

항-항

vol.1

#벌크선 #컨테이너선 #PCTC

엔데믹 시대의 해상운송



조선/기계 Analyst 배기연

02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA 오정하

02. 6454-4873
jungha.oh@meritz.co.kr



관심종목

종목	투자판단	적정주가
현대글로벌비스 (086280)	Buy	250,000원
팬오션 (028670)	Buy	7,100원
HMM (011200)	Hold	24,000원

Contents

Summary	3
Key Chart	4
1. 벌크선시장: BDI 전망치 수정: 1,616p → 1,564p	6
1) 2023년 BDI 전망은 1,564p(-370p YoY)	6
2) 러시아 이슈 해소 없인 BDI의 과거 평균 회귀는 난망	7
3) 중국의 춘절 이후 변동성 확대에 주목	9
4) 2~3월 중국의 정책에 따라 철광석, 석탄 교역량 증가 가능성	10
5) 중국 부동산 경기의 중요성	11
6) 철광석 수입량 트리거로 중국 디벨로퍼 완화 정책을 기대하는 이유	11
7) 석탄 수입량의 트리거는 석탄 가격 안정화	13
8) 벌크선 폐선 가능성은 제한적	14
2. 컨테이너선 시장: 2M의 해체와 HMM 매각 가능성	15
1) 컨테이너선 시장 다운사이클 진입 및 유보된 폐선집행 가능성	15
2) 1등과 2등은 친구가 될 수 없다	16
3) 3등 전략에 대한 제언	17
4) HMM 매각 공식화 7년만에 주인 찾을 가능성	18
5) 영구채 2.68조원, 복잡한 매각 선택법의 이유	19
6) 2023년 컨센서스 격변은 매각 진행의 또 하나의 변수	21
3. 자동차운반선 시장: 중국발 신세계	22
1) 과거 평균 수준의 수급지표에도 시장은 역사적 고점 경신 중	22
2) 자동차운반선 구조적인 쇼티지는 2023년 내 지속	24
4. 기업분석	25
현대글로벌비스 (086280): 힘들 때 웃는 게 일류다	26
팬오션 (028670): 중국을 기다리며	29
HMM (011200): 밸류에이션의 해무가 걷히다	32

Summary

1월 27일까지 중국의 춘절이 종료된 후 일주일이 지났고 BDI는 2월 2일 기준 640.0p까지 낮아졌다. 철광석+석탄 스팟 계약 재개로 계절적인 BDI 반등이 예상되며 2023년 연 평균 1,564p레벨을 전망한다. 과거 평균 1,330p보다 구조적으로 운임 레벨이 상승할 수 있는 이유는 유럽의 러시아산 석탄 금수 조치에 기인한다.

3월까지 중국의 부동산경기 부양책 발표에 따라 후행하는 철광석+석탄의 교역량 전망이 상향 조정될 가능성이 남아있다. 핵심은 디벨로퍼들에 대한 지원 정책이다. '디벨로퍼 규제 완화 → 토지매입 증가 → 신규 착공 면적 증가 → 철강 수요 증가 → 철광석 및 원료탄 수요 증가'의 사이클을 기대한다.

컨테이너선 시장은 세계 1등과 2등 간 해운동맹(2M Alliance)이 2025년 1월부 해체를 앞두고 있고, 2024년 시황의 저점이 예상되기 때문에 2023년은 3등업체들의 체질개선이 필요한 시기이다. HMM의 2023년 내 민영화 추진 배경으로 해석 가능하다.

HMM의 민영화는 세가지 매각 시나리오로 진행될 개연성이 있다. 핵심은 영구채 2.68조원의 처리 방안이다. 1) 정부가 영구채를 전환 또는 행사하고 난 뒤 모든 지분을 매각, 2) 영구채의 조기상환을 허용하고 매각, 3) 보통주 지분과 함께 영구채를 매각하는 방안이 예상 가능하다

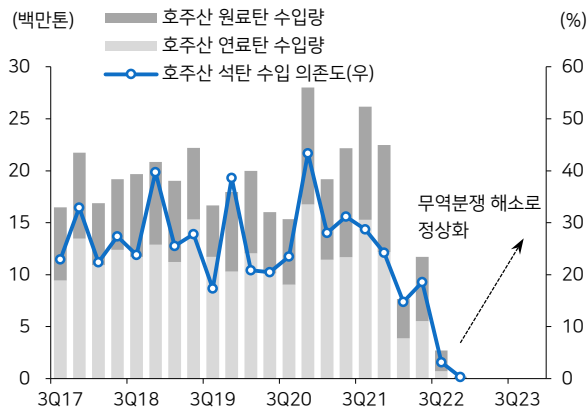
자동차운반선(PCTC)에 대한 부족현상은 2023년내 구조적으로 이어질 전망이다. 자동차 해상교역량에서 중국의 비중은 2020년 3% 수준에 불과했으나, 2021~22년을 거치며 9 ~ 11%까지 확대되며 부족현상의 진앙지이다.

2021~22년 간 2,000CEU급 이상 자동차운반선 발주량은 825,300CEU로 2023년초 선복량의 21.0% 수준의 발주가 쏟아졌으나, 2023년 인도예정 물량은 76,600CEU로 선복량의 2.0%에 불과하다.

