

7

2022년 하반기 전망 시리즈

기계/조선/운송

Supply Chain Valuechain

SCV GOOD TO GO, SIR!

SCV GOOD TO GO, SIR!

7

2022년 하반기 전망 시리즈

기계/조선/운송

기계 Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
태광 (023160)	Buy (신규)	15,500원
성광벤드 (014620)	Buy (신규)	13,500원
하이록코리아 (013030)	Buy (신규)	27,000원

조선 Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
현대중공업 (329180)	Buy (신규)	150,000원
현대미포조선 (010620)	Buy (신규)	100,000원

운송 Neutral

Top Picks	투자판단	적정주가
CJ대한통운 (003490)	Buy	170,000원
대한항공 (003490)	Buy	41,000원

운송/조선/기계

Analyst 배기연

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr



Contents

Prologue	S.C.V	07	기업분석	태광 (023160)	60	현대글로비스 (086280)	82
Part I	Macro (환율/금리/유가/분쟁)	09		성광벤드 (014620)	64	대한항공 (003490)	86
Part II	재화별 운송/조선업 전망	15		하이록코리아 (013030)	68	제주항공 (089590)	90
Part III	항공산업 전망	53		현대중공업 (329180)	72	진에어 (272450)	94
				현대미포조선 (010620)	75	HMM (011200)	98
				CJ대한통운 (000120)	78	팬오션 (028670)	102

[Summary] SCV GOOD TO GO, SIR!

Overweight/Overweight/Neutral



Macro

환율 / 금리 / 유가 / 분쟁

- **(조선)** 전통적으로 선박 금융을 주도하는 지역은 유럽이며 달러대비 유로강세 구간엔 선박 발주에 우호적 환경이 조성. 2023년까지 유로/달러 상승
- **(조선)** 금리 상승 구간에서는 선주/선사들이 발주를 서두르는 경향. ECB 기준 금리 인상이 선주/선사의 선택을 앞당길 개연성
- **(조선)** 고유가 지속은 E&P 시장을 자극하며 2017~18년 대비 턴어라운드
- **(운송)** 분쟁은 국가간 교역망의 왜곡과 물동량의 증감을 야기하는 요소. 분쟁이 야기한 비효율성은 운임 상승으로 이어질 개연성이 있음



재화별 운송/조선업 전망

유조 / 벌크 / 컨테이너 / 가스

- **(유조)** `22~`23년 회복의 시작. 수급 지표에 기인한 운임 턴어라운드. 누적된 노후선대의 대규모 폐선 가능성
- **(벌크)** `22~`23년 과도한 심리를 경계. 수급지표보다 지정학 리스크에 대한 변동폭 확대 구간
- **(컨테이너)** 2022~23년 하향 안정화. 전세계 교역망 안정화에 따른 운임 정상화. 단, 높아진 운임 수준에 부합하는 발주량 확인 예상
- **(LNG)** 2022~23년에도 발주 강세. 조선소들의 건조 슬롯 대비 초과 수요
- **(LPG)** 2022~23년에도 견조한 운임 및 발주 예상



항공산업 전망

리오프닝 기대감에 모멘텀이 필요

- 리오프닝에 대한 기대감 + 각국의 하늘길 정상화 노력은 항공업체들의 주가 모멘텀을 재부각할 수 있다고 판단
- FSC는 아시아-태평양 지역의 화물운임 급등에 기인하여 항공시장의 정상화국면에서 실적의 연착륙 가능. 정부 주도로 미주/구주 국제선 운항편의 정상화가 우선시 되면 FSC 여객 회복률이 상승 가능성 높음
- LCC는 2023년 3분기 항공시장 정상화까지의 재무 리스크 오프를 추구해야 함. LCC들의 메인 노선인 일본의 노선 재개는 2022년 내 국제선 회복률을 앞당길 전망



Top Picks

- 태광(023160)
Buy (신규). 15,500원
- 성광벤드(014620)
Buy (신규). 13,500원
- 하이록코리아(013030)
Buy (신규). 27,000원
- 현대중공업(329180)
Buy (신규). 150,000원
- 현대미포조선(010620)
Buy (신규). 100,000원
- CJ대한통운(000120)
Buy. 170,000원
- 대한항공(089590)
Buy. 41,000원

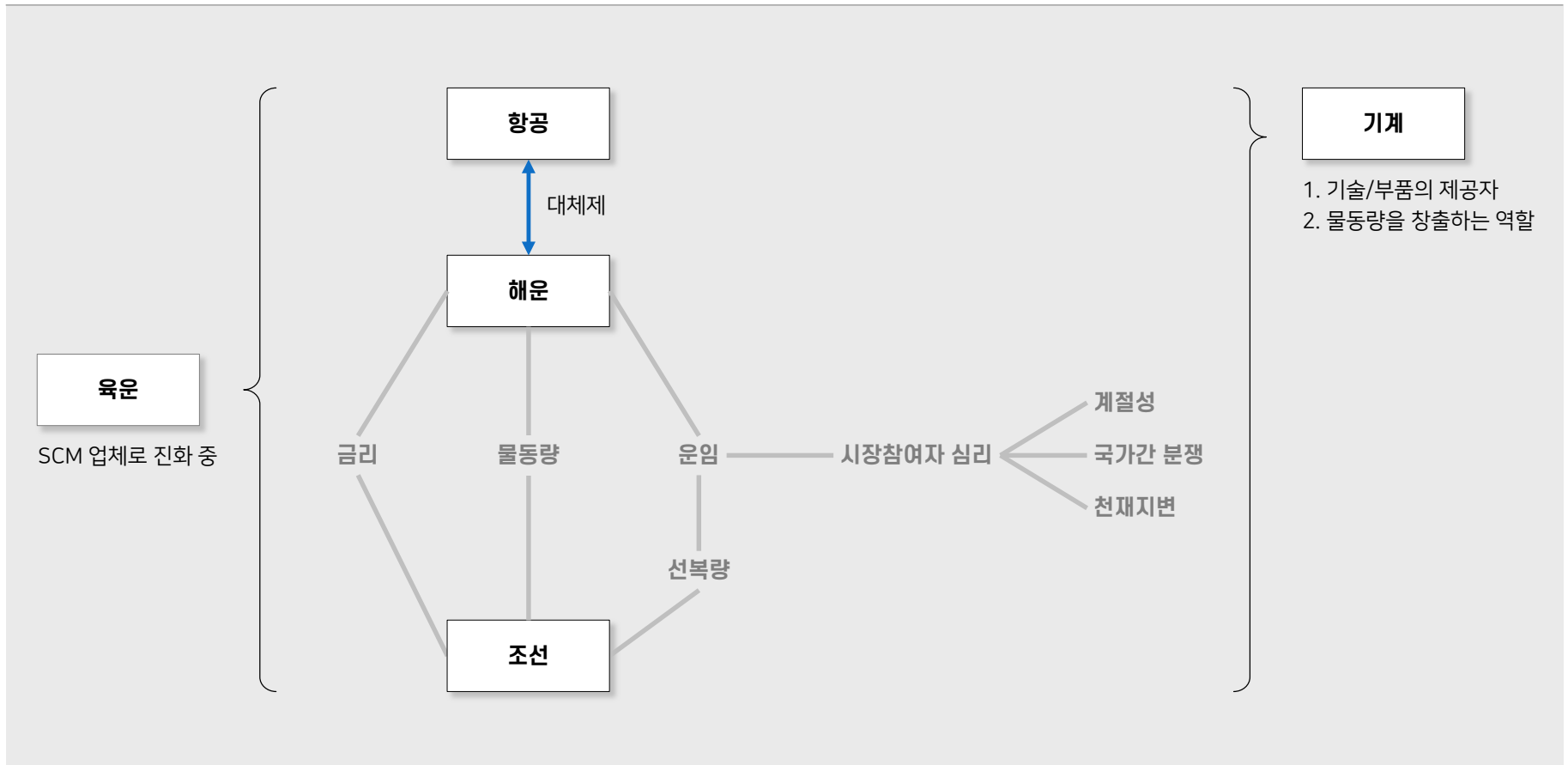
7

2022년 하반기 전망 시리즈

기계/조선/운송

Prologue S.C.V

2022년에도 진행중인 공급망 혼란은 하반기 안정화 국면으로 확인될 전망입니다.
기계/조선/운송 산업은 Supply Chain의 구성요소이며 상호 밀접한 관계를 맺고 있습니다.
각 산업별 접근방식을 넘어 Supply Chain Valuechain 전체에 대한 이해를 통해
공급망 안정화 국면에서 투자방법을 안내합니다.



자료: 메리츠증권 리서치센터

7

2022년 하반기 전망 시리즈

기계/조선/운송

기업분석

	종목명	투자판단	적정주가
기계	태광 (023160)	Buy (신규)	15,500원
	성광벤드 (014620)	Buy (신규)	13,500원
	하이록코리아 (013030)	Buy (신규)	27,000원
조선	현대중공업 (329180)	Buy (신규)	150,000원
	현대미포조선 (010620)	Buy (신규)	100,000원
운송	CJ대한통운 (000120)	Buy	170,000원
	현대글로비스 (086280)	Buy	260,000원
	대한항공 (003490)	Buy	41,000원
	제주항공 (089590)	Buy	26,000원
	진에어 (272450)	Hold	19,000원
	HMM (011200)	Hold	29,000원
	팬오션 (028670)	Hold	7,300원

태광(023160) 씨클리컬이 성장주를 품었을 때

Analyst 배기연 02. 6454-6611
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy (신규)

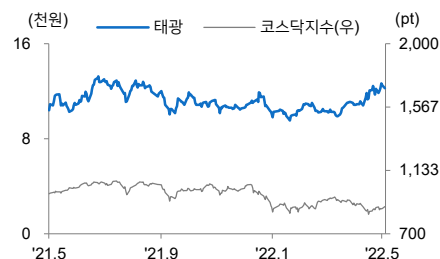
적정주가 (12개월)	15,500원
현재주가 (5월 30일)	12,250원
상승여력	26.5%

KOSPI	886.44pt
시가총액	3,246억원
발행주식수	2,650만주
유동주식비율	51.98%
외국인비중	7.78%
52주 최고/최저가	13,250원/9,520원
평균거래대금	19.5억원

주요주주(%)	
대신인터내셔널 외 10 인	45.63
국민연금공단	5.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.4	20.7	12.4
상대주가	14.7	31.5	23.9

주가그래프



씨클리컬에서 리오프닝을 말하는 이유_해양플랜트/석유화학단지 등 지연됐던 일정이 돌아온다

- 피팅부문 2022~23년 수주액 2,408~2,723억원 예상
- 2017~21년 5개년 수주액 평균인 1,944억원 대비 급성장. 원인은 팬데믹 종료와 유가 상승
- 1) 팬데믹 종식에 따른 전방산업(플랜트, 조선, 발전)의 지연된 발주가 확인,
2) 에너지 가격 상승에 따라 Stainless, Alloy계열의 수익성 높은 피팅제품 mix의 확대를 예상

씨클리컬이 성장주를 품었을 때

- 이차전지 생산 공장에 투입되는 장비, 소모품 생산 업체인 HYTC의 NAV 합산은 주가에 +α 요인
- “+α”의 계산: 이차전지 장비주 평균 멀티플 20배 x 2021년 HYTC 순이익 75억원
x 상장 후 예상 지분율 40% x NAV 할인율 80% = + 시가총액 120억원

돌아온 사이클의 안정감 + 이차전지의 성장성의 시너지 = 적정주가 15,500원 제시

- 태광의 피팅부문의 시가총액 3,938억원으로 2023년 Implied PBR 0.8배, ROE +6.6% 기준
- HYTC 가치 120억원을 합산한 4,057억원. 즉, 15,500원을 적정주가로 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	189.8	3.2	7.6	286	-25.9	16,166	35.7	0.6	27.4	1.8	10.4
2020	188.4	-2.7	-4.8	-179	-162.8	15,928	-42.7	0.5	40.3	-1.1	8.8
2021	148.5	7.2	12.0	452	-352.2	16,359	24.0	0.7	17.7	2.8	6.7
2022E	216.8	30.5	26.2	988	118.5	17,249	12.6	0.7	7.1	5.9	6.4
2023E	264.6	40.5	31.2	1,178	19.2	18,329	10.6	0.7	5.0	6.6	6.0

태광 사업부별 실적 테이블

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022E	2023E
원/달러 환율	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,205.0	1,224.0	1,240.0	1,230.0	1,180.1	1,141.4	1,224.7	1,195.0
수주액	38.5	38.2	50.2	52.1	53.9	68.0	66.6	83.8	210.3	179.1	272.3	240.8
매출액추정	50.6	42.8	40.7	44.3	48.8	52.6	60.6	64.5	230.5	178.3	226.4	264.6
매출액	35.0	38.5	38.7	36.3	39.2	52.6	60.6	64.5	188.4	148.5	216.8	264.6
매출원가	30.8	34.2	30.9	28.9	30.4	41.6	47.7	50.6	169.3	124.8	170.2	208.1
매출원가율(%)	87.9	88.8	80.0	79.6	77.5	79.0	78.7	78.4	89.9	84.0	78.5	78.6
판관비	4.1	3.4	5.5	3.4	3.8	4.1	4.0	4.2	21.8	16.5	16.1	16.0
영업이익	0.1	0.9	2.2	4.0	5.0	7.0	8.8	9.7	-2.7	7.2	30.5	40.5
영업이익률(%)	0.3	2.4	5.8	10.9	12.7	13.2	14.6	15.1	-1.4	4.9	14.1	15.3
영업외손익(금융손익)	2.8	0.2	4.4	0.4	2.8	0.0	0.0	0.0	-4.8	7.8	2.9	0.2
이자수익	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.8	0.4	0.3	0.3
이자비용	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	0.0	0.0	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	0.2	0.5	0.3	0.4
세전이익	3.0	1.2	6.6	4.6	8.1	7.0	8.8	9.8	-7.3	15.5	33.7	41.1
법인세비용	0.5	0.4	1.4	1.1	1.4	1.7	2.1	2.3	-2.5	3.5	7.5	9.9
당기순이익	2.5	0.9	5.2	3.5	6.7	5.3	6.7	7.4	-4.8	12.0	26.2	31.2

자료: 태광, 메리츠증권 리서치센터

태광 별도 Valuation Table

	2020	2021	2022E	2023E
COE (%)	4.8	7.4	7.8	8.2
RiskFree (%)	0.9	1.3	1.6	2.0
Risk Premium (%)	3.6	6.1	6.1	6.1
Beta (52주)	1.1	1.0	1.0	1.0
ROE (%)	-1.1	2.8	5.9	6.6
BPS (원)	15,928	16,358	17,249	18,329
(ROE-g)/(COE-g) (배)	-0.2	0.4	0.8	0.8
Fair Value (원)	-3,703	6,181	13,022	14,859
Target PBR (배)				0.8
적정주가 (원)				14,859

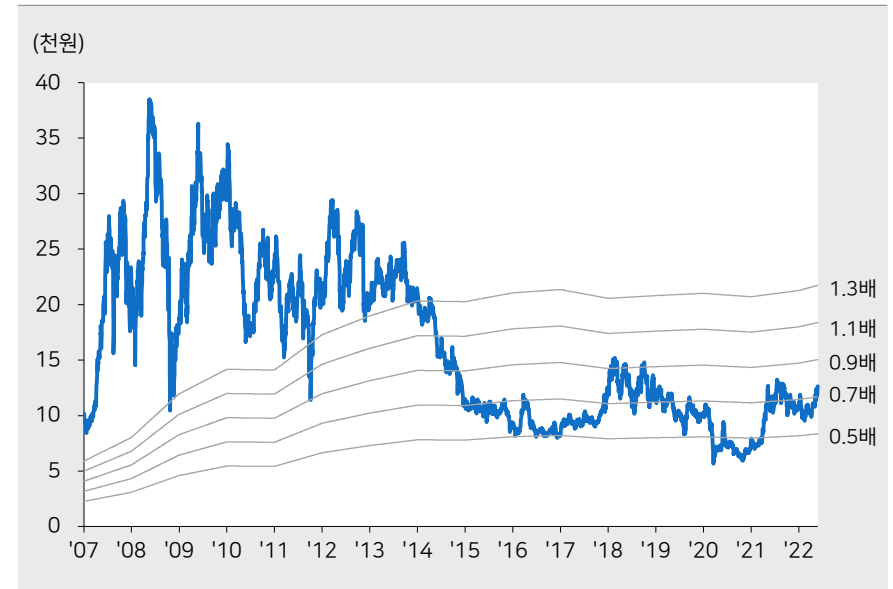
자료: 메리츠증권 리서치센터

태광 연결 Valuation Table

(A) 태광(별도) 시가총액 (십억원)	393.8
(B) HYTC 시가총액	149.6
태광의 HYTC 보유 주식수(주)	3,821,972
HYTC 예정 공모 주식수(주)	2,259,178
상장 후 태광의 HYTC 지분율	39.1%
(C) HYTC 시가총액 x NAV 할인율 80%	12.0
(A+C) 태광(연결) 적정주가(원)	15,311

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

태광 12개월 선행 PBR 밴드차트



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

태광 (023160)

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	189.8	188.4	148.5	216.8	264.6
매출액증가율(%)	19.6	-0.7	-21.2	46.0	22.0
매출원가	167.6	169.3	124.8	170.2	208.1
매출총이익	22.2	19.1	23.7	46.6	56.5
판매비와관리비	19.0	21.8	16.5	16.1	16.0
영업이익	3.2	-2.7	7.2	30.5	40.5
영업이익률(%)	1.7	-1.4	4.9	14.1	15.3
금융손익	8.8	-4.8	7.8	2.9	0.2
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.1	0.2	0.5	0.3	0.4
세전계속사업이익	10.0	-7.3	15.5	33.7	41.1
법인세비용	2.4	-2.5	3.5	7.5	9.9
당기순이익	7.6	-4.8	12.0	26.2	31.2
지배주주지분 순이익	7.6	-4.8	12.0	26.2	31.2
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	275.5	260.2	216.3	239.8	268.4
현금및현금성자산	11.2	53.2	37.5	61.0	89.6
매출채권	73.0	50.4	43.7	43.7	43.7
재고자산	166.1	133.1	120.0	120.0	120.0
비유동자산	197.6	198.9	246.5	246.5	246.6
유형자산	141.3	145.0	139.7	139.9	140.1
무형자산	1.3	1.3	1.7	1.6	1.4
투자자산	51.4	47.4	98.0	98.0	98.0
자산총계	473.1	459.1	462.7	486.3	515.0
유동부채	29.2	28.6	21.8	21.8	21.8
매입채무	10.1	4.7	6.6	6.6	6.6
단기차입금	0.0	10.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.5	8.4	7.4	7.4	7.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	44.7	37.0	29.2	29.2	29.2
자본금	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3
자본잉여금	34.4	34.4	34.4	34.4	34.4
기타포괄이익누계액	-3.2	-3.9	-1.5	-1.5	-1.5
이익잉여금	395.1	389.5	398.6	422.2	450.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	428.4	422.1	433.5	457.1	485.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	-30.0	48.1	36.0	32.1	37.2
당기순이익(손실)	7.6	-4.8	12.0	26.2	31.2
유형자산감가상각비	5.5	6.4	6.2	5.8	5.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-45.6	42.7	15.3	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-12.0	-12.3	-39.9	-6.0	-6.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12.2	-13.5	-0.9	-6.0	-6.0
투자자산의 감소(증가)	-7.2	4.0	-50.6	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-2.3	6.9	-11.8	-2.6	-2.6
차입금증감	1.2	9.9	-9.9	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-44.3	42.0	-15.8	23.5	28.6
기초현금	55.5	11.2	53.2	37.5	61.0
기말현금	11.2	53.2	37.5	61.0	89.6
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	7,161	7,110	5,604	8,183	9,985
EPS(지배주주)	286	-179	452	988	1,178
CFPS	463	387	708	1,493	1,767
EBITDAPS	329	140	509	1,376	1,753
BPS	16,166	15,928	16,359	17,249	18,329
DPS	100	50	100	100	100
배당수익률(%)	1.0	0.7	0.9	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	35.7	-42.7	24.0	12.6	10.6
PCR	22.0	19.8	15.3	8.4	7.1
PSR	1.4	1.1	1.9	1.5	1.3
PBR	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
EBITDA	8.7	3.7	13.5	36.5	46.5
EV/EBITDA	27.4	40.3	17.7	7.1	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.8	-1.1	2.8	5.9	6.6
EBITDA이익률	4.6	2.0	9.1	16.8	17.6
부채비율	10.4	8.8	6.7	6.4	6.0
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	30.4	-20.8	35.4	184.4	244.6
매출채권회전율(x)	2.7	3.1	3.2	5.0	6.1
재고자산회전율(x)	1.3	1.3	1.2	1.8	2.2

성광벤드(014620) 고통받은 2년이 즐거움으로 더해지다

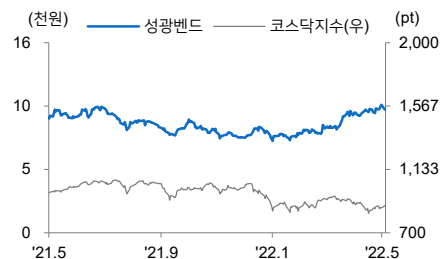
Analyst 배기연 02. 6454-6611
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가 (12개월)	13,500원
현재주가 (5월 30일)	10,100원
상승여력	33.7%
KOSPI	886.44pt
시가총액	2,889억원
발행주식수	2,860만주
유통주식비율	58.82%
외국인비중	5.50%
52주 최고/최저가	10,500원/7,530원
평균거래대금	27.6억원
주요주주(%)	
안재일 외 4 인	38.81

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.0	30.5	5.2
상대주가	6.2	42.1	16.0

주가그래프



씨클릭에서 리오프닝을 말하는 이유_고유가 및 에너지 수요 증대로 북미 Shale CAPA 확대 가능성

- 본사+자회사 피팅부문 2022~23년 수주액 2,182억원~2,593억원 예상
- 2017~21년 5개년 수주액 평균인 1,810억원 대비 급성장. 원인은 팬데믹 종료와 유가 상승
- 1) 2020년 일정이 지연됐던 287억달러 규모의 카타르 LNG 프로젝트가 2022년부터 재개,
2) Aramco Marjan, Balikpapan 프로젝트 등 중동지역 발주분위기도 재시동,
3) 국내 조선소의 연간 LNG선 인도 슬롯 60척 가정시 연간 360억원 규모의 수주는 확보
- 고유가와 LNG 수요 증대는 북미 Shale업체들의 LNG CAPA 증설의 신호탄이 될 개연성
- 북미 비중 높은 성광벤드의 수주로 이어질 가능성

