딩스(주)의 지분은 21.37%로, 최대주주 및 특수관계인 포함 지분율은 21.52%이다. 그 외 기타주주(1% 이상) 및 소액주주(1% 미만) 지분율은 각 5.24%, 73.24%이다. 동사는 2019년 3월 주주총회를 통해 황규호 대표이사를 선임했으며, 황 대표이사는 계열사 임원 출신으로, 한솔이엠이 경영지원본부장, 한솔로지스틱스 지원혁신본부장과 글로벌사업본부장 등을 역임했다.

주주 현황



자료: 한솔로지스틱스, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 고객사

Consumer Products(소비재)

COSTCO CO.KR GALAXY Shoemarket 슈마켓 NEW ERA New Era Fits SPYDER coway emart SSG.COM innisfree TS대안제당 sunjin 서부사료(erom) Cargill TRIBONS DAESANG

Automotive Parts(자동차부품)

Hankook & Company 넥센타이어 H HWISEUNG 화승R&A ECTRA SECO 서진오토모티브 I.S.Tech

Electrical & Electronics(전기/전자)

한화규셀코리아 SKCKOLON PI SAMSUNG 삼성전자 삼성SDS 삼성디스플레이 SAMSUNG 삼성SDI SK HANON LG디스플레이

Chemical(화학)

한화솔루션 SKC PPG Korea Huvis shinsung OVA OCI KCC LOTTE CHEMICAL NPKO LOTTE FINE CHEMICAL

ETC(소비재, 화학, 전기/전자 외)

erae 대한제지 SAMSUNG 삼성물산 LS Metal & Company Hankook Metal & Company Hiho KOCH Hanmi 한미약품

한솔그룹 계열 물류

Hansol 한솔제지 Hansol 한솔슈테크 Hansol 한솔테크닉스 Hansol 한솔페이퍼티 Hansol 한솔PNS

자료: 한솔로지스틱스, 한국IR협의회 기업리서치센터

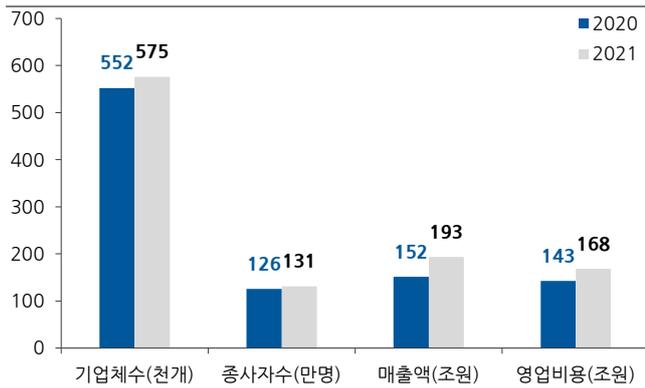
산업 현황

1 국내 운수업 및 물류산업 동향

운수업 매출비중은
육상 39.3%,
창고 및 운송 서비스업 29.0%,
수상(해운) 24.1%,
항공 7.7% 順

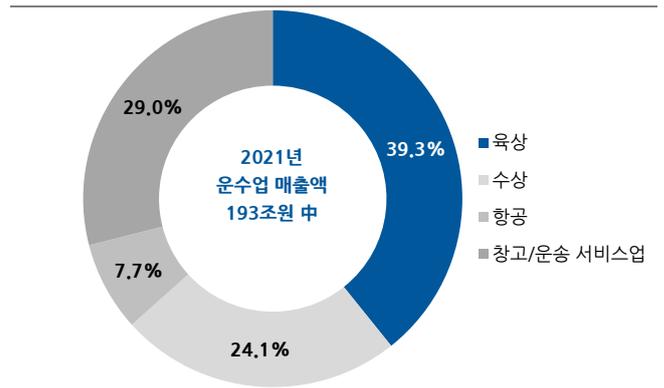
2022년 12월 통계청 보도자료에 따르면 2021년 기준 국내 운수업 기업체수는 57.5만개, 매출액은 193.3조원으로 전년대비 각각 4.2%와 27.6% 증가했다. 업종별 매출액은 수상(해상)운수업은 46.5조원으로 전년대비 +63.5% 급증한 데 이어 창고 및 운송관련 서비스업은 56조원으로 +34.1%, 항공운수업은 14.8조원으로 +16.8%, 육상운수업은 76조원으로 +10.7% 증가하였다. 운수업내 매출액 비중은 육상 39.3%, 창고 및 운송관련 서비스업 29.0%, 수상(해상) 24.1%, 항공 7.7%를 차지하였다. 수상운수업 매출액은 코로나19가 발발했던 2020년에 비해 해상물동량 증가와 해운운임 상승으로 매출액이 크게 증가하였다. 항공운수업을 여객과 화물로 구분하면 2021년 항공여객 매출액은 3.7조원으로 전년대비 -31.4% 급감한 가운데 항공화물 매출액은 11.0조원으로 전년대비 +53.4% 급증하면서 여객부문의 매출액 감소 요인을 상쇄하였다.

2021년 국내 운수업 통계



자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 운수업 업종별 매출액 비중

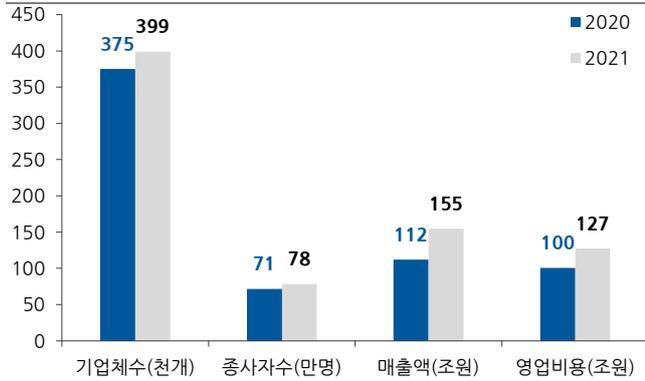


자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

2021년 물류산업 매출액은
154.8조원 규모로
YoY 38.0% 증가

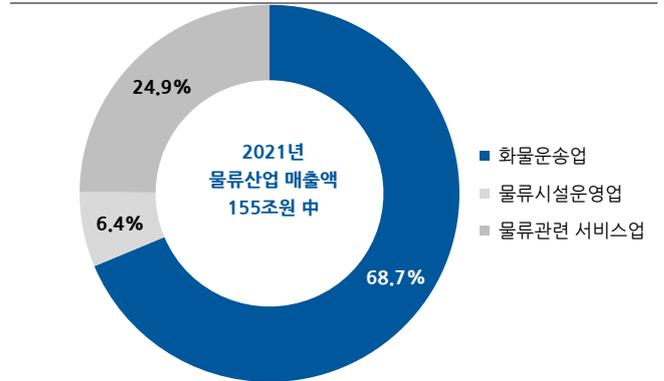
2021년 기준 물류산업 부문 기업체수는 39.9만개, 매출액은 154.8조원으로 전년대비 각각 6.3%와 38.0% 증가하였다. 코로나19에 따른 경기부양 조치와 물류서비스 수요 증가 영향으로 물류산업 기업체수와 매출액이 동반 증가세를 기록했다. 2021년 물류산업의 영업비용은 127.5조원으로 전년대비 26.9% 증가한 가운데 매출액 증가율이 38.0%로 높은 수준을 기록하면서 물류기업들의 수익성이 크게 개선되었다.