전년도 4분기에 차년도 운송계약단가 협상이 진행되는 계약 방식으로 인해 PCTC 선사들의 2023년 1분기 수익성 개선은 자명하다. 2022년 12월 기준 PCC(Pure Car Carrier) 용선료는 일일 110,000달러(+214.3% YoY, +4.8% QoQ)를 기록했다. 용선 선대의 대규모 리뉴얼이 단행되어 수익성을 훼손할 가능성을 배제하면, 서프라이즈는 자명하다.

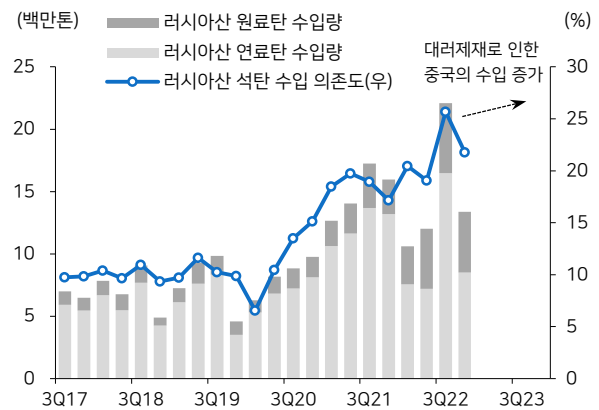
Key Chart

그림1 중국의 호주산 석탄 수입 의존도



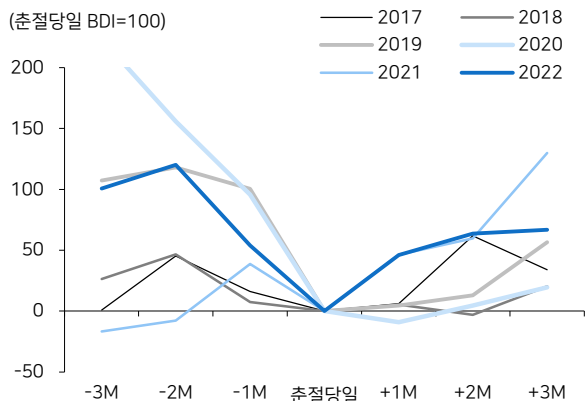
주: 2022년 11월 말 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국의 러시아산 석탄 수입 의존도



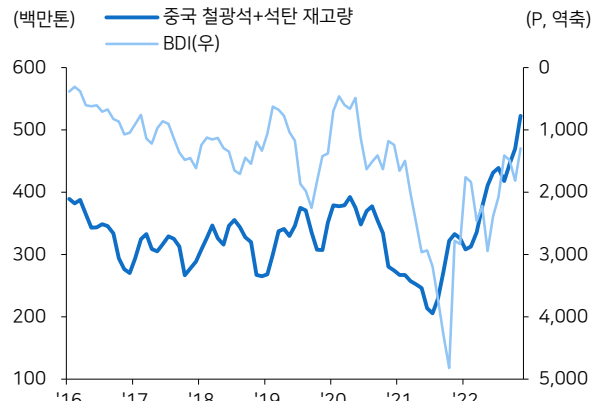
주: 2022년 11월 말 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2017~22 BDI: 춘절 3개월 뒤 평균 54.5% 상승



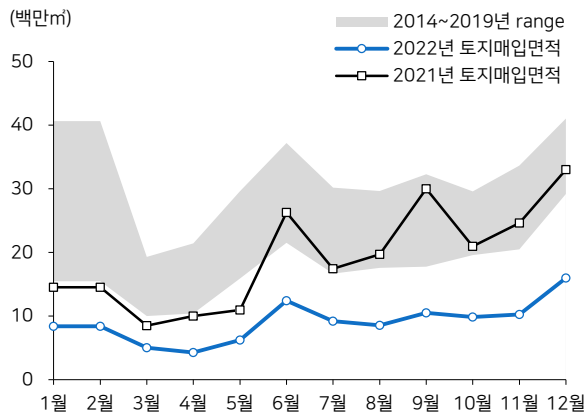
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국의 철광석+석탄 재고량에 3개월 후행하는 BDI



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 디벨로퍼들 토지매입면적은 평균대비 -54.0%



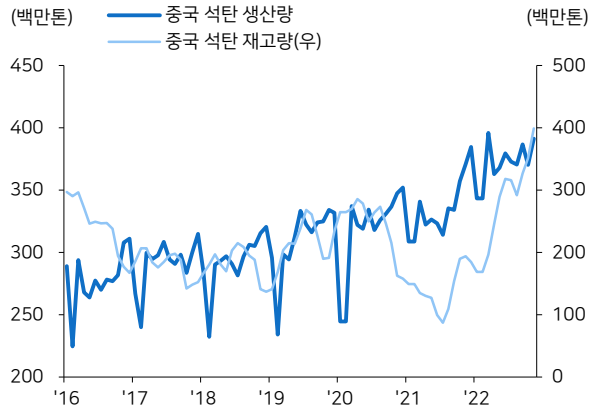
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 철광석 수입 가격 반등, 기대감 반영 가능성