본사부문만의 Valuation으로 현재 시총의 93%를 설명. 적정주가 13,500원 제시

- 하반기 원자재 가격 인상 분의 전가가 이루어지고 Stainless/Alloy 등 고수익성 피팅제품 위주의 믹스 개선을 기대
- 2023년 PBR 0.8배를 적용한 적정주가 13,500원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	188.8	9.1	9.4	328	-245.4	15,067	31.5	0.7	18.5	2.2	9.0
2020	168.2	4.3	2.8	98	-70.2	15,141	74.8	0.5	19.2	0.6	7.7
2021	117.2	-7.0	-2.0	-71	-172.2	15,017	-113.2	0.5	-48.9	-0.5	8.3
2022E	212.7	24.0	24.8	867	-1,329.0	15,688	11.6	0.6	8.0	5.6	8.0
2023E	192.6	19.3	18.0	628	-27.6	16,218	16.1	0.6	9.0	3.9	7.7

성광벤드 사업부별 실적 테이블

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022E	2023E
원/달러 환율	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,205.0	1,224.0	1,240.0	1,230.0	1,180.1	1,141.4	1,224.7	1,195.0
수주액	27.2	30.1	48.7	42.9	71.2	52.3	58.4	43.4	128.5	148.9	225.2	189.2
매출액추정	25.4	25.3	28.0	38.8	42.1	58.2	56.1	59.1	170.2	117.5	215.4	192.6
매출액	32.7	31.5	26.5	26.5	39.3	58.2	56.1	59.1	168.2	117.2	212.7	192.6
매출원가	28.0	28.0	23.9	25.3	29.9	46.0	44.1	46.3	142.1	105.2	166.4	151.4
매출원가율(%)	85.7	88.9	90.3	95.3	76.1	79.0	78.7	78.4	84.5	89.8	78.2	78.6
판관비	4.6	3.9	5.1	5.2	6.6	5.1	5.2	5.5	21.8	19.0	22.3	21.9
영업이익	0.1	-0.4	-2.6	-4.0	2.8	7.1	6.7	7.3	4.3	-6.9	24.0	19.3
영업이익률(%)	0.2	-1.3	-9.8	-15.1	7.2	12.2	12.0	12.3	2.5	-5.9	11.3	10.0
영업외손익(금융손익)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.7	0.7	1.0	1.2
이자수익	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.7	0.7	1.0	1.2
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.2	0.4	2.0	0.3	5.1	0.8	0.7	0.6	-1.7	3.9	7.1	3.2
세전이익	1.4	0.1	-0.4	-3.5	8.1	8.1	7.7	8.2	3.3	-2.4	32.1	23.6
법인세비용	0.4	0.1	0.0	-0.8	1.5	1.9	1.9	2.0	0.5	-0.3	7.3	5.7
당기순이익	1.0	0.1	-0.3	-2.7	6.6	6.1	5.9	6.2	2.8	-2.0	24.8	17.9

자료: 성광벤드, 메리츠증권 리서치센터

성광벤드 밸류에이션

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

성광벤드 별도 Valuation Table

	2020	2021	2022E	2023E
COE (%)	5.2	5.9	6.3	6.6
RiskFree (%)	0.9	1.3	1.6	2.0
Risk Premium (%)	3.6	6.1	6.1	6.1
Beta (52주)	1.2	0.8	0.8	0.8
ROE (%)	0.6	-0.5	5.6	3.9
BPS (원)	15,141	15,017	15,688	16,218
(ROE-g)/COE-g (배)	0.1	-0.1	0.9	0.6
Fair Value (원)	1,881	-1,196	14,174	9,629
Target PBR (배)				0.8
적정주가 (원)				13,148

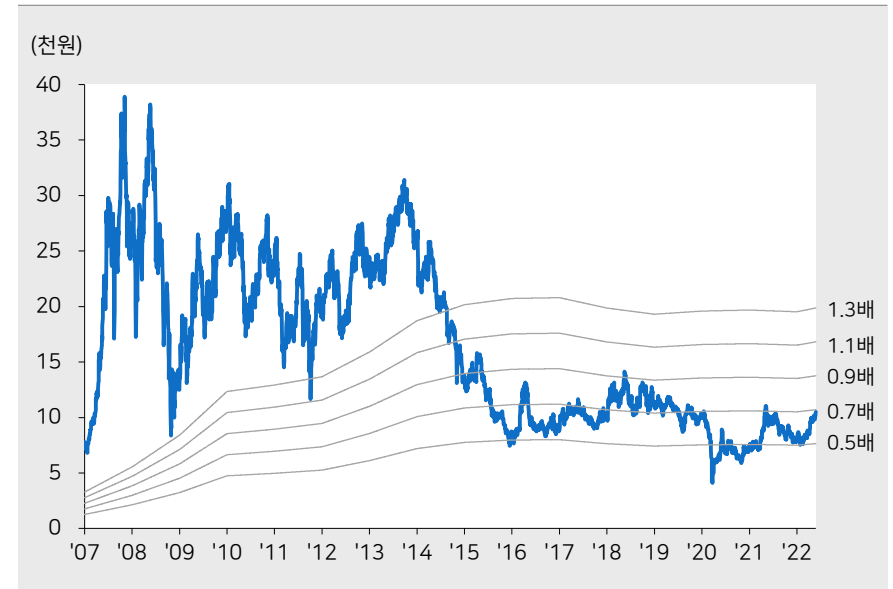
자료: 메리츠증권 리서치센터

성광벤드 연결 Valuation Table

(A) 성광벤드(별도) 시가총액_태광 멀티플 적용 (십억원)	376.0
(B) 화진피에프 시가총액_멀티플 0.4배 (십억원)	11.6
(A+B) 성광벤드(연결) 적정주가 (원)	13,553

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

성광벤드 12개월 선행 PBR 밴드차트



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

성광벤드 (014620)

2022년 하반기 전망 시리즈 7

기계/조선/운송

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	188.8	168.2	117.2	212.7	192.6
매출액증가율(%)	21.7	-10.9	-30.3	81.5	-9.5
매출원가	154.4	142.1	105.2	166.4	151.4
매출총이익	34.4	26.1	12.0	46.3	41.1
판매비와관리비	25.3	21.9	19.0	22.3	21.9
영업이익	9.1	4.3	-7.0	24.0	19.3
영업이익률(%)	4.8	2.5	-5.9	11.3	10.0
금융손익	0.8	0.7	0.7	1.0	1.2
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.8	-1.7	3.9	7.2	3.2
세전계속사업이익	12.6	3.3	-2.4	32.1	23.6
법인세비용	3.2	0.5	-0.3	7.3	5.7
당기순이익	9.4	2.8	-2.0	24.8	18.0
지배주주지분 순이익	9.4	2.8	-2.0	24.8	18.0
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	226.5	234.7	211.0	232.0	248.3
현금및현금성자산	41.2	31.9	33.0	54.0	70.4
매출채권	39.9	39.2	24.3	24.3	24.3
재고자산	118.9	121.8	125.5	125.5	125.5
비유동자산	243.4	231.9	254.1	252.5	251.3
유형자산	205.5	202.8	203.5	201.8	200.6
무형자산	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
투자자산	31.3	26.4	48.0	48.1	48.1
자산총계	469.9	466.6	465.1	484.5	499.6
유동부채	20.6	16.0	21.0	21.0	21.0
매입채무	14.1	9.8	12.3	12.3	12.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	18.3	17.6	14.6	14.8	14.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	39.0	33.6	35.6	35.8	35.8
자본금	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3
자본잉여금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
기타포괄이익누계액	-10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	422.6	424.7	421.1	440.3	455.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	430.9	433.0	429.5	448.7	463.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	16.6	0.2	10.7	16.8	21.2
당기순이익(손실)	9.4	2.8	-2.0	24.8	18.0
유형자산감가상각비	3.4	3.3	3.3	3.3	3.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-2.5	-10.1	9.6	-8.7	0.0
투자활동 현금흐름	-4.3	-5.4	-7.5	6.4	-2.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.8	-0.8	-3.3	-1.6	-2.0
투자자산의 감소(증가)	-5.3	4.9	-21.6	-0.2	0.0
재무활동 현금흐름	-2.5	-3.3	-3.1	-2.9	-2.8
차입금증감	0.1	0.0	0.0	0.2	0.0
자본의증가	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	9.3	-9.2	1.1	21.0	16.4
기초현금	31.9	41.2	31.9	33.0	54.0
기말현금	41.2	31.9	33.0	54.0	70.4
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	6,601	5,880	4,097	7,437	6,733
EPS(지배주주)	328	98	-71	867	628
CFPS	657	365	41	1,060	896
EBITDAPS	438	265	-128	953	785
BPS	15,067	15,141	15,017	15,688	16,218
DPS	100	100	100	100	100
배당수익률(%)	1.0	1.4	1.3	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	31.5	74.8	-113.2	11.6	16.1
PCR	15.7	20.0	193.7	9.5	11.3
PSR	1.6	1.2	1.9	1.4	1.5
PBR	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
EBITDA	12.5	7.6	-3.7	27.3	22.5
EV/EBITDA	18.5	19.2	-48.9	8.0	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.2	0.6	-0.5	5.6	3.9
EBITDA이익률	6.6	4.5	-3.1	12.8	11.7
부채비율	9.0	7.7	8.3	8.0	7.7
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	1,366.8	954.1	-1,804.0	517.1	380.5
매출채권회전율(x)	4.5	4.3	3.7	8.8	7.9
재고자산회전율(x)	1.6	1.4	0.9	1.7	1.5

하이록코리아(013030) 피팅산업 리레이팅

Analyst **배기연** 02. 6454-6611
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy (신규)

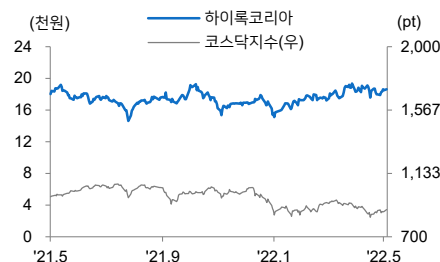
적정주가 (12개월)	27,000원
현재주가 (5월 30일)	18,600원
상승여력	45.2%

KOSPI	886.44pt
시가총액	2,532억원
발행주식수	1,361만주
유동주식비율	52.64%
외국인비중	13.35%
52주 최고/최저가	19,350원/14,600원
평균거래대금	10.7억원

주요주주(%)	
문후건 외 7 인	41.80
베어링자산운용 외 2 인	9.65

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.1	21.2	1.1
상대주가	1.0	32.0	11.5

주가그래프



용접용 피팅 뒤에는 계장용 피팅이 온다

- 2022~23년 수주액 1,629억원~1,711억원 예상
- 해양플랜트와 석유화학플랜트로부터 수주물량이 50% 이상을 차지
- 1) 2021년 국내 조선업체들의 해양플랜트 5건 수주에 따른 수익성 높은 일감이 확인될 개연성, 2) 삼성전자의 평택캠퍼스 내 세번째 생산라인(P3)으로부터 수주물량 기대, 3) 고유가에 따른 석유화학플랜트 발주 분위기 기대
- 플랜트, 발전, 조선 등 전방산업의 공정 후반에 투입되는 계장용 피팅제품 특성상 용접용 피팅제품 대비 2~3분기 시차를 두고 성장세를 확인할 전망
→ 용접용 피팅 성장성 확인되면, 계장용 피팅 성장성은 확실

PBR 1.0배 제시 피팅산업의 리레이팅을 주도할 업체. 적정주가 27,000원 제시

- 2022~23년 영업이익률 +17~18% 예상하며, 2023년 Implied PBR 1.0배로 적정주가 27,000원 제시
- 피팅산업 내 최고 수준의 수익성을 기반으로 산업 내 멀티플 리레이팅을 주도할 업체로 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	133.1	12.7	13.0	954	22.4	24,431	20.1	0.8	7.2	3.9	8.6
2020	130.1	12.8	10.1	740	-22.4	23,924	18.2	0.6	2.0	3.1	9.5
2021	139.5	18.9	19.3	1,415	91.4	24,954	11.8	0.7	2.5	5.8	8.9
2022E	162.9	28.8	23.5	1,724	21.8	26,205	10.7	0.7	1.2	6.7	8.4
2023E	171.1	30.4	24.2	1,774	2.9	27,507	10.4	0.7	0.7	6.6	8.0

하이록코리아 사업부별 실적 테이블

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022E	2023E
원/달러 환율	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,205.0	1,224.0	1,240.0	1,230.0	1,180.1	1,141.4	1,224.7	1,195.0
수주액	31.8	37.6	34.9	38.1	43.8	45.3	41.4	48.5	129.3	142.4	179.0	168.4
매출액추정	30.6	34.4	35.1	37.0	40.3	43.4	43.0	45.7	131.9	137.1	172.5	171.1
매출액	34.3	37.3	33.2	34.7	30.7	43.4	43.0	45.7	130.1	139.5	162.9	171.1
매출원가	25.8	28.3	24.3	26.1	21.8	31.7	31.5	33.1	102.3	104.4	118.2	124.6
매출원가율(%)	75.1	75.8	73.1	75.4	70.9	73.1	73.2	72.4	78.6	74.9	72.5	72.8
판관비	4.1	4.7	2.8	4.5	4.0	4.0	4.0	3.9	15.0	16.1	15.9	16.1
영업이익	4.5	4.3	6.2	4.0	4.9	7.6	7.5	8.7	12.8	18.9	28.8	30.4
영업이익률(%)	13.0	11.5	18.5	11.5	16.1	17.6	17.5	19.1	9.8	13.6	17.7	17.8
영업외손익(금융손익)	2.2	0.4	2.2	1.6	1.5	0.0	0.0	0.0	-2.6	6.4	1.5	0.0
이자수익	0.0	0.0	0.0	1.6	1.6	0.0	0.0	0.0	1.9	1.6	1.6	0.0
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	3.1	0.4	0.7	1.4
세전이익	6.6	4.9	8.6	5.7	6.5	7.9	7.7	8.9	13.3	25.7	31.1	31.8
법인세비용	1.5	1.6	2.2	1.2	1.7	1.9	1.9	2.1	3.3	6.4	7.6	7.6
당기순이익	5.1	3.3	6.4	4.4	4.8	6.0	5.9	6.8	10.1	19.3	23.5	24.2

자료: 하이록코리아, 메리츠증권 리서치센터

하이록코리아 밸류에이션

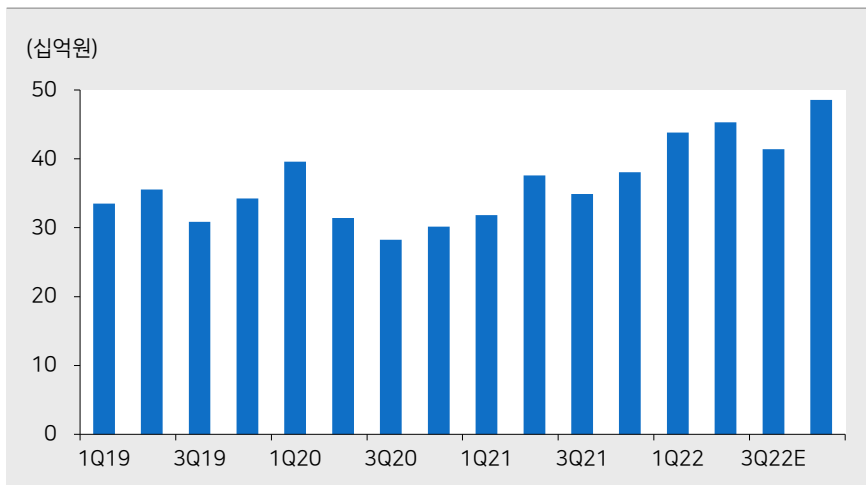
2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

하이록코리아 별도 Valuation Table

	2020	2021	2022E	2023E
COE (%)	5.5	6.1	6.5	6.8
RiskFree (%)	0.9	1.3	1.6	2.0
Risk Premium (%)	3.6	6.1	6.1	6.1
Beta(52주)	1.3	0.8	0.8	0.8
ROE (%)	3.1	5.8	6.7	6.6
BPS (원)	23,924	24,954	26,205	27,507
(ROE-g) / (COE-g) (배)	0.6	1.0	1.0	1.0
Fair Value (원)	13,247	23,764	27,355	26,608
Target PBR (배)				1.0
적정주가 (원)				26,608

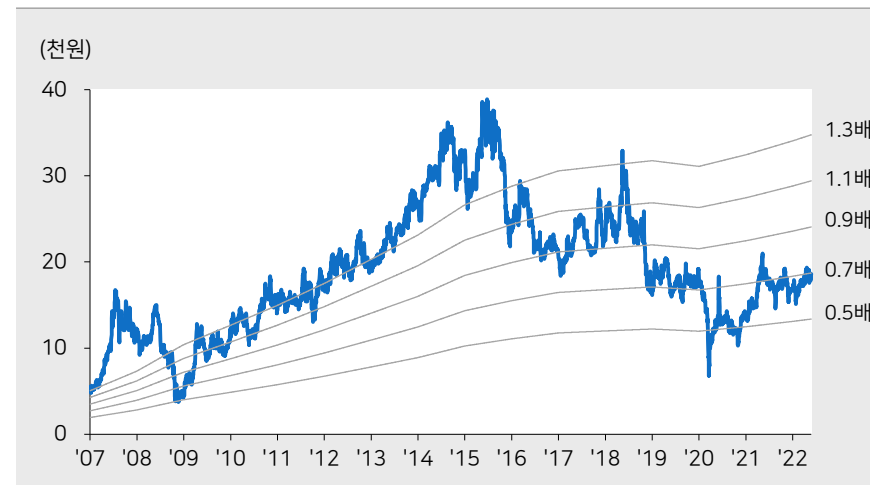
자료: 메리츠증권 리서치센터

하이록코리아 분기별 주주액 추이



자료: 하이록코리아, 메리츠증권 리서치센터

하이록코리아 PBR 밴트 차트



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

하이록코리아 (013030)

2022년 하반기 전망 시리즈 7

기계/조선/운송

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	133.1	130.1	139.5	162.9	171.1
매출액증가율(%)	13.9	-2.3	7.2	16.8	5.0
매출원가	105.8	102.3	104.4	118.2	124.6
매출총이익	27.4	27.8	35.0	44.8	46.5
판매비와관리비	14.7	15.0	16.1	15.9	16.1
영업이익	12.7	12.8	18.9	28.8	30.4
영업이익률(%)	9.6	9.8	13.6	17.7	17.8
금융손익	4.1	-2.6	6.4	1.5	0.0
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	3.1	0.4	0.7	1.4
세전계속사업이익	17.3	13.3	25.7	31.1	31.8
법인세비용	4.3	3.3	6.5	7.6	7.6
당기순이익	13.0	10.1	19.3	23.5	24.2
지배주주지분 순이익	13.0	10.1	19.3	23.5	24.2

Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	244.8	254.3	269.3	298.4	323.4
현금및현금성자산	20.3	33.6	60.9	90.1	115.0
매출채권	46.2	40.2	40.8	40.8	40.8
재고자산	62.4	64.5	57.8	57.8	57.8
비유동자산	116.3	102.2	100.6	88.4	81.2
유형자산	75.1	71.5	70.1	57.9	50.7
무형자산	5.8	6.1	6.4	6.4	6.4
투자자산	19.0	6.7	6.7	6.7	6.7
자산총계	361.0	356.5	369.8	386.8	404.6
유동부채	18.2	18.9	19.8	19.8	19.8
매입채무	6.1	5.9	4.9	4.9	4.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	10.3	11.9	10.4	10.4	10.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	28.5	30.8	30.1	30.1	30.1
자본금	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	301.9	305.0	319.0	336.0	353.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	332.6	325.7	339.7	356.7	374.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	21.0	20.8	28.1	39.7	35.3
당기순이익(손실)	13.0	10.1	19.3	23.5	24.2
유형자산감가상각비	4.9	4.7	4.5	16.2	11.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-2.2	1.2	0.7	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-22.4	10.5	4.7	-4.0	-4.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2.4	-1.8	-2.8	-4.0	-4.0
투자자산의 감소(증가)	0.9	12.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-6.8	-16.7	-6.4	-6.4	-6.4
차입금증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-7.9	13.3	27.4	29.2	24.9
기초현금	28.2	20.3	33.6	60.9	90.2
기말현금	20.3	33.6	60.9	90.2	115.0

Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	9,780	9,558	10,246	11,968	12,567
EPS(지배주주)	954	740	1,415	1,724	1,774
CFPS	1,634	1,594	2,178	3,471	3,154
EBITDAPS	1,294	1,285	1,721	3,309	3,053
BPS	24,431	23,924	24,954	26,205	27,507
DPS	500	500	500	500	500
배당수익률(%)	2.6	3.7	3.0	2.7	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	20.1	18.2	11.8	10.7	10.4
PCR	11.8	8.4	7.7	5.3	5.9
PSR	2.0	1.4	1.6	1.5	1.5
PBR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
EBITDA	17.6	17.5	23.4	45.0	41.6
EV/EBITDA	7.2	2.0	2.5	1.2	0.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.9	3.1	5.8	6.7	6.6
EBITDA이익률	13.2	13.4	16.8	27.6	24.3
부채비율	8.6	9.5	8.9	8.4	8.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)	2.8	3.0	3.4	4.0	4.2
재고자산회전율(x)	2.2	2.1	2.3	2.8	3.0

현대중공업(329180) 후판이라는 파도 뒤 빛을 보자

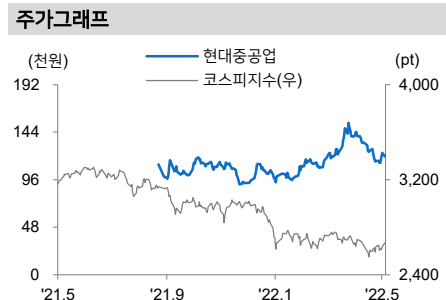
Analyst 배기연 02. 6454-6611
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가 (12개월)	150,000원
현재주가 (5월 30일)	119,500원
상승여력	25.5%
KOSPI	2,669.66pt
시가총액	106,084억원
발행주식수	8,877만주
유동주식비율	18.04%
외국인비중	5.83%
52주 최고/최저가	153,500원/91,500원
평균거래대금	427.4억원