2021년 국내 물류산업 통계



자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 물류산업 업종별 매출액 비중



자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

2022 국내 주요 물류기업 매출액은 평균 20% 성장

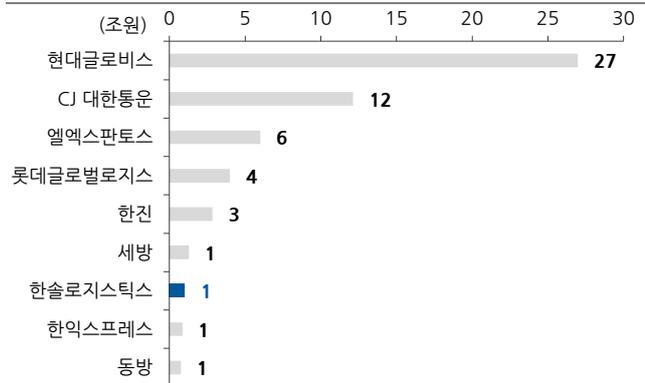
국내 메이저 물류기업은 대부분 대기업 계열사로 그룹사 2PL 물류에서 제3자(3PL) 물류까지 담당

국내 물류산업은 실제 운송을 담당하는 육상, 해상, 항공화물 운송업을 비롯해 창고/터미널 등 물류시설운영업, 물류장비임대업, 물류관련 서비스업 등 매우 다양한 산업이 분포되어 있어 업체별 시장점유율 등 통계를 집계하기 어렵다. 현재 국내 종합물류기업들은 대부분 대기업 집단에 속해 그룹사 물량(2PL)뿐만 아니라 제3자 물류(3PL)를 동시에 담당하는 것이 일반적이다. 2022년 기준 국내 주요 종합물류업체를 매출액 순위로 보면 1위는 현대글로비스(26.9조원), 2위 CJ대한통운(12.1조원), 3위 LX판토스(6조원), 4위 롯데글로벌로지스(4.0조원), 5위 한진(2.8조원), 6위 세방(1.3조원)에 이어 한솔로지스틱스는 1.0조원으로 업계 7위권을 형성하고 있다. 동사의 뒤를 이어 한익스프레스(0.9조원), 동방(0.8조원)이 업계 8~9위 수준이다.

2022년 물류기업 상위 9개사 매출액은 YoY 평균 +20% 증가, 동사 매출액은 YoY +35.9%로 업종내 최대증가율 기록

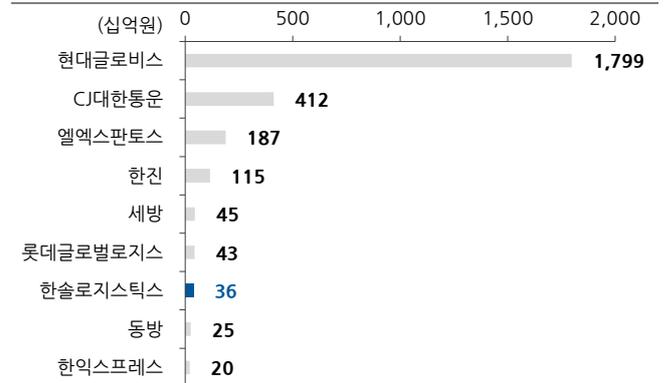
2022년 물류기업 상위 9개사의 매출액은 전년대비 평균 20% 증가한 가운데 동사(한솔로지스틱스)의 매출액증가율은 35.9%로 업종내 최대증가율을 기록하였다. 동사가 최대 매출증가율을 기록한 배경은 동사의 최대 2PL 물량인 한솔제지 포함 한솔그룹내 물량이 3,826억원으로 전년대비 1,262억원(YoY +51.2%) 증가한데다, 2차전지 부문에서 삼성SDI에 이어 2022년 신규로 SK온까지 고객사로 확보하면서 2차전지 물량이 2천억대 후반으로 전년대비 +47.0% 급증한데 따른 것이다. 9개 물류기업의 2022년 평균 영업이익률은 3.4%로 동사의 영업이익률은 3.6%로 업종 평균대비 소폭 높은 수준이다.

주요 물류업체 매출액 순위(2022)



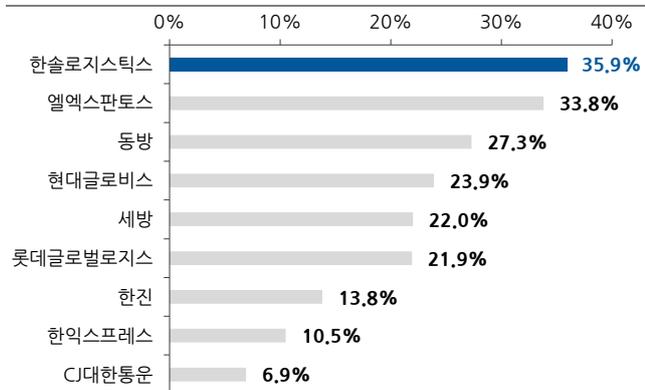
자료: 각사 사업보고서, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 물류업체 영업이익 순위(2022)



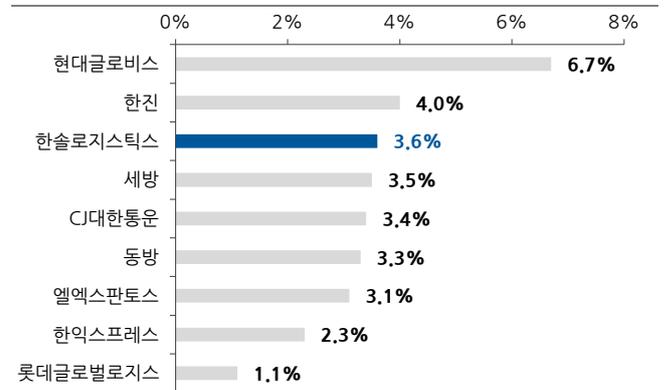
자료: 각사 사업보고서, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 물류업체 전년대비 매출액 증가율(2022)



자료: 각사 사업보고서, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 물류업체 영업이익률 순위(2022)



자료: 각사 사업보고서, 삼성SDI, 한국IR협의회 기업리서치센터

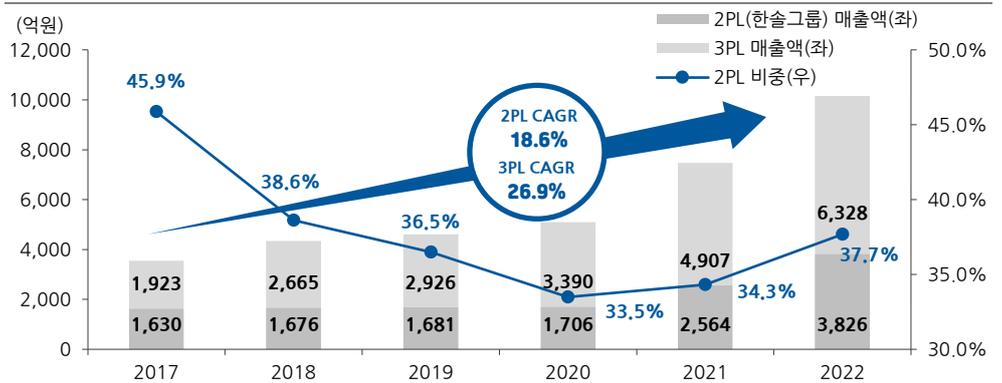
투자포인트

1 2PL 및 3PL 물량 동반성장 지속

**최근 5년간 연평균 매출성장률은
한솔계열 2PL 부문 18.6%,
3PL 26.9%로 동반 고성장 국면**

동사는 한솔그룹 계열 종합물류업체로 한솔제지를 주력으로 한 모기업의 물류(2PL)를 기반으로 성장했으며, 점차 삼성SDI(중국법인), 삼성물산(패션부문), 삼성전자 인도 물류 등 삼성그룹 계열사와 3자 물류(3PL)로 사업영역을 확대해왔다. 동사의 한솔계열 2PL 매출액은 2017년 1,630억원에서 2022년 3,826억원으로 5년간 연평균 18.6% 성장했으며, 삼성그룹 계열사(삼성SDI, 삼성물산, 삼성전자 등)를 포함한 3PL 매출액은 2017년 1,923억원에서 2022년 6,328억원으로 5년간 연평균 26.9% 성장률을 기록하여 2PL과 3PL의 동반 성장세가 지속되고 있다는 데 주목해야 한다. 통상 2PL 업체는 모기업 또는 계열사 물량을 기반으로 안정적인 수익을 창출할 수 있다는 장점이 있는 반면 모기업에 집중하다 보면 모기업의 성장성과 수익성에 영향을 받아 지속적인 성장성에 제한요인이 될 수 있으며, 3PL 업체는 안정적인 계열사 Captive 물량이 없다는 단점이 있지만, 업계 경쟁력을 기반으로 고객층을 다각화해 안정적인 성장을 유지할 수 있다는 장점이 있다. 동사의 2PL 매출비중은 2017년 45.9%에서 2022년 37.7%로 낮아진 반면 3PL 매출비중은 2017년 54.1%에서 2022년 62.3%까지 증가하였다.