자료: KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 중국의 석탄 생산량 증가에 따라 재고량 확대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 석탄 가격 안정화 시 자체 생산보다 수입 수요 증가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 3개 Alliance: 2M vs THE vs Ocean

	2M	THE Alliance	Ocean Alliance
참여자	MSC, Maersk	Hapag-Lloyd, ONE, Yangming, HMM	CMA-CGM, COSCO, Evergreen
협력 기간	~ 2025년 1월	~ 2030년 4월	~ 2027년 4월
선복량 비중(%)	33.8	18.6	30.2

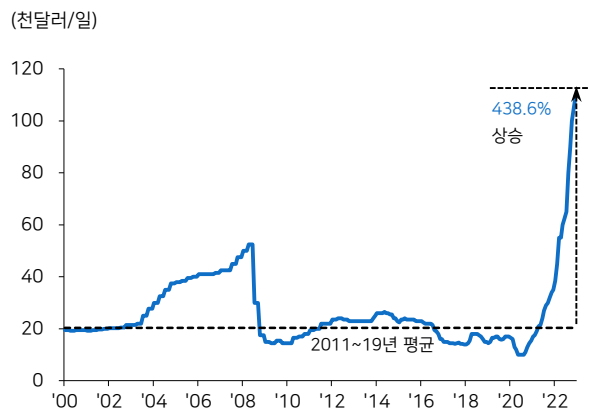
주: 선복량은 자사선+용선 합계
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 HMM 잔여 영구채는 전환사채 5건, 신주인수권부사채 1건 등 2.68조원

항목	발행일	만기일	권면총액 (십억원)	전환/행사대상 주식의 종류	전환청구/행사 가능기간	전환/ 행사비율	전환/ 행사가액	전환가능 주식수 (백만주)	금리 Step Up 발동 시기
192회 CB	2018-10-25	2048-10-25	400	보통주식	2019-10-25~2048-09-25	100%	5,000	80	2023-10-24
193회 BW	2018-10-25	2048-10-25	600	보통주식	2019-10-25~2048-09-25	100%	5,000	120	2023-10-24
194회 CB	2019-05-24	2049-05-24	100	보통주식	2020-05-24~2049-04-24	100%	5,000	20	2024-05-22
195회 CB	2019-06-27	2049-06-27	200	보통주식	2020-06-28~2049-05-26	100%	5,000	40	2024-06-25
196회 CB	2019-10-28	2049-10-28	660	보통주식	2020-10-29~2049-09-27	100%	5,000	132	2024-10-26
197회 CB	2020-04-23	2050-04-23	720	보통주식	2021-04-24~2050-03-22	100%	5,000	144	2025-04-22
총계			2,680.0					536	

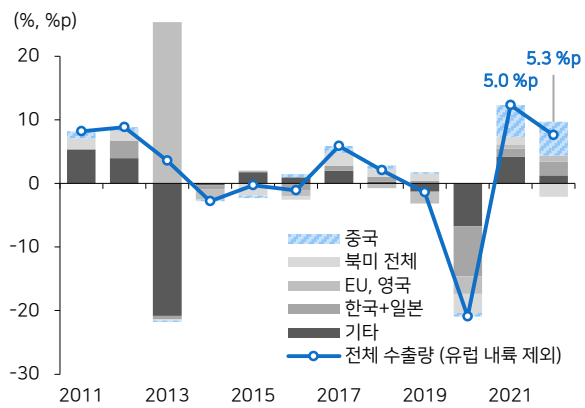
자료: 다트전자공시, 메리츠증권 리서치센터

그림9 PCTC 1년 용선료의 추이



주: 6,500CEU급 자동차운반선의 평균 용선료
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림10 해상교역량에서 중국의 기여도는 2021년도부터 급등



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
현대글로비스 (086280)	Buy	250,000원
팬오션 (028670)	Buy	7,100원
HMM (011200)	Hold	24,000원

Industry Indepth
2023. 2. 7

▲ 운송/조선/기계

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**

02. 6454-4873

jungha.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **250,000 원**
현재주가 (2.7) **163,400 원**
상승여력 **53.0%**

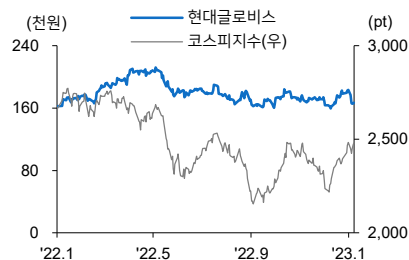
KOSPI	2,451.71pt
시가총액	61,275억원
발행주식수	3,750만주
유통주식비율	49.66%
외국인비중	47.31%
52주 최고/최저가	212,000원/159,500원
평균거래대금	140.7억원

주요주주(%)

정의선 외 4 인	29.34
Den Norske Amerikaline AS	11.00
PROJECT GUARDIAN HOLDINGS	10.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.9	-8.7	-3.9
상대주가	-5.8	-7.3	7.6