주요주주(%)	
한국조선해양 외 1 인	78.02
국민연금공단	6.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.6	12.2	0.0
상대주가	-13.8	19.3	0.0



2021년 72척 수주, 2022~23년 112척 수주 예상

- VLCC 10척, 1만TEU급 전후 컨테이너선 20척, 대형 LNG선 15척, 대형 LPG선 5척 등 연 평균 56척의 수주 예상
- 2023년 BEP, 2024년 흑자 전환 예상
 - 국내 조선소들의 인도기준 슬롯의 포화가 선가 협상력 증대로 이어질 개연성
 - 유조선 운임 턴어라운드 및 발주 재개
 - 적자 발생으로 추정하는 NASR 2 해양 공사의 종료

후판 가격 인상에 대한 리스크가 2024년의 턴어라운드를 안보이게 가려준다면 그것은 바로 기회

- 원재료 가격 인상으로 후판 가격은 톤 당 100~110만원 +α로 책정될 수 있다는 걱정이 부각되는 상황
- 단, 상승한 신조선가가 인식되는 시차는 대형 선박의 건조공기를 감안한 2024년에 반영될 전망
 - 2022년 ROE -3.3% vs 2024년 ROE +10.5%
 - 2003~08년 Super Cycle 당시 ROE는 +40.4%까지 치솟은 바 있는 점 감안하면 Up Cycle 구간에서 +10%대 상회하는 ROE는 가시권

2024년 Implied PBR 2.2배 적용한 적정주가 150,000원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	5,456.7	129.5	-89.0	-2,164		79,450	0.0	0.0	8.8	-1.6	146.7
2020	8,312.0	32.5	-431.5	-6,096	181.7	75,746	0.0	0.0	9.6	-7.9	157.4
2021	8,311.3	-800.3	-814.2	-10,665	74.9	63,015	-8.9	1.5	-17.5	-14.9	169.5
2022E	9,119.7	-255.9	-181.9	-2,049	-80.8	61,335	-58.3	1.9	-938.6	-3.3	174.6
2023E	9,935.0	76.3	9.0	101	-104.9	61,436	1,185.5	1.9	38.5	0.2	154.8

현대중공업 핵심 지표 및 밸류에이션

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

연간 수주/인도/매출액 추정 테이블

(척)		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
연간 수주량	Tanker	10	12	6	10	10	10
	Container	5	6	27	20	20	20
	LNGC	11	9	18	15	15	15
	LPGC	12	3	15	5	5	5
	기타	0	0	6	6	6	6
	선박총계	38	30	72	56	56	56
연간 인도량	Tanker	18	9	7	19	7	6
	Container	8	5	13	7	14	21
	LNGC	5	8	11	9	9	14
	LPGC	6	7	11	6	11	0
	기타	4	5	2	1	0	1
	선박총계	41	34	44	42	44	44
(백만달러)		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액 (추정)	Tanker	1,197.0	655.5	919.5	1,284.3	681.3	852.3
	Container	741.2	919.8	1,193.0	1,174.3	2,033.9	2,899.8
	LNGC	1,170.0	1,664.8	1,870.8	1,790.1	2,160.9	3,074.7
	LPGC	450.8	610.6	639.0	533.0	529.3	194.5
	기타	1,781.3	1,129.7	900.7	782.8	872.1	942.3
총 연매출액		5,340.3	4,980.4	5,523.0	5,564.5	6,277.4	7,963.6
원/달러		1,165.7	1,180.1	1,144.4	1,232.0	1,195.0	1,195.0
연간 매출액(십억원)		6,224.9	5,877.1	6,320.6	6,855.4	7,501.5	9,516.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

현대중공업 Implied PBR Valuation

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
COE (%)	2.7	4.2	4.6	5.0	5.0
RiskFree (%)	0.9	1.3	1.6	2.0	2.0
Risk Premium (%)	3.6	6.1	6.1	6.1	6.1
Beta (52주)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	-7.9	-14.9	-3.3	0.2	10.5
BPS (원)	75,746.1	63,014.9	61,335.3	61,436.1	68,259.8
(ROE-g)/(COE-g) (배)	-2.9	-3.5	-0.7	0.0	2.2
Fair Value (원)					150,172
Target PBR (배)					2.2
적정주가(원)					150,172

자료: 메리츠증권 리서치센터

현대중공업 (329180)

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,456.7	8,312.0	8,311.3	9,119.7	9,935.0
매출액증가율(%)		52.3	-0.0	9.7	8.9
매출원가	5,040.2	7,837.9	8,520.5	9,207.6	9,935.0
매출총이익	416.4	474.1	-209.2	-87.8	0.0
판매비와관리비	287.0	441.6	591.1	168.1	-76.3
영업이익	129.5	32.5	-800.3	-255.9	76.3
영업이익률(%)	2.4	0.4	-9.6	-2.8	0.8
금융손익	31.1	-18.4	-485.7	-84.2	-68.1
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	-0.7	-0.5	-0.5
기타영업외손익	-264.0	-554.2	175.1	103.9	25.6
세전계속사업이익	-103.5	-540.1	-1,111.5	-236.7	33.3
법인세비용	-14.6	-108.7	-297.2	-54.8	24.3
당기순이익	-89.0	-431.5	-814.2	-181.9	9.0
지배주주지분 순이익	-89.0	-431.5	-814.2	-181.9	9.0
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	7,085.2	6,999.4	7,886.1	7,656.3	6,676.1
현금및현금성자산	993.6	1,314.8	2,137.4	1,826.2	1,891.2
매출채권	1,161.8	754.2	852.2	864.3	709.4
재고자산	816.5	779.0	898.7	911.4	748.0
비유동자산	6,784.3	6,800.3	7,192.6	7,297.5	7,222.1
유형자산	6,097.5	6,020.3	5,986.3	6,007.5	5,973.9
무형자산	58.2	65.0	79.5	75.2	68.3
투자자산	105.7	79.7	201.9	204.6	169.6
자산총계	13,869.5	13,799.7	15,078.7	14,953.8	13,898.2
유동부채	5,914.3	5,976.9	7,048.6	7,394.8	6,387.4
매입채무	1,040.2	947.1	1,180.1	1,196.8	982.3
단기차입금	1,720.5	761.8	661.5	725.9	725.9
유동성장기부채	300.0	1,745.5	845.2	1,048.6	1,048.6
비유동부채	2,332.3	2,462.0	2,436.0	2,114.0	2,057.0
사채	371.8	252.2	536.3	844.8	844.8
장기차입금	1,510.2	1,787.2	1,422.7	781.4	781.4
부채총계	8,246.6	8,438.9	9,484.7	9,508.9	8,444.3
자본금	353.9	353.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	4,639.9	4,639.9	3,118.4	3,118.4	3,118.4
기타포괄이익누계액	735.4	873.5	881.5	881.5	881.5
이익잉여금	-104.9	-505.1	1,151.7	1,002.8	1,011.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,622.9	5,360.8	5,594.0	5,444.9	5,453.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	-585.2	-200.0	762.1	46.1	211.4
당기순이익(손실)	-89.0	-431.5	-814.2	-181.9	9.0
유형자산감가상각비	145.2	249.7	236.3	235.3	233.6
무형자산상각비	5.0	2.7	3.1	7.5	6.9
운전자본의 증감	-818.2	-272.0	1,464.6	68.4	-38.0
투자활동 현금흐름	178.2	-201.0	151.7	-203.3	-117.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-159.4	-226.3	-244.0	-241.8	-200.0
투자자산의 감소(증가)	-105.7	26.0	-122.8	-2.8	35.0
재무활동 현금흐름	204.7	730.2	-92.6	-154.0	-29.1
차입금증감	4,119.2	658.4	-988.4	-56.4	-29.1
자본의증가	4,993.8	0.0	-1,431.6	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-205.3	321.2	822.6	-311.2	64.9
기초현금	1,198.9	993.6	1,314.8	2,137.4	1,826.2
기말현금	993.6	1,314.8	2,137.4	1,826.2	1,891.2
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	132,744	117,446	108,864	102,731	111,915
EPS(지배주주)	-2,164	-6,096	-10,665	-2,049	101
CFPS	6,347	2,823	-7,986	555	3,851
EBITDAPS	6,803	4,024	-7,347	-147	3,569
BPS	79,450	75,746	63,015	61,335	61,436
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	-8.9	-58.3	1,185.5
PCR	0.0	0.0	-11.9	215.2	31.0
PSR	0.0	0.0	0.9	1.2	1.1
PBR	0.0	0.0	1.5	1.9	1.9
EBITDA	279.7	284.8	-560.9	-13.1	316.8
EV/EBITDA	8.8	9.6	-17.5	-938.6	38.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.6	-7.9	-14.9	-3.3	0.2
EBITDA이익률	5.1	3.4	-6.7	-0.1	3.2
부채비율	146.7	157.4	169.5	174.6	154.8
금융비용부담률	1.5	1.9	1.5	1.0	1.0
이자보상배율(x)	1.6	0.2	-6.4	-2.7	0.8
매출채권회전율(x)	4.7	8.7	10.3	10.6	12.6
재고자산회전율(x)	6.7	10.4	9.9	10.1	12.0

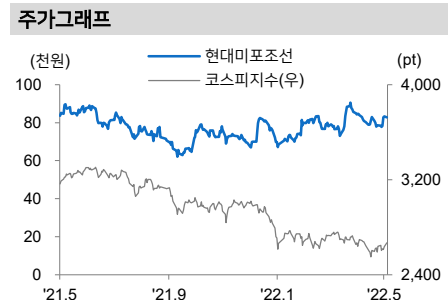
현대미포조선(010620) 조선 시황 개선의 바로미터

Analyst 배기연 02. 6454-6611
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가 (12개월)	100,000원
현재주가 (5월 30일)	82,700원
상승여력	20.9%
KOSPI	2,669.66pt
시가총액	33,032억원
발행주식수	3,994만주
유동주식비율	56.89%
외국인비중	11.73%
52주 최고/최저가	90,500원/62,100원
평균거래대금	219.2억원
주요주주(%)	
한국조선해양 외 5 인	42.86
국민연금공단	10.54

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.4	19.9	-2.8
상대주가	-0.5	27.5	16.1



2021년 85척 수주, 2022~23년 102척 수주 예상

- P/C 20척, 소형 컨테이너선 13척, LPG선 10척, Ro-Pax 6척 등 연 평균 51척의 수주 예상
- 대형 조선소 대비 짧은 공기로 인해 선가 인상 효과의 실적 반영 시점 앞당김
 - 2023년 흑자전환을 입증하며 조선소들의 수익성 턴어라운드를 가장 먼저 입증할 업체
 - Pure 조선소로서 해양/플랜트발 손실 발생 가능성 0

LNG-BV 등 고부가가치 선박 시장의 개화

- LNG-BV(벙커링선)의 수주 현황은 2021년 2척, 2020년 無, 2019년 1척 등
 - LNG 연료 확대에 의한 신조계약의 본격화 되면 수익성 추가 개선 기대
- 2022년 ROE +2.3% vs 2024년 ROE +10.8%
 - 2003~08년 Super Cycle 당시 ROE는 +38.7%까지 치솟은 바 있는 점 감안하면 Up Cycle 구간에서 +10%대 상회하는 ROE는 가시권

2024년 Implied PBR 1.4배 적용한 적정주가 100,000원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,994.1	92.6	53.3	1,333	-49.3	58,022	34.5	0.8	11.8	2.3	43.6
2020	2,792.0	36.7	-19.5	-488	-120.0	58,248	-98.4	0.8	17.2	-0.8	52.0
2021	2,887.2	-217.3	-159.7	-3,998	1,205.7	54,170	-17.5	1.3	-15.7	-7.1	75.9
2022E	2,951.6	-11.6	50.2	1,257	-130.0	55,551	65.8	1.5	64.9	2.3	70.3
2023E	3,317.8	200.2	217.2	5,438	332.6	60,989	15.2	1.4	11.0	9.3	88.3

현대미포조선 핵심 지표 및 밸류에이션

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

연간 수주/인도/매출액 추정 테이블

(척)		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
연간 수주량	Products	33	34	16	20	20	20
	Container	13	1	39	13	13	13
	LNGC	0	0	1	1	1	1
	LGBV	1	0	2	1	1	1
	LPGC	5	12	19	10	10	10
	Ro-Pax	3	2	8	6	6	6
	선박총계	55	49	85	51	51	51
연간 인도량	Products	33	31	34	29	9	20
	Container	13	20	4	17	36	30
	LNGC	0	0	1	0	1	1
	LGBV	0	0	0	1	2	1
	LPGC	5	2	4	12	19	12
	Ro-Pax	4	1	2	3	3	6
	선박총계	56	54	45	62	70	70
(백만달러)		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액 (추정)	Products	1,270.5	1,285.4	1,047.2	961.0	566.1	938.4
	Container	358.9	354.6	497.6	440.7	849.5	845.8
	LNGC	0.0	0.0	77.0	30.8	81.6	93.2
	LGBV	28.0	0.0	56.0	70.0	116.2	84.7
	LPGC	257.4	309.5	504.5	558.4	792.0	667.3
	Ro-Pax	240.2	98.1	314.6	310.9	346.1	551.0
총 연매출액		2,568.6	2,366.0	2,522.9	2,395.8	2,776.4	3,205.1
원/달러		1,165.7	1,180.1	1,144.4	1,232.0	1,195.0	1,195.0
연간 매출액(십억원)		2,994.1	2,792.0	2,887.2	2,951.6	3,317.8	3,830.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선 Implied PBR Valuation

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
COE(%)	6.3	7.8	8.2	8.1	7.5
RiskFree(%)	0.9	1.3	1.6	2.0	2.0
Risk Premium(%)	3.6	6.1	6.1	6.1	6.1
Beta(52주)	1.5	1.1	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	-0.8	-7.1	2.3	9.3	10.8
BPS(원)	58,248.1	54,170.1	55,551.2	60,988.9	67,926.5
(ROE-g)/COE-g)	-0.1	-0.9	0.3	1.2	1.4
Fair Value (원)					97,609
Target PBR (배)					1.4
적정주가(원)					97,609

자료: 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선 (010620)

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,994.1	2,792.0	2,887.2	2,951.6	3,317.8
매출액증가율(%)	24.6	-6.7	3.4	2.2	12.4
매출원가	2,803.1	2,660.6	3,008.2	2,778.2	2,986.0
매출총이익	191.0	131.4	-121.0	173.4	331.8
판매비와관리비	98.3	94.7	96.3	185.0	131.6
영업이익	92.6	36.7	-217.3	-11.6	200.2
영업이익률(%)	3.1	1.3	-7.5	-0.4	6.0
금융손익	-43.0	2.7	-71.2	-9.9	5.1
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	35.9	-59.5	78.8	88.5	71.8
세전계속사업이익	85.6	-20.1	-209.8	67.0	277.2
법인세비용	24.4	-7.9	-49.7	19.0	69.3
당기순이익	61.2	-12.3	-160.1	48.1	207.9
지배주주지분 순이익	53.3	-19.5	-159.7	50.2	217.2
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,744.8	1,879.2	2,046.7	1,968.0	2,733.3
현금및현금성자산	199.8	532.7	400.4	456.2	557.1
매출채권	71.8	120.7	20.8	19.1	27.5
재고자산	166.3	148.6	265.5	243.8	351.0
비유동자산	1,635.8	1,719.8	1,831.6	1,871.5	1,904.6
유형자산	1,528.6	1,613.7	1,636.4	1,668.6	1,688.5
무형자산	2.7	1.9	1.8	2.3	2.1
투자자산	14.8	20.0	46.3	44.3	57.8
자산총계	3,380.6	3,599.0	3,878.3	3,839.5	4,637.9
유동부채	1,001.6	1,191.0	1,612.0	1,527.0	2,109.3
매입채무	214.5	188.4	328.3	301.5	434.0
단기차입금	229.8	224.9	169.2	202.0	202.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	25.1	40.5	62.0	57.9	66.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,026.7	1,231.6	1,674.0	1,584.9	2,175.4
자본금	199.7	199.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3
기타포괄이익누계액	232.7	282.8	289.2	290.8	290.8
이익잉여금	1,843.6	1,802.6	1,633.4	1,686.9	1,904.1
비지배주주지분	36.5	40.9	40.6	35.7	26.4
자본총계	2,354.0	2,367.5	2,204.3	2,254.6	2,462.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	-72.4	256.0	69.6	111.9	237.4
당기순이익(손실)	61.2	-12.3	-160.1	48.1	207.9
유형자산감가상각비	52.7	55.9	55.4	58.1	60.1
무형자산상각비	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2
운전자본의 증감	-214.6	168.8	231.3	7.4	-30.6
투자활동 현금흐름	76.7	82.6	-133.3	-62.4	-155.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-82.5	-82.2	-62.9	-85.8	-80.0
투자자산의 감소(증가)	6.2	-5.3	-26.3	2.0	-13.4
재무활동 현금흐름	-85.2	-3.2	-70.6	5.7	19.3
차입금증감	-39.0	6.2	-15.9	26.5	19.3
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-80.6	332.9	-132.4	55.8	100.9
기초현금	280.5	199.8	532.7	400.4	456.2
기말현금	199.8	532.7	400.4	456.2	557.1
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	74,961	69,901	72,285	73,896	83,064
EPS(지배주주)	1,333	-488	-3,998	1,257	5,438
CFPS	3,592	2,182	-4,193	3,266	8,320
EBITDAPS	3,648	2,324	-4,051	1,168	6,523
BPS	58,022	58,248	54,170	55,551	60,989
DPS	350	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	34.5	-98.4	-17.5	65.8	15.2
PCR	12.8	22.0	-16.7	25.3	9.9
PSR	0.6	0.7	1.0	1.1	1.0
PBR	0.8	0.8	1.3	1.5	1.4
EBITDA	145.7	92.8	-161.8	46.6	260.5
EV/EBITDA	11.8	17.2	-15.7	64.9	11.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	-0.8	-7.1	2.3	9.3
EBITDA이익률	4.9	3.3	-5.6	1.6	7.9
부채비율	43.6	52.0	75.9	70.3	88.3
금융비용부담률	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	9.6	5.2	-62.2	-3.6	60.3
매출채권회전율(x)	59.2	29.0	40.8	147.8	142.3
재고자산회전율(x)	18.3	17.7	13.9	11.6	11.2

CJ대한통운(000120) 우상향

Analyst 배기연 02. 6454-6611
kiyeon.bae@meritz.co.kr

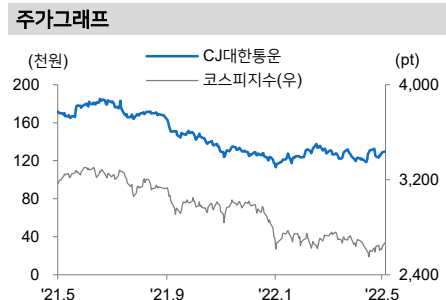
Buy

적정주가 (12개월)	170,000원
현재주가 (5월 30일)	129,500원
상승여력	31.3%

KOSPI	2,669.66pt
시가총액	29,542억원
발행주식수	2,281만주
유동주식비율	47.26%
외국인비중	18.50%
52주 최고/최저가	185,000원/113,000원
평균거래대금	63.4억원

주요주주(%)	
CJ제일제당 외 2 인	40.17
국민연금공단	8.14

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.3	4.4	-23.8
상대주가	6.3	11.1	-9.0



2022년 하반기부터 우상향 기조 강화

- 택배사업부: M/S 회복세 확인 + 판가 인상 온기 반영 → 2022년 영업이익 2,500억원(+34.3% YoY)
 - M/S: 1Q22 44.6% → 4Q22: 48~49% 회복 예상
 - 2022년 판가 인상 계획은 박스당 100원. 1분기까지 60원 인상만 반영된 상황
- CL사업부: 2020~21년 팬데믹을 거친 후 공급망 정상화 수순 → 2022년 영업이익 1,273억원(+18.8% YoY)
 - 2022년 영업이익률은 +4.6%
- 글로벌사업부: 미국, 인도, 베트남 시장 외형 성장 + 디레버리징 완료 → 2022년 영업이익 801억원(+86.2% YoY)
 - 2022년 1분기 글로벌 택배사업부(태국/말레이시아) 철수 완료하면서 1년만에 글로벌사업부 디레버리징 종료

증익의 행진이 지속될 전망

- 2013년 이후 시작된 영업이익 성장세(CAGR +10.9%)는 2022~23년 +35.4%, +25.8%로 강화
 - 운송섹터 내 최선호주 적정주가는 170,000원 제시
- 1) 택배사업부 일회성 부진 종료, 2) 디레버리징 종료와 함께 일회성 비용 걱정 완화
 - 월별 확인되는 국내 택배사업부 M/S의 회복을 입증하면 모멘텀 발생 가능

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	10,415.1	307.2	39.7	1,742	-23.6	131,146	89.0	1.2	9.5	1.4	149.2
2020	10,781.1	325.3	123.0	5,393	180.3	146,331	30.7	1.1	9.0	3.9	138.7
2021	11,343.7	343.9	54.7	2,400	11.0	156,296	52.5	0.8	7.1	1.6	123.9
2022E	12,028.2	465.7	186.2	8,163	31.7	164,205	15.9	0.8	5.7	5.1	122.4
2023E	13,186.0	585.6	242.4	10,625	29.2	174,830	12.2	0.7	4.2	6.3	139.3