2PL & 3PL 매출액 추이



자료: 한솔로지스틱스, 한국IR협의회 기업리서치센터

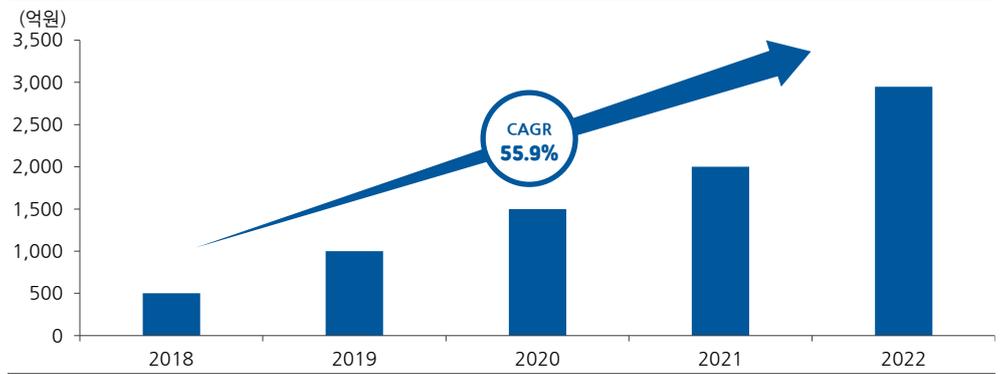
2 2012년 이후 삼성SDI의 2차전지 물류로 고성장 기반 구축

**2012년 삼성SDI를 고객사로 확보,
2018년 이후 4년간 2차전지 물류
연평균 매출성장률은 55.9%로
가파른 성장세**

동사는 2012년 삼성SDI 중국법인의 2차전지 통합 물류를 수주하며 중국 시장에 성공적으로 진출한 이후 말레이시아 등 주로 아시아지역에서 10년 이상 장기간 물류서비스를 운영하면서 독보적인 레퍼런스를 쌓아왔다. 2차전지는 온도, 진동 등 외부자극으로부터 민감한 고가의 제품으로 고도의 운송, 보관, 운영 역량이 요구되기 때문에 업계에서 오랜 운영 노하우와 전문인력, 서비스 레퍼런스, 고객 신뢰관계가 중요하다. 동사의 2차전지향 매출액은 2018년 500억원 내외에서 2022년 3천억원 수준으로 성장해 4년간 연평균 55.9% 성장률을 보였으며, 지난해에도 47%의 가파른 성장세를 기록한 것으로 추정된다. 연결 매출액에서 동사의 2차전지 매출비중은 2018년 11.5%에서 2022년 29.1%로 증가한 것으로 추정되며, 전체 매출비중의 60% 내외를 차지하고 있는 국제물류 부문의 2차전지 비중은 45%에 달해 국제물류 부문의 외형 성장세를 견인하고 있다. 삼성SDI를 통해 아시아 2차전

지 물류시장에 진출함으로써 동사는 한솔그룹(한솔제지) 위주의 매출 일변도에서 탈피, 고성장이 예상되는 2차전지 사업다각화에 성공하였다.

2차전지 물류 매출액 추정



자료: 한솔로지스틱스, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 SK온의 아시아 통합물류 수주로 2차전지 고객 다변화에 성공

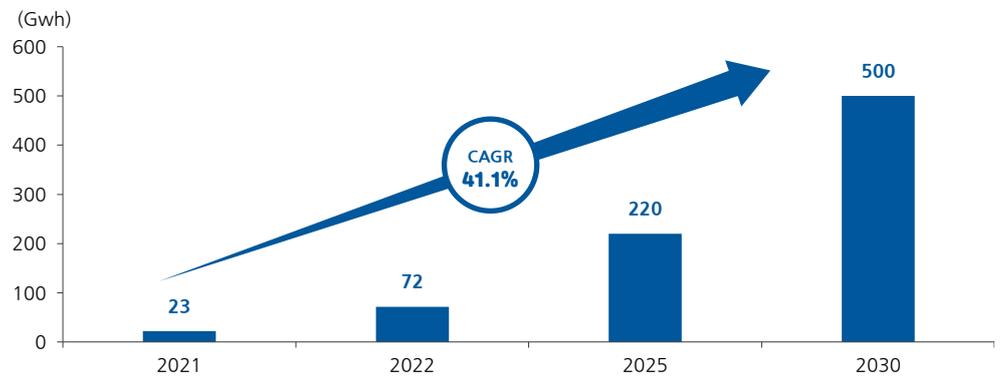
SK온의 아시아 통합물류 수주로 삼성SDI 포함 국내 배터리 2개사의 아시아 지역 물류 과점

동사는 2021년 SK온으로부터 아시아 통합 물류사업 및 2차전지 용기렌탈사업을 수주했다. 동사는 2012년 이후 10여년간 삼성SDI와 쌓은 레퍼런스를 통해 SK온까지 신규 고객사로 확보하면서 향후 2차전지 물량을 기반으로 고성장세가 예상된다. 2022년 2차전지 매출액(3천억원 수준) 중 SK온은 900억원대로 추정되어 2차전지 매출비중의 30%로 추정되며, 삼성SDI는 1,700억원 내외로 2차전지 매출비중의 60%, 기타 2차전지 소부장업체에 매출액이 10%로 추정된다. 업계에 따르면 LG에너지솔루션, 삼성SDI, SK온 등 국내 배터리 3사 생산능력은 2025년까지 연평균 40% 성장할 것으로 전망되고 있다.

SK온은 2022년말 배터리 생산능력 88Gwh로 전년대비 4배나 성장, 2030년까지 최대 500Gwh 생산능력을 확보할 계획으로 연평균 41.1% 고성장 전망

SK온은 LG에너지솔루션과 삼성SDI에 비해 업계 후발주자이나, 경쟁사에 비해 공격적인 글로벌 확장전략을 전개하고 있다. SK온은 2021년말 기준 국내 서산공장(5.0Gwh), 헝가리1공장(7.5Gwh), 중국 옌청1공장(10Gwh) 등 생산능력이 22.5Gwh였으나, 2022년말까지 헝가리2공장(10.3Gwh), 옌청2공장(17Gwh), 미국1공장(10.2Gwh), 미국2공장(11.7Gwh) 등 4개공장을 가동하여 전체 생산능력이 71.7Gwh로 전년대비 3배 이상 증가했다. 회계상 관계기업으로 분류된 중국 창저우공장과 후이저우공장도 실질적 생산거점인 만큼, 2개 공장을 포함할 경우 지난해 SK온의 실제 생산능력은 88Gwh에 달해 전년대비 4배나 성장한 셈이다. SK온은 2011년부터 29.8조원을 투자해 국내외 배터리 생산능력을 2022년말 기준 71.7Gwh에서 2025년 220Gwh, 2030년까지 최대 500Gwh까지 확대해 연평균 41.1% 성장할 전망이다.

SK온 배터리 생산능력 전망



자료: SK온, 언론보도, 한국IR협의회 기업리서치센터

중국에서 미주, 유럽으로 2차전지 사업영역 확대

미국의 IRA법, 유럽의 CRMA법 도입으로 국내 배터리업체들의 미주, 유럽 현지진출 가속화, 동산도 현지법인 동반 진출로 기존 중국 위주에서 미주, 유럽으로 사업영토 확장

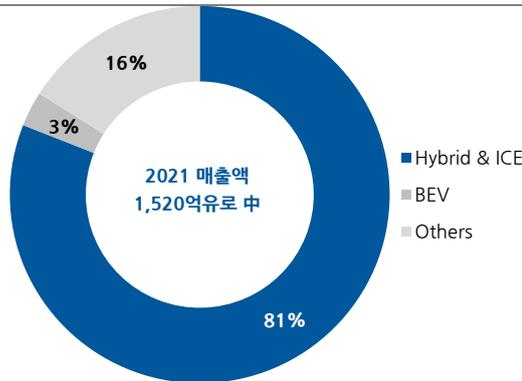
동사는 2019년 헝가리법인을 설립한데 이어 2021년 11월 미국법인, 2022년 10월 폴란드법인, 12월 애틀란타지점(미국법인)을 연이어 설립했다. 이는 미국의 인플레이션 감축법(IRA) 도입에 이어 유럽에서도 유럽판 IRA로 불리는 핵심원자재법(CRMA) 초안을 발표한 가운데 국내 배터리3사가 북미 및 유럽지역으로 공장 증설을 확대하고 있는 추세에서 현지 물류시장을 선점하겠다는 포석이다. EU 집행위는 최근 전기차 배터리에 필요한 핵심 원자재 공급망을 다각화하고 중국산 의존도를 줄이기 위한 방안으로 핵심원자재법(CRMA) 초안을 발표하였다. 미국의 IRA법에 이어 유럽이 CRMA를 도입하면서 국내 배터리3사의 유럽 진출에도 가속도가 붙을 것으로 전망되는 상황이다.

