MERITZ Consumer Analysis

소비자를 통찰하다

3

OEM, 슈퍼 사이클이 온다

meritz 메리츠증권

MERITZ Consumer Analysis

소비자를 통찰하다

3

[의류/운송]
OEM, 슈퍼 사이클이 온다

2022년, 의류 OEM이 최고의 한 해를 맞이합니다.

전방 거래선의 창고는 비었습니다 (= 미국 소매 의류 재고율 역대 최저).

원활한 재고 비축을 위해 단가를 높여주고 있기도 합니다 (= 수입 의류 단가 역대 최고).

베트남 정부의 방역 완화에 따라 생산 차질이 해소됩니다 (= 2021년 10월 록다운 해제, 2022년 1월 입국 제한 완화).

매크로 환경 또한 우호적입니다.

달러 강세에 따른 실적 풍선효과,

서구권 경기 개선 기반의 낙수효과,

탈중국으로 인한 동남아 반사효과까지, 기대 만발입니다.

본 자료는 OEM 성장성을 점검하고, 투자 전략을 제시합니다.

실적 변수의 정량화와 주력 고객사 현황 및 경쟁사 비교 분석을 위해 노력했습니다.

우려와 혼란이 가득한 지금, 시장 이해와 투자 판단에 조금이나마 도움이 되기를 기원합니다.

화장품/섬유의복
Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

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

Contents

산업분석

Part I	[Q] 수주 증가	07
Part II	[P] 판가 인상	23
Part III	[C] 비용 감소	29
Part IV	[투자전략]	41

기업분석

한세실업(105630) 48
실적 최고 vs. 밸류 최저

영원무역(111770) 52
스포츠 강세 수혜

화승엔터프라이즈(241590) 56
좋아질 일만 남았다

제주항공 (089590) 60
2023년을 봐야 한다

대한항공 (003490) 64
조건부 승인이 단기간에 미칠 영향은 미미

Summary

OEM, 슈퍼 사이클이 온다

[Q] 수주 증가 I

① **서구 호조**: 2022E 의류 시장 성장률 서구권 +10% > 아시아 +4% (OPM 서구권 매출 비중 91%)
② **재고 비축**: 소매의류 회전율 역대 최고 vs. 재고율 역대 최저 → Re-stocking 확장 (수주 = Re-stocking ≠ 판매 성장)
③ **경쟁 우위**: 한세 중남미 CAPA (미국 무관세) 및 신규 거래선, 영원 스포츠 비중 증가, 화승 시장 점유율 상승
④ **고객 수혜**: 한세 Gap 콜라보레이션 및 마트 PB 강세, 영원 애슬레저 트렌드 및 레저 확산, 화승 신발 회복 및 품목 추가
⑤ **중국 이탈**: 서구권 중국 생산품 수입 지양 따른 베트남 및 방글라데시 반사 효과 (6월 위구르 강제 노동 금지법 시행)

[P] 판가 인상 II

① **단가 상승**: 글로벌 의류 수급 불균형 → 브랜드사 재고 확보 절실 → 후방 협상력 증대 → 수입 의류 단가 상승
** 글로벌 수입 의류 단가 (YoY): 4Q21 +10% > 3Q21 +4% > 2Q21 -2% > 1Q21 -13%
② **달러 강세**: 물가 상승 및 금리 인상 →달러 가치 절상 →원화 실적 개선
** 2022E 영업이익/EPS 효과: 한세 +6%/+6% > 화승 +6%/+6% > 영원 +4%/+5%

[C] 비용 감소 III

① **수율 개선**: 원재료가 인상 ≠ 원가율 상승 = 가동률 하락, 베트남 생산 정상화
** 원재료가 인상 우려는 기우! 면사 가격 및 원가율 상관계수 -0.1 (화승 +0.3 > 한세 -0.1 > 영원 -0.6)
② **후방 전개**: 후방 산업 수직계열화 통한 원부자재 역내 조달 → 중간 마진 내재화 및 협상력 증대
③ **선적 해소**: 글로벌 선적 적체 해소 따른 운임 비용 절감 및 리드타임 축소 예상

[투자전략] IV

[의류] 수주 증가 & 판가 인상 & 비용 축소 → OEM 슈퍼 사이클 진입 → 바스켓 매수 접근 유효
** 추천 순: 한세실업 > 영원무역 > 화승엔터프라이즈
[운송] 항공화물 vs 항공여객 → 항공화물운임 peak out 감안, 2023년 여객시장 회복 레버리지에 주목
** 추천 순: 제주항공 > 대한항공

[기업분석] V

[의류] Buy: 한세실업 (40,000원) · 영원무역 (70,000원) · 화승엔터프라이즈 (21,000원)
[운송] Buy: 제주항공 (25,000원) · 대한항공 (36,000원)

[의류/운송]

기업분석

의류	투자의견	적정주가
한세실업(105630)	Buy	40,000원
영원무역(111770)	Buy	70,000원
화승엔터프라이즈(241590)	Buy	21,000원
운송	**투자의견**	**적정주가**
제주항공(089590)	Buy	25,000원
대한항공(003490)	Buy	36,000원

한세실업(105630) 실적 최고 vs. 밸류 최저

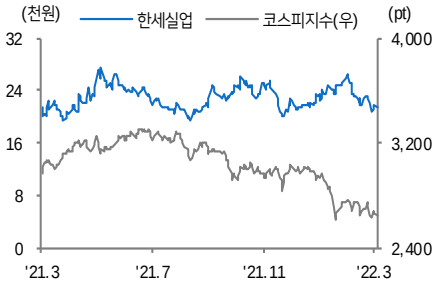
Analyst 하누리 02.6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	40,000원
현재주가 (3월 14일)	21,500원
상승여력	86.0%
KOSPI	2,645.65pt
시가총액	8,600억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	40.41%
외국인비중	5.76%
52주 최고/최저가	27,550원/19,500원
평균거래대금	73.8억원
주요주주(%)	
한세예스24홀딩스 외 10 인	56.65
국민연금공단	11.64

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-14.0	-12.1
6개월	-13.7	2.8
12개월	4.9	21.1

주가그래프



매수하지 않을 이유가 없다

- **[P; 단가]** 제품 믹스 개선 (고가 브랜드 기여 확대) 및 협상력 증대 (원가 부담 전가) 따른 단가 인상
  ** ASP: 2019년 $6.2 → 2020년 $5.5 → 2021P $6.5 → 2022E $7.0
- **[Q; 물량]** 미국 의류 판매 강세 기반 수주 증가 (미국 매출 비중: 한세 85% vs. 화승 42%, 영원 40%)
  ** 미국 소매 의류 재고율 역대 최저 (2021년 1.7 vs. 2020년 3.2 vs. 2010~2019년 평균 2.4)
- **[C; 비용]** 베트남 가동 재개 기반 수율 개선 및 수직계열화 (원단 염색) 통한 원부자재 역내 조달
  ** 원단 (C&T 및 칼터 합산) 내재화 비중 (연결 매출원가 대비 원단 내부 매출): 2019년 5% → 2022E 7%

2022E Preview

- **매출 1조 9,841억원 (+18% YoY), 영업이익 1,401억원 (+33%, OPM +1%p), 순이익 1,111억원 (+61%)**
- **[매출]** 판매 단가 $7.0 (+8%), 생산 수량 2억 5,267만장 (+10%)
- **[이익]** 매출원가율 -1%p, 베트남 록다운 관련 노무비 부담 축소 및 일회성 비용 제거 반영

투자의견 Buy 및 적정주가 40,000원 제시

- OEM 우호적 업황 + 미국 비중 절대적 + 베트남 가동 재개 + 중남미 CAPA 보유 = OEM 최선호주
- 고배당 (배당성향 25%)에 Valuation (2022E PER 8배) 매력 또한 충분

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,615.0	84.9	-0.3	-6	-65.3	9,945	N/A	1.7	8.3	-0.1	159.2
2020	1,698.3	64.9	35.1	877	-249.6	10,534	20.0	1.7	8.9	8.6	142.3
2021P	1,676.3	105.4	69.1	1,728	167.6	11,615	12.7	1.9	8.5	15.6	164.1
2022E	1,984.1	140.2	111.1	2,778	60.8	13,854	7.7	1.6	6.2	21.8	134.5
2023E	2,142.9	159.1	124.7	3,118	12.2	16,383	6.9	1.3	5.1	20.6	114.8

한세실업 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
매출액 (원화)	**375.6**	**411.3**	**416.3**	**473.1**	**465.1**	**486.9**	**542.8**	**489.3**	**1,676.3**	**1,984.1**	**2,142.9**
매출액 (달러)	337.0	366.8	359.4	399.9	390.9	410.9	460.0	419.7	1,462.1	1,681.5	1,816.0
매출총이익	64.9	67.5	53.0	64.6	72.5	77.4	85.4	71.7	250.0	307.0	334.8
매출총이익률	*17.3*	*16.4*	*12.7*	*13.7*	*15.6*	*15.9*	*15.7*	*14.7*	*14.9*	*15.5*	*15.6*
영업이익	**29.5**	**30.8**	**17.9**	**27.2**	**29.5**	**34.0**	**45.1**	**31.5**	**105.4**	**140.2**	**159.1**
영업이익률	*7.8*	*7.5*	*4.3*	*5.7*	*6.3*	*7.0*	*8.3*	*6.4*	*6.3*	*7.1*	*7.4*
순이익	**21.6**	**30.3**	**-2.7**	**19.9**	**22.5**	**33.8**	**30.7**	**24.1**	**69.1**	**111.1**	**124.7**
순이익률	*5.7*	*7.4*	*-0.6*	*4.2*	*4.8*	*6.9*	*5.7*	*4.9*	*4.1*	*5.6*	*5.8*
(% YoY)											
매출액 (원화)	**8.1**	**4.9**	**-29.5**	**28.3**	**23.8**	**18.4**	**30.4**	**3.4**	**-1.3**	**18.4**	**8.0**
매출액 (달러)	15.9	14.2	-27.7	21.1	16.0	12.0	28.0	5.0	1.6	15.0	8.0
매출총이익	32.1	62.0	-41.7	67.6	11.6	14.8	61.1	11.0	83.2	22.8	9.0
영업이익	**195.5**	**1,796.0**	**-66.3**	**17,306.8**	**0.2**	**10.5**	**151.6**	**15.8**	**62.5**	**32.9**	**13.5**
영업이익률	*5.0*	*7.1*	*-4.7*	*5.7*	*3.5*	*6.6*	*-0.7*	*6.4*	*2.5*	*0.8*	*1.1*
순이익	**흑전**	**246.7**	**적전**	**101.9**	**4.2**	**11.5**	**흑전**	**21.1**	**53.9**	**60.7**	**12.2**