CJ대한통운 사업부별 실적 테이블

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
환율(원/달러)	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,205.0	1,224.0	1,240.0	1,230.0	1,210.0	1,200.0	1,190.0	1,180.0	1,180.1	1,141.4	1,224.7	1,195.0
총 매출액	2,692.6	2,747.2	2,846.5	3,057.3	2,857.0	2,978.7	3,070.8	3,121.7	3,156.3	3,256.9	3,325.0	3,447.8	10,781.1	11,343.7	12,028.2	13,186.0
(1) 택배 사업부	836.9	875.2	905.4	983.9	846.6	1,095.7	1,106.7	1,242.1	1,246.1	1,302.7	1,286.4	1,405.4	3,156.4	3,601.5	4,291.2	5,240.5
택배판가(원)	1,999.0	2,132.0	2,193.0	2,226.0	2,290.9	2,310.9	2,310.9	2,310.9	2,375.0	2,375.0	2,375.0	2,375.0	1,960.3	2,137.5	2,305.9	2,375.0
택배물량(백만박스)	436.0	431.0	431.0	458.0	390.7	493.9	498.9	559.9	546.5	571.3	564.2	616.4	1,689.1	1,756.0	1,943.4	2,298.4
M/S(%)	50.3	48.0	47.8	47.5	44.6	48.4	48.9	49.3	49.8	50.9	50.3	49.3	50.1	48.4	47.8	50.1
택배시장 물량(백만박스)	867.0	897.0	901.0	964.0	876.0	1,020.0	1,020.5	1,134.8	1,098.4	1,121.6	1,122.2	1,249.3	3,373.7	3,629.0	4,051.3	4,591.5
OPM	2.0	6.0	6.9	5.6	3.3	7.2	7.0	5.3	4.6	7.8	7.5	7.2	4.7	5.2	5.8	6.8
(2) CL(Contract Logistics) 사업부	640.0	677.7	664.0	691.6	646.9	701.9	687.7	732.1	670.0	726.9	712.2	758.2	2,567.0	2,673.3	2,768.6	2,867.3
OPM	3.7	3.7	4.3	4.3	4.6	4.6	4.5	4.8	4.2	4.6	4.5	4.8	4.5	4.0	4.6	4.5
(3) 글로벌(포워딩+해외CL) 사업부	1,120.2	1,047.4	1,113.5	1,190.0	1,242.8	1,017.5	1,113.6	984.7	1,077.9	1,070.5	1,169.2	1,129.6	4,385.1	4,471.0	4,358.7	4,447.3
글로벌패밀리社	732.1	565.2	620.9	693.2	717.1	601.2	689.5	556.3	646.4	628.9	721.5	686.0	2,913.4	2,611.4	2,564.1	2,682.8
Darcl(인도)	131.1	115.6	137.9	156.9	171.0	129.0	162.8	127.4	164.2	137.6	173.7	154.2	419.8	541.5	590.2	629.8
Gemadept(베트남)	34.0	39.0	38.3	53.0	42.5	41.9	46.1	45.1	38.7	44.8	49.3	54.9	127.8	164.3	175.6	187.6
CJL-A(구 DSC)	208.6	215.1	257.5	284.2	280.3	231.8	257.6	220.8	248.8	237.8	264.3	265.3	858.6	965.4	990.5	1,016.3
OPM	0.9	1.1	0.9	1.0	1.4	1.7	2.0	2.3	2.2	1.7	2.0	2.3	1.0	1.0	1.8	2.0
(4) 건설 사업부	95.5	147.0	163.6	191.8	117.4	163.7	162.8	162.7	162.3	156.9	157.2	154.6	672.6	597.8	606.6	630.9
OPM	-2.2	0.9	3.1	3.8	0.7	1.5	1.3	1.9	2.0	1.8	1.5	1.7	2.9	1.9	1.4	1.8
영업비용	2,644.5	2,656.7	2,741.1	2,957.5	2,781.3	2,847.7	2,938.1	2,995.4	3,043.3	3,101.6	3,171.1	3,284.4	10,455.8	10,999.8	11,562.6	12,600.4
물류비	1,859.1	1,822.3	1,906.6	2,069.3	1,970.3	1,998.4	2,106.0	2,127.5	2,242.9	2,247.4	2,315.1	2,374.0	7,168.9	7,657.3	8,202.2	9,044.7
인건비	252.8	250.5	265.7	278.0	260.4	258.0	273.7	286.3	268.2	265.8	281.9	294.9	975.5	1,047.0	1,078.4	1,110.8
감가상각비	116.7	116.7	116.7	116.7	114.0	108.4	103.2	98.2	106.0	113.3	120.3	127.0	423.8	466.6	531.2	586.8
기타	415.9	467.2	452.2	493.6	436.6	482.9	455.3	483.4	426.2	475.0	453.7	488.5	1,887.5	1,828.9	1,858.2	1,858.2
영업이익	48.1	90.6	105.3	99.8	75.7	131.0	132.7	126.3	112.9	155.3	153.9	163.4	325.3	343.9	465.7	585.6
영업이익률(%)	1.8	3.3	3.7	3.3	2.6	4.4	4.3	4.0	3.6	4.8	4.6	4.7	3.0	3.0	3.9	4.4
영업외손익(금융손익)	-24.6	-24.7	-38.9	-44.2	-22.6	-41.2	-39.9	-39.5	-41.2	-43.2	-44.1	-45.9	-125.9	-132.5	-143.2	-174.5
지분법손익	2.2	0.3	3.5	11.2	4.7	4.4	4.8	5.7	6.2	5.1	5.2	5.4	6.7	17.1	19.5	21.9
기타영업외손익	-0.5	32.6	-13.8	-7.7	-10.3	0.1	0.2	-6.3	-4.8	-4.2	-3.0	-3.6	-3.8	10.6	-16.4	-15.7
세전이익	25.3	98.8	56.0	59.1	47.5	94.3	97.7	86.2	73.0	113.0	112.0	119.3	202.3	239.2	325.6	417.3
법인세비용	6.6	49.4	16.5	8.4	15.9	39.3	39.6	22.4	24.5	47.1	45.3	31.0	59.7	80.9	117.2	148.0
당기순이익	18.6	49.4	39.5	50.7	31.5	55.0	58.1	63.8	48.5	65.9	66.7	88.3	142.6	158.3	208.4	269.3
지배주주순이익	12.8	-51.8	36.8	56.9	27.0	49.5	52.3	57.4	43.7	59.3	60.0	79.4	123.0	54.7	186.2	242.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

CJ대한통운 밸류에이션

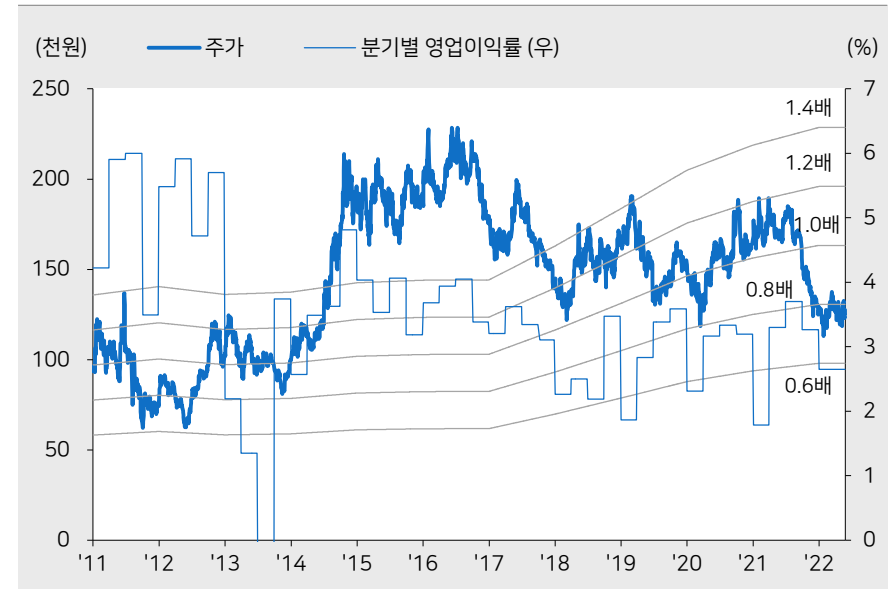
2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

CJ대한통운 Implied PBR 밸류에이션 테이블

	2020	2021	2022E	2023E
COE (%)	2.5	5.7	6.1	6.5
RiskFree (%)	0.9	1.3	1.6	2.0
Risk Premium (%)	3.6	6.1	6.1	6.1
Beta (52주)	0.5	0.7	0.7	0.7
ROE (%)	3.9	1.6	5.1	6.3
BPS (원)	146,331	156,296	164,205	174,830
(ROE-g)/(COE-g) (배)	1.5	0.3	0.8	1.0
Fair Value (원)				169,153
Target PBR (배)				1.0
적정주가 (원)				169,153

자료: 메리츠증권 리서치센터

CJ대한통운 12개월 선행 PBR 밴드차트



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

CJ대한통운 (000120)

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	10,415.1	10,781.1	11,343.7	12,028.2	13,186.0
매출액증가율(%)	13.0	3.5	5.2	6.0	9.6
매출원가	9,442.5	9,780.0	10,272.3	10,783.6	11,796.4
매출총이익	972.6	1,001.2	1,071.3	1,244.6	1,389.7
판매비와관리비	665.4	675.8	727.5	779.0	804.1
영업이익	307.2	325.3	343.9	465.7	585.6
영업이익률(%)	2.9	3.0	3.0	3.9	4.4
금융손익	-125.6	-125.9	-132.5	-143.2	-174.5
종속/관계기업관련손익	3.9	6.7	17.1	19.6	21.9
기타영업외손익	-91.6	-3.8	10.6	-16.4	-15.7
세전계속사업이익	93.8	202.3	239.2	325.6	417.3
법인세비용	42.9	59.7	80.9	117.2	148.0
당기순이익	50.9	142.6	158.3	208.4	269.3
지배주주지분 순이익	39.7	123.0	54.7	186.2	242.4
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	2,322.2	2,538.6	2,348.2	2,586.7	3,717.3
현금및현금성자산	220.9	387.6	229.5	423.3	1,329.5
매출채권	1,377.2	1,420.5	1,371.1	1,400.0	1,546.2
재고자산	22.9	25.3	25.1	25.7	28.3
비유동자산	6,787.8	7,105.0	6,645.7	6,792.7	7,020.2
유형자산	3,519.0	3,496.2	3,312.1	3,456.0	3,696.0
무형자산	1,673.3	1,636.7	1,192.0	1,158.7	1,121.5
투자자산	204.8	523.0	705.5	674.1	698.8
자산총계	9,110.0	9,643.5	8,993.9	9,379.3	10,737.5
유동부채	2,508.7	2,807.6	2,448.9	2,698.3	2,890.3
매입채무	867.6	897.5	826.1	843.5	931.7
단기차입금	272.6	419.2	261.6	590.1	510.1
유동성장기부채	293.5	429.9	387.0	270.0	350.0
비유동부채	2,946.1	2,796.0	2,528.7	2,463.3	3,360.1
사채	1,018.0	935.6	929.8	871.2	791.2
장기차입금	507.7	441.6	170.2	121.6	1,041.6
부채총계	5,454.8	5,603.6	4,977.6	5,161.6	6,250.4
자본금	114.1	114.1	114.1	114.1	114.1
자본잉여금	2,227.2	2,327.6	2,332.8	2,332.9	2,332.9
기타포괄이익누계액	-50.1	-85.6	107.0	95.2	95.2
이익잉여금	612.2	718.1	747.7	939.7	1,182.1
비지배주주지분	663.5	701.8	450.9	471.8	498.8
자본총계	3,655.3	4,039.9	4,016.4	4,217.7	4,487.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	850.3	572.4	344.1	916.6	1,079.4
당기순이익(손실)	50.9	142.6	158.3	208.4	269.3
유형자산감가상각비	378.6	425.9	425.4	537.3	760.0
무형자산상각비	53.6	54.9	50.8	28.7	37.2
운전자본의 증감	287.2	-103.2	-355.6	0.5	12.9
투자활동 현금흐름	-318.7	-315.8	366.4	-756.3	-1,037.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-414.4	-312.3	-212.4	-750.0	-1,000.0
투자자산의 감소(증가)	61.6	-311.4	-165.4	36.1	-24.7
재무활동 현금흐름	-473.7	-94.0	-877.2	30.8	863.9
차입금증감	216.7	134.1	-403.2	139.6	863.9
자본의증가	-33.3	100.4	5.2	0.1	0.0
현금의증가(감소)	57.6	166.7	-158.1	193.8	906.2
기초현금	163.3	220.9	387.6	229.5	423.3
기말현금	220.9	387.6	229.5	423.3	1,329.5
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	456,556	472,601	497,259	527,269	578,022
EPS(지배주주)	1,742	5,393	2,400	8,163	10,625
CFPS	31,027	35,919	37,868	51,365	60,891
EBITDAPS	32,412	35,338	35,949	45,223	60,618
BPS	131,146	146,331	156,296	164,205	174,830
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	89.0	30.7	52.5	15.9	12.2
PCR	5.0	4.6	3.3	2.5	2.1
PSR	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2
PBR	1.2	1.1	0.8	0.8	0.7
EBITDA	739.4	806.2	820.1	1,031.6	1,382.8
EV/EBITDA	9.5	9.0	7.1	5.7	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.4	3.9	1.6	5.1	6.3
EBITDA이익률	7.1	7.5	7.2	8.6	10.5
부채비율	149.2	138.7	123.9	122.4	139.3
금융비용부담률	1.2	1.1	0.9	1.1	1.5
이자보상배율(x)	2.4	2.8	3.4	3.6	3.0
매출채권회전율(x)	7.7	7.7	8.1	8.7	9.0
재고자산회전율(x)	472.5	447.5	449.7	473.7	488.4

현대글로비스(086280) 걱정이 없다

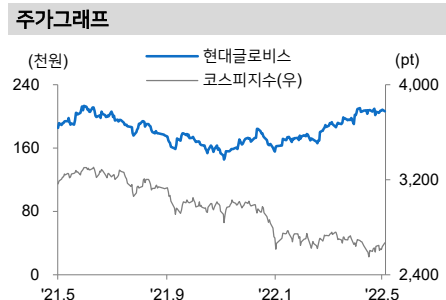
Analyst 배기연 02. 6454-6611
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	260,000원
현재주가 (5월 30일)	206,500원
상승여력	25.9%
KOSPI	2,669.66pt
시가총액	77,438억원
발행주식수	3,750만주
유통주식비율	49.66%
외국인비중	44.77%
52주 최고/최저가	213,000원/145,500원
평균거래대금	247.0억원

주요주주(%)	
정의선 외 3인	29.34
Den Norske Amerikalinje AS	11.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.2	41.9	7.8
상대주가	-0.3	50.9	28.8



원/달러 환율의 고공행진은 CKD부문 P(가격)의 상승을 의미

- 유통사업부: 2022~23년 원/달러 환율 전망 1,225원/달러, 1,195원/달러로 고공행진
 - CKD(Complete Knock Down) 매출 2022년 10조 760억원(+12.7% YoY), 11조 1,487억원(+10.6% YoY) 전망
 - 반도체 수급 정상화에 따른 CKD향 물량은 2022년 3분기부터 정상화, 4분기부터 성장세 확인을 예상
- 해운사업부: 1) 벌크선부문은 스팟 노출 비중을 축소하며 시황 변동에 대비, 2) PCTC부문의 경우 비계열 OEM업체들의 물량 확보로 인해 외형 성장 지속
- 물류사업부: 계열사 물량 축소의 영향은 하반기부터 해소될 이슈. 비계열사 물량 확대와 우호적인 원/달러 환율 상황

실적에 대한 눈높이 상향 → 적정주가 260,000원으로 상향

- 2023년 ROE +14.3%, Implied PBR 1.3배 적용한 적정주가 260,000원으로 상향
- 비계열사 물량 확대 + PCTC부문 비계열 OEM사 고객 확대 + 우호적인 환율 상황 + 오토비즈 등 신사업 → 외형 성장에 대한 눈높이 상향은 당연한 수순
- 2022~23년 매출액 성장률 +14.9%, +7.2% 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	18,270.1	876.5	502.3	13,395	14.8	124,541	10.7	1.1	5.4	11.2	116.9
2020	16,519.9	662.2	606.2	16,165	20.7	135,079	11.4	1.4	7.4	12.5	115.1
2021	21,779.6	1,126.3	782.9	20,877	29.2	154,732	8.0	1.1	4.5	14.4	109.4
2022E	25,033.6	1,335.3	912.9	24,344	16.5	171,619	8.5	1.2	4.4	14.9	111.9
2023E	26,831.8	1,416.1	976.7	26,045	7.0	193,865	7.9	1.1	3.8	14.3	99.1

현대글로벌비스 사업부별 실적 테이블

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
소비자물가지수(Index)	101	102	103	104	105	106	107	108	109	110	111	112	100	103	107	111
WTI(달러/배럴)	58	66	71	77	94	106	105	100	98	95	92	90	37	68	101	94
환율(원/달러)	1,114	1,121	1,157	1,183	1,205	1,224	1,240	1,230	1,210	1,200	1,190	1,180	1,180	1,144	1,225	1,195
매출액	5,065	5,467	5,404	5,844	6,293	5,899	6,294	6,547	6,557	6,493	6,791	6,990	16,520	21,780	25,034	26,832
물류	1,645	1,814	1,752	1,939	2,172	1,885	1,993	2,088	2,066	2,059	2,139	2,225	5,601	7,151	8,138	8,489
국내 물류 매출액	402	429	381	415	407	430	416	455	426	453	438	465	1,486	1,627	1,708	1,782
Captive Sales	272	287	244	270	265	284	274	306	280	303	293	313	985	1,073	1,128	1,189
현대차/기아 내수 판매량 (천대)	315	349	280	318	274	359	318	394	306	358	316	360	1,340	1,262	1,345	1,340
Non-Captive Sales	130	142	137	145	143	146	142	149	146	150	145	152	501	554	579	593
해외 물류 매출액	1,243	1,385	1,371	1,524	1,765	1,455	1,577	1,633	1,640	1,606	1,701	1,760	4,116	5,523	6,430	6,707
해외 공장 내수+수출 합계(천대)	792	750	696	687	783	715	793	830	824	752	841	886	2,513	2,926	3,122	3,303
해운	635	763	912	1,032	1,055	1,048	1,082	1,129	1,134	1,130	1,134	1,115	2,415	3,342	4,313	4,512
PCTC	476	546	616	676	732	749	763	805	818	816	815	797	1,705	2,313	3,050	3,246
벌크	159	217	297	356	323	298	318	324	316	314	318	318	710	1,028	1,263	1,266
유통	2,785	2,891	2,740	2,872	3,066	2,967	3,219	3,330	3,357	3,305	3,518	3,651	8,504	11,287	12,583	13,831
CKD(Complete Knock Down)	2,297	2,304	2,128	2,212	2,466	2,347	2,578	2,685	2,734	2,642	2,827	2,946	6,515	8,941	10,076	11,149
CKD 물량(천대)	606	606	531	548	621	563	620	647	659	600	664	700	1,990	2,290	2,452	2,623
오토비즈	167	181	178	207	191	200	207	216	225	237	251	265	503	733	814	978
기타 유통	320	406	433	454	409	420	434	429	399	427	440	439	1,486	1,613	1,693	1,704
영업이익	209	277	315	325	426	293	313	303	294	342	386	393	662	1,126	1,335	1,416
영업이익률(%)	4.1	5.1	5.8	5.6	6.8	5.0	5.0	4.6	4.5	5.3	5.7	5.6	4.0	5.2	5.3	5.3
영업외손익(금융손익)	-7	-11	-11	-9	-5	-25	-24	-22	-21	-20	-19	-17	-51	-37	-75	-76
이자수익	7	7	7	9	10	10	11	12	12	12	13	15	31	30	43	52
이자비용	-17	17	0	71	18	38	38	37	36	35	35	34	85	71	131	141
지분법손익	14	8	5	-6	3	7	6	6	6	5	5	5	30	21	22	21
기타영업외손익	-48	-4	-53	-20	-53	-25	-28	32	-18	-23	-33	20	125	-125	-75	-54
세전이익	168	270	256	291	371	250	267	319	261	304	340	402	767	985	1,208	1,307
당기순이익	130	214	183	256	292	186	198	237	194	227	255	301	606	783	913	977

자료: 현대글로벌비스, 메리츠증권 리서치센터

현대글로벌비스 Implied PBR 밸류에이션 테이블

	2020	2021	2022E	2023E
COE (%)	5.1	9.9	10.3	10.6
RiskFree (%)	0.9	1.3	1.6	2.0
Risk Premium (%)	3.6	6.1	6.1	6.1
Beta (52주)	1.2	1.4	1.4	1.4
ROE (%)	12.5	14.4	14.9	14.3
BPS (원)	135,079	154,732	171,619	193,865
(ROE-g)/(COE-g) (배)	2.5	1.5	1.5	1.3
Fair Value (원)				259,463
Target PBR (배)				1.3
적정주가 (원)				259,463

자료: 메리츠증권 리서치센터

글로벌 3PL 업체 밸류에이션 테이블

	PER (배)			PBR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA			EBITDA 이익률 (%)		
	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
CJ대한통운	68.5	15.4	11.9	1.1	0.8	0.7	3.9	2.2	7.0	9.0	10.4	6.1	7.5	5.5	8.2
현대글로벌비스	8.9	7.6	7.1	1.2	1.1	1.0	12.5	13.2	11.9	7.4	5.1	4.7	6.3	7.0	6.8
한진	-	9.3	7.4	0.4	0.4	0.3	-1.3	3.9	4.8	9.1	8.0	7.6	8.9	-	-
한솔로지스틱스	4.0	-	-	1.3	-	-	39.1	-	-	2.7	-	-	6.8	-	-
Fedex	11.7	10.6	9.7	2.3	2.2	1.9	22.1	21.3	20.2	9.7	6.6	6.0	14.9	3.5	3.3
UPS	14.7	14.3	13.7	10.3	8.1	6.3	95.4	66.2	52.9	12.0	9.9	9.6	17.0	4.1	4.0
DHL	9.0	9.4	9.5	2.2	2.2	2.1	27.4	25.0	22.4	7.3	5.1	5.1	14.3	3.4	3.5
Kuehne+Nagel	12.4	13.6	20.7	8.1	7.4	6.8	74.6	57.4	32.6	9.5	7.3	10.1	11.2	2.9	3.4
Nippon Express	10.0	6.2	9.8	1.0	0.9	0.9	11.3	15.4	9.3	7.3	4.5	4.7	6.8	-	-
업종평균	10.8	10.7	10.7	3.0	3.2	2.8	34.9	29.8	21.1	8.6	6.8	7.1	11.2	3.5	3.5