동사는 이에 따라 2차전지 물류시장에서 삼성SDI에서 SK온까지 고객사 다변화에 성공한데 이어 글로벌 사업영토를 기존 중국 위주의 아시아권에서 탈피해 향후 미주, 유럽으로도 시장을 확대할 계획이다. 업계에 따르면 국내 배터리3사의 북미 생산목표는 2026년까지 총 585Gwh에 달할 전망이다. 업체별로 보면 2026년까지 LG에너지솔루션은 290Gwh, 삼성SDI는 75Gwh, SK온은 2025년까지 220Gwh를 생산목표로 하고 있다.

삼성SDI, 북미 자동차 3위업체인 스텔란티스와 JV 체결, 인디애나주 배터리공장 건설에 착수, 총 투자비는 31억달러, 2025년 연산 23Gwh, 추후 33Gwh까지 확장 목표

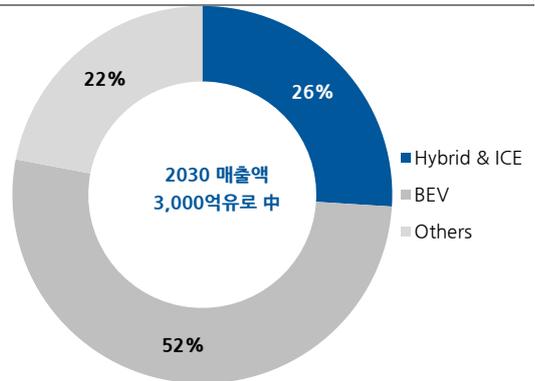
동사의 2차전지 주력 파트너인 삼성SDI는 그동안 한국, 중국, 헝가리에서 배터리를 생산해왔으나, 미국에는 생산공장이 없었다. 삼성SDI는 북미 완성차 3위업체인 스텔란티스와 2021년 10월 북미지역에서 전기차 배터리 셀모듈 합작법인(JV) 설립을 위한 MOU를 체결하였으며, 최근 인디애나주 코코모시 배터리공장의 건설에 착수했다. 삼성SDI는 스텔란티스와 미국 인디애나주 합작법인에 총 31억달러(4조원)를 투자해 2025년 1분기까지 연간 생산능력 23Gwh 설비를 완공하고, 추후 생산능력을 33Gwh까지 확장할 전망이다. 스텔란티스의 중장기 계획에 따르면 전기차 매출액이 2021년 45.6억달러에서 2030년 1,560억달러로 향후 10년간 34배(CAGR 48.1%) 성장할 전망이다. 스텔란티스의 전기차비중은 2021년 3%에서 2030년 52%로 비약적으로 증가할 것으로 전망하였다.

스텔란티스 2021년 자동차 생산비중



자료: 스텔란티스, 한국IR협의회 기업리서치센터

스텔란티스 2030년 자동차 생산비중



자료: 스텔란티스, 한국IR협의회 기업리서치센터

삼성SDI, GM과 연산 30~50Gwh 규모 배터리 합작공장 건설 MOU 체결, 투자규모는 3~5조원 예상

삼성SDI는 미주지역에서 스텔란티스와의 JV에 이어 GM과도 연산 30~50Gwh 규모의 배터리공장 건설에 대해 검토 중이며, 이달 8일 GM과 미시간주에 배터리 합작공장을 건설하는 MOU를 체결하였다.

삼성SDI와 GM 합작공장의 투자규모는 약 3~5조원 규모로 알려졌다. 2025년 가동을 목표로 하고 있다. GM은 그동안 파우치형 전기차 배터리만 탑재하여 파우치형을 생산하지 않는 삼성SDI와는 거래관계가 없었으나, 최근 GM이 파우치 배터리뿐만 아니라 각형, 원통형을 모두 사용하는 전략으로 수정하면서 해당 배터리의 기술력을 보유한 삼성SDI에도 JV의 기회가 찾아온 것이다. GM은 2025년까지 북미지역에서 연간 100만대의 전기차를 판매하겠다는 계획이다. GM은 2019년 LG에너지솔루션과 배터리 합작법인 얼티엄셀즈를 설립해 지금까지 합작공장 3개(총 145Gwh)를 가동 또는 건설 중이며, 네번째 합작공장도 LG에너지솔루션과 협상에 나섰으나, 최근 테슬라가 개발해 상용화를 앞두고 있는 '4680' 원통형 배터리에 대해 강점을 보유한 삼성SDI를 선택한 것으로 해석된다.

SK온은 2022년 조지아1·2공장 가동에 이어 포드 합작 블루오발SK 설립, 총 114억달러를 투자해 2025년까지 켄터키주/테네시주에 배터리공장 3기 건설 예정 (총 129Gwh)

SK온은 현재 미국 조지아주에서 연산 21.5Gwh 규모의 2개 독자생산 배터리공장을 가동 중이다. 조지아주 제 1 공장은 연산 9.8Gwh, 제 2공장은 연산 11.7Gwh로 2022년 가동에 착수하였다.

현재 가동중인 조지아공장에 더해 SK온은 포드와 합작으로 북미시장의 전동화를 목표로 2022년 7월 블루오발SK를 설립하고, 총 114억달러(14.8조원)를 투자해 미국 켄터키주 글렌데일과 테네시주 스탠튼 지역에 배터리공장 3개를 건설해 총 129Gwh(기당 43Gwh) 생산능력을 확보한다는 계획이다. 1공장은 설비안정화와 시운전, 제품 인증을 거쳐 2025년 배터리셀을 양산할 계획이며, 2공장은 2026년에 양산에 돌입할 예정이다.

SK온 글로벌 배터리 생산거점 확보 계획



자료: SK온, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

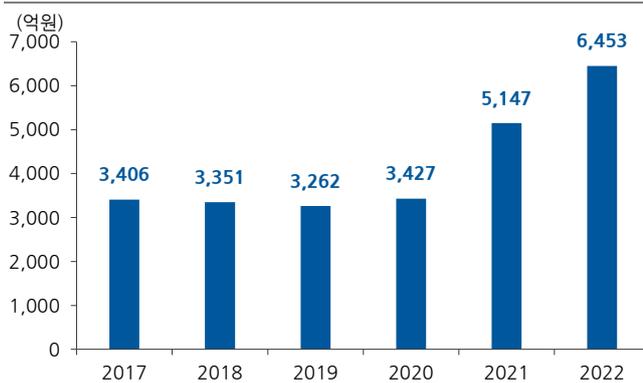
1 2022년 실적 분석

**2022년 창립 이래 최대실적 달성,
삼성SDI에서 SK온까지 2차전지
물류 매출액 급증,
한솔그룹 2PL 물량 증가 및
국내 물류 자회사 실적 호조 영향**

동사의 2022년 연결 매출액은 1조 154억원, 영업이익은 363억원으로 전년동기대비 각각 +35.9% 및 +19.9% 증가하였다. 매출액과 영업이익 모두 회사 창립 이래 최대 실적이다. 별도기준 매출액은 6,453억원으로 전년대비 25.4% 증가하였고, 내부거래를 제거한 종속기업 매출액은 3,701억원으로 전년대비 59.2%나 증가하였다. 종속회사별 매출액을 보면 국내 물류를 담당하는 한솔티씨에스, 한솔로지스유, 로지스마일 등 3개사 매출액이 1,876억원으로 전년(448억원)대비 4배 이상 급증했으며, 국제물류 포워딩을 담당하는 중국, 말레이시아, 베트남, 헝가리, 미국 등 자회사에서도 2차전지(중국, 말레이시아, 헝가리) 및 자동차(인도) 물류 매출액이 증가하면서 최대 실적 달성에 기여하였다.