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

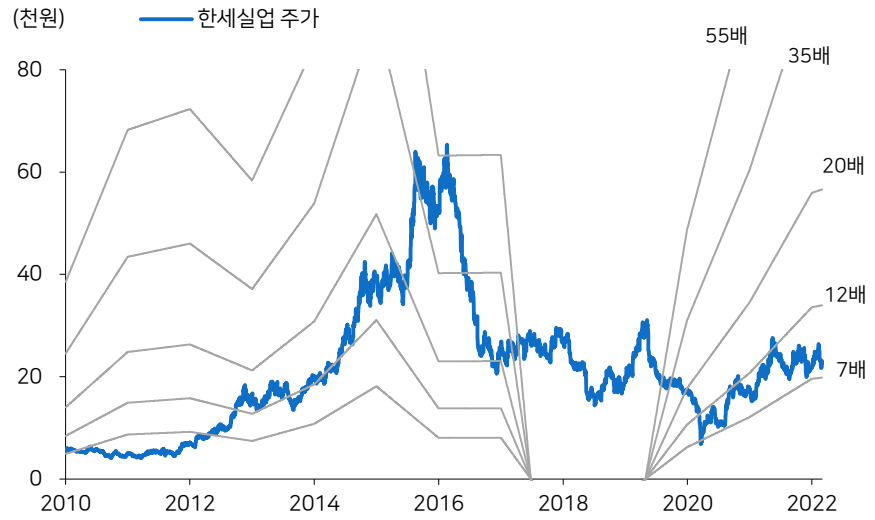
한세실업 실적 추이 및 전망

한세실업 적정 주가 산출

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	2,858	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	13.7	Makalot 12개월 선행 PER에 20% 할인 적용
적정가치 (원)	**40,000**	반올림

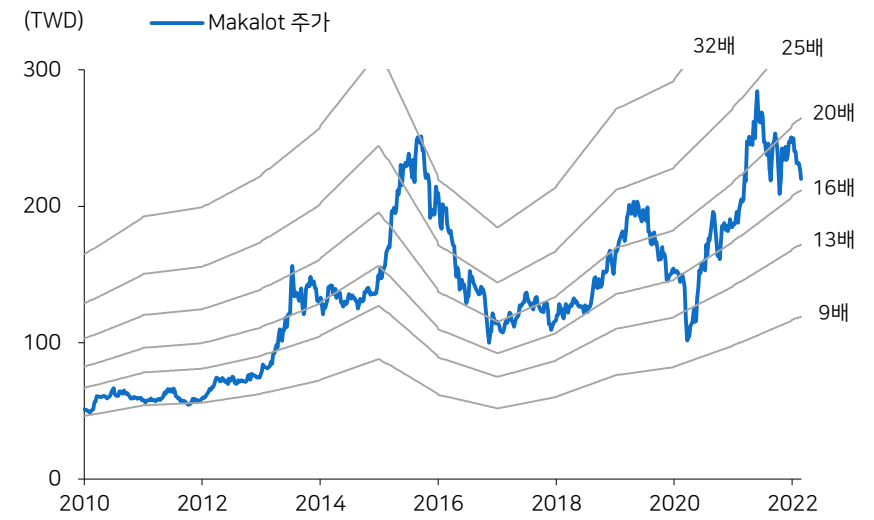
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

한세실업 12개월 선행 PER



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Makalot 12개월 선행 PER



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한세실업(105630)

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	**1,615.0**	**1,698.3**	**1,676.3**	**1,984.1**	**2,142.9**
매출액증가율 (%)	-5.7	5.2	-1.3	18.4	8.0
매출원가	1,375.5	1,478.0	1,426.3	1,677.1	1,808.1
매출총이익	239.4	220.3	250.0	307.0	334.8
판매관리비	154.5	155.4	144.6	166.9	175.7
영업이익	**84.9**	**64.9**	**105.4**	**140.2**	**159.1**
영업이익률	5.3	3.8	6.3	7.1	7.4
금융손익	-9.6	-5.3	-5.6	-5.8	-6.1
종속/관계기업손익	0.0	0.1	6.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-16.6	10.7	-9.2	13.9	13.3
세전계속사업이익	58.7	70.4	96.9	148.2	166.3
법인세비용	16.9	-7.6	27.8	37.0	41.6
당기순이익	**-17.3**	**25.8**	**69.1**	**111.1**	**124.7**
지배주주지분 순이익	-0.3	35.1	69.1	111.1	124.7

Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	739.7	658.9	769.8	838.3	940.5
현금및현금성자산	81.7	96.7	189.8	238.8	312.2
매출채권	167.3	144.6	153.3	157.9	162.7
재고자산	294.7	221.4	239.1	251.1	261.1
비유동자산	439.8	362.1	457.1	461.4	467.3
유형자산	185.5	133.6	167.2	170.6	175.3
무형자산	7.9	6.8	6.5	5.9	5.4
투자자산	148.5	134.9	214.3	215.7	217.5
자산총계	**1,179.5**	**1,021.1**	**1,226.9**	**1,299.6**	**1,407.8**
유동부채	641.0	480.8	612.3	600.8	605.4
매입채무	57.6	47.5	50.3	52.7	60.4
단기차입금	464.0	370.2	498.1	486.1	476.1
유동성장기부채	12.5	10.2	13.5	13.5	13.5
비유동부채	83.5	118.9	150.0	144.8	147.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	28.5	74.4	61.2	53.2	43.2
부채총계	**724.5**	**599.7**	**762.3**	**745.6**	**752.5**
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	55.4	58.6	58.6	58.6	58.6
기타포괄이익누계액	-9.8	-9.4	-15.6	-15.6	-15.6
이익잉여금	350.1	369.9	419.4	509.0	610.1
비지배주주지분	57.2	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**455.0**	**421.4**	**464.6**	**554.2**	**655.3**

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**87.9**	**50.7**	**87.5**	**140.1**	**203.4**
당기순이익(손실)	-17.3	25.8	69.1	111.1	124.7
유형자산상각비	39.0	37.0	30.9	32.6	33.3
무형자산상각비	2.6	0.6	0.6	0.6	0.5
운전자본의 증감	2.7	-48.0	-37.4	-15.8	-0.6
투자활동 현금흐름	**-15.4**	**-3.6**	**-67.7**	**-37.7**	**-42.0**
유형자산의증가(CAPEX)	-44.8	-30.4	-45.1	-36.0	-38.0
투자자산의감소(증가)	-80.0	16.3	-73.1	-1.4	-1.8
재무활동 현금흐름	**-27.0**	**-31.0**	**71.2**	**-53.4**	**-88.0**
차입금의 증감	32.2	-65.9	117.2	-20.2	-19.1
자본의 증가	3.2	3.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	45.7	15.0	93.1	49.0	73.3
기초현금	36.1	81.7	96.7	189.8	238.8
기말현금	81.7	96.7	189.8	238.8	312.2

Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	40,374	42,457	41,906	49,603	53,572
EPS(지배주주)	-6	877	1,728	2,778	3,118
CFPS	2,359	3,055	3,054	4,823	6,139
EBITDAPS	3,161	2,562	3,422	4,332	4,823
BPS	9,945	10,534	11,615	13,854	16,383
DPS	500	500	550	600	600
배당수익률(%)	2.9	2.9	2.5	2.8	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	20.0	12.7	7.7	6.9
PCR	7.3	5.7	7.2	4.5	3.5
PSR	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
PBR	1.7	1.7	1.9	1.6	1.3
EBITDA	126.4	102.5	136.9	173.3	192.9
EV/EBITDA	8.3	8.9	8.5	6.2	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.1	8.6	15.6	21.8	20.6
EBITDA 이익률	7.8	6.0	8.2	8.7	9.0
부채비율	159.2	142.3	164.1	134.5	114.8
금융비용부담률	1.1	0.6	0.7	0.6	2.1
이자보상배율(x)	4.8	6.0	8.8	12.1	3.5
매출채권회전율(x)	8.9	10.9	11.3	12.8	13.4
재고자산회전율(x)	5.5	6.6	7.3	8.1	8.4

영원무역(111770) 스포츠 강세 수혜

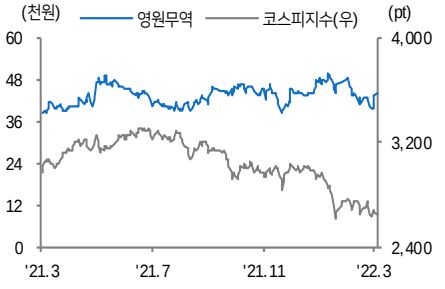
Analyst 하누리 02.6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	70,000원
현재주가 (3월 14일)	43,850원
상승여력	59.6%
KOSPI	2,645.65pt
시가총액	19,431억원
발행주식수	4,431만주
유동주식비율	48.26%
외국인비중	28.16%
52주 최고/최저가	49,350원/38,100원
평균거래대금	64.3억원
주요주주(%)	
영원무역홀딩스 외 7 인	50.74
국민연금공단	10.50

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-2.9	-0.7
6개월	-4.6	13.6
12개월	12.7	30.1