주가그래프



현대글로벌비스 086280

힘들 때 웃는 게 일류다

- ✓ 1) 가격 지표 하락, 2) 공급망 안정화로 안전재고 확충 둔화 등 역성장 기조에서도 자동차운반선 부문은 2023년 독야청청
- ✓ 2023년 해운 사업부 영업이익률 +12.9%(+3.6%p YoY), 2022년 4분기 진행한 운송 계약단가의 힌트: 전년대비 211.9% 급등한 용선료 일일 105,000달러
- ✓ 2023년 ROE 13.8%, Implied PBR 1.2배

CKD 높은 기저효과 우려에도, PCTC 강세 기대감

2023년 사업부별 매출 전망은 물류사업부 -16.5%, 해운사업부 -4.5%, 유통사업부 -24.8%로 매출의 역성장은 불가피하다. 1) 원화가치 절상으로 인한 가격지표의 하락, 2) 해외 완성차 공장들의 안전재고 확충 수요 둔화 가능성, 3) BDI(건화물 선운임지수)의 하락 때문이다. 2022년까지 우상향 기조를 경험했던 기저효과이다.

기저효과와 영향에도 현대글로벌비스에 대한 투자 의견을 제시하는 이유는 중국발 자동차운반선 쇼티지에 근거한 자동차운반선(PCTC)부문의 수익성 개선 때문이다. 2023년 PCTC를 포함한 해상운송 사업부의 영업이익률은 +12.9%(+3.6%p YoY)로 추정한다. 연내 5척 내외로 용선 선대 리뉴얼을 보수적으로 진행하면, 2023년 1분기 영업이익률 +15.7%(+3.5%p YoY) 수준 유지도 가능하다.

해상운송 사업부는 PCTC부문과 벌크선부문으로 구분한다. BDI가 2022년 대비 19.2% 하락이 예상되지만, 2022년 4분기 6,500CEU급 PCTC 1년 용선료가 일일 105,000달러(+211.9% YoY)로 급등하며 해상운송 사업부 수익성의 개선을 견인할 전망이다.

2023년 ROE 13.8%, Implied PBR 1.2배 제시의 근거

2023년 ROE 13.8%, BPS 206,232원으로 전망하며, 금리 상승속도가 둔화되면 Implied PBR 1.2배를 적용한 적정주가 250,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	26,981.9	1,798.5	1,190.6	31,750	52.3	183,196	5.1	0.9	3.0	18.8	102.1
2023E	22,004.0	1,480.4	1,006.4	26,836	-15.6	206,232	6.1	0.8	2.9	13.8	80.6
2024E	22,206.2	1,435.0	1,004.9	26,798	-0.1	229,230	6.1	0.7	2.6	12.3	72.8

표12 현대글로벌비스 사업부별 실적 테이블

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
소비자물가지수(Index)	101	102	103	104	105	108	109	109	105	108	109	109	100	103	108	108
PCTC용선료(달러/일)	15,667	19,833	26,167	29,417	41,167	52,917	70,833	96,667	106,333	111,650	117,232	123,094	1,265	3,792	65,396	114,577
BDI	1,739	2,793	3,732	3,498	2,041	2,530	1,655	1,523	933	1,517	2,024	1,879	1,066	2,943	1,937	1,564
WTI(달러/배럴)	58	66	71	77	95	109	92	83	75	75	77	78	39	68	95	76
환율(원/달러)	1,114	1,121	1,157	1,173	1,205	1,260	1,338	1,359	1,243	1,220	1,210	1,200	1,180	1,141	1,290	1,218
매출액	5,065	5,467	5,404	5,844	6,293	6,863	7,014	6,812	5,087	5,398	5,718	5,800	16,520	21,780	26,982	22,004
물류 사업부	1,645	1,814	1,752	1,939	2,172	2,370	2,473	2,464	1,728	1,959	2,106	2,121	5,601	7,151	9,480	7,914
국내 물류 매출액	402	429	381	415	407	437	438	491	367	438	446	456	1,486	1,627	1,774	1,707
계열사 매출	272	287	244	270	265	289	287	339	238	289	291	302	985	1,073	1,179	1,120
현대차/기아 내수 (천대)	315	349	280	318	274	323	295	338	295	341	302	341	1,340	1,262	1,230	1,280
비계열사 매출	130	142	137	145	143	149	151	152	129	149	155	154	501	554	595	587
해외 물류 매출액	1,243	1,385	1,371	1,524	1,765	1,933	2,036	1,972	1,361	1,521	1,660	1,665	4,116	5,523	7,706	6,208
해외공장 내수/수출(천대)	792	750	696	687	783	831	837	796	794	746	823	852	2,474	2,926	3,246	3,215
영업이익률(%)	5.2	7.8	7.9	6.1	5.5	6.9	6.4	7.6	4.9	6.2	6.3	5.5	4.9	6.8	6.6	5.8
해운 사업부	635	763	912	1,032	1,055	1,114	1,245	1,158	1,045	1,069	1,108	1,143	2,415	3,342	4,571	4,365
PCTC	476	546	616	676	732	746	880	867	881	892	870	861	1,705	2,313	3,225	3,505
벌크	159	217	297	356	323	368	365	291	164	176	238	282	710	1,028	1,346	859
영업이익률(%)	3.0	4.7	7.2	6.6	12.2	8.4	9.0	7.8	15.7	16.0	12.3	8.1	3.9	5.7	9.3	12.9
유통 사업부	2,785	2,891	2,740	2,872	3,066	3,379	3,296	3,190	2,314	2,371	2,504	2,537	8,504	11,287	12,932	9,725
CKD(Complete Knock Down)	2,297	2,304	2,128	2,212	2,466	2,662	2,662	2,667	1,722	1,730	1,853	1,891	6,515	8,941	10,457	7,196
CKD 물량(천대)	606	606	531	548	621	661	647	616	623	586	638	659	1,952	2,290	2,545	2,505
오토비즈	167	181	178	207	191	212	204	188	194	202	211	220	503	733	796	827
기타 유통	320	406	433	454	409	505	430	335	399	439	439	425	1,486	1,613	1,679	1,702
영업이익률(%)	3.7	3.4	4.0	4.8	5.8	5.7	6.3	5.3	4.8	4.7	4.7	4.7	3.5	4.0	5.8	4.7
총 영업이익	209	277	315	325	426	448	478	446	361	405	387	328	662	1,126	1,799	1,480
영업이익률(%)	4.1	5.1	5.8	5.6	6.8	6.5	6.8	6.5	7.1	7.5	6.8	5.6	4.0	5.2	6.7	6.7
영업외손익(금융손익)	-7	-11	-11	-9	-5	-11	-10	-11	-25	-17	-15	-14	-51	-37	-37	-70
지분법손익	14	8	5	-6	3	2	0	-15	3	2	2	2	30	21	-9	9
기타영업외손익	-48	-4	-53	-20	-53	-11	-122	32	-18	-20	-52	20	125	-125	-154	-70
세전이익	168	270	256	291	371	428	346	452	321	370	323	336	767	985	1,597	1,350
당기순이익	130	214	183	256	292	305	236	360	239	275	242	251	606	783	1,193	1,006