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	18,270.1	16,519.9	21,779.6	25,033.6	26,831.8
매출액증가율(%)	8.3	-9.6	31.8	14.9	7.2
매출원가	16,903.6	15,229.4	20,287.9	23,112.2	24,844.0
매출총이익	1,366.5	1,290.5	1,491.7	1,921.4	1,987.8
판매비와관리비	489.9	628.3	365.5	586.2	571.7
영업이익	876.5	662.2	1,126.3	1,335.3	1,416.1
영업이익률(%)	4.8	4.0	5.2	5.3	5.3
금융손익	-66.3	-50.6	-36.5	-74.8	-76.1
종속/관계기업관련손익	41.7	29.6	20.9	21.8	21.2
기타영업외손익	-124.7	125.4	-125.4	-74.7	-53.8
세전계속사업이익	727.3	766.6	985.2	1,207.6	1,307.5
법인세비용	225.0	160.4	202.0	294.9	330.8
당기순이익	502.3	606.1	783.2	912.6	976.7
지배주주지분 순이익	502.3	606.2	782.9	912.9	976.7
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	5,054.3	5,950.1	6,968.2	8,455.0	9,529.1
현금및현금성자산	689.8	1,401.2	1,645.3	2,367.6	3,037.6
매출채권	2,069.8	2,165.2	2,579.2	2,889.5	3,085.3
재고자산	1,033.1	1,115.3	1,370.4	1,535.3	1,639.3
비유동자산	5,075.4	4,948.6	5,202.7	5,202.2	4,966.2
유형자산	3,824.9	3,747.1	3,865.1	3,818.1	3,547.1
무형자산	114.4	103.5	102.1	90.6	75.4
투자자산	747.4	736.9	885.1	940.6	990.8
자산총계	10,129.7	10,898.7	12,170.9	13,657.2	14,495.2
유동부채	3,413.5	3,547.7	3,943.0	4,647.3	4,681.8
매입채무	1,347.8	1,535.3	1,902.5	2,131.3	2,275.7
단기차입금	1,002.1	1,176.5	952.7	1,268.4	1,068.4
유동성장기부채	201.5	136.5	164.2	212.8	232.8
비유동부채	2,046.0	2,284.6	2,415.6	2,564.4	2,533.7
사채	0.0	299.1	299.2	269.3	229.3
장기차입금	634.1	642.2	710.4	770.2	730.2
부채총계	5,459.5	5,832.3	6,358.5	7,211.7	7,215.5
자본금	18.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	153.6	153.6	153.6	153.6	153.6
기타포괄이익누계액	6.3	-72.8	-4.4	1.3	1.3
이익잉여금	4,492.5	4,966.8	5,619.9	6,247.5	7,081.7
비지배주주지분	0.0	0.9	10.0	9.8	9.8
자본총계	4,670.3	5,066.4	5,812.4	6,445.5	7,279.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	741.0	976.9	1,105.5	1,167.2	1,293.0
당기순이익(손실)	502.3	606.1	783.2	912.6	976.7
유형자산감가상각비	315.8	357.4	402.1	412.7	390.9
무형자산상각비	15.5	14.6	17.0	17.9	15.2
운전자본의 증감	-218.1	88.0	-367.4	-279.2	-89.9
투자활동 현금흐름	-342.6	-198.4	-349.4	-610.5	-236.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-196.7	-123.4	-308.0	-280.2	-120.0
투자자산의 감소(증가)	-5.8	40.1	-127.4	-52.4	-50.1
재무활동 현금흐름	-364.1	-31.5	-561.8	152.0	-386.4
차입금증감	914.9	357.0	-30.2	460.6	-243.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	48.4	711.4	244.2	722.3	670.0
기초현금	641.4	689.8	1,401.2	1,645.3	2,367.6
기말현금	689.8	1,401.2	1,645.3	2,367.6	3,037.6
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	487,201	440,530	580,789	667,562	715,516
EPS(지배주주)	13,395	16,165	20,877	24,344	26,045
CFPS	31,753	30,043	41,331	46,802	47,724
EBITDAPS	32,207	27,577	41,208	47,091	48,593
BPS	124,541	135,079	154,732	171,619	193,865
DPS	3,500	3,500	3,800	3,800	3,800
배당수익률(%)	2.4	1.9	2.3	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	10.7	11.4	8.0	8.5	7.9
PCR	4.5	6.1	4.1	4.4	4.3
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	1.1	1.4	1.1	1.2	1.1
EBITDA	1,207.7	1,034.1	1,545.3	1,765.9	1,822.2
EV/EBITDA	5.4	7.4	4.5	4.4	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	12.5	14.4	14.9	14.3
EBITDA이익률	6.6	6.3	7.1	7.1	6.8
부채비율	116.9	115.1	109.4	111.9	99.1
금융비용부담률	0.6	0.5	0.3	0.5	0.5
이자보상배율(x)	8.5	7.8	15.8	10.2	10.1
매출채권회전율(x)	9.0	7.8	9.2	9.2	9.0
재고자산회전율(x)	18.8	15.4	17.5	17.2	16.9

대한항공(003490) 미주 · 유럽 여행 본격화

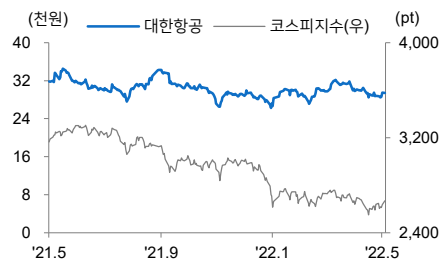
Analyst 배기연 02. 6454-6611
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	41,000원
현재주가 (5월 30일)	29,400원
상승여력	39.5%
KOSPI	2,669.66pt
시가총액	102,259억원
발행주식수	34,782만주
유동주식비율	61.04%
외국인비중	13.33%
52주 최고/최저가	34,500원/26,250원
평균거래대금	554.8억원
주요주주(%)	
한진칼 외 16 인	28.61
국민연금공단	7.60

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.5	10.9	-7.4
상대주가	-1.6	18.0	10.6

주가그래프



정부의 국제선 운항 정상화 추진은 리오프닝이라는 막연함을 보완해줄 ‘모멘텀’의 등장을 의미

- 정부의 2022년말까지 국제선 운항 50% 회복 목표는 미주, 구주 노선 위주로 진행될 개연성
- 대한항공의 2022년 미주노선 매출 회복은 2019년의 63.6%, 구주노선 매출 회복은 52.9%로 예상
- 2022년 국제선 매출액 2조 9,748억원으로 2019년의 40.9% 수준의 회복을 예상. 2023년은 94.5% 회복 예상

실적의 연착륙을 견인할 화물 시장

- 톤km 당 화물 운임 추이는 1Q22: 597.6원 ~ 4Q22E: 416.6원으로 안정화, 2023E: 401.6원 예상
- 2015~19년 평균 306.0원과 비교하면 여전히 우호적인 가격 환경
- 대한항공(연결)의 2022년 EBITDA 2.2조원, 2023년 2.0조원을 예상
- 2019년 EBITDA는 2.3조원 비교하면 실적의 연착륙 판단

유가 시나리오별 밸류에이션 변동폭 확대 중. 2023년 WTI 93.8달러/배럴 가정한 적정주가는 41,000원

- 2023년 유가 전망에 따른 연료비 추정치 상향 조정. 대한항공만의 적정주가는 34,000원
- 단, 아시아나항공의 인수를 가정한 밸류에이션은 2023년 EBITDA 3.0조원 및 적정주가 41,000원으로 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	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	7,610.5	107.3	-211.6	-1,188	-69.1	14,148	-17.7	1.5	9.0	-7.2	660.6
2021	9,016.8	1,418.0	577.7	1,912	-248.2	19,356	15.4	1.5	6.0	11.6	288.5
2022E	10,909.7	568.9	444.4	1,278	-33.5	20,618	23.0	1.4	8.3	6.4	266.3
2023E	13,034.4	283.8	306.5	881	-31.0	21,496	33.4	1.4	8.1	4.2	270.8

대한항공 분기 및 연간 실적 Snapshot (별도 기준)

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.2	95.2	105.5	105.0	100.0	68.0	101.4	93.8
1) 대한항공 매출 (별도)	1,749.8	1,950.8	2,227.0	2,825.9	2,805.2	2,579.7	2,561.3	2,601.3	8,753.4	10,547.6	12,586.3
매출액_항공운송사업부	1,676.1	1,845.1	2,141.1	2,724.4	2,708.1	2,431.4	2,389.6	2,406.1	8,386.7	9,935.1	11,831.9
I) 국내선 매출	40.6	69.6	70.6	87.9	77.4	124.0	132.3	138.5	268.7	472.2	563.4
ASK(백만km)	444.0	643.0	721.0	714.0	678.0	781.5	815.3	849.0	2,522.0	3,123.8	3,523.0
RPK(백만km)	333.0	493.0	491.0	580.0	515.0	624.6	646.3	667.5	1,897.0	2,453.4	2,748.8
L/F(%)	75.0	76.7	68.1	81.2	76.0	79.9	79.3	78.6	75.2	78.5	78.0
Yield(원)	121.8	141.2	143.8	151.6	150.3	198.5	204.7	207.6	139.6	190.3	204.9
II) 국제선 매출	117.4	145.0	261.2	291.6	282.4	657.6	888.3	1,146.5	815.2	2,974.8	6,878.4
ASK(백만km)	5,107.0	4,888.0	5,329.0	5,673.0	5,670.0	11,146.2	13,882.8	16,619.4	20,997.0	47,318.5	89,984.9
RPK(백만km)	1,050.0	1,304.0	2,082.0	2,301.0	2,254.0	5,834.0	8,084.0	10,656.4	6,737.0	26,828.4	69,466.7
L/F(%)	20.6	26.7	39.1	40.6	39.8	52.3	58.2	64.1	32.1	56.7	77.2
Yield(원)	111.8	111.2	125.5	126.7	125.3	112.7	109.9	107.6	118.8	113.9	99.2
III) 화물 매출	1,353.0	1,510.8	1,650.3	2,180.7	2,148.6	1,481.2	1,178.5	905.6	6,694.8	5,714.0	3,268.3
ATK(백만톤km)	2,883.0	3,136.0	3,244.0	3,324.0	3,097.0	3,062.6	2,931.9	2,801.3	12,587.0	11,892.8	10,607.8
RPK(백만톤km)	2,446.0	2,697.0	2,738.0	2,801.0	2,572.0	2,478.7	2,324.1	2,173.9	10,682.0	9,548.7	8,143.5
L/F(%)	84.8	86.0	84.4	84.3	83.0	80.9	79.3	77.6	84.9	80.3	76.8
Yield(원)	553.2	560.2	602.7	778.6	835.4	597.6	507.1	416.6	623.7	589.2	401.6
IV) 기타(부가수익, 기내식, 호텔)	165.1	119.7	159.0	164.2	199.7	168.6	190.4	215.4	608.0	774.0	1,121.8
매출액_항공우주 사업부	73.7	105.6	85.9	101.5	97.1	148.4	171.8	195.2	366.7	612.5	754.4
영업비용(매출원가+판매비)	1,625.3	1,753.8	1,788.3	2,121.5	2,016.7	2,507.8	2,652.7	2,771.7	7,289.0	9,949.0	12,315.7
I) 연료비	328.1	400.6	482.2	589.1	663.3	936.6	978.3	985.6	1,800.0	3,563.8	4,176.9
II) 연료비 외	1,297.2	1,353.3	1,306.1	1,532.4	1,353.4	1,571.1	1,674.5	1,786.1	5,489.0	6,385.2	8,138.8
감가상각비	414.7	402.8	397.5	401.8	370.3	400.1	400.1	400.1	1,616.8	1,570.5	1,600.3
인건비	391.9	380.4	392.8	528.1	412.8	444.6	455.2	465.8	1,693.3	1,778.3	1,959.8
공항관련비	174.1	159.3	155.6	171.5	176.9	210.9	233.8	256.6	660.5	878.2	1,230.3
기타(판매수수료, 지급수수료, 항공우주원가 등)	232.8	321.7	264.8	335.8	300.9	392.7	444.8	503.0	1,155.1	1,641.4	2,529.2
영업이익	124.5	196.9	438.6	704.4	788.4	71.9	-91.4	-170.4	1,464.4	598.6	270.7
EBITDA	539.1	599.7	836.1	1,106.3	1,158.7	472.0	308.7	229.7	3,081.2	2,169.1	1,871.0

자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

대한항공 SOTP Valuation

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
EBITDA(대한항공 연결)	2,258.7	2,076.4	3,113.3	2,221.5	1,980.6
대한항공(별도)	1,990.4	2,103.5	3,081.2	2,169.1	1,871.0
한국공항(별도)	72.9	-26.5	20.2	2.3	36.1
순차입금(대한항공 연결)	15,302.2	13,713.7	8,254.6	8,040.7	5,636.8
조정 EV(2009년 이후 대한항공(연결)의 평균 EV/EBITDA 8.7배)	18,212.8	18,517.2	27,196.1	19,405.2	17,301.1
시가총액 환산	2,910.6	4,803.6	18,941.5	11,364.5	11,664.3
주식수(백만주)	94.8	174.2	347.8	347.8	347.8
대한항공(연결) 주가(원)				32,673	33,535
EBITDA(아시아나항공 연결)	513.9	695.2	1,447.5	1,017.2	970.2
아시아나항공(별도)	393.8	783.6	1,521.6	1,026.5	914.8
에어서울(별도)	33.6	-35.2	-18.0	-0.8	16.4
에어부산(별도)	86.5	-53.2	-56.0	-8.5	39.0
순차입금(아시아나항공 연결)	7,401.9	7,401.9	7,401.9	5,901.9	5,901.9
조정 EV	4,143.5	6,199.6	12,644.9	8,885.9	8,475.2
시가총액 환산				2,983.9	2,573.2
EBTIDA(대한항공(연결)+아시아나항공(연결))				3,238.7	2,950.8
EV(대한항공(연결)+아시아나항공(연결)_멀티플 8.7배 적용)				28,291.1	25,776.2
시가총액 환산				14,348.4	14,237.5
주식수(백만주)				347.8	347.8
대한항공(아시아나 인수 후) 주가(원)				41,252	40,934

자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

대한항공 (003490)

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	12,384.3	7,610.5	9,016.8	10,909.7	13,034.4
매출액증가율(%)	-4.8	-38.5	18.5	21.0	19.5
매출원가	10,935.9	6,850.1	6,912.1	7,509.1	10,118.6
매출총이익	1,448.4	760.4	2,104.8	3,400.7	2,915.8
판매비와관리비	1,272.3	653.1	686.8	2,831.7	2,632.0
영업이익	176.1	107.3	1,418.0	568.9	283.8
영업이익률(%)	1.4	1.4	15.7	5.2	2.2
금융손익	-463.7	-667.9	-76.7	-143.0	-174.7
종속/관계기업관련손익	0.2	-0.9	-0.0	0.1	-0.3
기타영업외손익	-527.4	-374.3	-498.2	333.3	327.1
세전계속사업이익	-814.8	-935.7	843.1	759.4	435.9
법인세비용	-125.7	-112.2	264.3	316.3	130.3
당기순이익	-622.8	-230.0	578.8	443.1	305.6
지배주주지분 순이익	-629.1	-211.6	577.7	444.4	306.5
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	3,574.7	4,002.5	6,641.0	6,956.7	8,899.2
현금및현금성자산	816.3	1,314.6	1,185.4	3,107.5	4,381.8
매출채권	701.6	675.1	959.9	891.5	1,136.7
재고자산	712.9	551.2	597.1	597.1	597.1
비유동자산	23,439.4	21,187.5	20,030.9	19,804.8	19,323.3
유형자산	21,310.4	18,482.1	16,914.1	16,137.9	16,033.4
무형자산	294.9	268.2	276.0	247.5	222.1
투자자산	358.0	619.0	825.8	1,205.7	854.2
자산총계	27,014.1	25,190.1	26,671.9	26,761.5	28,222.5
유동부채	8,777.3	7,987.8	8,444.9	7,485.7	8,154.3
매입채무	196.5	86.4	139.2	129.2	164.8
단기차입금	762.9	1,900.9	985.6	885.8	805.8
유동성장기부채	4,506.6	3,947.3	4,372.0	3,732.7	3,692.7
비유동부채	15,456.0	13,890.6	11,361.3	11,970.7	12,457.6
사채	2,017.0	1,244.4	1,058.2	1,417.1	1,337.1
장기차입금	1,832.9	1,770.8	919.2	2,194.5	2,114.5
부채총계	24,233.3	21,878.3	19,806.2	19,456.4	20,611.9
자본금	479.8	876.6	1,744.7	1,744.7	1,744.7
자본잉여금	792.4	1,518.6	3,948.4	3,948.4	3,948.4
기타포괄이익누계액	650.5	655.7	650.8	646.0	646.0
이익잉여금	-345.8	-522.5	110.1	555.1	861.6
비지배주주지분	124.6	105.2	111.8	110.8	109.9
자본총계	2,780.8	3,311.7	6,865.7	7,305.0	7,610.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	2,287.9	1,376.7	3,514.2	1,989.4	3,965.8
당기순이익(손실)	-622.8	-230.0	578.8	443.1	305.6
유형자산감가상각비	2,054.1	1,938.1	1,663.0	1,623.5	1,671.4
무형자산상각비	28.6	31.1	32.4	29.0	25.5
운전자본의 증감	-349.9	-940.2	47.8	-504.2	1,617.0
투자활동 현금흐름	-1,549.3	-2.7	-2,444.8	375.3	-1,638.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,182.9	-611.0	-343.0	-881.5	-1,566.9
투자자산의 감소(증가)	44.7	-261.9	-206.8	-379.8	351.6
재무활동 현금흐름	-1,447.2	-858.2	-1,211.2	-430.4	-1,053.1
차입금증감	1,261.4	-1,380.5	-3,159.5	170.3	-706.7
자본의증가	-153.8	1,123.0	3,297.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-687.7	498.3	-129.2	1,922.0	1,274.4
기초현금	1,504.0	816.3	1,314.6	1,185.4	3,107.4
기말현금	816.3	1,314.6	1,185.4	3,107.4	4,381.8
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	83,250	42,755	29,836	31,366	37,474
EPS(지배주주)	-4,229	-1,188	1,912	1,278	881
CFPS	17,411	12,750	11,280	7,776	6,634
EBITDAPS	15,184	11,665	10,302	6,387	5,694
BPS	17,723	14,148	19,356	20,618	21,496
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-4.4	-17.7	15.4	23.0	33.4
PCR	1.1	1.7	2.6	3.8	4.4
PSR	0.2	0.5	1.0	0.9	0.8
PBR	1.0	1.5	1.5	1.4	1.4
EBITDA	2,258.7	2,076.4	3,113.3	2,221.5	1,980.6
EV/EBITDA	8.0	9.0	6.0	8.3	8.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-22.1	-7.2	11.6	6.4	4.2
EBITDA이익률	18.2	27.3	34.5	20.4	15.2
부채비율	871.5	660.6	288.5	266.3	270.8
금융비용부담률	5.0	6.8	4.3	3.1	2.7
이자보상배율(x)	0.3	0.2	3.6	1.7	0.8
매출채권회전율(x)	17.6	11.1	11.0	11.8	12.9
재고자산회전율(x)	15.2	12.0	15.7	18.3	21.8

제주항공(089590) 영구채 발행으로, 시장 우려감은 모두 해소

Analyst 배기연 02. 6454-6611
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

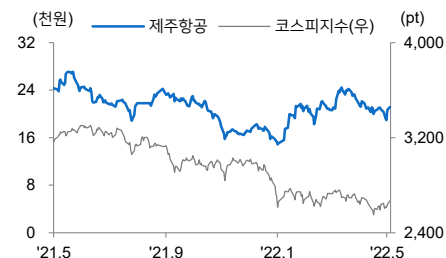
적정주가 (12개월)	26,000원
현재주가 (5월 30일)	21,150원
상승여력	22.9%

KOSPI	2,669.66pt
시가총액	10,524억원
발행주식수	4,976만주
유동주식비율	42.01%
외국인비중	1.46%
52주 최고/최저가	27,059원/14,850원
평균거래대금	67.8억원

주요주주(%)	
AK홀딩스 외 3인	52.57
국민연금공단	6.41

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.5	33.9	-12.7
상대주가	-3.6	42.4	4.2

주가그래프



시장이 걱정하는 우려를 선제적으로 해소한 영구채 발행 공시

- 고유가 지속 시 2022년말 자본잠식률이 +50% 기준선에 육박할 가능성
→ 790억원 영구채 발행을 통해 리스크에 대한 예방적 조치 완료
- 1분기말 이연법인세자산 2,360억원의 향후 비용처리를 감안하더라도 자본 우려는 이제 Zero
- 2022년말 자본잠식률 -94.0%로 Risk Off 예상

미지수였던 일본의 재개 분위기 형성. LCC 전반의 기대감 조성

- 일본, 6월부터 조건부 입국 허가. 2021년 1월 신규입국 전면 금지 발표 후 17개월 만
- 팬데믹 전 제주항공의 국제선 매출의 32%를 차지하던 일본의 재개 가능성은 LCC 전반에 긍정적

LCC업체들의 밸류에이션 향방은 유가가 결정. 유가 안정화 시 2023년 적정주가 26,000원

- 2023년 EBITDA 2,226억원 예상하며, 유가 전망에 따른 연료비 부담을 반영하면 적정주가 하향 불가피
- 2023년 WTI 60~120달러 구간에서 밸류에이션은 14,480원~28,348원

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	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
2021	273.1	-317.2	-272.3	-6,503	-28.3	3,700	-2.7	4.8	-6.6	-135.8	588.1
2022E	770.4	-145.2	-166.6	-3,347	-48.5	1,940	-6.3	10.9	105.1	-118.7	1,075.0
2023E	1,386.6	60.6	28.3	568	-117.0	2,508	37.3	8.4	6.7	25.5	765.6