주가그래프



홀릉하기 짝이 없다

- **[P; 단가]** 협상력 증대 (원가 부담 전가) 따른 단가 인상
  ** GPM: 2019년 25.4% → 2020년 25.5% → 2021년 30.0% → 2022E 28.9%
- **[Q; 물량]** 스포츠의류 · 아웃도어 강세, 방글라데시 물량 집중 및 전방 재고 비축 수요 증가 낙수효과
  ** 방글라데시 Woven 수출 시장 점유율: 2019년 5.9% → 2020년 6.5% → 2021년 6.8% → 2022E 6.9%

2022E Preview

- **매출 2조 9,822억원 (+7% YoY), 영업이익 4,611억원 (+4%, OPM -1%p), 순이익 3,046억원 (+2%)**
  ** 비중: 매출 OEM 59% > Scott 41%, 영업이익 OEM 73% > Scott 27% (브랜드 실적 = 100% Scott 가정)
- **[OEM]** 매출 +12%, 영업이익 +3% 추정. 마진 역기저 감안 (2021년 물량 집중 및 풀가동 → 원가율 -5%p)
- **[Scott]** 매출 +1%, 영업이익 +10% 예상. 매출 역기저 부담 vs. 이익 회계 조정 및 정상율 상승 반영

투자의견 Buy 및 적정주가 70,000원 제시

- OEM 업황 개선 및 주력 복종 구조적 성장 따른 수혜 기대
- ESG 적극 대응 (기지 내 태양광 설비 구축, 2020년 8MW → 2021년 +11MW 추가, 총 40MW 설치 목표)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,388.3	237.7	166.3	3,753	56.6	41,602	9.1	0.8	4.9	9.8	57.7
2020	2,466.4	259.7	147.7	3,332	4.7	41,408	9.5	0.8	3.4	8.0	52.4
2021P	2,792.5	442.0	297.3	6,710	83.3	50,652	6.5	0.9	2.9	14.6	43.8
2022E	2,982.2	461.1	304.6	6,874	2.4	56,991	6.4	0.8	2.4	12.8	38.8
2023E	3,178.8	472.0	311.4	7,029	2.2	63,445	6.2	0.7	1.9	11.7	35.9

영원무역 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
매출액	**568.2**	**677.7**	**795.2**	**751.5**	**619.6**	**675.1**	**905.8**	**781.8**	**2,792.5**	**2,982.2**	**3,178.8**
OEM	257.1	333.3	513.3	470.1	357.5	381.2	566.2	456.0	1,573.7	1,760.9	1,884.2
브랜드	311.1	344.3	281.9	271.9	262.1	293.8	339.6	325.8	1,209.2	1,221.3	1,294.6
영업이익	**74.0**	**104.9**	**140.3**	**122.8**	**101.1**	**112.0**	**137.1**	**110.8**	**442.0**	**461.1**	**472.0**
영업이익률	13.0	15.5	17.6	16.3	16.3	16.6	15.1	14.2	15.8	15.5	14.8
OEM	36.7	75.6	122.5	95.7	72.5	78.8	112.5	74.8	330.5	338.6	336.4
브랜드	37.4	31.0	18.3	24.8	29.3	32.4	25.8	35.0	111.5	122.5	135.6
순이익	**49.3**	**62.0**	**115.4**	**70.7**	**59.9**	**68.7**	**108.1**	**67.9**	**297.3**	**304.6**	**311.4**
순이익률	8.7	9.1	14.5	9.4	9.7	10.2	11.9	8.7	10.6	10.2	9.8
(% YoY)											
매출액	**7.4**	**24.2**	**-1.5**	**28.6**	**9.0**	**-0.4**	**13.9**	**4.0**	**13.2**	**6.8**	**6.6**
OEM (원화)	-4.5	28.2	10.8	69.8	39.1	14.4	10.3	-3.0	24.0	11.9	7.0
OEM (달러)	2.4	39.5	13.7	60.2	30.3	8.2	8.3	-2.7	27.8	8.5	7.0
브랜드	19.7	20.6	-18.2	-11.5	-15.7	-14.7	20.5	19.8	1.0	1.0	6.0
영업이익	**46.2**	**102.8**	**28.7**	**154.0**	**36.7**	**6.7**	**-2.2**	**-9.7**	**70.2**	**4.3**	**2.4**
OEM	-3.8	118.1	76.5	251.2	97.5	4.3	-8.2	-21.8	95.0	2.5	-0.7
브랜드	190.6	53.5	-54.5	33.4	-21.6	4.3	41.0	41.2	21.5	9.8	10.7
순이익	**16.3**	**112.3**	**59.8**	**1,703.1**	**21.5**	**10.9**	**-6.3**	**-4.0**	**101.4**	**2.4**	**2.2**

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

영원무역 실적 추이 및 전망

영원무역 적정 주가 산출

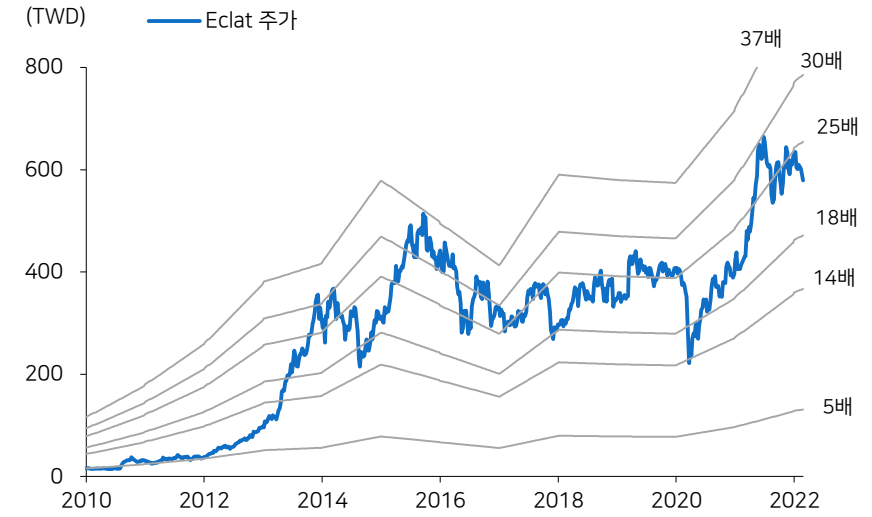
(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	6,913	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	10.1	Eclat 12개월 선행 PER에 50% 할인
적정가치 (원)	**70,000**	

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

영원무역 12개월 선행 PER

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Eclat 12개월 선행 PER



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

영원무역(111770)

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	**2,388.3**	**2,466.4**	**2,792.5**	**2,982.2**	**3,178.8**
매출액증가율 (%)	13.7	3.3	13.2	6.8	6.6
매출원가	1,782.4	1,838.0	1,954.4	2,087.7	2,230.9
매출총이익	605.9	628.3	838.1	894.5	947.9
판매관리비	368.2	368.7	396.1	433.5	475.9
영업이익	**237.7**	**259.7**	**442.0**	**461.1**	**472.0**
영업이익률	10.0	10.5	15.8	15.5	14.8
금융손익	-10.6	-10.3	-13.4	-14.0	-14.7
종속/관계기업손익	-0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
기타영업외손익	7.2	-0.4	22.2	14.8	15.0
세전계속사업이익	233.7	249.4	451.3	462.3	472.7
법인세비용	59.4	67.0	117.0	119.8	122.5
당기순이익	**174.3**	**182.4**	**334.3**	**342.5**	**350.2**
지배주주지분 순이익	166.3	147.7	297.3	304.6	311.4

Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,500.9	1,684.6	1,895.7	2,161.8	2,520.1
현금및현금성자산	446.9	664.9	798.2	985.8	1,270.3
매출채권	354.1	335.5	359.0	382.0	408.8
재고자산	540.4	497.9	542.7	580.6	612.6
비유동자산	1,603.6	1,353.7	1,634.0	1,688.3	1,691.4
유형자산	607.8	599.3	776.6	797.7	806.7
무형자산	159.5	160.0	164.3	157.3	150.6
투자자산	545.2	308.8	362.9	403.1	403.9
자산총계	**3,104.6**	**3,038.3**	**3,529.7**	**3,850.2**	**4,211.5**
유동부채	622.9	595.0	470.7	456.0	463.0
매입채무	180.3	178.4	198.0	213.9	224.6
단기차입금	136.5	217.6	99.5	81.5	66.5
유동성장기부채	165.4	19.1	0.2	0.2	0.2
비유동부채	512.7	449.3	604.2	620.6	650.3
사채	0.0	49.9	49.9	49.9	49.9
장기차입금	79.7	13.9	37.4	37.4	37.4
부채총계	**1,135.6**	**1,044.3**	**1,074.9**	**1,076.6**	**1,113.3**
자본금	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	410.5	410.5	410.5	410.5	410.5
기타포괄이익누계액	296.5	61.3	195.5	195.5	195.5
이익잉여금	1,130.3	1,356.9	1,632.3	1,913.2	2,199.2
비지배주주지분	125.5	159.2	210.3	248.2	286.9
자본총계	**1,969.0**	**1,994.0**	**2,454.8**	**2,773.6**	**3,098.3**

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**231.8**	**346.1**	**513.4**	**398.9**	**435.3**
당기순이익(손실)	174.3	182.4	334.3	342.5	350.2
유형자산상각비	77.9	78.4	81.2	88.9	91.0
무형자산상각비	4.5	5.5	6.4	7.0	6.7
운전자본의 증감	-72.1	48.6	85.1	-39.5	-12.6
투자활동 현금흐름	**-111.7**	**7.3**	**-251.6**	**-160.9**	**-110.9**
유형자산의증가(CAPEX)	-126.2	-90.0	-217.9	-110.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-161.5	236.8	-53.3	-40.3	-0.8
재무활동 현금흐름	**-25.1**	**-128.7**	**-151.2**	**-50.3**	**-39.8**
차입금의 증감	80.0	-74.5	-74.3	-26.6	-14.4
자본의 증가	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	90.8	218.0	133.3	187.6	284.5
기초현금	356.1	446.9	664.9	798.2	985.8
기말현금	446.9	664.9	798.2	985.8	1,270.3

Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	53,897	55,660	63,020	67,301	71,737
EPS(지배주주)	3,753	3,332	6,710	6,874	7,029
CFPS	8,182	8,223	12,422	12,778	13,013
EBITDAPS	7,223	7,753	11,951	12,570	12,856
BPS	41,602	41,408	50,652	56,991	63,445
DPS	400	500	540	580	580
배당수익률(%)	1.2	1.6	1.2	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	9.1	9.5	6.5	6.4	6.2
PCR	4.2	3.9	3.5	3.4	3.4
PSR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
PBR	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7
EBITDA	320.1	343.5	529.6	557.0	569.7
EV/EBITDA	4.9	3.4	2.9	2.4	1.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.8	8.0	14.6	12.8	11.7
EBITDA 이익률	13.4	13.9	19.0	18.7	17.9
부채비율	57.7	52.4	43.8	38.8	35.9
금융비용부담률	0.8	0.7	0.7	0.4	0.4
이자보상배율(x)	13.2	15.5	24.2	38.5	41.8
매출채권회전율(x)	7.0	7.2	8.0	8.0	8.0
재고자산회전율(x)	4.6	4.8	5.4	5.3	5.3

화승엔터프라이즈(241590) 좋아질 일만 남았다

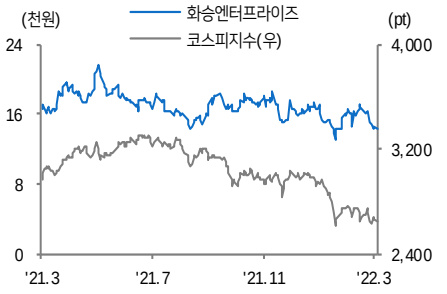
Analyst 하누리 02.6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	21,000원
현재주가 (3월 14일)	14,250원
상승여력	47.4%
KOSPI	2,645.65pt
시가총액	8,632억원
발행주식수	6,058만주
유동주식비율	28.03%
외국인비중	3.21%
52주 최고/최저가	21,500원/13,050원
평균거래대금	25.6억원
주요주주(%)	
화승인더스트리 외 5 인	71.97
국민연금공단	10.15

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-10.9	-9.0
6개월	-16.9	-1.1
12개월	-14.2	-0.9

주가그래프



베트남 가동 재개 최대 수혜주

- **[P; 단가]** 제품 믹스 개선 (고가 부스트 확대, 아디다스 R&D 협업 제품 출시 증가, 단가 협상력 증대)
  ** 완제품 ASP: 2019년 $13.3 → 2020년 $14.7 → 2021P $15.0 → 2022E $15.7 (vs. YuYuen$17.9)
- **[Q; 물량]** 리오프닝 따른 판매 개선 기대 (2021년 미국 카테고리별 매출: 신발 +41% < 의류 +49%)
  ** 2010~2019년 미국 소매판매 CAGR: 신발 +4% > 전체 +3% > 의류 +2%
- **[C; 비용]** 베트남 가동 재개 기반 수율 개선 및 반제품 내재화 통한 원부자재 역내 조달
  ** 가동률: 2019년 96% → 2020년 97% → 2021P 78% → 2022E 88%

2022E Preview

- **매출 1조 3,476억원 (+18% YoY), 영업이익 909억원 (+1,181%, OPM +6%p), 순이익 797억원 (흑전)**
- **[매출]** 완제품 +16% (비중 87%; ASP +5%, 판매량 +15%), 반제품 +29% (비중 13%)
- **[이익]** 매출원가율 -4%p, 베트남 록다운 관련 노무비 부담 축소 및 일회성 비용 제거 반영

투자의견 Buy 및 적정주가 21,000원 제시

- OEM 우호적 업황 속 베트남 (CAPA 비중 60%) 공급 재개 최대 수혜주
- 원단 사업 진출 통한 카테고리 다각화 기대 또한 유효

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,201.6	85.4	62.4	1,031	281.7	5,759	16.4	2.9	9.9	19.9	166.4
2020	1,115.8	62.5	40.1	662	-36.4	8,554	21.4	1.7	8.4	9.3	114.9
2021P	1,138.6	7.1	-6.7	-110	-116.5	8,870	N/A	1.9	18.3	-1.3	124.1
2022E	1,347.6	90.9	79.4	1,311	-1,270.7	10,131	10.9	1.4	6.7	13.8	106.7
2023E	1,495.6	110.2	95.4	1,575	20.1	11,650	9.0	1.2	5.5	14.5	89.9

화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
매출액	**303.1**	**303.8**	**194.9**	**336.8**	**316.8**	**331.8**	**267.2**	**431.8**	**1,138.6**	**1,347.6**	**1,495.6**
OEM	283.8	262.0	185.4	315.9	295.6	283.6	252.7	398.7	1,047.2	1,230.6	1,366.9
기타	19.3	41.8	9.5	20.9	21.2	48.1	14.5	33.2	91.4	117.0	128.7
영업이익	**11.1**	**12.0**	**-17.6**	**1.6**	**9.2**	**13.2**	**23.4**	**45.2**	**7.1**	**90.9**	**110.2**
영업이익률	3.7	4.0	-9.0	0.5	2.9	4.0	8.8	10.5	0.6	6.7	7.4
OEM	8.4	9.8	-15.7	2.7	7.3	10.9	21.9	39.2	5.2	79.3	97.3
기타	2.7	2.2	-2.0	-1.1	1.9	2.3	1.5	6.0	1.9	11.6	12.9
순이익	**4.4**	**9.7**	**-15.7**	**-5.1**	**8.2**	**10.2**	**18.0**	**42.9**	**-6.7**	**79.4**	**95.4**
순이익률	1.4	3.2	-8.0	-1.5	2.6	3.1	6.7	9.9	-0.6	5.9	6.4
(% YoY)											
매출액	**6.6**	**-0.8**	**-14.7**	**13.5**	**4.5**	**9.2**	**37.1**	**28.2**	**2.0**	**18.4**	**11.0**
OEM	7.1	-13.1	-18.7	12.5	4.2	8.3	36.3	26.2	-2.6	17.5	11.1
기타	-0.3	747.1	2,137.6	31.1	9.8	15.2	53.6	58.8	125.0	28.0	10.0
영업이익	**-38.9**	**2.8**	**적전**	**-93.1**	**-17.5**	**9.5**	**흑전**	**2,677.0**	**-88.6**	**1,180.9**	**21.2**
OEM	-49.2	-17.1	적전	-87.8	-13.5	11.2	흑전	1,363.0	-91.2	1,415.0	22.6
기타	71.6	흑전	-194.4	적전	-30.0	2.4	흑전	흑전	-39.7	522.9	11.2
순이익	**흑전**	**-48.8**	**적전**	**적전**	**87.9**	**5.8**	**흑전**	**흑전**	**적전**	**흑전**	**20.1**

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

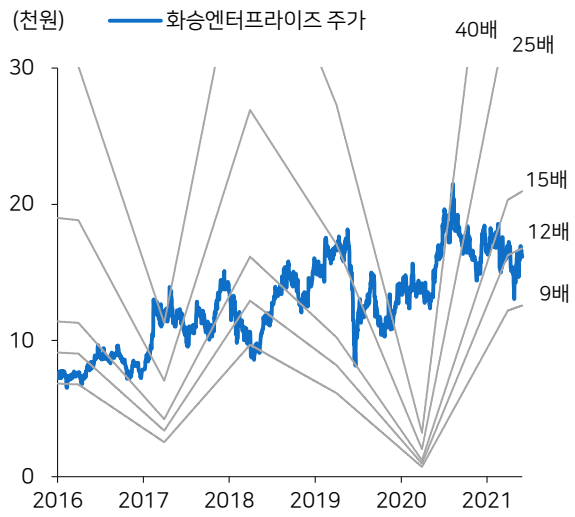
화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

화승엔터프라이즈 적정 주가 산출

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	1,377	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	15.4	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균 값 적용
적정가치 (원)	**21,000**	반올림

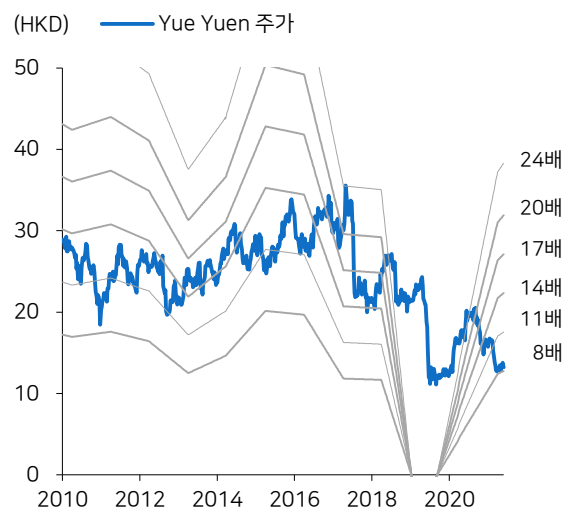
자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 12개월 선행 PER



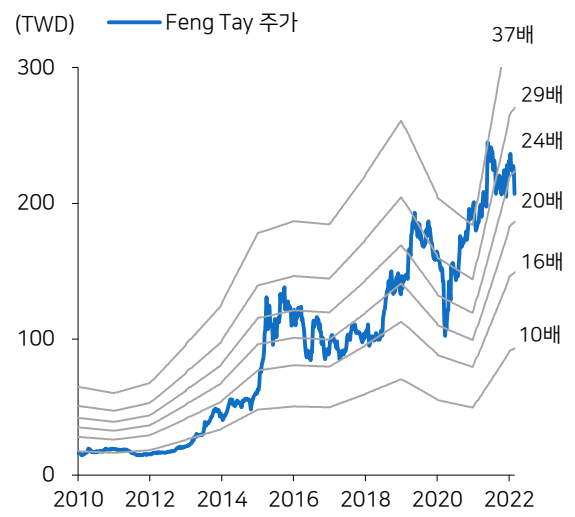
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Yue Yeun 12개월 선행 PER