자료: 현대글로벌비스, 메리츠증권 리서치센터 추정

표13 Implied PBR Valuation

(%, 배)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
COE(%)	4.4	4.3	4.9	9.0	11.0	11.3
RiskFree	2.7	1.9	0.9	1.3	3.4	3.2
Risk Premium	2.8	4.0	3.6	6.0	6.0	6.0
Beta	0.6	0.6	1.1	1.3	1.3	1.3
ROE(%)	10.6	11.2	12.5	14.4	18.7	13.8
BPS(원)	113,605	124,541	135,079	154,732	183,067	206,097
(ROE-g)/(COE-g)	2.4	2.6	2.5	1.6	1.7	1.2
Fair Value(원)	275,028	325,824	343,491	248,378	310,980	252,608
Target PBR						1.2
적정주가(원)						250,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

현대글로비스 (086280)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	16,519.9	21,779.6	26,981.9	22,004.0	22,206.2
매출액증가율 (%)	-9.6	31.8	23.9	-18.4	0.9
매출원가	15,229.4	20,287.9	24,680.6	20,286.5	20,410.1
매출총이익	1,290.5	1,491.7	2,301.3	1,717.5	1,796.1
판매관리비	628.3	365.5	502.8	237.1	361.1
영업이익	662.2	1,126.3	1,798.5	1,480.4	1,435.0
영업이익률	4.0	5.2	6.7	6.7	6.5
금융손익	-50.6	-36.5	-37.2	-70.2	-25.0
중속/관계기업손익	29.6	20.9	-9.3	9.5	2.4
기타영업외손익	125.4	-125.4	-154.5	-69.8	-69.8
세전계속사업이익	766.6	985.2	1,597.5	1,349.9	1,342.6
법인세비용	160.4	202.0	404.6	343.5	337.6
당기순이익	606.1	783.2	1,192.8	1,006.4	1,004.9
지배주주지분 순이익	606.2	782.9	1,190.6	1,006.4	1,004.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	976.9	1,105.5	1,406.7	1,785.3	1,501.7
당기순이익(손실)	606.1	783.2	1,192.8	1,006.4	1,004.9
유형자산상각비	357.4	402.1	436.5	480.5	496.5
무형자산상각비	14.6	17.0	19.6	18.2	15.0
운전자본의 증감	88.0	-367.4	-791.8	280.3	-14.6
투자활동 현금흐름	-198.4	-349.4	-1,944.2	-374.2	-653.9
유형자산의증가(CAPEX)	-123.4	-308.0	-403.6	-640.0	-640.0
투자자산의감소(증가)	40.1	-127.4	-50.2	114.3	-6.0
재무활동 현금흐름	-31.5	-561.8	-339.9	-439.3	-140.6
차입금의 증감	357.0	-30.2	636.2	-296.8	1.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	711.4	244.2	-771.6	971.8	707.3
기초현금	689.8	1,401.2	1,645.3	873.7	1,845.6
기말현금	1,401.2	1,645.3	873.7	1,845.6	2,552.8