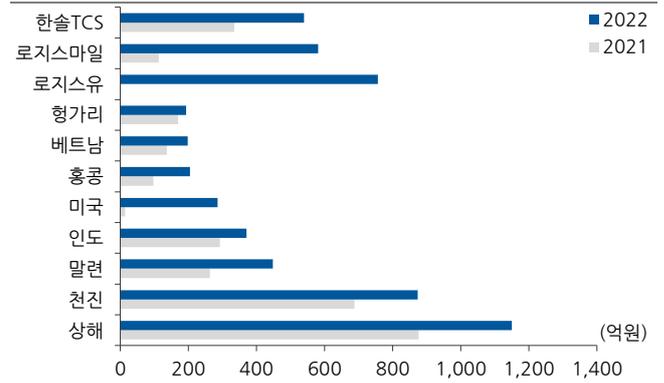
국내 자회사별로는 2022년 2월 신규로 설립된 W&D(Warehouse & Distribution) 전문업체인 한솔로지스유의 매출액 756억원이 연결 실적에 신규로 반영되었고, 디지털 트럭운송 서비스 전문기업인 로지스마일 매출액이 580억원으로 전년(113억원)대비 무려 5배 이상 급증하였다. 전국권 컨테이너 운송 전문기업인 한솔티씨에스는 부울경 로컬 컨테이너 운송 역량을 기반으로 수도권까지 전국권으로 운송사업을 확대해 2022년 매출액은 540억원으로 전년대비 61.1% 증가하였다. 종속자회사 중 최대 규모인 중국 상해법인 매출액은 1,150억원으로 전년대비 +31.2%, 천진법인 매출액은 873억원으로 전년대비 +27.1% 증가하였다. 중국법인에 이어 말레이시아 법인 매출액은 448억원으로 전년대비 +70.6%나 급증하였다. 중국과 말레이시아법인 실적 호전은 주로 삼성SDI에 이어 2022년부터 SK온의 2차전지 실적이 본격 반영된데 기인한다.

별도 기준 매출액 추이



자료: 한솔로지스틱스, 한국IR협의회 기업리서치센터

종속기업별 매출액 추이



자료: 한솔로지스틱스, 한국IR협의회 기업리서치센터

**최근 5개년 매출 CAGR은
한솔그룹 2PL은 18.6%,
3PL은 26.9%로 고성장세 지속**

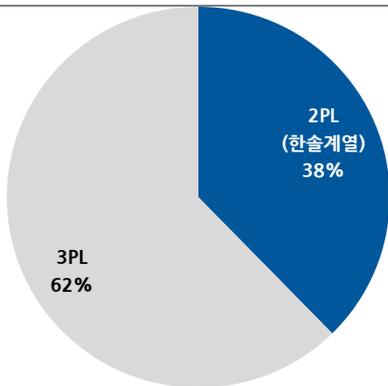
전체 매출액을 한솔그룹 2PL과 3PL(제3자 물류)로 분류하면 2022년 2PL 매출액은 3,826억원으로 전년대비 49.2% 증가하였으며, 삼성그룹 계열사(삼성SDI, 삼성물산 등)를 포함한 3PL 매출액은 6,328억원으로 전년대비 28.9% 성장해 2PL과 3PL 매출액이 동반 성장세가 매년 지속되고 있다. 2PL 중 주력업체는 한솔제지로 2022년 매출액이 3,481억원으로 전체 2PL 비중의 90.9%를 차지하였다. 최근 5개년간 2PL의 연평균 매출성장률(CAGR)은 18.6%, 3PL은 26.9%로 지속적인 성장세가 이어지고 있다. 이는 국제물류 포워딩 부문에서 삼성SDI와 SK온의

아시아 물류가 고성장하고 있는데다, 한솔제지의 2PL 물량도 매년 증가세이고, 컨테이너/트럭/W&D 전문 국내 물류 자회사들이 가파른 외형 성장세를 보이고 있기 때문이다.

2022년 매출액증가율(YoY +35.9%)대비 영업이익증가율(YoY +19.9%)이 상대적으로 낮은 이유는 2021년 영업이익상에 동사가 전주페이퍼와의 물류비 소송 관련하여 대법원의 확정판결로 승소하면서 선수금 180억원이 실적에 환입된데 따른 역기저효과이다. 동사는 2021년 2분기 중 선수금 180억원이 매출액에 75억원, 영업외수지에서 금융이익으로 69억원, 매출채권의 회수로 36억원이 반영되었다.

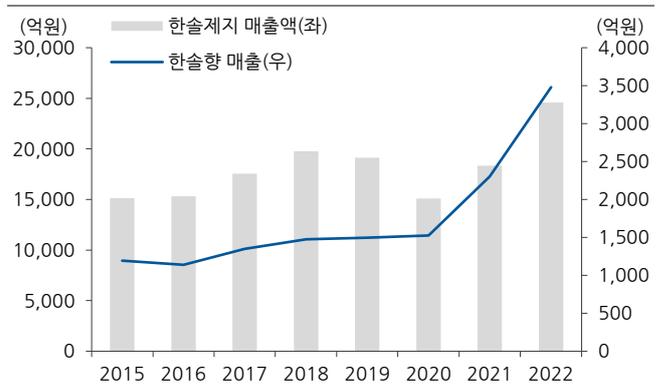
2022년 세전이익은 305억원으로 전년(335억원)대비 8.9% 감익되었으나, 사실상 2021년의 소송관련 이익을 180억원 제거하면 2021년 세전이익은 155억원으로 추정되어 2022년 세전이익은 실제로는 두배 수준 증가한 것으로 추정된다.

2PL & 3PL 매출비중(2022)



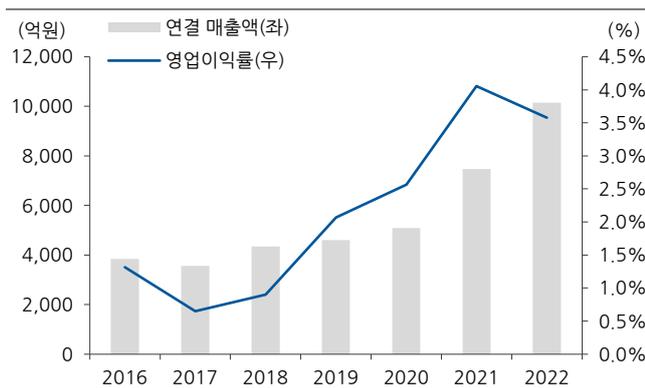
자료: 한솔로지스틱스, 한국IR협의회 기업리서치센터

한솔그룹 2PL 매출액 추이



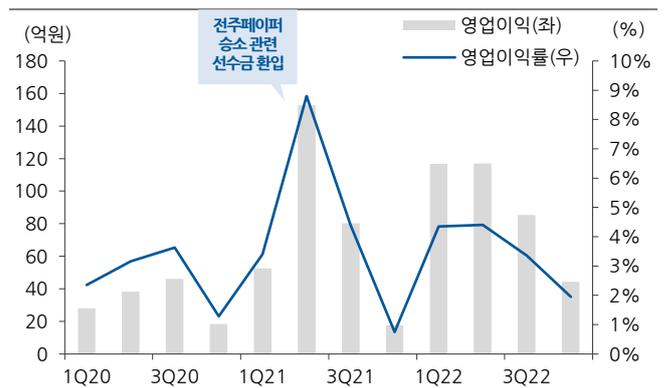
자료: 한솔로지스틱스, 한국IR협의회 기업리서치센터

연간 매출액 & 영업이익률 추이



자료: 한솔로지스틱스, 한국IR협의회 기업리서치센터

분기별 매출액 & 영업이익률 추이



자료: 한솔로지스틱스, 한국IR협의회 기업리서치센터

매출원가 중 운반비가 72.6%로 운반비와 매출액은 동행 패턴

동사는 종합물류기업으로 글로벌 물동량과 더불어 운임이 실적에 중요한 변수이다. 2022년 동사의 매출원가에서 운반비는 7,105억원으로 전년대비 +40.9%(+2,063억원) 증가해 전체 매출원가의 72.6%를 차지하였다. 동기간 연결 매출액은 7,470억원에서 1조 154억원으로 2,684억원 증가하여 운반비 상승은 매출액에 그대로 전가되고 있는

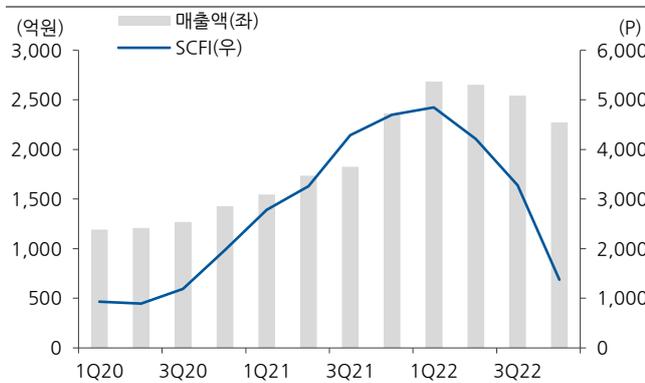
것으로 보인다. 운반비가 상승하면 매출액이 증가하고, 반대로 운반비가 하락하면 매출액도 감소하는 패턴이다. 운반비가 매출액에 전가되는 조건이라면 단위 고정비 효과로 인해 운반비가 상승하는 상황이 동사 실적에는 긍정적이다. 최근 분기별 실적을 보면 상해컨테이너운임지수(SCFI)가 정점이었던 2022년 1분기에는 분기 매출액이 2,685억원으로 역대 최대치를 기록했으나, 이후 SCFI의 추세적 하락으로 지난 해 4분기 매출액은 2,273억원으로 감소세를 보여 운임 하락이 매출 외형에 일정 부분 영향을 주고 있다는 것을 알 수 있다.