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Feng Tay 12개월 선행 PER



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈(241590)

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	**1,201.6**	**1,115.8**	**1,138.6**	**1,347.6**	**1,495.6**
매출액증가율 (%)	36.7	-7.1	2.0	18.4	11.0
매출원가	1,017.4	955.9	1,014.9	1,141.4	1,261.3
매출총이익	184.2	159.9	123.6	206.3	234.3
판매관리비	98.7	97.4	116.5	115.3	124.1
영업이익	**85.4**	**62.5**	**7.1**	**90.9**	**110.2**
영업이익률	7.1	5.6	0.6	6.7	7.4
금융손익	-13.2	-13.3	-10.1	-8.2	-8.5
종속/관계기업손익	0.7	0.3	0.7	0.3	0.7
기타영업외손익	5.1	-0.8	4.5	12.4	12.3
세전계속사업이익	78.1	48.7	2.2	95.5	114.7
법인세비용	12.9	7.2	9.0	15.3	18.4
당기순이익	**65.2**	**41.5**	**-6.9**	**80.2**	**96.4**
지배주주지분 순이익	62.4	40.1	-6.7	79.4	95.4

Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	484.7	633.0	598.7	665.1	739.5
현금및현금성자산	71.7	246.0	180.5	212.7	274.2
매출채권	137.5	112.8	121.8	129.1	132.8
재고자산	218.8	226.7	247.1	266.8	274.4
비유동자산	494.2	522.0	647.0	643.5	639.4
유형자산	406.3	410.7	508.6	505.5	502.8
무형자산	27.4	31.5	34.4	32.6	30.9
투자자산	6.2	7.1	8.7	10.2	10.3
자산총계	**978.9**	**1,155.0**	**1,245.7**	**1,308.7**	**1,378.8**
유동부채	519.6	560.5	624.1	611.7	591.4
매입채무	187.4	158.5	168.0	176.4	181.4
단기차입금	214.9	284.1	344.1	325.1	301.1
유동성장기부채	59.3	58.6	54.6	52.6	49.6
비유동부채	91.8	57.0	65.6	63.8	61.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	66.0	28.6	21.4	15.4	12.4
부채총계	**611.4**	**617.5**	**689.7**	**675.5**	**652.7**
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	166.5	166.5	167.0	167.0	167.0
기타포괄이익누계액	0.3	-19.3	9.0	9.0	9.0
이익잉여금	150.4	188.8	179.4	255.8	347.9
비지배주주지분	18.9	19.6	18.7	19.5	20.5
자본총계	**367.5**	**537.5**	**556.0**	**633.2**	**726.2**

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**69.3**	**77.7**	**67.6**	**133.5**	**160.7**
당기순이익(손실)	65.2	41.5	-6.9	80.2	96.4
유형자산상각비	47.2	55.2	61.3	68.1	67.7
무형자산상각비	1.3	2.5	2.2	1.8	1.7
운전자본의 증감	-51.1	-23.2	11.3	-16.6	-5.0
투자활동 현금흐름	**-73.8**	**-100.9**	**-143.8**	**-73.0**	**-66.0**
유형자산의증가(CAPEX)	-68.1	-83.3	-114.9	-65.0	-65.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-0.6	-1.9	-1.5	-0.2
재무활동 현금흐름	**14.7**	**202.4**	**4.4**	**-28.3**	**-33.1**
차입금의 증감	52.5	35.8	63.7	-25.2	-29.8
자본의 증가	-0.8	0.0	0.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	11.7	174.4	-65.6	32.2	61.6
기초현금	59.9	71.7	245.8	180.5	212.7
기말현금	71.7	246.0	180.5	212.7	274.2

Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	19,849	18,431	18,801	22,247	24,691
EPS(지배주주)	1,031	662	-110	1,311	1,575
CFPS	2,073	1,860	1,177	2,861	3,153
EBITDAPS	2,213	1,985	1,165	2,655	2,964
BPS	5,759	8,554	8,870	10,131	11,650
DPS	45	45	50	55	55
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	16.4	21.4	N/A	10.9	9.0
PCR	8.2	7.6	14.3	5.0	4.5
PSR	0.9	0.8	0.9	0.6	0.6
PBR	2.9	1.7	1.9	1.4	1.2
EBITDA	134.0	120.1	70.6	160.8	179.6
EV/EBITDA	9.9	8.4	18.3	6.7	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.9	9.3	-1.3	13.8	14.5
EBITDA 이익률	11.2	10.8	6.2	11.9	12.0
부채비율	166.4	114.9	124.1	106.7	89.9
금융비용부담률	1.3	1.2	0.9	0.8	0.7
이자보상배율(x)	5.6	4.8	0.7	8.7	11.2
매출채권회전율(x)	10.5	8.9	9.7	10.7	11.4
재고자산회전율(x)	6.4	5.0	4.8	5.2	5.5

제주항공 (089590) 2023년을 봐야 한다

Analyst 배기연 02.6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	25,000원
현재주가 (3월 14일)	20,800원
상승여력	20.2%
KOSPI	2,645.65pt
시가총액	10,350억원
발행주식수	4,976만주
유동주식비율	39.45%
외국인비중	1.13%
52주 최고/최저가	27,059원/14,850원
평균거래대금	52.4억원
주요주주(%)	
AK홀딩스 외 3 인	52.57
국민연금공단	7.57

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	5.3	7.7
6개월	-10.5	6.5
12개월	-6.8	7.6

주가그래프

유가 급등에 따른 여객사업 수익성 훼손 우려는 과도

- 국제선 여객의 완전 정상화 시기는 2023년 3분기이며 2022년 내 매출이 회복이 더딘 상황에서 변동비인 항공연료비에 대한 과도한 걱정은 지양
- 러시아-우크라이나 전쟁으로 인한 전세계 국제선 여행 수요 둔화 우려로 작용 중이나 양 국의 합의가 확인되면 리스크는 소멸
- 중국의 하늘길 재개 가능성은 낮지만 일본, 동남아 등 기타 아시아 지역의 하늘길 재개 가능성 상향

2022년 영업비용 52%, 2023년 36% 증가를 예상하지만 자본잠식 우려는 없는 상황

- 2022년 항공연료비는 유가 급등 및 여객 매출 일부 회복으로 2,023억원으로 전년대비 175.7% 증가할 전망
- 여객 시장의 회복을 앞두고 실적 보릿고개를 지나야하는 상황이나 2022년 말 예상 자본잠식률은 -27.2%로 문제는 없다고 판단
- 연료비 등 변동비가 384억원 초과 발생하지 않는 한 자본잠식률이 50%를 초과할 가능성은 제한적임

LCC산업에 대한 투자전략은 당초에 2023년 포커스. 회복기 제주항공의 적정주가를 25,000원으로 상향

- 제주항공의 2023년 적정 시가총액은 1.32조원으로 판단하며 적정주가는 25,000원으로 상향 조정
- 1) LCC 업체 중 유일하게 자본잠식 우려가 없으며, 2) 일본, 동남아 등 리오프닝이 앞당겨질 개연성 반영

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,384.0	-32.9	-33.1	-1,081	-146.7	10,612	-21.6	2.2	7.8	-9.4	351.4
2020	377.1	-335.8	-306.5	-9,070	739.0	5,383	-1.9	3.3	-7.2	-113.1	439.0
2021P	283.4	-327.2	-306.5	-7,322	-19.3	3,863	-2.4	4.6	-6.9	-149.8	592.1
2022E	838.6	-88.8	-128.9	-2,591	-64.6	1,272	-8.0	16.4	14.4	-100.9	2,687.7
2023E	1,301.8	45.3	-2.4	-49	-98.1	1,224	-428.9	17.0	5.2	-3.9	3,190.3

제주항공 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Jet Fuel(달러/배럴)	62.6	69.9	75.2	87.7	98.3	107.1	101.7	99.0	75.4	46.1	73.9	101.5	94.4
원/달러 환율(원)	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,195.0	1,190.0	1,170.0	1,160.0	1,165.0	1,180.1	1,141.4	1,178.8	1,150.0
매출액	**41.8**	**75.1**	**68.2**	**98.2**	**142.6**	**185.4**	**242.0**	**268.5**	**1,384.0**	**377.0**	**283.4**	**838.6**	**1,301.8**
1) 여객 매출액	34.4	65.1	56.8	76.9	119.7	170.3	224.0	249.3	1,256.7	315.7	233.2	763.2	1,216.7
국내선 매출	32.0	61.8	53.0	71.2	76.0	79.1	75.3	72.7	229.3	142.9	218.0	303.1	284.2
ASK(백만km)	637.9	960.5	841.3	792.2	743.1	694.1	645.0	595.9	2,500.2	2,432.6	3,232.0	2,678.0	2,379.8
RPK(백만km)	559.6	871.1	736.6	704.8	671.6	637.0	601.1	563.7	2,347.6	2,051.6	2,872.1	2,473.4	2,248.7
L/F(%)	87.7	90.7	87.5	89.0	90.4	91.8	93.2	94.6	93.9	84.3	88.9	92.4	94.5
Yield(원/km)	67.1	79.7	83.9	101.1	113.2	124.1	125.3	129.0	105.7	82.4	82.9	122.9	126.4
국제선 매출	2.4	3.3	3.8	5.7	43.7	91.2	148.7	176.5	1,027.4	172.8	15.2	460.1	932.5
ASK(백만km)	30.3	48.6	58.9	50.0	727.7	1,405.4	2,083.1	2,760.8	22,740.3	4,140.5	187.7	6,977.1	17,597.2
RPK(백만km)	12.2	19.3	20.8	20.9	351.0	769.0	1,275.0	1,868.9	19,206.0	2,801.6	73.1	4,263.9	14,542.3
L/F(%)	40.1	39.8	35.3	41.7	48.2	54.7	61.2	67.7	84.5	67.7	38.9	61.1	82.6
Yield(원km)	309.1	263.8	280.3	273.2	124.5	118.6	116.6	94.5	58.7	224.0	281.6	113.5	65.6
2) 부가수익 및 기타	6.8	9.4	10.8	21.3	22.9	15.1	18.0	19.2	119.4	58.3	48.3	75.3	85.1
영업비용(매출원가+판관비)	129.1	146.3	159.5	175.6	197.5	215.0	242.6	272.2	1,416.9	712.9	610.6	927.4	1,256.5
인건비	35.2	38.6	39.2	43.0	46.9	50.8	54.6	58.5	269.4	176.2	156.0	216.9	233.4
기재비(항공기의 감가상각비)	33.6	33.7	31.3	43.9	43.9	43.9	43.9	43.9	200.6	186.1	142.4	175.6	180.1
외주정비비	28.2	30.5	45.9	33.6	30.5	23.5	31.3	40.3	123.9	115.0	138.2	125.7	126.3
운영비용	14.9	16.1	18.5	21.0	23.5	26.0	28.5	31.0	183.2	84.5	70.4	108.9	145.9
항공연료비	11.3	19.7	19.5	22.9	35.6	47.8	55.3	63.6	402.7	94.7	73.4	202.3	344.6
공항관련비	6.0	7.7	5.3	11.2	17.1	23.0	29.0	34.9	237.1	56.4	30.2	104.0	191.3
영업이익	**-87.3**	**-71.2**	**-91.3**	**-77.4**	**-54.9**	**-29.6**	**-0.6**	**-3.7**	**-32.9**	**-335.8**	**-327.2**	**-88.8**	**45.3**
세전이익	-104.0	-73.8	-109.3	-88.1	-65.6	-40.2	-10.4	-12.7	-47.5	-405.1	-375.2	-128.9	15.8
당기순이익	**-79.4**	**-56.0**	**-83.0**	**-88.1**	**-65.6**	**-40.2**	**-10.4**	**-12.7**	**-33.1**	**-306.5**	**-306.5**	**-128.9**	**-2.4**