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	5,950.1	6,968.2	8,261.2	8,311.9	9,067.2
현금및현금성자산	1,401.2	1,645.3	873.7	1,845.6	2,552.8
매출채권	2,165.2	2,579.2	3,006.4	2,560.1	2,583.4
재고자산	1,115.3	1,370.4	1,597.4	1,360.3	1,372.7
비유동자산	4,948.6	5,202.7	5,649.0	5,676.1	5,810.7
유형자산	3,747.1	3,865.1	4,380.5	4,540.1	4,683.6
무형자산	103.5	102.1	102.7	84.5	69.6
투자자산	736.9	885.1	940.5	826.2	832.2
자산총계	10,898.7	12,170.9	13,910.2	13,988.0	14,877.9
유동부채	3,547.7	3,943.0	4,417.0	3,803.6	3,826.3
매입채무	1,535.3	1,902.5	1,842.2	1,568.7	1,583.0
단기차입금	1,176.5	952.7	1,176.0	976.0	976.0
유동성장기부채	136.5	164.2	322.1	342.1	342.1
비유동부채	2,284.6	2,415.6	2,610.0	2,437.3	2,442.1
사채	299.1	299.2	289.4	249.4	249.4
장기차입금	642.2	710.4	669.2	629.2	629.2
부채총계	5,832.3	6,358.5	7,026.9	6,240.9	6,268.4
자본금	18.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	153.6	153.6	153.6	153.6	153.6
기타포괄이익누계액	-72.8	-4.4	15.5	15.5	15.5
이익잉여금	4,966.8	5,619.9	6,667.4	7,531.3	8,393.7
비지배주주지분	0.9	10.0	13.4	13.4	13.4
자본총계	5,066.4	5,812.4	6,883.3	7,747.1	8,609.5

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	440,530	580,789	719,517	586,772	592,167
EPS(지배주주)	16,165	20,877	31,750	26,836	26,798
CFPS	30,043	41,331	65,385	51,165	50,107
EBITDAPS	27,577	41,208	60,122	52,773	51,905
BPS	135,079	154,732	183,196	206,232	229,230
DPS	3,500	3,800	3,800	3,800	3,800
배당수익률(%)	1.9	2.3	2.3	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	11.4	8.0	5.1	6.1	6.1
PCR	6.1	4.1	2.5	3.2	3.3
PSR	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
PBR	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
EBITDA	1,034.1	1,545.3	2,254.6	1,979.0	1,946.4
EV/EBITDA	7.4	4.5	3.0	2.9	2.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	14.4	18.8	13.8	12.3
EBITDA 이익률	6.3	7.1	8.4	9.0	8.8
부채비율	115.1	109.4	102.1	80.6	72.8
금융비용부담률	0.5	0.3	0.6	1.3	1.2
이자보상배율(x)	7.8	15.8	11.9	5.2	5.2
매출채권회전율(x)	7.8	9.2	9.7	7.9	8.6
재고자산회전율(x)	15.4	17.5	18.2	14.9	16.3

Industry Indepth
2023. 2. 7

▲ 운송/조선/기계

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**

02. 6454-4873

junggha.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **7,100 원**
 현재주가 (2.7) **5,890 원**
 상승여력 **20.5%**

KOSPI	2,451.71pt
시가총액	31,486억원
발행주식수	53,457만주
유동주식비율	45.21%
외국인비중	15.23%
52주 최고/최저가	8,090원/4,180원
평균거래대금	181.9억원

주요주주(%)

하림지주 외 10 인	54.77
국민연금공단	7.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.3	4.8	15.9
상대주가	1.1	6.5	29.8

주가그래프



팬오션 028670

중국을 기다리며

- ✓ 춘절 이후 계절적 반등을 예상하는 BDI, 연평균 1,564.2p를 예상
- ✓ 2023년 벌크선 부문 영업이익률 +11.2%(−0.5%p YoY)로 견조한 수익성을 예상하는 근거는 1) 스팟운임 하락에 대한 탄력적인 용선 선대 운영, 2) 38건의 연속 항해용선계약이 스팟 운임 하락기에 수익성을 방어하기 때문
- ✓ 2023년 ROE 8.1%, Implied PBR 0.7배 제시

2023년 벌크선 부문 영업이익률 +11.2% 전망

팬오션의 2023년 BDI 전망을 1,564.2p(−372.9p YoY) 조정했으나, 2023년 벌크선 부문 영업이익률은 +11.2%(−0.5%p YoY)로 견조한 수익성을 전망한다. 중국 춘절이 일주일 지난 2월 2일 기준 BDI는 640.0p까지 하락했으나, 철광석 및 석탄에 대한 스팟계약이 재개되면서 계절적 반등 국면을 예상한다.

2021~22년 높았던 운임의 기저효과에 대한 우려는 기우이다. 1) BDI의 낙폭이 확인된 2022년 3분기에 벌크선 용선선대를 45척 축소하며 운임 하락에 대응을 완료했으며, 2) 38건의 CVC(Consecutive Voyage Charter, 연속항해용선계약) 계약이 BDI 하락기에 수익성 보전 카드이기 때문이다.

2023년 컨테이너선 부문 영업이익률은 +9.0%(−17.5%p YoY)로 둔화는 불가피하지만, 탱커 부문 영업이익률은 +30.0%(−0.7%p YoY)로 전년과 유사한 수준을 유지하며 손실 폭을 만회할 전망이다.