글로벌 해운업황 약세에도 불구하고, 2PL 및 2차전지 부문 3PL 고객사 물량 증가로 실적 방어 예상

따라서 글로벌 해운지수만을 본다면 동사의 실적 모멘텀이 크게 약화되고 있는 것으로 보이나, 주목해야 할 점은 사실상 글로벌 운임 변동에 따른 동사의 실적 변동은 생각보다 크지 않으며, 전체 물량의 약 20~30% 수준으로 추정된다. 그 이유는 동사의 사업영역이 국제물류(60%), 컨테이너운송(10%), 트럭운송(10%), W&D 20%로 사업 영역이 다변화되어 있는데다 국제물류 부문에서도 해운운임에 직접적으로 노출되어 있는 비중이 절대적이지 않기 때문이다.

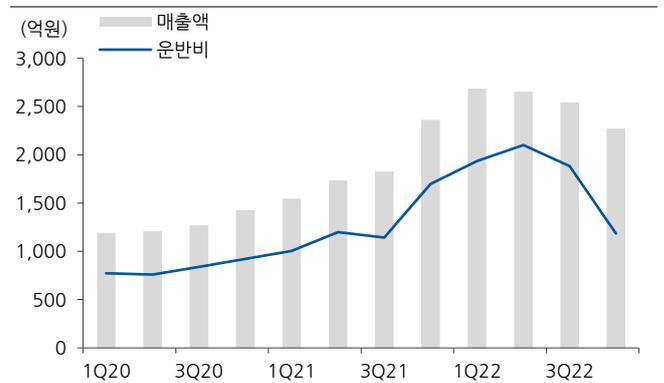
동사의 실적에 운임지수보다 중요한 것은 고객사 수주, 즉 물동량이다. 최근 수년간 2차전지 부문에서 주력인 심성SDI向 물량이 견조한데다, 지난해부터 SK온과도 아시아 통합물류 및 2차전지 용기렌탈사업을 수주하면서 국제물류 매출액 중 2차전지 물류비중이 45%까지 증가한 것으로 추정된다. 또한 2PL 매출의 주력인 한솔제지 매출액도 최근 5개년간 연평균 매출성장률 20.9%로 지속적인 성장세를 보이고 있는 등 고객사 물동량이 증가하고 있는 점이 운임지수 하락에 따른 매출 감소요인을 충분히 상쇄할 전망이다.

매출액 vs 상해컨테이너운임지수 추이 비교



자료: Refinitive, 한솔로지스틱스, 한국IR협의회 기업리서치센터

매출액 vs 운반비 추이



자료: 한솔로지스틱스, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023년 실적 전망

2023년 해운시황 약화와 글로벌 물동량 감소 우려로 외형 성장률 둔화 불가피, P의 하락에도 불구하고 2PL 물량이 견조한데다 2차전지 3PL 물류 증가 및 국내

2023년 연결 기준 매출액은 1조 714억원, 영업이익은 379억원으로 전년대비 각각 5.5% 및 4.1% 증가할 전망이다. 영업이익률은 3.5%로 전년대비 0.1%p 하락할 전망이다. 최근 2년여간 가파른 외형 성장세와 비교하면 2023년 성장세는 둔화가 불가피해 보인다. 경기 침체 우려와 유가 상승, 글로벌 컨테이너 인도량 증가로 글로벌 해운운임(SCFI)이 최근 3년내 최저치로 하락하면서 P(가격) 요인은 외형 감소가 불가피하나, 2PL 및 국내 물류 자회사의 성장, 2차전지 물동량(Q)의 증가로 P 하락요인을 만회할 전

**물류 자회사 매출 증가로 실적
방어 예상**

망이다.

글로벌 컨테이너 운임수준을 나타내는 상해컨테이너운임지수(SCFI)는 지난 해 1월 역대 최고치인 5,109p까지 급등한 이후 코로나19에 따른 중국의 봉쇄조치가 연말까지 지속되고, 미국 연준의 공격적인 금리인상 및 글로벌 경기침체 우려가 현실화되면서 물동량 감소 우려에 현재는 908p로 2020년 5월 이후 최저치로 하락하였다. 해운운임 하락으로 동사의 매출액을 보면 지난 해 3분기부터 분기별 매출액 감소세가 이어졌으며, 지난 해 4분기 매출액은 2,273억원으로 YoY -3.8%, QoQ -10.6%로 역성장하였다. 글로벌 해운운임 하락 영향이 지속될 경우 2023년 매출액은 지난 해 4분기 수준의 연장으로 동사의 연간 매출액은 9,000억원 전후로 전년 대비 10% 이상 감소가 불가피해 보이나, 동사의 2PL 및 2차전지 3PL 물량 증가는 P의 하락을 상쇄시킬 것으로 전망된다. 국제 물류부문에서 2차전지 물동량이 매년 고성장하고 있는데다, 한솔제지 2PL 물량이 올해도 안정적으로 유지되고, 삼성SDI에 이어 지난 해 신규 고객사로 확보한 SK온의 아시아 물류도 올해 20% 이상 성장세가 예상되는데다, 지난해 말 동사가 미주 및 유럽지역 2차전지 사업영역 확대를 위해 신규로 설립한 폴란드법인과 미국법인 애틀랜타지점에서 매출 발생이 기대된다. 매년 가파른 성장세를 기록한 국내 물류 자회사(한솔TCS, 한솔로지스유, 로지스마일)도 올해 10% 이상 성장세가 이어질 전망이다.

2023년 동사의 당기순이익은 293억원으로 전년 대비 20.9% 증가할 전망이다. 동사의 2023년 ROE는 22.3%로 전년 대비 3.5%p 하락하나, 여전히 동종업종 대비 높은 수준의 수익성이 유지될 전망이다.

2PL 물량이 안정적인데다, 2차전지 고객사의 3PL 물량이 가파른 성장세를 보이고 있는 점이 높은 수익성을 견인하고 있다.

실적 요약

(단위: 억원, %)

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	5,096	7,470	10,154	10,714	12,245
국내	3,532	5,262	7,210	7,500	8,449
해외	1,564	2,208	2,944	3,214	3,796
별도 매출액	3,427	5,147	6,453	5,850	6,500
중속기업 매출액	1,669	2,323	3,701	4,864	5,745
영업이익	131	303	363	379	456
영업이익률	2.6	4.1	3.6	3.5	3.7
당기순이익	87	235	242	255	341
매출액증가율	10.6	46.6	35.9	5.5	14.3
영업이익증가율	37.4	131.7	19.9	4.1	20.5

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

現주가는 2023년 추정실적대비 PER 2.9배, PBR 0.6배로 추정
ROE 22.3% 대비
현저한 저평가 국면

現주가는 동사의 2023년 추정실적대비 PER 2.9배, PBR 0.6배로 동사의 최근 4개년 평균 밸류에이션(PER 5.1배, PBR 1.0배)대비 약 40% 저평가되어 있다. 現주가는 1개년간 -22.8% 하락해 동기간 KOSPI 하락률(-10.9%)대비 11.9%p Underperform 하였다.

국내 증시에 상장되어 있는 물류업계 동종사로는 최대업체인 현대글로벌비스에 이어 CJ대한통운, 세방, 한진, 한익스프레스, 동방, KCTC 등이 있으며, 비상장사로는 LG그룹 계열 2PL 물량을 주로 처리하는 LX판토스와 롯데그룹 2PL 물량을 주로 처리하는 롯데글로벌로지스 등이 있다.