자료: 제주항공, 메리츠증권 리서치센터

제주항공의 EV/EBITDA Valuation

	2021E	2022E	2023E
EBITDA(십억원)	-184.8	86.8	225.4
Target EV/EBITDA(배)		6.2	6.2
시가총액(십억원)		242.8	1,319.5
총주식수(백만주)		49.8	49.8
전환사채주식 반영(백만주)		51.5	51.5
단순 적정주가(원)		4,879	26,518
희석을 반영한 적정주가(원)		4,710	**25,602**

자료: 제주항공, 메리츠증권 리서치센터

제주항공(089590)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**1,384.0**	**377.1**	**283.4**	**838.6**	**1,301.8**
매출액증가율 (%)	9.9	-72.8	-24.8	195.9	55.2
매출원가	1,247.4	607.6	496.6	754.7	1,041.5
매출총이익	136.6	-230.6	-213.3	83.9	260.4
판매관리비	169.5	105.3	114.0	172.7	215.1
영업이익	**-32.9**	**-335.8**	**-327.2**	**-88.8**	**45.3**
영업이익률	-2.4	-89.1	-115.5	-10.6	3.5
금융손익	-1.5	-56.8	-13.5	-22.5	-14.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.1	-12.5	-34.4	-17.6	-15.5
세전계속사업이익	-47.5	-405.1	-375.2	-128.9	15.8
법인세비용	-14.4	-98.6	-68.7	0.0	18.2
당기순이익	**-33.1**	**-306.5**	**-306.5**	**-128.9**	**-2.4**
지배주주지분 순이익	-33.1	-306.5	-306.5	-128.9	-2.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	455.7	300.4	473.4	926.8	1,148.0
현금및현금성자산	29.6	100.9	248.7	312.5	258.2
매출채권	33.7	2.4	4.5	12.2	17.7
재고자산	16.7	14.7	27.6	75.4	109.2
비유동자산	1,011.8	868.2	857.0	837.7	855.3
유형자산	284.9	262.2	244.0	228.4	248.3
무형자산	29.0	21.8	16.9	11.7	8.3
투자자산	11.0	1.5	1.9	3.4	4.5
자산총계	**1,467.5**	**1,168.6**	**1,330.4**	**1,764.5**	**2,003.2**
유동부채	556.7	458.9	677.8	1,212.8	1,438.0
매입채무	0.6	0.4	0.8	2.2	3.1
단기차입금	0.0	165.6	246.4	276.4	196.4
유동성장기부채	139.1	126.1	117.1	77.1	-2.9
비유동부채	585.7	492.9	460.4	488.4	504.4
사채	0.0	29.9	29.9	29.9	29.9
장기차입금	57.3	73.4	69.7	69.7	69.7
부채총계	**1,142.4**	**951.8**	**1,138.2**	**1,701.2**	**1,942.4**
자본금	131.8	192.5	49.8	49.8	49.8
자본잉여금	89.8	178.3	420.0	420.0	420.0
기타포괄이익누계액	0.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
이익잉여금	105.8	-197.1	-350.5	-479.5	-481.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**325.1**	**216.8**	**192.2**	**63.3**	**60.9**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**83.9**	**-285.5**	**-145.7**	**276.8**	**340.0**
당기순이익(손실)	-33.1	-306.5	-306.5	-128.9	-2.4
유형자산상각비	158.4	165.6	132.4	175.6	180.1
무형자산상각비	8.0	8.9	7.9	5.2	3.4
운전자본의 증감	-14.7	-160.3	-30.2	224.9	159.0
투자활동 현금흐름	**-132.5**	**95.3**	**46.9**	**-169.1**	**-206.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-41.4	-16.7	-39.5	-160.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-8.7	9.6	-0.4	-1.5	-1.1
재무활동 현금흐름	**-146.2**	**261.6**	**246.4**	**-44.0**	**-187.9**
차입금의 증감	443.1	66.8	22.5	-44.0	-187.9
자본의 증가	0.0	149.2	99.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-193.1	71.3	147.8	63.8	-54.3
기초현금	222.8	29.6	100.9	248.7	312.5
기말현금	29.6	100.9	248.7	312.5	258.2

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	45,175	11,159	6,771	16,852	26,162
EPS(지배주주)	-1,081	-9,070	-7,322	-2,591	-49
CFPS	4,872	-3,814	-2,491	1,496	4,287
EBITDAPS	4,357	-4,773	-4,466	1,849	4,597
BPS	10,612	5,383	3,863	1,272	1,224
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-21.6	-1.9	-2.4	-8.0	-428.9
PCR	4.8	-4.6	-7.1	13.9	4.9
PSR	0.5	1.6	2.6	1.2	0.8
PBR	2.2	3.3	4.6	16.4	17.0
EBITDA	133.5	-161.3	-186.9	92.0	228.8
EV/EBITDA	7.8	-7.2	-6.9	14.4	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.4	-113.1	-149.8	-100.9	-3.9
EBITDA 이익률	9.6	-42.8	-66.0	11.0	17.6
부채비율	351.4	439.0	592.1	2,687.7	3,190.3
금융비용부담률	1.9	6.0	8.0	4.2	2.7
이자보상배율(x)	-1.3	-14.7	-14.4	-2.5	1.3
매출채권회전율(x)	35.4	20.9	82.8	100.5	87.1
재고자산회전율(x)	97.8	24.0	13.4	16.3	14.1

대한항공 (003490) 조건부 승인이 단기간에 미칠 영향은 미미

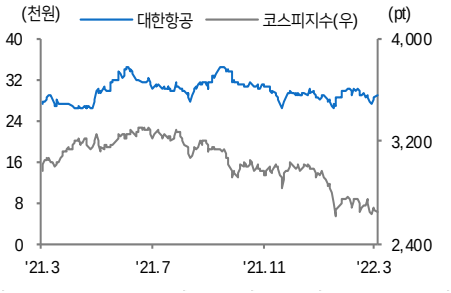
Analyst 배기연 02.6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	36,000원
현재주가 (3월 14일)	28,700원
상승여력	25.4%
KOSPI	2,645.65pt
시가총액	99,825억원
발행주식수	34,782만주
유동주식비율	61.05%
외국인비중	12.10%
52주 최고/최저가	34,500원/26,200원
평균거래대금	459.5억원
주요주주(%)	
한진칼 외 16 인	28.61
국민연금공단	7.60

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-4.0	-1.9
6개월	-11.6	5.3
12개월	3.6	19.6

주가그래프



공정위 조건부승인으로 최종 결론

- 2월 22일 국내 공정위는 대한항공-아시아나항공 기업결합에 대하여 조건부승인으로 최종 결론
- 공정위의 조건부승인 결론의 배경은 결합 후 국제선 26개 노선, 국내선 14개 노선에 대한 경쟁제한성 발생
- '슬롯과 운수권 반납' 이라는 10년 간의 구조적 조치와 시차를 감안한 행태적 조치를 제시

일부 노선 출혈 불가피하나, '대한항공 + α' 라는 구조적 level up 공식은 이상 무

- 미주노선 5개, 구주노선 6개 등 26개의 국제선 노선에서 신규항공사 및 기존항공사 증편 시 합병 후 대한항공의 출혈은 불가피하나 출혈의 실질 주체는 아시아나항공의 구조조정으로 예상
- 아시아나항공의 구조조정 여부는 기업결합완료일 (주식취득일)부터 시작되며 신규 진입자 여부에 따라 조건변수가 많은 상황
- 기존 대한항공의 기업가치에 아시아나항공의 기업가치가 더해지는 기본 등식에는 변화 없음

아시아나항공의 일부 구조조정을 감안해도 합병 후 대한항공의 가치는 36,000원으로 Buy 제시

- 대한항공의 2022년 EBITDA는 2조 1,572억원, 아시아나항공의 EBITDA는 1조 418억원, 향후 흡수합병을 감안, 합병 후 대한항공의 가치 평가는 EV/EBITDA 8.7배 적용한 36,000원으로 하향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	12,384.3	176.1	-629.1	-4,229	285.8	17,723	-4.4	1.0	8.0	-22.1	871.5
2020	7,606.2	108.9	-211.6	-1,188	-69.1	14,148	-17.7	1.5	9.0	-7.2	660.6
2021P	9,016.8	1,418.0	629.5	1,952	-250.8	19,326	15.0	1.5	6.3	12.7	289.2
2022E	10,695.2	406.1	296.5	852	-56.2	20,175	33.7	1.4	8.9	4.3	250.3
2023E	12,423.8	-164.3	-593.5	-1,706	-300.2	18,475	-16.8	1.6	9.9	-8.8	294.5