2023년 ROE 8.1%, 적정주가 7,100원 제시

2023년 ROE 8.1%, BPS 10,185원으로 전망한다. Implied PBR 0.7배를 적용했다. 2023년부터 1분기 인도된 대형 LNG선 1척을 시작으로, 2024년까지 6척으로 확대 예정인 대형 LNG선 대선 사업의 확장성은 2024년 이후 멀티플 확정요인이다. 2023년 1월 기준 174,000CBM급 LNG선 용선료는 일일 221,250달러(+105.8% YoY)으로 급등했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	6,514.9	793.9	669.1	1,252	21.8	9,490	4.6	0.6	5.3	15.4	64.1
2023E	5,331.8	610.4	425.0	795	-36.5	10,185	7.4	0.6	4.5	8.1	56.3
2024E	5,318.4	698.8	526.8	985	23.9	11,071	6.0	0.5	3.6	9.3	50.7

표14 팬오션 사업부별 실적 추이 및 전망																
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2020	2021	2022E	2023E
BD(Index)	1,738.8	2,792.5	3,732.1	3,497.8	2,041.1	2,529.7	1,654.8	1,522.9	1,191.3	1,327.9	1,922.5	1,815.2	1,066.2	2,943.4	1,937.1	1,564.2
SCF추정치 (Index)	2,780.1	3,259.2	4,289.1	4,691.6	4,850.8	4,211.0	3,279.3	1,374.7	1,071.1	902.6	1,020.1	1,102.5	1,253.0	3,755.0	3,429.0	1,024.1
VLCC 1년 용선료 (천달러/일)	33.1	34.2	33.5	41.9	37.9	47.0	70.7	92.8	61.7	61.7	61.7	61.7	61.3	35.7	45.3	52.5
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.3	95.2	108.8	91.6	82.9	75.0	75.0	77.0	78.0	39.3	68.0	94.6	76.3
원/달러 환율	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,205.0	1,259.6	1,338.0	1,359.3	1,243.0	1,220.0	1,210.0	1,200.0	1,180.1	1,141.4	1,290.4	1,218.3
매출액	679.9	1,129.9	1,328.2	1,478.0	1,440.9	1,722.2	1,836.5	1,515.2	1,297.3	1,296.5	1,380.5	1,357.4	2,497.2	4,616.1	6,514.9	5,331.8
별크선 IR자료 기준	439.9	736.8	991.1	1,128.1	991.4	1,202.9	1,326.9	1,051.0	870.5	882.0	972.6	950.0	1,514.1	3,295.9	4,572.2	3,675.2
컨테이너선	74.0	80.2	88.3	110.8	125.7	131.5	131.0	58.5	39.2	26.9	20.3	19.8	246.7	353.3	446.6	106.1
탱커	26.6	30.7	36.9	46.0	51.2	67.5	86.7	113.9	75.7	75.7	75.7	75.7	142.8	140.2	319.3	302.8
곡물사업	139.4	282.2	211.9	193.1	272.6	320.3	291.9	291.9	311.9	311.9	311.9	311.9	593.6	826.7	1,176.7	1,247.7
영업이익	48.9	112.0	191.3	220.7	169.1	238.8	224.4	161.6	140.1	142.4	166.7	161.2	225.2	573.0	793.9	610.4
총 영업이익률	7.2	9.9	14.4	14.9	11.7	13.9	12.2	10.7	10.8	11.0	12.1	11.9	9.0	12.4	12.2	11.4
별크선 IR자료 기준	35.6	100.9	177.7	200.4	124.2	178.4	146.3	115.6	89.2	93.0	117.2	112.1	183.3	514.6	564.5	411.5
영업이익률(%)	8.1	13.7	17.9	17.8	12.5	14.8	11.0	11.0	10.3	10.6	12.1	11.8	10.6	14.4	11.7	11.2
컨테이너선	15.1	16.5	14.3	24.3	33.7	39.8	37.7	7.1	3.7	2.1	1.8	1.9	20.4	70.2	118.3	9.5
영업이익률(%)	20.4	20.6	16.2	21.9	26.8	30.3	28.8	12.1	9.4	7.9	9.0	9.7	8.3	19.9	26.5	9.0
탱커	-2.3	-3.4	-1.9	-2.0	7.0	21.2	35.6	34.2	22.7	22.7	22.7	22.7	15.1	-9.6	98.0	90.8
영업이익률(%)	-8.6	-11.1	-5.1	-4.3	13.7	31.4	41.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	10.6	-6.8	30.7	30.0
영업외손익	-1.4	-14.4	-2.3	-11.9	-9.2	-14.5	-42.3	-39.8	-39.1	-38.9	-38.3	-37.6	-47.5	-29.9	-105.9	-153.8
지분법손익	3.4	0.6	-5.1	13.8	4.7	3.9	1.7	2.0	2.2	2.3	2.5	2.7	5.4	12.6	12.3	9.6
기타영업외손익	4.0	-7.0	-4.2	1.9	-1.4	-3.2	-15.9	-8.9	-9.4	-10.0	-10.4	-9.9	-91.2	-5.3	-29.5	-39.8
세전이익	54.8	91.3	179.6	224.5	163.2	225.0	167.9	114.9	93.8	95.8	120.5	116.3	92.0	550.4	670.9	426.5
당기순이익	54.6	91.1	179.0	224.6	162.9	224.8	166.8	114.5	93.4	95.5	120.1	115.9	90.7	549.3	669.1	425.0
자배주주순이익	54.6	91.1	179.0	224.6	162.9	224.8	166.8	114.5	93.4	95.5	120.1	115.9	92.5	549.3	669.1	425.0