제주항공 분기 및 연간 실적 Snapshot

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.2	95.2	105.5	105.0	100.0	68.0	101.4	93.8
원/달러 환율(원)	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,205.0	1,224.0	1,240.0	1,230.0	1,224.7	1,195.0	1,180.0
매출액	41.8	75.1	68.2	87.9	81.2	169.9	228.6	290.7	273.1	770.4	1,386.6
1) 여객 매출액	34.4	65.1	56.8	76.4	72.3	154.8	210.5	274.9	232.7	712.5	1,306.3
국내선 매출	32.0	61.8	53.0	72.0	67.4	68.1	65.9	62.8	218.8	264.3	265.8
ASK(백만km)	637.9	960.5	841.3	929.3	885.4	778.0	702.4	626.8	3,369.0	2,992.7	2,653.0
RPK(백만km)	559.6	871.1	736.6	833.3	781.3	715.3	653.7	590.4	3,000.6	2,740.7	2,492.9
L/F(%)	87.7	90.7	87.5	89.7	88.2	91.9	93.1	94.2	89.1	91.6	94.0
Yield(원/km)	67.1	79.7	83.9	96.7	95.1	95.3	100.8	106.4	81.8	99.4	106.6
국제선 매출	2.4	3.3	3.8	4.4	4.9	86.7	144.6	212.1	13.9	448.3	1,040.5
ASK(백만km)	30.3	48.6	58.9	82.8	80.5	1,614.2	2,379.9	3,145.6	220.5	7,220.1	19,292.6
RPK(백만km)	12.2	19.3	20.8	36.3	35.5	902.3	1,473.0	2,135.7	88.6	4,546.5	15,736.6
L/F(%)	40.1	39.8	35.3	43.9	44.1	55.9	61.9	67.9	40.2	63.0	81.6
Yield(원km)	309.1	263.8	280.3	166.8	185.6	96.0	98.2	99.3	255.0	119.8	67.5
2) 부가수익 및 기타	6.8	9.4	10.8	11.0	8.5	15.1	18.0	15.8	38.0	57.5	80.3
영업비용(매출원가+판관비)	129.1	146.3	159.5	155.2	160.1	217.2	252.7	285.5	590.2	915.6	1,326.0
인건비	35.2	38.6	39.2	37.9	41.6	44.9	48.4	52.0	150.9	187.0	239.5
감가상각비	32.1	31.3	31.3	31.6	32.7	40.1	40.1	40.1	126.3	153.0	162.1
외주정비비	28.2	30.5	45.9	25.3	34.4	23.5	31.3	37.6	129.9	126.8	123.9
운영비용	16.3	18.5	18.5	30.6	21.1	28.2	33.6	39.3	83.9	122.1	177.6
항공연료비	11.3	19.7	19.5	24.3	25.0	57.0	67.0	75.5	74.8	224.5	394.4
공항관련비	6.0	7.7	5.3	5.4	5.3	23.6	32.3	41.0	24.4	102.2	228.5
영업이익	-87.3	-71.2	-91.3	-67.3	-78.9	-47.3	-24.2	5.2	-317.2	-145.2	60.6
세전이익	-104.0	-73.8	-109.3	-67.7	-87.2	-60.9	-38.0	-1.8	-354.8	-187.8	37.7
당기순이익	-79.4	-56.0	-83.0	-53.9	-65.9	-60.9	-38.0	-1.8	-272.3	-166.6	28.2

자료: 제주항공, 메리츠증권 리서치센터

제주항공 Valuation

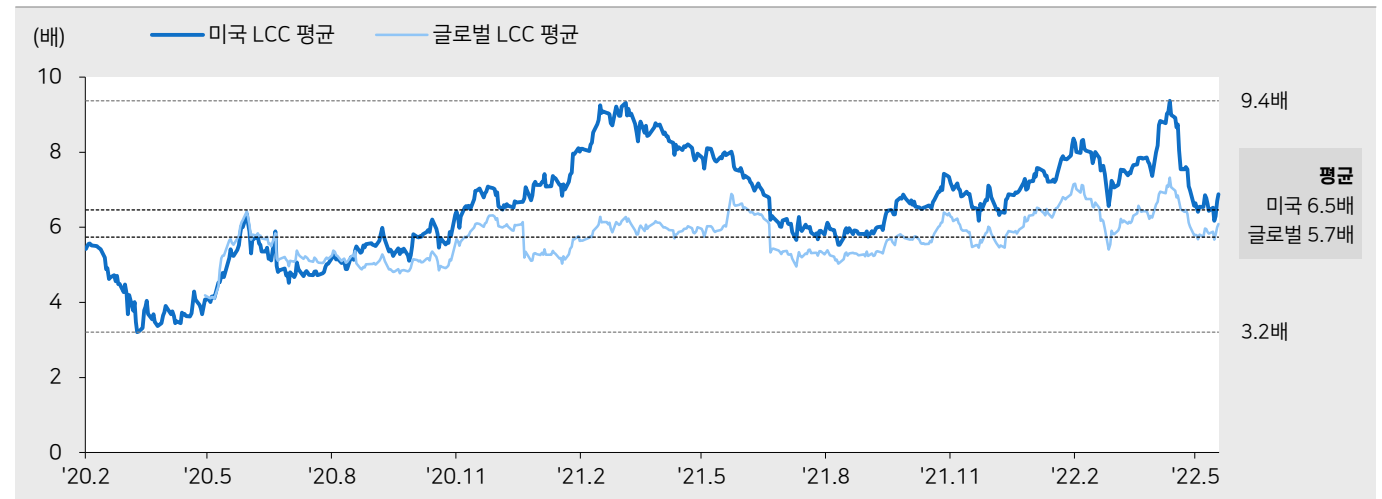
2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

제주항공 시나리오별 Valuation

(십억원)	Bull			Base			Bear		
	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
EBITDA	-190.9	53.4	269.8	-190.9	7.8	222.6	-190.9	-9.5	186.0
Target EV/EBITDA (배)			6.7			6.7		6.7	6.7
시가총액			1,410.6			1,014.4		-599.2	720.5
총주식수 (백만주)			49.8			49.8		49.8	49.8
적정주가 (원)			28,348			20,386		-12,043	14,480

자료: 메리츠증권 리서치센터

글로벌 LCC 12개월 선행 EV/EBITDA 멀티플 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

제주항공 (089590)

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,384.0	377.1	273.1	770.4	1,386.6
매출액증가율(%)	9.9	-72.8	-27.6	182.1	80.0
매출원가	1,247.4	607.6	500.2	757.1	1,109.3
매출총이익	136.6	-230.6	-227.1	13.3	277.3
판매비와관리비	169.5	105.3	90.1	158.5	216.8
영업이익	-32.9	-335.8	-317.2	-145.2	60.6
영업이익률(%)	-2.4	-89.1	-116.1	-18.8	4.4
금융손익	-1.5	-56.8	-12.9	-26.7	-34.1
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.1	-12.5	-24.7	-15.9	11.2
세전계속사업이익	-47.5	-405.1	-354.8	-187.8	37.7
법인세비용	-14.4	-98.6	-82.5	-21.3	9.4
당기순이익	-33.1	-306.5	-272.3	-166.6	28.3
지배주주지분 순이익	-33.1	-306.5	-272.3	-166.6	28.3
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	455.7	300.4	390.6	317.3	269.7
현금및현금성자산	29.6	100.9	294.3	135.1	80.8
매출채권	33.7	2.4	4.6	26.9	30.0
재고자산	16.7	14.7	12.7	60.4	67.2
비유동자산	1,011.8	868.2	876.2	816.9	810.5
유형자산	284.9	262.2	249.4	187.7	185.6
무형자산	29.0	21.8	34.3	25.5	18.5
투자자산	11.0	1.5	4.5	12.7	15.2
자산총계	1,467.5	1,168.6	1,266.8	1,134.3	1,080.2
유동부채	556.7	458.9	488.3	569.2	572.1
매입채무	0.6	0.4	0.5	1.8	2.1
단기차입금	0.0	165.6	165.6	195.6	155.6
유동성장기부채	139.1	126.1	114.7	147.9	187.9
비유동부채	585.7	492.9	594.4	468.5	383.3
사채	0.0	29.9	30.0	30.0	30.0
장기차입금	57.3	73.4	184.0	122.2	42.2
부채총계	1,142.4	951.8	1,082.7	1,037.7	955.4
자본금	131.8	192.5	49.8	49.8	49.8
자본잉여금	89.8	178.3	372.6	451.6	451.6
기타포괄이익누계액	0.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
이익잉여금	105.8	-197.1	-311.5	-478.0	-449.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	325.1	216.8	184.1	96.5	124.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	83.9	-285.5	-83.7	-123.3	203.4
당기순이익(손실)	-33.1	-306.5	-272.3	-166.6	28.3
유형자산감가상각비	158.4	165.6	117.8	150.1	162.1
무형자산상각비	8.0	8.9	8.5	10.0	7.0
운전자본의 증감	-14.7	-160.3	-10.6	-126.7	6.1
투자활동 현금흐름	-132.5	95.3	62.7	-68.1	-162.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-41.4	-16.7	-24.2	-66.6	-160.0
투자자산의 감소(증가)	-8.7	9.6	-3.1	-8.1	-2.6
재무활동 현금흐름	-146.2	261.6	214.0	32.1	-95.2
차입금증감	443.1	66.8	44.3	-25.1	-95.2
자본의증가	0.0	149.2	51.6	79.0	0.0
현금의증가(감소)	-193.1	71.3	193.4	-159.1	-54.4
기초현금	222.8	29.6	100.9	294.3	135.1
기말현금	29.6	100.9	294.3	135.1	80.8
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	45,175	11,159	6,523	15,482	27,865
EPS(지배주주)	-1,081	-9,070	-6,503	-3,347	568
CFPS	4,872	-3,814	-1,553	630	4,840
EBITDAPS	4,357	-4,773	-4,559	300	4,615
BPS	10,612	5,383	3,700	1,940	2,508
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-21.6	-1.9	-2.7	-6.3	37.3
PCR	4.8	-4.6	-11.3	33.6	4.4
PSR	0.5	1.6	2.7	1.4	0.8
PBR	2.2	3.3	4.8	10.9	8.4
EBITDA	133.5	-161.3	-190.9	14.9	229.6
EV/EBITDA	7.8	-7.2	-6.6	105.1	6.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.4	-113.1	-135.8	-118.7	25.5
EBITDA이익률	9.6	-42.8	-69.9	1.9	16.6
부채비율	351.4	439.0	588.1	1,075.0	765.6
금융비용부담률	1.9	6.0	8.2	4.4	2.8
이자보상배율(x)	-1.3	-14.7	-14.1	-4.3	1.6
매출채권회전율(x)	35.4	20.9	78.8	48.9	48.7
재고자산회전율(x)	97.8	24.0	20.0	21.1	21.7

진에어(272450) 유가 안정화 시 항공주 바스켓 매수에 포함

Analyst **배기연** 02. 6454-6611
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Hold

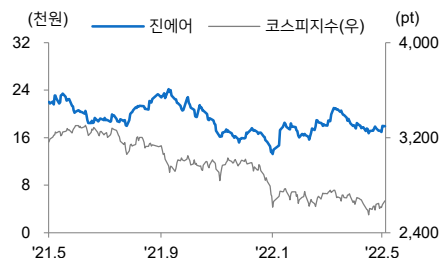
적정주가 (12개월)	19,000원
현재주가 (5월 30일)	17,950원
상승여력	5.8%

KOSPI	2,669.66pt
시가총액	9,370억원
발행주식수	5,220만주
유동주식비율	39.89%
외국인비중	2.12%
52주 최고/최저가	24,150원/13,250원
평균거래대금	49.6억원

주요주주(%)	
한진칼 외 1인	54.92
국민연금공단	7.62

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.7	11.1	-17.6
상대주가	-1.8	18.2	-1.5

주가그래프



여객시장의 완전 회복의 시기를 2023년 3분기로 예상하는 의견을 유지

- Post-COVID19 시대에서는 국내 여객시장의 공급과잉이 완화되며 LCC들의 국내선 Yield 회복세 예상
- 국내선 여객 Yield는 2022년 118.5원/석km, 2023년 119.7원/석km 전망
- 2019년 122.0원/석km

메인노선인 동남아 7대 노선의 빠른 회복을 기대

- 진에어의 메인 타깃은 동남아 노선. 7대 동남아 국가 중 대만, 홍콩을 제외하면 모두 개방된 상황
- 대만, 홍콩 역시 격리 규제를 완화하며 리오프닝 가능성 상승
- 팬데믹 전 진에어의 국제선 매출의 10~30%를 차지하던 일본의 재개 가능성은 LCC 전반에 긍정적

LCC업체들의 밸류에이션 향방은 유가가 결정. 유가 안정화 시 항공주 바스켓 매수 가능, 적정주가 19,000원

- 2023년 EBITDA 1,639억원 예상하며, 유가 전망에 따른 연료비 부담을 반영하면 적정주가 하향 불가피
- 2023년 WTI 60~120달러 구간에서 밸류에이션은 11,187원~24,540원

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	910.2	-48.8	-56.7	-1,636	-227.4	5,538	-8.1	2.4	6.3	-24.7	267.4
2020	271.8	-184.7	-190.4	-5,235	219.9	2,103	-2.5	6.2	-12.0	-131.4	467.2
2021	247.2	-185.3	-133.6	-2,815	-46.2	3,309	-5.9	5.0	-11.7	-98.6	248.2
2022E	429.0	-179.0	-182.4	-3,495	24.2	2,106	-5.1	8.5	-16.4	-129.1	705.1
2023E	871.7	44.9	18.0	344	-109.8	2,451	52.1	7.3	7.0	15.1	588.4

진에어 분기 및 연간 실적 Snapshot

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.2	95.2	105.5	105.0	100.0	68.0	101.4	93.8
원/달러 환율(원)	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,205.0	1,224.0	1,240.0	1,230.0	1,224.7	1,195.0	1,180.0
매출액	43.9	63.4	60.6	79.2	67.5	97.5	120.5	143.4	247.2	429.0	871.7
1) 여객 매출액	40.2	58.8	54.7	73.2	62.7	89.6	111.3	136.3	226.9	399.9	817.1
국내선 매출	36.6	57.5	49.8	70.1	60.5	52.8	48.1	42.2	214.0	203.7	173.0
ASK(백만km)	542.0	708.0	660.0	692.0	628.0	529.3	447.9	366.5	2,602.0	1,971.6	1,555.1
RPK(백만km)	431.0	571.0	518.0	576.0	493.0	470.7	411.0	346.8	2,096.0	1,721.5	1,446.4
L/F(%)	79.5	80.6	78.5	83.2	78.5	88.9	91.8	94.6	80.6	87.3	93.0
Yield(원/km)	84.9	100.7	96.1	121.7	122.7	112.3	117.0	121.8	100.9	118.5	119.7
국제선 매출	3.6	1.3	4.9	3.1	2.2	36.8	63.2	94.1	12.8	196.2	644.1
ASK(백만km)	45.0	43.0	58.0	61.0	38.0	1,062.6	1,563.4	2,064.1	207.0	4,728.1	12,325.6
RPK(백만km)	12.0	15.0	21.0	24.0	14.0	593.9	967.6	1,401.4	72.0	2,977.0	10,044.9
L/F(%)	26.7	34.9	36.2	39.3	36.8	55.9	61.9	67.9	34.8	63.0	81.5
Yield(원km)	297.4	85.1	232.0	130.2	154.6	61.9	65.4	67.1	186.2	87.3	64.4
2) 부가수익 및 기타	3.8	4.6	6.0	4.5	4.5	7.9	9.2	7.1	18.9	28.6	54.6
영업비용(매출원가+판관비)	104.0	112.2	105.2	111.1	113.9	149.5	165.8	178.7	432.4	608.0	826.8
인건비	26.0	29.2	23.1	21.1	27.3	26.5	27.3	28.1	99.4	117.5	135.5
감가상각비	25.4	24.1	23.9	23.8	23.8	26.9	28.0	29.2	97.2	108.0	119.0
외주정비비	16.6	16.8	14.7	14.4	13.7	11.7	13.5	13.4	62.6	52.4	54.6
운영비용	13.5	13.5	14.7	16.7	17.1	19.7	22.1	24.5	58.4	98.0	137.7
항공연료비	13.5	19.1	20.0	24.4	23.9	45.2	51.2	55.7	77.0	176.0	255.3
공항관련비	10.4	11.2	10.5	12.2	10.3	19.4	23.6	27.8	44.4	100.2	156.1
영업이익	-60.1	-48.8	-44.5	-31.9	-46.4	-52.0	-45.3	-35.3	-185.3	-179.0	44.9
세전이익	-74.3	-51.1	-60.3	-35.3	-48.3	-59.5	-53.2	-38.8	-221.1	-199.8	31.2
당기순이익	-72.1	-50.4	-58.9	47.9	-31.0	-59.5	-53.2	-38.8	-133.6	-182.4	18.0

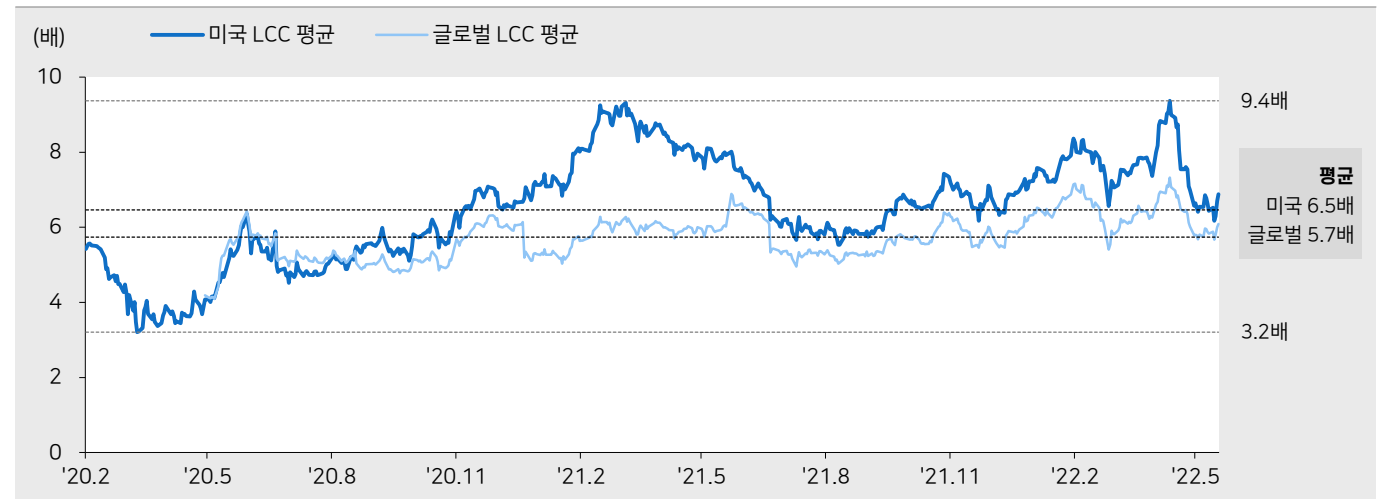
자료: 진에어, 메리츠증권 리서치센터

진에어 시나리오별 Valuation

(십억원)	Bull			Base			Bear		
	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
EBITDA	-88.1	-25.4	211.1	-88.1	-71.0	163.9	-88.1	-88.3	127.2
Target EV/EBITDA (배)			6.7			6.7			6.7
시가총액			1,281.0			879.5			584.0
총주식수 (백만주)			52.2			52.2			52.2
적정주가 (원)			24,540			16,849			11,187

자료: 메리츠증권 리서치센터

글로벌 LCC 12개월 선행 EV/EBITDA 멀티플 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

진에어 (272450)

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	910.2	271.8	247.2	429.0	871.7
매출액증가율(%)	-9.9	-70.1	-9.0	73.5	103.2
매출원가	876.7	417.5	392.3	427.2	697.3
매출총이익	33.5	-145.7	-145.1	1.8	174.3
판매비와관리비	82.3	39.0	40.2	180.8	129.5
영업이익	-48.8	-184.7	-185.3	-179.0	44.9
영업이익률(%)	-5.4	-68.0	-74.9	-41.7	5.1
금융손익	-7.1	-11.5	-13.4	-18.7	-25.2
종속/관계기업관련손익	0.1	-0.4	-0.0	0.1	0.0
기타영업외손익	-13.0	18.7	-22.4	-2.2	11.5
세전계속사업이익	-68.8	-177.9	-221.1	-199.8	31.2
법인세비용	-12.1	12.5	-87.5	-17.3	13.2
당기순이익	-56.7	-190.4	-133.6	-182.4	18.0
지배주주지분 순이익	-56.7	-190.4	-133.6	-182.4	18.0
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	353.3	161.3	194.3	474.9	468.0
현금및현금성자산	62.9	31.5	44.4	312.8	299.9
매출채권	26.4	3.2	2.8	10.8	15.3
재고자산	1.6	1.3	1.4	3.1	4.4
비유동자산	351.2	395.5	407.3	410.4	412.7
유형자산	2.4	1.6	0.8	0.7	0.7
무형자산	5.9	4.3	2.7	2.0	1.6
투자자산	30.8	29.3	29.5	32.0	34.7
자산총계	704.4	556.8	601.6	885.2	880.7
유동부채	306.4	187.5	200.7	268.6	264.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	40.0	40.0	40.0	40.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	95.0	95.0
비유동부채	206.3	271.1	228.1	506.7	488.2
사채	0.0	0.0	14.9	314.9	314.9
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	512.7	458.6	428.9	775.3	752.7
자본금	30.0	45.0	52.2	52.2	52.2
자본잉여금	91.8	181.0	297.1	416.9	416.9
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7
이익잉여금	77.1	-117.4	-240.8	-423.3	-405.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	191.8	98.2	172.8	110.0	127.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	64.6	-171.8	-73.7	-67.3	157.7
당기순이익(손실)	-56.7	-190.4	-133.6	-182.4	18.0
유형자산감가상각비	117.7	113.6	95.4	107.5	119.0
무형자산상각비	1.7	1.8	1.8	0.8	0.4
운전자본의 증감	-8.4	-120.9	4.9	-2.9	-9.1
투자활동 현금흐름	84.4	122.0	-21.7	-84.8	-121.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.5	-0.2	-0.0	-84.2	-119.0
투자자산의 감소(증가)	9.1	1.4	-0.1	-2.5	-2.7
재무활동 현금흐름	-143.4	18.0	107.9	420.4	-48.9
차입금증감	263.0	78.1	-25.3	334.2	-19.5
자본의증가	0.0	104.3	123.3	119.8	0.0
현금의증가(감소)	5.7	-31.4	12.8	268.4	-12.9
기초현금	57.2	62.9	31.5	44.4	312.8
기말현금	62.9	31.5	44.4	312.8	299.9
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	26,285	7,472	5,209	8,218	16,699
EPS(지배주주)	-1,636	-5,235	-2,815	-3,495	344
CFPS	2,219	-1,651	-1,669	-1,269	3,367
EBITDAPS	2,037	-1,905	-1,856	-1,355	3,147
BPS	5,538	2,103	3,309	2,106	2,451
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-8.1	-2.5	-5.9	-5.1	52.1
PCR	6.0	-7.9	-10.0	-14.1	5.3
PSR	0.5	1.7	3.2	2.2	1.1
PBR	2.4	6.2	5.0	8.5	7.3
EBITDA	70.5	-69.3	-88.1	-70.7	164.3
EV/EBITDA	6.3	-12.0	-11.7	-16.4	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-24.7	-131.4	-98.6	-129.1	15.1
EBITDA이익률	7.7	-25.5	-35.6	-16.5	18.8
부채비율	267.4	467.2	248.2	705.1	588.4
금융비용부담률	1.9	6.7	6.0	4.9	3.4
이자보상배율(x)	-2.9	-10.2	-12.4	-8.5	1.5
매출채권회전율(x)	34.4	18.3	83.1	63.1	66.8
재고자산회전율(x)	599.6	187.4	185.2	190.8	233.0