대한항공(별도) 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
대한항공 매출 (별도)	**2,352.3**	**1,690.9**	**1,502.4**	**1,859.4**	**1,749.8**	**1,950.7**	**2,227.0**	**2,825.9**	**2,702.4**	**2,555.0**	**2,462.1**	**2,300.2**	**12,291.7**	**7,405.0**	**8,753.4**	**10,019.7**	**11,667.8**
매출액_항공운송사업부	2,198.1	1,543.6	1,366.6	1,732.0	1,676.1	1,845.1	2,141.1	2,726.2	2,589.0	2,427.8	2,321.2	2,145.5	11,551.3	6,840.3	8,388.5	9,483.4	10,942.3
I) 국내선 매출	66.9	41.4	64.0	70.8	40.6	69.6	70.6	87.3	104.3	116.1	128.7	129.7	486.2	243.1	268.1	478.9	529.0
ASK(백만km)	578.0	474.0	525.0	575.0	444.0	643.0	721.0	715.0	740.6	766.2	791.8	849.0	3,316.0	2,152.0	2,523.0	3,147.6	3,523.0
RPK(백만km)	410.0	327.0	374.0	419.0	333.0	493.0	491.0	580.0	616.4	653.8	692.3	667.5	2,713.0	1,530.0	1,897.0	2,629.9	2,748.8
L/F(%)	70.9	69.0	71.2	72.9	75.0	76.7	68.1	81.1	83.2	85.3	87.4	78.6	81.8	71.1	75.2	83.6	78.0
Yield(원)	163.1	126.8	171.1	168.9	121.8	141.2	143.8	150.5	169.3	177.6	186.0	194.3	179.2	157.5	139.3	181.8	192.4
II) 국제선 매출	1,215.9	162.5	208.9	174.8	117.4	145.0	261.2	292.2	432.8	603.5	793.3	996.7	7,281.3	1,762.1	815.8	2,826.2	6,359.3
ASK(백만km)	18,407.0	3,316.0	5,491.0	5,494.0	5,107.0	4,888.0	5,329.0	5,672.0	8,109.5	10,547.1	12,984.6	15,422.1	97,792.0	32,708.0	20,996.0	47,063.3	86,693.1
RPK(백만km)	13,487.0	1,295.0	1,548.0	1,219.0	1,050.0	1,304.0	2,082.0	2,301.0	3,722.9	5,405.1	7,347.7	9,550.6	80,559.0	17,549.0	6,737.0	26,026.4	65,898.5
L/F(%)	73.3	39.1	28.2	22.2	20.6	26.7	39.1	40.6	45.9	51.2	56.6	61.9	82.4	53.7	32.1	55.3	76.0
Yield(원)	90.2	125.4	134.9	143.4	111.8	111.2	125.5	127.0	116.2	111.6	108.0	104.4	90.4	123.5	118.9	110.1	97.0
III) 화물 매출	647.6	1,225.9	1,016.3	1,360.9	1,353.0	1,510.8	1,650.3	2,180.7	1,903.8	1,543.8	1,215.9	814.5	2,557.4	4,250.7	6,694.8	5,477.9	2,966.8
ATK(백만톤km)	2,481.0	2,585.0	2,692.0	2,983.0	2,883.0	3,136.0	3,244.0	3,324.0	3,193.3	3,062.6	2,931.9	2,801.3	10,480.0	10,741.0	12,587.0	11,989.1	10,607.8
RPK(백만톤km)	1,878.0	2,089.0	2,216.0	2,466.0	2,446.0	2,697.0	2,738.0	2,801.0	2,647.5	2,497.5	2,351.0	2,173.9	7,482.0	8,649.0	10,682.0	9,669.8	8,143.5
L/F(%)	75.7	80.8	82.3	82.7	84.8	86.0	84.4	84.3	82.9	81.5	80.2	77.6	71.4	80.5	84.9	80.7	76.8
Yield(원)	344.8	586.8	458.6	551.9	553.2	560.2	602.7	778.5	719.1	618.1	517.2	374.7	342.6	485.5	623.7	557.3	364.5
IV) 기타	267.7	113.8	77.4	125.5	165.1	119.7	159.0	166.0	148.1	164.4	183.3	204.6	1,226.4	584.4	609.8	700.4	1,087.2
매출액_항공우주 사업부	154.2	147.3	135.8	127.4	73.7	105.6	85.9	99.7	113.4	127.2	141.0	154.7	740.4	564.7	364.9	536.3	725.4
대한항공 영업비용(별도)	2,408.9	1,542.5	1,502.4	1,712.8	1,625.3	1,753.8	1,788.3	2,121.5	2,176.7	2,375.2	2,477.1	2,603.0	12,005.3	7,166.7	7,289.0	9,632.1	11,871.8
I) 연료비	**588.5**	**172.1**	**228.6**	**258.2**	**328.1**	**400.6**	**482.2**	**589.1**	**713.3**	**814.0**	**812.2**	**830.5**	**3,183.2**	**1,247.4**	**1,800.0**	**3,170.0**	**3,622.9**
II) 연료비 외	1,820.4	1,370.4	1,273.8	1,454.6	1,297.2	1,353.3	1,306.1	1,532.4	1,463.4	1,561.2	1,664.8	1,772.6	8,822.1	5,919.3	5,488.9	6,462.1	8,248.9
감가상각비	509.6	452.5	429.0	474.0	414.7	402.8	397.5	360.6	411.9	423.8	435.6	447.4	1,978.0	1,865.2	1,575.6	1,718.7	1,896.2
인건비	475.2	427.0	371.9	373.3	391.9	380.4	392.8	572.8	405.9	419.0	432.1	445.2	2,121.8	1,647.5	1,738.0	1,702.3	1,926.1
공항관련비	241.0	111.1	129.6	168.3	174.1	159.3	155.6	176.8	198.0	219.2	240.4	261.7	1,332.4	650.0	665.8	919.4	1,235.3
기타	420.8	303.6	261.1	354.7	232.8	321.7	264.8	327.4	342.0	380.5	423.3	469.2	2,542.6	1,340.3	1,146.6	1,615.0	2,412.1
대한항공 영업이익(별도)	**-56.6**	**148.4**	**0.0**	**146.6**	**124.5**	**196.9**	**438.7**	**704.4**	**525.7**	**179.7**	**-15.0**	**-302.8**	**286.4**	**238.3**	**1,464.4**	**387.6**	**-204.0**
대한항공 EBITDA(별도)	**453.0**	**600.9**	**428.9**	**620.6**	**539.1**	**599.7**	**836.1**	**1,065.1**	**937.6**	**603.5**	**420.6**	**144.6**	**2,264.4**	**2,103.5**	**3,040.1**	**2,106.3**	**1,692.2**

자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

인수 결합 후 대한항공의 SOTP Valuation

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EBITDA(대한항공 연결)	**2,351.1**	**2,092.3**	**3,056.1**	**2,157.2**	**1,765.8**
대한항공(별도)	2,264.4	2,103.5	3,040.1	2,106.3	1,692.2
한국공항(별도)	72.9	-20.6	19.2	38.3	56.8
한진정보통신(별도)	14.2	10.1	-2.5	13.4	17.4
아이에이티(별도)	2.8	0.2	0.4	0.8	0.5
왕산레저개발(별도)	-3.1	-0.8	-1.1	-1.6	-1.1
순차입금(대한항공 연결)	15,487.7	13,730.4	9,381.1	9,937.0	8,455.4
조정 EV/EBITDA	7.7	8.9	8.7	8.7	8.7
조정 EV 2009년 이후 대한항공(연결)의 평균 EV/EBITDA 8.7배	18,212.8	18,517.2	26,586.3	18,766.4	15,361.8
시가총액 환산	**2,725.1**	**4,786.8**	**17,205.2**	**8,829.3**	**6,906.4**
주식수(백만주)	94.8	174.2	347.8	347.8	347.8
대한항공(연결) 주가(원)	28,731.9	27,477.4	49,465.7	25,384.7	19,856.3
EBITDA(아시아나항공 연결)	**369.2**	**607.3**	**1,291.1**	**1,041.8**	**780.3**
아시아나항공(별도)	348.4	789.5	1,416.6	1,110.7	792.5
에어서울(별도)	33.6	-35.2	-22.2	-9.1	3.9
에어부산(별도)	-12.9	-147.0	-103.3	-59.7	-16.1
순차입금(아시아나항공 연결)	7,219.2	7,460.9	6,708.3	5,208.3	5,208.3
EBTIDA(대한항공(연결)+아시아나항공(연결))				**3,199.0**	**2,546.2**
EV(대한항공(연결)+아시아나항공(연결))_멀티플 8.7배 적용				27,829.7	22,150.4
시가총액 환산				**12,684.4**	**8,486.7**
주식수(백만주)				347.8	347.8
대한항공(아시아나 인수 후) 주가(원)				**36,468.2**	**24,399.8**