세방을 제외하고는 대부분 최근 1개년 주가가 하락하였다. 이는 SCFI, BDI 등 글로벌 해상운임 하락과 경기 침체 우려가 주가에 반영되었기 때문이다. 동종업계에서 세방의 주가가 독보적인 급등세를 보였는데 이는 세방이 보유한 자회사(세방전지, 세방리튬배터리)의 2차전지 물류 기대감 때문이다. 세방은 2차전지 물류를 위해 지난 해 2월 벨기에에 현지법인을 설립했으며, 벨기에 법인은 세방리튬배터리가 제조한 EV 배터리 모듈의 국제운송부터 현지 물류센터 보관까지 공급망 전부문에서 국제 물류서비스를 제공하고 있다.

동사의 경우 세방과 유사하게 2차전지 물류 부문에서 글로벌 핵심 고객 2개사(삼성SDI, SK온)를 확보하여 고성장 기반을 구축한데다 동종업종내에서도 주가가 저평가되어 향후 주가의 리레이팅이 예상된다.

동사는 경쟁업체와 비교해 볼 때 2022년 기준 최고 ROE 수준(26.8%)을 기록하고 있고, 2022년 업종내 매출액증가율이 35.9%로 가장 높았다. 글로벌 물류 부문에서 2차전지 물류 매출액이 전년대비 47% 급증하면서 글로벌 물류비중의 45%에 육박한 것으로 추정된다. 2차전지 물동량 증가로 동사의 3PL(제3자 물류) 매출액은 최근 5개년 연평균성장률(CAGR) 26.9%로 가파른 증가세를 보였다.

동사의 주가는 2023년 추정실적대비 PER 2.9배로 동종업종 6개사(현대글로벌비스, CJ대한통운, 세방, 한익스프레스, 한진, KCTC) 평균 PER 7.5배대비 현저한 저평가 국면으로 판단된다.

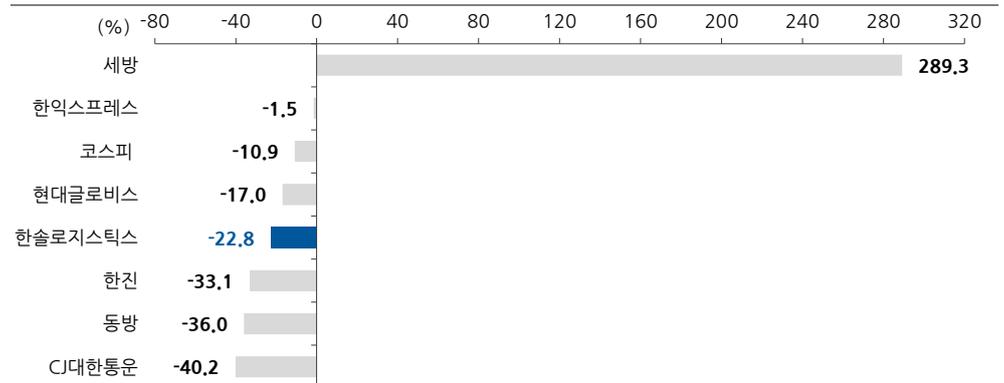
과거 밸류에이션 비교

(단위: 배)

	2019	2020	2021	2022	4개년 평균	2023E
PER 평균	6.4	5.7	4.6	3.9	5.1	2.9
PBR 평균	0.8	0.9	1.4	0.9	1.0	0.6

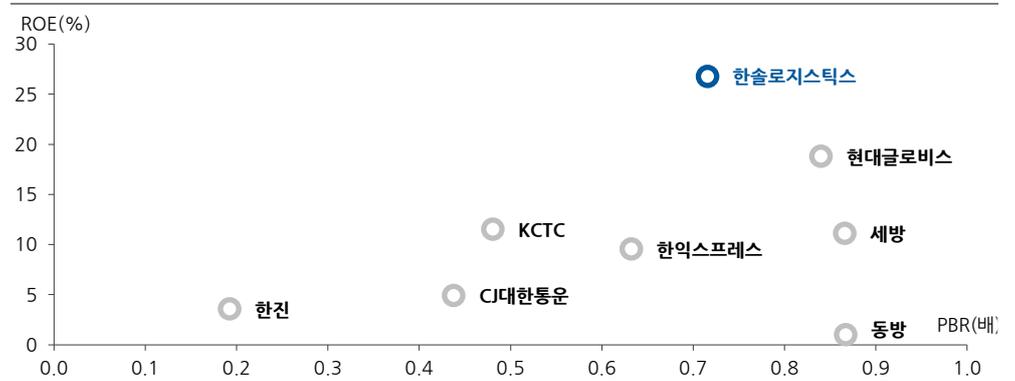
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

동종사 1개년 주가 등락률 비교



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

동종업종 ROE vs PBR 비교



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

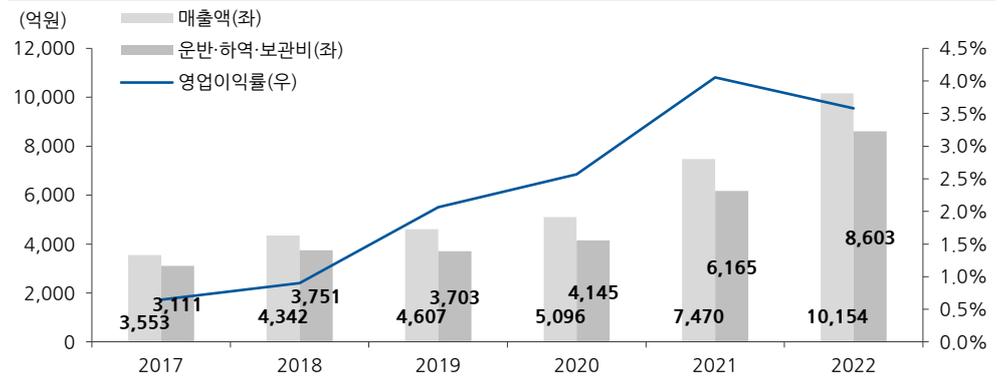
! 리스크 요인

글로벌 운임 하락 등 경기상황 비우호적

글로벌 운임 하락세

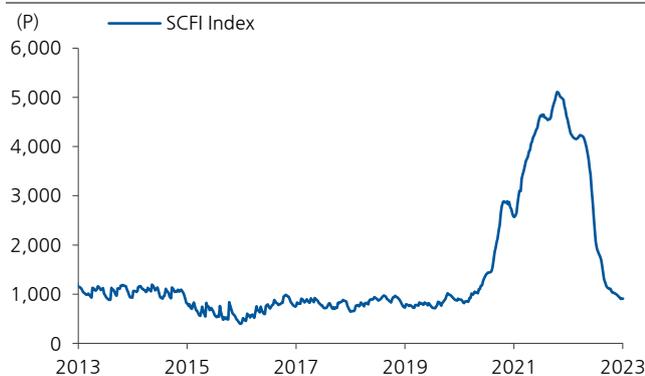
동사는 수출입 과정의 운송, 보관, 사무를 중계·대행하는 물류업체로서 국내외 물동량, 운임 등 경기상황에 민감하다. 최근 글로벌 운임은 하락하고 있으며, 이에 동사 매출액이 감소할 가능성을 배제할 수 없다. 동사는 운임이 2017년부터 5년간 연평균 22.6% 상승하는 동안 매출액도 23.4% 증가했다. 특히 2022년 상반기 글로벌 운임지수가 급등하면서, 동사는 운임 상승분을 판가에 반영해 외형이 성장한 바 있다. 그러나 2022년 정점을 찍었던 상하이컨테이너운임지수(SCFI)는 2023년 3월 24일 기준 908.35로 약 3년만에 최저점 부근까지 떨어졌다. 이는 2022년 1월 최고점 5,109.60과 비교해 5분의 1에도 못 미치는 수준이다. 이러한 운임 하락은 고금리와 고물가, 경기 침체 등으로 물동량이 감소하면서 벌어진 현상이다. 한편, 올해 운임은 떨어졌지만 신규 선박 공급이 크게 늘어날 전망이다. 글로벌 해운리서치 전문기관 MSI(Maritime Strategies International)에 따르면 2023년 2분기 신규 컨테이너선 인도량은 71만7900TEU로 1분기보다 62% 늘어날 것으로 예상했다. 따라서 운임 하락 기조는 이어질 가능성이 높다.