HMM(011200) 변동폭 확대. 펀더멘탈에 의존하자

Analyst 배기연 02. 6454-6611
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Hold

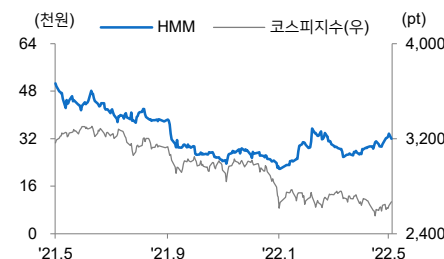
적정주가 (12개월)	29,000원
현재주가 (5월 30일)	31,950원
상승여력	-9.2%

KOSPI	2,669.66pt
시가총액	156,248억원
발행주식수	48,904만주
유동주식비율	79.26%
외국인비중	10.44%
52주 최고/최저가	49,650원/21,900원
평균거래대금	1,846.5억원

주요주주(%)	
한국산업은행	20.69
한국해양진흥공사	19.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.5	35.4	-35.6
상대주가	13.6	44.0	-23.1

주가그래프



사이클은 있으나 걱정은 없는 이익구조

- 2022~23년 영업이익 12조 4,659억원(+69.0% YoY), 7조 2,556억원(-41.8% YoY) 예상
- 컨테이너 해운 시황의 저점으로 예상하는 2024년에도 영업이익 4조 4,679억원, ROE +10.5% 예상
- 시황에 상관 없는 이익 구조의 완성. 2011~19년 연속 영업손실을 기록하던 모습은 소멸

노이즈와 기대감이 상존하며 주가 변동폭 확대

- 총 2조 6,800억원 규모의 영구채 6건이 남은 상황, KDB한국산업은행의 보유 지분 20.69% 등 노이즈 발생 가능성
- 2021년부터 시작한 현금 배당 시작. 2022년 이익잉여금 9조 8,805억원(+1,165.8% YoY)를 예상하며 배당가능이익이 확대됨에 따라 기대감도 상존

컨테이너 시장 바닥을 가정해도 적정주가는 29,000원

- 컨테이너 해운 시황 저점인 2024년의 BPS 25,407원, Implied PBR 1.1배 적용한 29,000원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	5,513.1	-299.7	-589.9	-1,871	-26.2	3,420	-1.9	1.0	27.9	-55.5	556.7
2020	6,413.3	980.8	123.9	385	-120.6	5,164	36.2	2.7	6.5	8.9	455.1
2021	13,794.2	7,377.5	5,337.1	13,754	3,469.0	21,179	2.0	1.3	1.6	88.6	72.6
2022E	19,748.3	12,465.9	9,689.1	18,770	36.5	28,597	1.7	1.1	0.5	64.5	34.5
2023E	12,932.5	7,255.6	4,666.3	6,249	-66.7	27,192	5.1	1.2	0.3	21.4	21.5

HMM 사업부별 실적 테이블

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
SCFI Index(p)	2,780.1	3,259.2	4,289.1	4,691.6	4,850.8	4,061.7	3,356.7	2,652.6	3,755.0	3,730.4	1,343.7	1,191.6
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.2	95.2	105.5	105.0	100.0	68.0	101.4	93.8	85.0
매출액	2,428.0	2,906.7	4,016.4	4,443.0	4,918.7	5,478.3	5,045.5	4,305.8	13,794.1	19,748.3	12,932.5	9,251.2
컨테이너	2,260.5	2,711.5	3,788.5	4,188.2	4,667.8	5,202.0	4,762.7	4,019.1	12,948.7	18,651.6	11,738.7	8,047.1
미주	911.0	1,197.1	1,676.4	1,692.8	2,011.8	1,617.5	1,484.5	1,256.0	5,477.3	6,369.9	3,753.1	2,572.8
유럽	732.4	843.7	1,236.0	1,383.3	1,437.7	2,489.4	2,258.2	1,895.3	4,195.4	8,080.6	5,056.5	3,466.3
중동/인도	309.7	321.8	927.9	810.2	830.9	678.1	626.3	532.4	2,369.6	2,667.6	1,893.8	1,298.2
아주역내	140.2	163.1	0.0	0.0	0.0	217.2	206.0	177.1	303.3	600.3	472.5	323.9
남북	167.3	190.7	255.3	293.2	387.4	199.9	187.6	158.2	906.4	933.2	562.9	385.8
벌크 및 기타	167.5	208.5	240.3	254.8	339.4	276.3	282.8	286.7	871.2	1,185.2	1,193.8	1,204.1
매출원가	1,329.3	1,443.0	1,621.9	1,642.3	1,681.0	1,839.9	1,735.8	1,551.0	6,036.4	6,807.6	5,162.7	4,293.0
항화물비	684.0	728.0	820.7	776.2	807.4	899.3	828.3	706.8	3,008.8	3,241.9	2,123.0	1,518.7
용선료(OPEX 비용도 포함)	325.4	376.4	405.7	445.2	440.7	430.7	424.3	415.8	1,552.8	1,711.5	1,602.7	1,598.0
연료비	166.0	200.2	214.0	241.5	259.1	319.8	293.2	238.3	821.7	1,110.3	676.7	435.2
감가상각비	103.6	112.8	117.6	125.2	126.2	126.2	126.2	126.2	459.2	504.7	504.7	504.7
기타	50.3	25.6	63.9	54.2	47.6	63.9	63.9	63.9	194.0	239.3	255.6	236.5
매출원가율(%)	54.7	49.6	40.4	37.0	34.2	33.6	34.4	36.0	43.8	34.5	39.9	46.4
판매비 및 관리비	79.5	74.8	123.7	102.3	89.1	128.6	128.6	128.6	380.2	474.8	514.3	490.3
영업이익	1,019.3	1,388.9	2,270.8	2,698.5	3,148.6	3,509.8	3,181.2	2,626.2	7,377.5	12,465.9	7,255.6	4,467.9
영업외손익(금융손익)	-858.5	-1,196.5	28.4	-124.9	-29.8	-54.2	-44.2	-2,803.6	-2,151.5	-2,931.7	-2,746.2	-2,027.4
이자수익	4.4	4.6	5.8	13.0	20.3	26.7	33.4	37.2	27.9	117.6	176.0	180.2
이자비용	94.4	92.6	80.4	80.2	82.4	80.9	77.6	74.5	347.6	315.4	266.6	215.8
기타영업외손익(지분법손익포함)	-4.4	19.8	2.5	83.3	16.9	57.6	62.4	34.0	101.2	170.9	172.8	178.4
세전이익	156.3	212.2	2,301.7	2,657.0	3,135.7	3,513.3	3,199.4	-143.3	5,327.2	9,705.0	4,682.2	2,618.8
법인세비용	2.3	1.7	1.9	-15.8	4.0	4.0	4.0	4.0	-9.9	15.9	15.9	4.0
당기순이익	154.1	210.5	2,299.8	2,672.7	3,131.7	3,509.3	3,195.4	-147.3	5,337.2	9,689.2	4,666.3	2,614.8

자료: HMM, 메리츠증권 리서치센터

HMM 밸류에이션

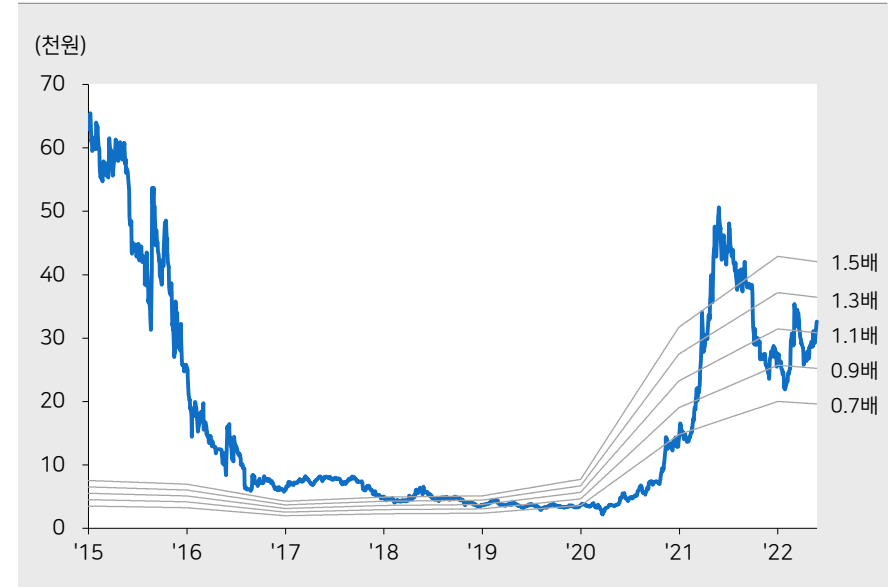
2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

HMM Implied PBR Valuation

	2021	2022E	2023E	2024E
COE(%)	8.6	9.0	9.4	9.4
RiskFree (%)	1.3	1.6	2.0	2.0
Risk Premium (%)	6.1	6.1	6.1	6.1
Beta (52주)	1.2	1.2	1.2	1.2
ROE (%)	88.6	64.5	21.4	10.5
BPS (원)	21,179	28,597	27,192	25,407
(ROE-g)/(COE-g) (배)	10.3	7.2	2.3	1.1
Fair Value (원)				28,411.5
Target PBR (배)				1.1
적정주가 (원)				28,411.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

HMM 12개월 선행 PBR 밴드차트



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,513.1	6,413.3	13,794.2	19,748.3	12,932.5
매출액증가율(%)	5.6	16.3	115.1	43.2	-34.5
매출원가	5,517.2	5,128.8	6,036.4	6,807.6	5,162.7
매출총이익	-4.1	1,284.4	7,757.7	12,940.6	7,769.9
판매비와관리비	295.6	303.7	380.2	474.8	514.3
영업이익	-299.7	980.8	7,377.5	12,465.9	7,255.6
영업이익률(%)	-5.4	15.3	53.5	63.1	56.1
금융손익	-336.8	-1,143.3	-2,151.5	-2,931.7	-2,746.2
중속/관계기업관련손익	1.2	9.2	16.8	41.4	21.8
기타영업외손익	48.6	281.1	84.5	129.5	151.0
세전계속사업이익	-586.7	127.8	5,327.2	9,705.0	4,682.2
법인세비용	3.1	3.8	-9.9	15.9	15.9
당기순이익	-589.8	124.0	5,337.2	9,689.2	4,666.3
지배주주지분 순이익	-589.9	123.9	5,337.1	9,689.1	4,666.3
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,427.2	2,237.2	8,768.0	16,816.5	19,174.2
현금및현금성자산	645.1	1,140.7	1,725.0	9,992.6	15,578.7
매출채권	494.8	623.2	1,232.1	1,194.0	629.1
재고자산	135.3	153.0	254.2	246.3	129.8
비유동자산	5,733.0	7,136.1	9,108.1	9,683.7	9,936.2
유형자산	2,023.5	2,299.9	3,200.6	3,626.3	4,129.7
무형자산	91.5	108.2	42.6	41.5	41.5
투자자산	445.8	604.7	734.1	530.4	279.5
자산총계	7,160.2	9,373.4	17,876.1	26,500.3	29,110.4
유동부채	1,683.7	2,880.7	2,524.7	2,331.4	1,364.8
매입채무	493.1	418.2	569.2	551.6	290.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	946.0	1,369.1	942.2	797.8	556.8
비유동부채	4,386.2	4,804.1	4,993.1	4,463.3	3,787.0
사채	529.1	384.7	192.6	151.7	91.7
장기차입금	1,007.0	677.3	247.9	173.9	74.9
부채총계	6,069.9	7,684.8	7,517.8	6,794.7	5,151.9
자본금	1,592.1	1,633.6	2,445.2	3,445.2	4,405.2
자본잉여금	1,609.3	1,567.4	4,425.3	4,342.0	4,342.0
기타포괄이익누계액	-111.8	-266.3	109.7	0.0	0.0
이익잉여금	-4,477.1	-4,443.9	780.6	9,880.5	14,133.4
비지배주주지분	1.3	1.2	1.0	1.1	1.2
자본총계	1,090.3	1,688.6	10,358.3	19,705.6	23,958.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	399.3	1,408.6	7,505.0	10,036.7	5,481.4
당기순이익(손실)	-589.8	124.0	5,337.2	9,689.2	4,666.3
유형자산감가상각비	505.0	586.2	654.4	562.8	504.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	224.4	-197.4	-541.3	-221.1	310.4
투자활동 현금흐름	-877.2	-2,034.2	-6,314.4	-599.2	1,424.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,082.6	-1,829.7	-1,708.9	-774.4	-1,008.0
투자자산의 감소(증가)	-46.6	-158.9	-129.4	203.7	250.9
재무활동 현금흐름	572.9	1,155.5	-718.2	-1,213.1	-1,319.3
차입금증감	2,912.8	1,476.5	-840.0	-673.5	-905.9
자본의증가	11.4	-0.3	3,669.5	916.6	960.0
현금의증가(감소)	82.2	495.6	584.3	8,267.7	5,586.1
기초현금	562.9	645.1	1,140.7	1,725.0	9,992.6
기말현금	645.1	1,140.7	1,725.0	9,992.6	15,578.7
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	17,489	19,938	35,549	38,256	17,318
EPS(지배주주)	-1,871	385	13,754	18,770	6,249
CFPS	623	5,046	20,786	20,175	7,067
EBITDAPS	651	4,871	20,699	25,239	10,392
BPS	3,420	5,164	21,179	28,597	27,192
DPS	0	0	600	600	600
배당수익률(%)	0.0	0.0	2.2	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	-1.9	36.2	2.0	1.7	5.1
PCR	5.7	2.8	1.3	1.6	4.5
PSR	0.2	0.7	0.8	0.8	1.8
PBR	1.0	2.7	1.3	1.1	1.2
EBITDA	205.3	1,567.0	8,031.9	13,028.6	7,760.3
EV/EBITDA	27.9	6.5	1.6	0.5	0.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-55.5	8.9	88.6	64.5	21.4
EBITDA이익률	3.7	24.4	58.2	66.0	60.0
부채비율	556.7	455.1	72.6	34.5	21.5
금융비용부담률	7.4	6.5	2.5	1.6	2.1
이자보상배율(x)	-0.7	2.4	21.2	39.5	27.2
매출채권회전율(x)	12.1	11.5	14.9	16.3	14.2
재고자산회전율(x)	41.3	44.5	67.8	78.9	68.8

팬오션(028670) 안정적인 실적만 보자

Analyst 배기연 02. 6454-6611
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	7,300원
현재주가 (5월 30일)	7,510원
상승여력	-2.8%
KOSPI	2,669.66pt
시가총액	40,146억원
발행주식수	53,457만주
유통주식비율	45.21%
외국인비중	15.36%
52주 최고/최저가	8,770원/4,760원
평균거래대금	338.9억원
주요주주(%)	
하림지주 외 11 인	54.77
국민연금공단	7.14

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.8	45.3	8.7
상대주가	13.8	54.5	29.8

주가그래프



우수한 영업 능력의 입증. 실적 걱정은 없다

- 2022~23년 영업이익 5,299억원, 3,823억원. 영업이익률 +10.3%, +8.6% 예상
- 2016년 법정관리 통과 이후 2017~20년 평균 영업이익 2,085억원, 평균 영업이익률 +8.4%
- 벌크선 시황의 변동에 대응하는 우수한 영업능력을 입증하며 이익규모는 성장

시장의 심리적 요인에 기인한 BDI 혼란

- 2022~23년 BDI 전망은 2,195.6p, 2,005.2p를 예상하며 2017~20년 평균 BDI 1,5070.4p 대비 개선된 시황
- 중국-호주 무역분쟁, 러시아-우크라이나 전쟁, 주요 원자재 수출국가들의 기상이변 등 벌크 화물 해운 시장에 불확실성이 확대
→ 운임선도거래(FFA)가격 상승. 즉, 시장 참여자들의 심리가 BDI의 변동폭을 확대하고 있는 상황

금리 상승으로 인한 보수적인 밸류에이션 불가피. 적정주가 7,300원 제시

- 1) 우수한 이익체력, 2) BDI에 대한 시장 기대감 등 충분 But. 밸류에이션은 냉정히. 금리 상승 감안한 Implied PBR 0.9배 적용한 적정주가는 7,300원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,467.9	210.0	151.9	284	-0.6	5,400	16.0	0.8	8.3	5.5	53.6
2020	2,497.2	225.2	92.5	173	-38.6	5,250	29.0	1.0	8.6	3.3	66.0
2021	4,616.1	573.0	549.3	1,028	505.5	6,729	5.3	0.8	4.9	17.2	80.4
2022E	5,137.8	529.9	478.1	894	-13.0	7,577	8.4	1.0	7.3	12.5	66.9
2023E	4,423.1	382.3	325.8	610	-31.8	8,087	12.3	0.9	7.6	7.8	56.3

팬오션 사업부별 실적 테이블

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
BDI(Index)	1,738.8	2,792.5	3,732.1	3,497.8	2,041.1	2,247.1	2,247.1	2,247.1	1,064.5	2,940.3	2,195.6	2,005.2
SCFI 추정치(Index)	2,780.1	3,259.2	4,289.1	4,691.6	4,850.8	4,061.7	3,356.7	2,652.6	1,253.0	3,755.0	3,730.4	1,343.7
VLCC 1년간 용선료(천달러/일)	33.1	34.2	33.5	41.9	37.9	49.5	49.5	49.5	61.3	35.7	46.6	43.7
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.2	95.2	105.5	105.0	100.0	37.1	68.0	101.4	93.8
원/달러 환율	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,205.0	1,224.0	1,240.0	1,230.0	1,180.1	1,141.4	1,224.7	1,195.0
매출액	679.9	1,129.9	1,328.2	1,478.0	1,440.9	1,228.5	1,250.1	1,218.2	2,497.2	4,616.1	5,137.7	4,423.1
벌크선_IR자료 기준	439.9	736.8	991.1	1,128.1	1,055.2	889.8	901.4	894.2	1,514.1	3,295.9	3,740.6	3,242.6
컨테이너선	74.0	80.2	88.3	110.8	125.7	93.4	87.5	73.1	246.7	353.3	379.6	168.9
탱커	26.6	30.7	36.9	46.0	51.2	38.3	40.6	42.6	142.8	140.2	172.7	171.1
LNG & 곡물사업	139.4	282.2	211.9	193.1	208.8	207.1	220.6	208.3	593.6	826.7	844.8	840.5
영업이익	48.9	112.0	191.3	220.7	169.1	124.7	121.1	115.0	225.2	572.9	529.9	382.3
벌크선_IR자료 기준	35.6	100.9	177.7	200.4	124.2	107.0	108.0	107.4	183.3	514.6	446.6	378.7
영업이익률(%)	8.1	13.7	17.9	17.8	11.8	12.0	12.0	12.0	10.6	14.4	12.0	11.7
컨테이너선	15.1	16.5	14.3	24.3	33.7	16.8	11.7	6.4	20.4	70.2	68.6	1.2
영업이익률(%)	20.4	20.6	16.2	21.9	26.8	18.0	13.4	8.8	8.3	19.9	18.1	0.7
탱커	-2.3	-3.4	-1.9	-2.0	7.0	0.8	0.8	0.9	15.1	-9.6	9.4	1.5
영업이익률(%)	-8.6	-11.1	-5.1	-4.3	13.7	2.0	2.0	2.0	10.6	-6.8	5.5	0.9
영업외손익	-1.4	-14.4	-2.3	-11.9	-9.2	-8.5	-8.2	-7.5	-47.5	-29.9	-33.5	-25.1
지분법손익	3.4	0.6	-5.1	13.8	4.7	1.6	1.7	1.9	5.4	12.6	9.9	8.9
기타영업외손익	4.0	-7.0	-4.2	1.9	-1.4	-8.3	-8.5	-8.7	-91.2	-5.3	-26.9	-39.0
세전이익	54.8	91.3	179.6	224.5	163.2	109.5	106.2	100.6	92.0	550.4	479.4	327.2
당기순이익	54.6	91.1	179.0	224.6	162.9	109.2	105.8	100.2	90.7	549.3	478.1	325.8
지배주주순이익	54.6	91.1	179.0	224.6	162.9	109.2	105.8	100.2	92.5	549.3	478.1	325.8

자료: 팬오션, 메리츠증권 리서치센터

팬오션 밸류에이션

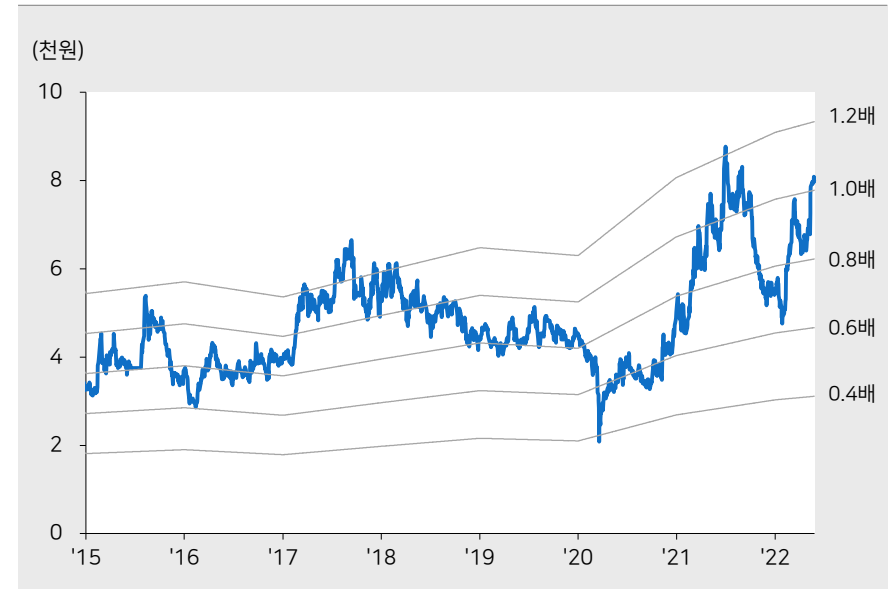
2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