자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

대한항공(003490)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	**12,384.3**	**7,606.2**	**9,016.8**	**10,695.2**	**12,423.8**
매출액증가율 (%)	-4.8	-38.6	18.5	18.6	16.2
매출원가	10,935.9	6,844.5	6,958.6	7,647.6	9,813.1
매출총이익	1,448.4	761.8	2,058.3	3,047.6	2,610.7
판매관리비	1,272.3	652.8	640.3	2,641.5	2,775.0
영업이익	**176.1**	**108.9**	**1,418.0**	**406.1**	**-164.3**
영업이익률	1.4	1.4	15.7	3.8	-1.3
금융손익	-463.7	-667.9	-95.1	-252.3	-239.4
종속/관계기업손익	0.2	-0.9	0.1	-0.1	-0.3
기타영업외손익	-527.4	-374.3	-380.9	414.6	-173.9
세전계속사업이익	-814.8	-934.1	942.1	568.3	-577.9
법인세비용	-125.7	-111.4	313.4	271.6	15.9
당기순이익	**-622.8**	**-230.0**	**628.7**	**296.7**	**-593.8**
지배주주지분 순이익	-629.1	-211.6	629.5	296.5	-593.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	3,574.7	4,002.5	6,528.6	4,446.3	6,371.9
현금및현금성자산	816.3	1,314.6	2,423.5	949.0	1,670.9
매출채권	701.6	675.1	1,031.1	878.4	1,180.8
재고자산	712.9	551.2	841.8	717.2	964.1
비유동자산	23,439.4	21,187.5	20,126.0	20,585.6	19,470.6
유형자산	21,310.4	18,482.1	17,171.0	16,944.6	16,542.5
무형자산	294.9	268.2	271.5	240.1	212.6
투자자산	358.0	619.0	703.0	1,420.4	734.9
자산총계	**27,014.1**	**25,190.1**	**26,654.5**	**25,031.9**	**25,842.4**
유동부채	8,777.3	7,987.8	7,218.1	6,614.3	7,452.4
매입채무	196.5	86.4	131.9	112.4	151.0
단기차입금	762.9	1,900.9	840.0	760.0	680.0
유동성장기부채	4,506.6	3,947.3	3,110.2	3,070.2	3,030.2
비유동부채	15,456.0	13,890.6	12,588.0	11,272.5	11,838.7
사채	2,017.0	1,244.4	1,483.5	1,403.5	1,323.5
장기차입금	1,832.9	1,770.8	1,334.5	1,254.5	1,174.5
부채총계	**24,233.3**	**21,878.3**	**19,806.1**	**17,886.8**	**19,291.1**
자본금	479.8	876.6	1,744.7	1,744.7	1,744.7
자본잉여금	792.4	1,518.6	3,948.5	3,948.5	3,948.5
기타포괄이익누계액	650.5	655.7	656.8	656.8	656.8
이익잉여금	-345.8	-522.5	93.5	390.0	-203.5
비지배주주지분	124.6	105.2	105.1	105.3	104.9
자본총계	**2,780.8**	**3,311.7**	**6,848.4**	**7,145.1**	**6,551.3**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**2,287.9**	**1,376.7**	**3,247.0**	**1,833.2**	**2,972.7**
당기순이익(손실)	-622.8	-230.0	628.7	296.7	-593.8
유형자산상각비	2,054.1	1,938.1	1,616.8	1,793.3	1,969.1
무형자산상각비	28.6	31.1	32.9	31.4	27.5
운전자본의 증감	-349.9	-940.2	67.8	-631.0	1,249.8
투자활동 현금흐름	**-1,549.3**	**-2.7**	**-837.0**	**-2,138.0**	**-1,171.2**
유형자산의증가(CAPEX)	-1,182.9	-611.0	-249.7	-1,566.9	-1,566.9
투자자산의감소(증가)	44.7	-261.9	-83.8	-717.4	685.4
재무활동 현금흐름	**-1,447.2**	**-858.2**	**-1,320.2**	**-1,169.7**	**-1,079.6**
차입금의 증감	1,261.4	-1,380.5	-3,248.5	-826.8	-759.4
자본의 증가	-153.8	1,123.0	3,297.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-687.7	498.3	1,109.0	-1,474.5	721.9
기초현금	1,504.0	816.3	1,314.6	2,423.5	949.0
기말현금	816.3	1,314.6	2,423.5	949.0	1,670.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	83,250	42,730	27,958	30,749	35,719
EPS(지배주주)	-4,229	-1,188	1,952	852	-1,706
CFPS	17,411	12,750	10,368	7,605	4,767
EBITDAPS	15,184	11,674	9,511	6,413	5,268
BPS	17,723	14,148	19,326	20,175	18,475
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-4.4	-17.7	15.0	33.7	-16.8
PCR	1.1	1.7	2.8	3.8	6.0
PSR	0.2	0.5	1.0	0.9	0.8
PBR	1.0	1.5	1.5	1.4	1.6
EBITDA	2,258.7	2,078.0	3,067.6	2,230.7	1,832.3
EV/EBITDA	8.0	9.0	6.3	8.9	9.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-22.1	-7.2	12.7	4.3	-8.8
EBITDA 이익률	18.2	27.3	34.0	20.9	14.7
부채비율	871.5	660.6	289.2	250.3	294.5
금융비용부담률	5.0	6.8	4.4	3.2	2.6
이자보상배율(x)	0.3	0.2	3.6	1.2	-0.5
매출채권회전율(x)	17.6	11.0	10.6	11.2	12.1
재고자산회전율(x)	15.2	12.0	12.9	13.7	14.8

Compliance Notice

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 해당 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 발생할 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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 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	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

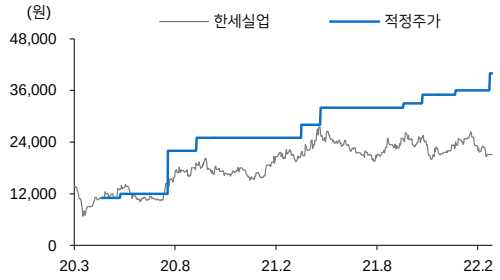
2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한세실업 (105630) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.06.28				Univ Out		
2020.04.22	산업분석	Hold	11,000	하누리	6.5	20.5
2020.05.25	산업분석	Hold	12,000	하누리	-3.1	19.6
2020.08.18	기업분석	Buy	22,000	하누리	-24.4	-13.2
2020.10.08	기업브리프	Buy	25,000	하누리	-27.1	-10.8
2021.04.13	기업브리프	Buy	28,000	하누리	-16.5	-1.6
2021.05.17	기업브리프	Buy	32,000	하누리	-28.7	-17.0
2021.10.12	산업브리프	Buy	33,000	하누리	-26.0	-21.1
2021.11.15	기업브리프	Buy	35,000	하누리	-36.8	-26.9
2022.01.13	기업브리프	Buy	36,000	하누리	-34.2	-26.7
2022.03.15	산업분석	Buy	40,000	하누리	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

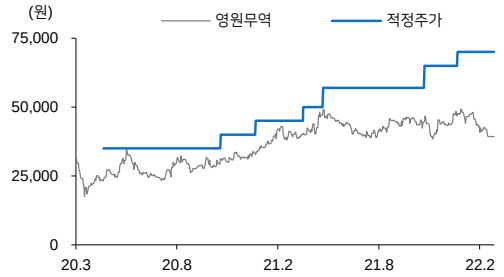


영원무역 (111770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.06.28				Univ Out		
2020.04.22	산업분석	Buy	35,000	하누리	-20.2	-1.0
2020.11.17	기업브리프	Buy	40,000	하누리	-20.5	-15.4
2021.01.18	기업브리프	Buy	45,000	하누리	-14.6	-4.6
2021.04.13	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-14.4	-3.6
2021.05.18	기업브리프	Buy	57,000	하누리	-23.8	-13.8
2021.11.15	기업브리프	Buy	65,000	하누리	-32.9	-25.5
2022.01.13	기업브리프	Buy	70,000	하누리	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

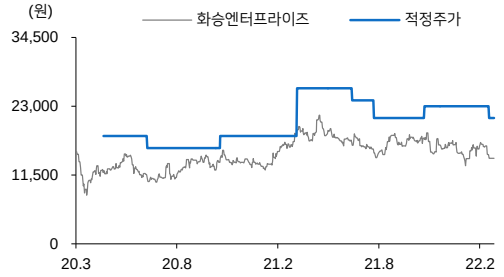


화승엔터프라이즈 (241590) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2020.04.22	산업분석	Buy	18,000	하누리	-28.7	-16.7
2020.07.09	기업브리프	Buy	16,000	하누리	-21.9	-7.5
2020.11.16	기업브리프	Buy	18,000	하누리	-19.3	2.8
2021.04.02	기업분석	Buy	26,000	하누리	-29.6	-17.3
2021.07.09	산업브리프	Buy	24,000	하누리	-30.4	-23.3
2021.08.17	기업브리프	Buy	21,000	하누리	-20.5	-12.1
2021.11.15	기업브리프	Buy	23,000	하누리	-30.2	-19.3
2022.03.10	기업브리프	Buy	21,000	하누리	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

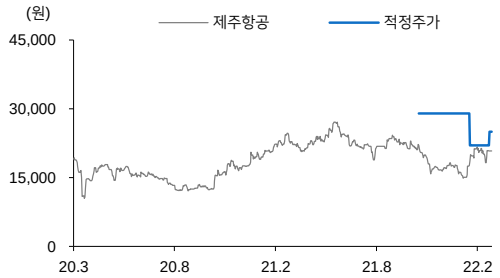


제주항공 (089590) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

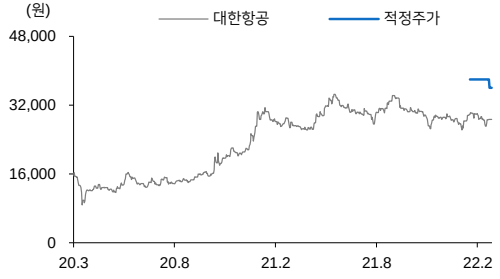
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.09.20	산업브리프	Buy	26,156	이종현	-18.5	-18.5
2019.09.21				Univ Out		
2021.11.09	산업분석	Buy	29,000	배기연	-39.6	-24.1
2022.02.08	산업브리프	Buy	22,000	배기연	-7.5	-1.4
2022.03.15	산업분석	Buy	25,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이



대한항공 (003490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.09.20	산업브리프	Buy	19,453	이종현	-20.8	-20.8
2019.09.21				Univ Out		
2022.02.08	산업브리프	Buy	38,000	배기연	-23.2	-20.4
2022.03.15	산업분석	Buy	36,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이