한솔로지스틱스 연간 운임비 & 매출액·영업이익률



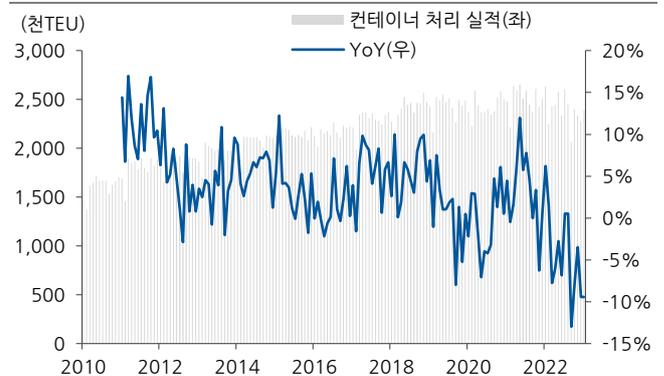
자료: 한솔로지스틱스, 한국IR협의회 기업리서치센터

상하이컨테이너운임지수(SCFI)



자료: 상해해운거래소, 한국IR협의회 기업리서치센터

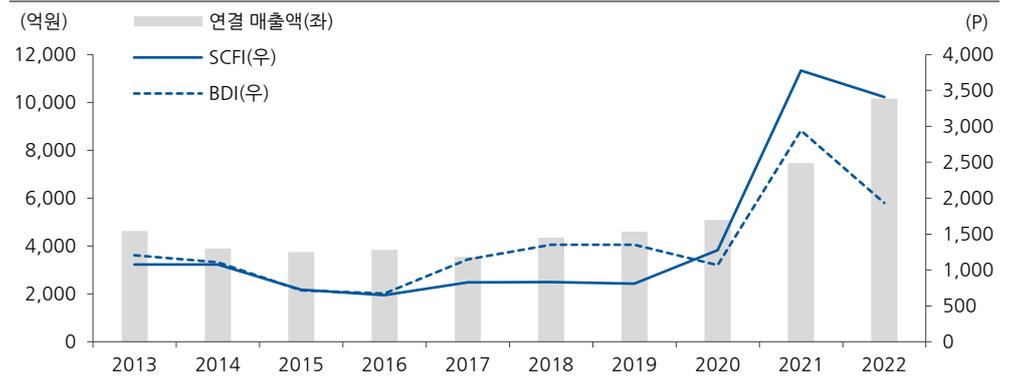
컨테이너 화물 물동량 추이



자료: 해운항만물류정보센터, 한국IR협의회 기업리서치센터

다만, 동사의 전체 매출액 중 포워딩 등 해상운임에 노출되는 사업비중은 20~30% 수준으로 추정되며, 운임 하락에 따른 영향력이 지배적이지 않다. 연도별로 보면, 2022년 글로벌 운임이 전년대비 하락했지만, 매출액은 더 증가했기 때문이다. 연간 평균 SCFI는 2021년 3,776으로 2022년(3,410)보다 높았지만, 동사의 매출액은 2022년 1조 154억원으로 전년대비 35.9% 증가해 사상 최대를 기록했다. 따라서 운임 하락세는 동사 실적에 리스크 요인이 될 수 있지만, 고객사 물동량(Q)이 증가하는 상황이라면, 지배적인 요인으로 단정지을 수 없다.

한솔로지스틱스 매출액 및 SCFI · BDI지수



자료: 한솔로지스틱스, 상해해운거래소, 발틱해운거래소, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	5,096	7,470	10,154	10,714	12,245
증가율(%)	10.6	46.6	35.9	5.5	14.3
매출원가	4,673	6,829	9,367	9,910	11,339
매출원가율(%)	91.7	91.4	92.2	92.5	92.6
매출총이익	424	641	787	804	906
매출이익률(%)	8.3	8.6	7.7	7.5	7.4
판매관리비	293	338	423	425	450
판매비율(%)	5.7	4.5	4.2	4.0	3.7
EBITDA	316	505	576	492	541
EBITDA 이익률(%)	6.2	6.8	5.7	4.6	4.4
증가율(%)	10.3	59.9	14.0	-14.5	9.9
영업이익	131	303	363	379	456
영업이익률(%)	2.6	4.1	3.6	3.5	3.7
증가율(%)	37.4	131.7	19.9	4.1	20.5
영업외손익	-22	27	-61	-56	-25
금융수익	14	81	30	26	26
금융비용	31	30	84	84	83
기타영업외손익	-5	-25	-7	3	31
종속/관계기업관련손익	10	5	2	2	2
세전계속사업이익	119	335	305	325	433
증가율(%)	40.1	181.7	-9.1	6.6	33.3
법인세비용	32	100	62	70	92
계속사업이익	87	235	242	255	341
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	87	235	242	255	341
당기순이익률(%)	1.7	3.1	2.4	2.4	2.8
증가율(%)	47.0	170.4	3.2	5.1	33.8
지배주주지분 순이익	87	235	242	255	341

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	385	132	284	260	294
당기순이익	87	235	242	255	341
유형자산 상각비	168	185	196	98	71
무형자산 상각비	17	17	16	16	14
외환손익	5	4	22	0	0
운전자본의감소(증가)	83	-328	-166	-115	-138
기타	25	19	-26	6	6
투자활동으로인한현금흐름	-69	-102	14	-278	-117
투자자산의 감소(증가)	-14	-77	-10	-2	-9
유형자산의 감소	2	5	46	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-33	-34	-22	-51	-55
기타	-24	4	0	-225	-53
재무활동으로인한현금흐름	-287	-64	-182	-8	-107
차입금의 증가(감소)	6	171	89	12	-85
사채의증가(감소)	-96	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-11	-14	-16	-19	-22
기타	-186	-221	-255	-1	0
기타현금흐름	-1	46	-2	-9	-9
현금의증가(감소)	28	11	114	-34	62
기초현금	154	182	193	308	274
기말현금	182	193	308	274	336

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,208	1,783	1,782	1,823	2,024
현금성자산	182	193	308	274	336
단기투자자산	57	142	121	128	146
매출채권	887	1,268	1,241	1,303	1,407
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	81	180	112	118	135
비유동자산	752	883	963	1,122	1,138
유형자산	121	191	148	101	85
무형자산	170	213	219	203	189
투자자산	73	59	76	80	92
기타비유동자산	388	420	520	738	772
자산총계	1,960	2,666	2,745	2,945	3,162
유동부채	1,118	1,665	1,568	1,531	1,455
단기차입금	10	211	325	325	243
매입채무	628	921	795	839	881
기타유동부채	480	533	448	367	331
비유동부채	295	215	152	156	133
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	20	17	17	17
기타비유동부채	295	195	135	139	116
부채총계	1,413	1,880	1,720	1,687	1,588
지배주주지분	546	785	1,023	1,256	1,572
자본금	143	143	143	143	143
자본잉여금	183	183	184	184	184
자본조정 등	-703	-703	-701	-701	-701
기타포괄이익누계액	-4	18	8	8	8
이익잉여금	927	1,143	1,390	1,622	1,938
자본총계	546	786	1,025	1,258	1,574

주요투자지표

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
P/E(배)	7.3	4.6	3.2	2.9	2.2
P/B(배)	1.2	1.4	0.8	0.6	0.5
P/S(배)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(배)	2.7	2.7	1.7	2.1	1.6
배당수익률(%)	2.2	1.5	2.5	3.0	3.3
EPS(원)	316	855	882	927	1,240
BPS(원)	1,989	2,858	3,725	4,571	5,721
SPS(원)	18,547	27,188	36,953	38,992	44,564
DPS(원)	50	60	70	80	90
수익성(%)					
ROE	17.1	35.3	26.8	22.3	24.1
ROA	4.8	10.2	9.0	9.0	11.2
ROIC	29.3	47.1	46.8	45.0	48.7
안정성(%)					
유동비율	108.0	107.1	113.6	119.0	139.1
부채비율	258.6	239.3	167.8	134.2	100.9
순차입금비율	41.0	34.7	17.7	24.9	6.8
이자보상배율	6.5	17.5	11.7	12.1	15.5
활동성(%)					
총자산회전율	2.8	3.2	3.8	3.8	4.0
매출채권회전율	6.4	6.9	8.1	8.4	9.0
재고자산회전율	N/A	N/A	139,006.4	71,369.6	74,138.0

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 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 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.)