팬오션 Implied PBR Valuation

	2020	2021	2022E	2023E
COE(%)	6.4	7.9	8.2	8.6
RiskFree (%)	0.9	1.3	1.6	2.0
Risk Premium (%)	3.6	6.1	6.1	6.1
Beta (52주)	1.5	1.1	1.1	1.1
ROE (%)	3.3	17.2	12.5	7.8
BPS (원)	5,250	6,728	7,577	8,087
(ROE-g)/(COE-g) (배)	0.5	2.2	1.5	0.9
Target PBR (배)				0.9
적정주가 (원)				7,297

자료: 메리츠증권 리서치센터

팬오션 12개월 선행 PBR 밴드차트



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

팬오션 (028670)

2022년 하반기 전망 시리즈 7
기계/조선/운송

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,467.9	2,497.2	4,616.1	5,137.8	4,423.1
매출액증가율(%)	-7.5	1.2	84.9	11.3	-13.9
매출원가	2,180.1	2,193.2	3,950.4	4,509.7	3,952.3
매출총이익	287.8	303.9	665.7	628.1	470.8
판매비와관리비	77.8	78.7	92.8	98.2	88.5
영업이익	210.0	225.2	573.0	529.9	382.3
영업이익률(%)	8.5	9.0	12.4	10.3	8.6
금융손익	-48.8	-47.5	-29.9	-33.5	-25.1
중속/관계기업관련손익	0.0	5.4	12.6	9.9	8.9
기타영업외손익	-13.0	-91.2	-5.3	-26.9	-39.0
세전계속사업이익	148.3	92.0	550.4	479.4	327.2
법인세비용	0.5	1.2	1.1	1.3	1.3
당기순이익	147.7	90.7	549.3	478.1	325.8
지배주주지분 순이익	151.9	92.5	549.3	478.1	325.8
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	679.5	662.5	1,358.7	1,418.9	1,502.3
현금및현금성자산	255.3	237.6	521.6	754.2	909.6
매출채권	131.4	149.2	249.2	205.4	183.2
재고자산	65.3	57.2	108.2	89.2	79.6
비유동자산	3,774.7	3,996.8	5,130.1	5,339.7	5,255.7
유형자산	3,737.0	3,873.1	4,963.3	5,154.8	5,072.8
무형자산	7.8	6.6	6.5	5.9	4.8
투자자산	14.4	100.4	147.2	145.5	144.6
자산총계	4,454.2	4,659.3	6,488.8	6,758.6	6,758.0
유동부채	709.1	604.3	1,149.4	947.8	754.4
매입채무	120.2	140.9	236.8	195.2	174.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	3.6	3.6
유동성장기부채	429.6	237.5	325.9	265.4	145.4
비유동부채	845.5	1,248.4	1,742.5	1,760.2	1,680.7
사채	111.6	116.3	121.1	92.7	52.7
장기차입금	57.5	75.7	126.0	1,515.3	1,515.3
부채총계	1,554.7	1,852.7	2,891.9	2,708.0	2,435.1
자본금	534.6	534.6	534.6	534.6	534.6
자본잉여금	1,942.1	1,942.1	1,942.1	717.1	717.1
기타포괄이익누계액	169.1	-1.0	266.5	0.0	0.0
이익잉여금	236.0	328.7	851.3	1,221.3	1,493.7
비지배주주지분	13.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,899.5	2,806.7	3,596.8	4,050.6	4,323.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	404.8	470.5	767.7	795.6	606.2
당기순이익(손실)	147.7	90.7	549.3	478.1	325.8
유형자산감가상각비	201.4	226.2	359.4	214.6	282.0
무형자산상각비	1.4	1.4	1.0	1.0	1.1
운전자본의 증감	51.0	53.6	-129.0	1.2	13.8
투자활동 현금흐름	-213.0	-336.9	-351.2	-144.6	-181.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-217.0	-289.5	-333.7	-188.3	-200.0
투자자산의 감소(증가)	5.9	-80.6	-34.1	6.4	0.9
재무활동 현금흐름	-152.0	-139.0	-158.0	-429.2	-269.3
차입금증감	130.8	228.5	761.2	-71.2	-215.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	-1,225.0	0.0
현금의증가(감소)	46.6	-17.8	284.0	232.7	155.3
기초현금	208.7	255.3	237.6	521.6	754.2
기말현금	255.3	237.6	521.6	754.2	909.6
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	4,617	4,671	8,635	9,611	8,274
EPS(지배주주)	284	173	1,028	894	610
CFPS	785	869	1,772	1,573	1,189
EBITDAPS	772	847	1,746	1,395	1,245
BPS	5,400	5,250	6,729	7,577	8,087
DPS	0	50	100	100	100
배당수익률(%)	0.0	1.0	1.8	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	16.0	29.0	5.3	8.4	12.3
PCR	5.8	5.8	3.1	4.8	6.3
PSR	1.0	1.1	0.6	0.8	0.9
PBR	0.8	1.0	0.8	1.0	0.9
EBITDA	412.9	452.9	933.3	745.5	665.4
EV/EBITDA	8.3	8.6	4.9	7.3	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	3.3	17.2	12.5	7.8
EBITDA이익률	16.7	18.1	20.2	14.5	15.0
부채비율	53.6	66.0	80.4	66.9	56.3
금융비용부담률	2.2	1.6	0.9	0.7	0.9
이자보상배율(x)	3.8	5.5	13.1	15.5	9.2
매출채권회전율(x)	18.0	17.8	23.2	22.6	22.8
재고자산회전율(x)	39.1	40.8	55.8	52.0	52.4

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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

기계

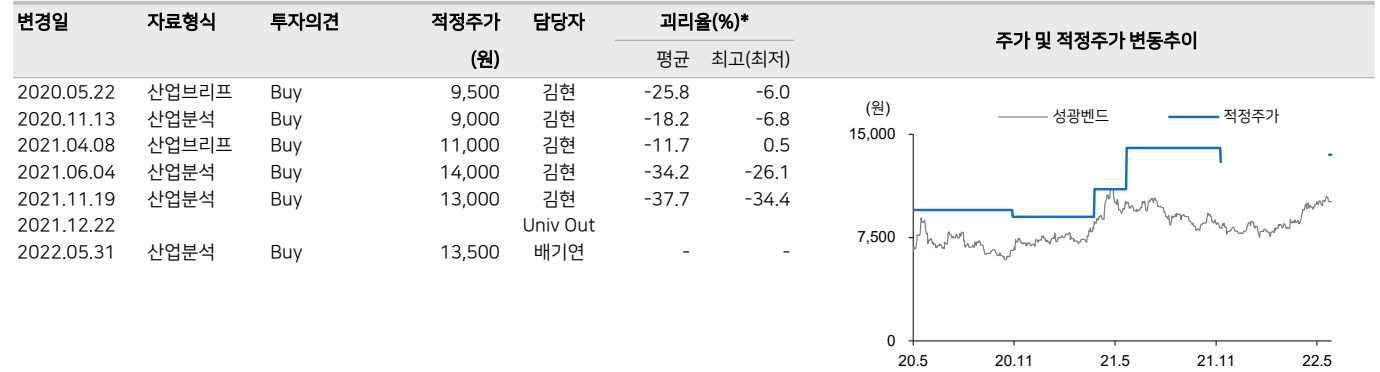
태광 (023160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.05.22	산업브리프	Buy	10,000	김현	-28.7	-5.5	
2020.11.13	산업분석	Buy	9,500	김현	-22.5	-6.1	
2021.04.08	산업브리프	Buy	13,000	김현	-16.8	-2.3	
2021.06.04	산업분석	Buy	16,000	김현	-27.2	-17.2	
2021.11.19	산업분석	Buy	17,000	김현	-36.8	-33.8	
2021.12.22				Univ Out			
2022.05.31	산업분석	Buy	15,500	배기연	-	-	

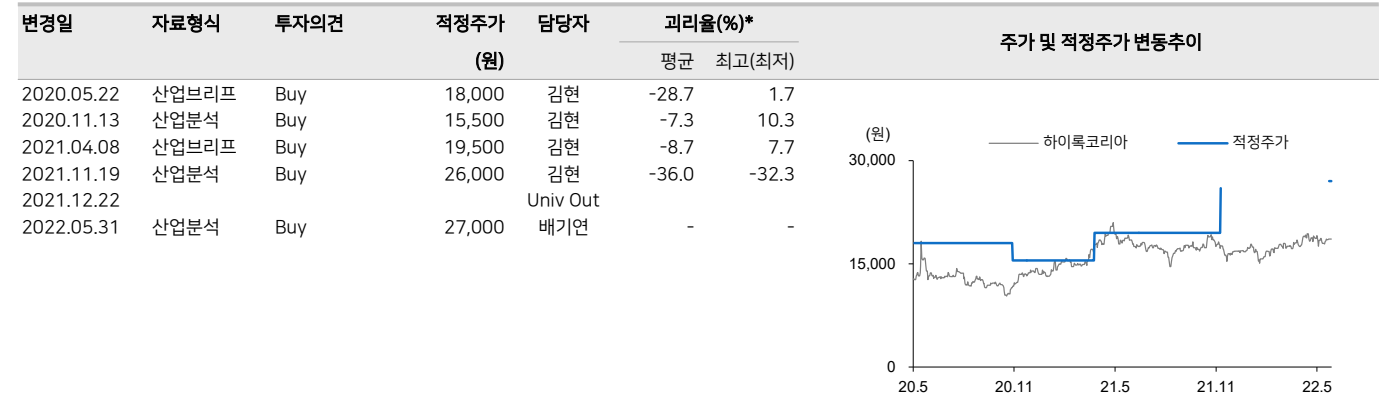
성광벤드 (014620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



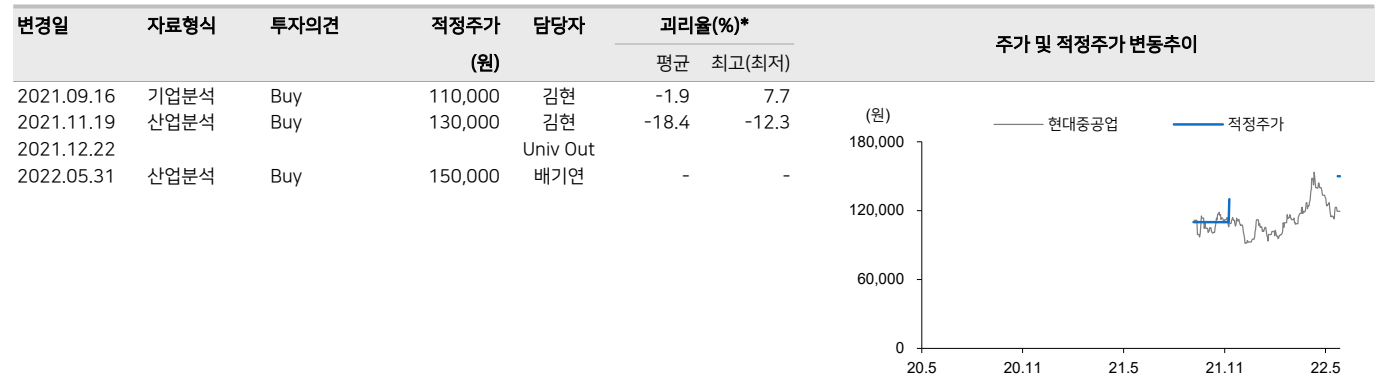
하이룩코리아 (013030) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



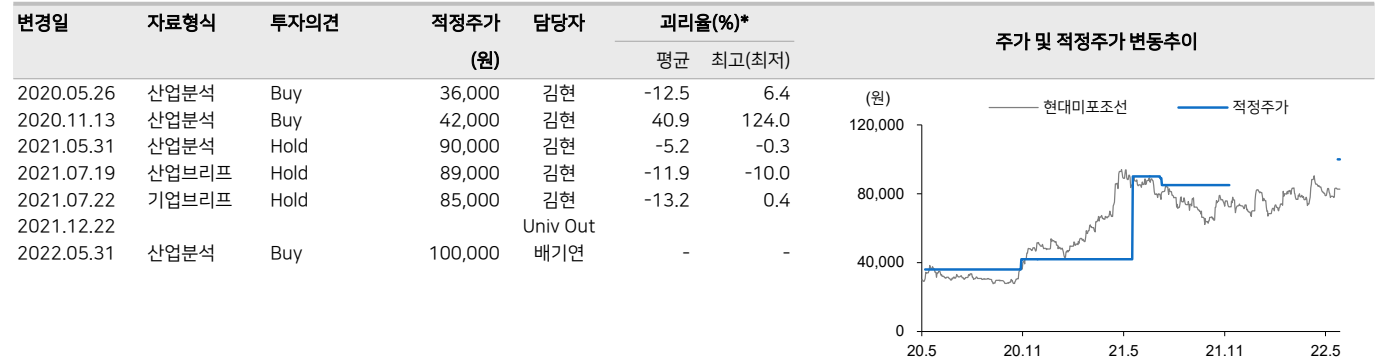
현대중공업 (329180) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



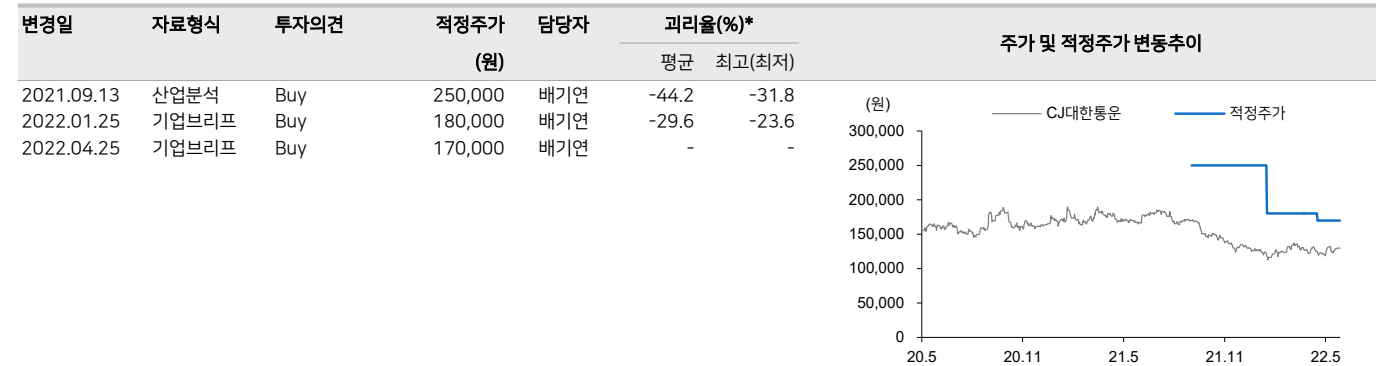
현대미포조선 (010620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



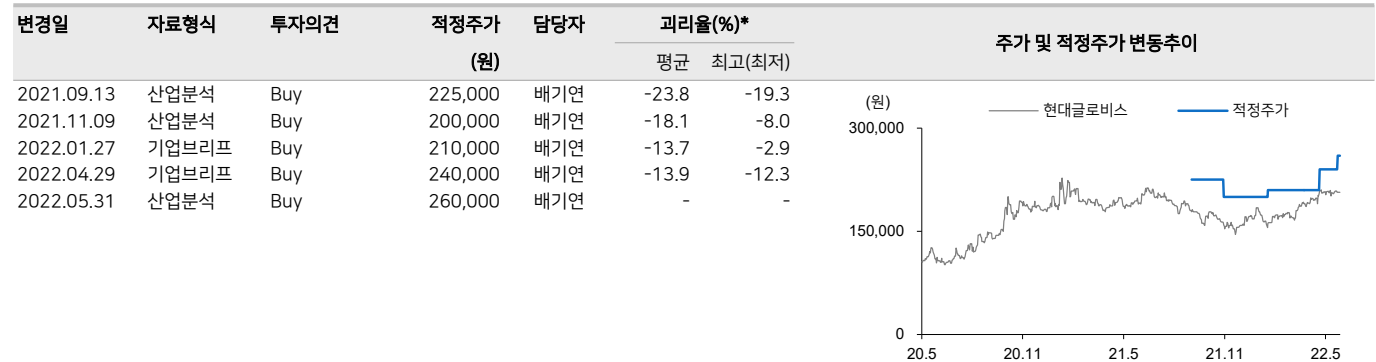
CJ대한통운 (000120) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



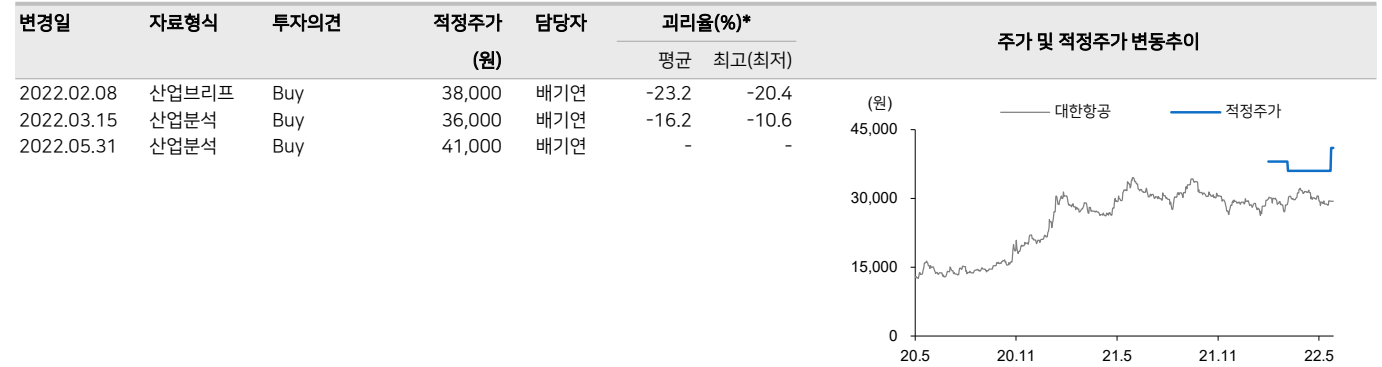
현대글로비스 (086280) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



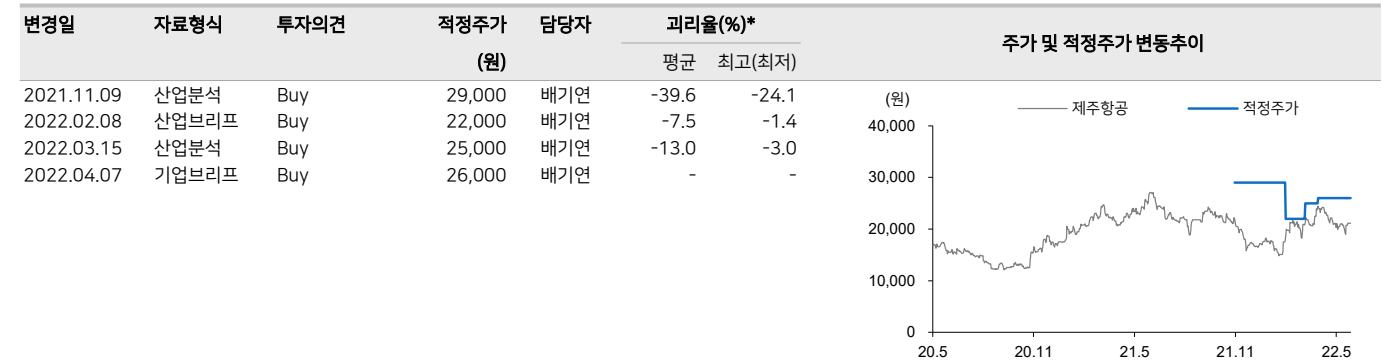
대한항공 (003490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



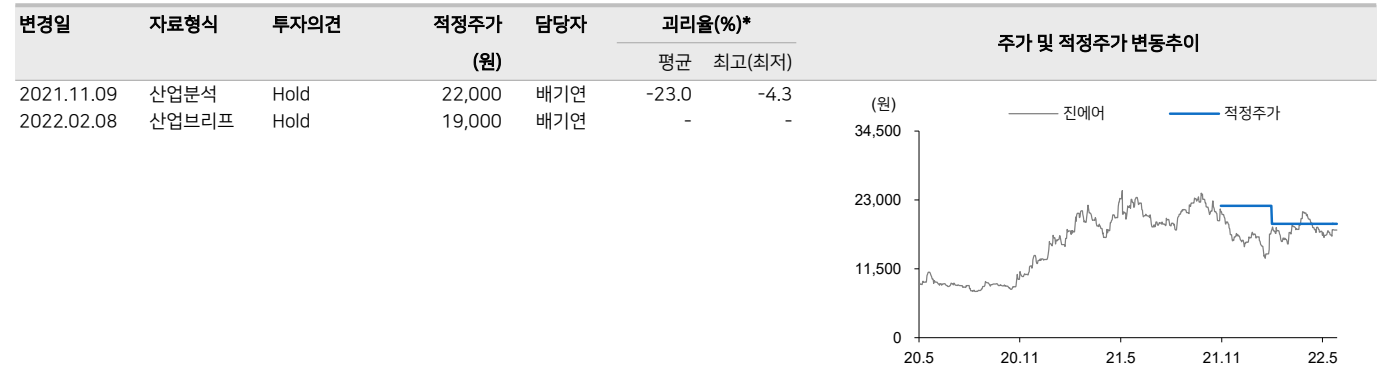
제주항공 (089590) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



진에어 (272450) 투자등급변경 내용

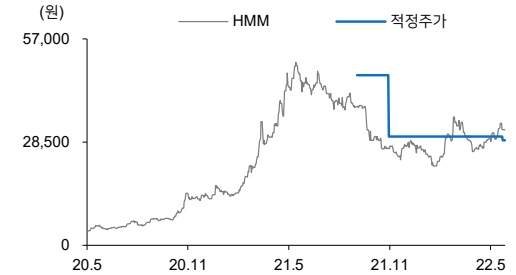
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



HMM (011200) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.09.13	산업분석	Buy	47,000	배기연	-33.1	-18.0	
2021.11.09	산업분석	Hold	30,000	배기연	-7.1	18.0	
2022.05.31	산업분석	Hold	29,000	배기연	-	-	



팬오션 (028670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.09.13	산업분석	Buy	9,400	배기연	-28.4	-17.7	
2021.11.09	산업분석	Buy	7,600	배기연	-27.7	-23.7	
2022.01.27	기업브리프	Buy	6,500	배기연	3.9	24.5	
2022.05.31	산업분석	Hold	7,300	배기연	-	-	