자료: 팬오션, 메리츠증권 리서치센터 추정

표15 Implied PBR Valuation				
(%, 배)	2020	2021	2022E	2023E
COE(%)	5.2	8.4	11.7	11.6
RiskFree	0.9	1.3	3.4	3.2
Risk Premium	3.6	6.0	6.0	6.0
Beta	1.2	1.2	1.4	1.4
ROE(%)	3.3	17.2	15.4	8.1
BPS(원)	5,250	6,728	9,490	10,185
(ROE-g)/(COE-g)	0.6	2.0	1.3	0.7
Target PBR	0.7			
Fair Value (원)	7,118			

자료: 메리츠증권 리서치센터

팬오션 (028670)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,497.2	4,616.1	6,514.9	5,331.8	5,318.4
매출액증가율 (%)	1.2	84.9	41.1	-18.2	-0.3
매출원가	2,193.2	3,950.4	5,606.0	4,670.9	4,637.1
매출총이익	303.9	665.7	908.8	660.9	681.3
판매관리비	78.7	92.8	114.9	50.5	-17.6
영업이익	225.2	573.0	793.9	610.4	698.8
영업이익률	9.0	12.4	12.2	11.4	13.1
금융손익	-47.5	-29.9	-105.9	-153.8	-147.5
중속/관계기업손익	5.4	12.6	12.3	9.6	11.7
기타영업외손익	-91.2	-5.3	-29.5	-39.8	-34.6
세전계속사업이익	92.0	550.4	670.9	426.5	528.4
법인세비용	1.2	1.1	1.9	1.5	1.6
당기순이익	90.7	549.3	669.1	425.0	526.8
지배주주지분 순이익	92.5	549.3	669.1	425.0	526.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	470.5	767.7	1,260.7	783.1	857.8
당기순이익(손실)	90.7	549.3	669.1	425.0	526.8
유형자산상각비	226.2	359.4	85.6	340.2	336.9
무형자산상각비	1.4	1.0	0.4	1.4	1.1
운전자본의 증감	53.6	-129.0	-71.5	16.5	-7.0
투자활동 현금흐름	-336.9	-351.2	-227.9	-264.2	-286.7
유형자산의증가(CAPEX)	-289.5	-333.7	-321.6	-280.0	-280.0
투자자산의감소(증가)	-80.6	-34.1	17.0	14.6	-6.2
재무활동 현금흐름	-139.0	-158.0	-655.0	-175.7	-144.0
차입금의 증감	228.5	761.2	346.0	-122.2	-90.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-17.8	284.0	506.9	343.2	427.1
기초현금	255.3	237.6	521.6	1,028.5	1,371.7
기말현금	237.6	521.6	1,028.5	1,371.7	1,798.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	662.5	1,358.7	1,855.2	2,112.3	2,575.9
현금및현금성자산	237.6	521.6	1,028.5	1,371.7	1,798.7
매출채권	149.2	249.2	255.5	228.9	240.2
재고자산	57.2	108.2	111.0	99.4	104.3
비유동자산	3,996.8	5,130.1	6,472.0	6,395.8	6,344.0
유형자산	3,873.1	4,963.3	6,274.0	6,213.8	6,156.8
무형자산	6.6	6.5	7.5	6.1	5.0
투자자산	100.4	147.2	140.5	125.8	132.1
자산총계	4,659.3	6,488.8	8,327.2	8,508.0	8,919.9
유동부채	604.3	1,149.4	1,123.2	935.3	872.6
매입채무	140.9	236.8	242.8	217.5	228.2
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	237.5	325.9	279.0	179.0	79.0
비유동부채	1,248.4	1,742.5	2,130.9	2,128.2	2,129.3
사채	116.3	121.1	128.9	128.9	128.9
장기차입금	75.7	126.0	210.0	210.0	210.0
부채총계	1,852.7	2,891.9	3,254.1	3,063.5	3,001.9
자본금	534.6	534.6	534.6	534.6	534.6
자본잉여금	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1
기타포괄이익누계액	-1.0	266.5	1,128.5	1,128.5	1,128.5
이익잉여금	328.7	851.3	1,465.6	1,837.1	2,310.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,806.7	3,596.8	5,073.1	5,444.6	5,917.9

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	4,671	8,635	12,187	9,974	9,949
EPS(지배주주)	173	1,028	1,252	795	985
CFPS	869	1,772	2,656	1,724	1,897
EBITDAPS	847	1,746	1,646	1,781	1,940
BPS	5,250	6,729	9,490	10,185	11,071
DPS	50	100	100	100	100
배당수익률(%)	1.0	1.8	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	29.0	5.3	4.6	7.4	6.0
PCR	5.8	3.1	2.2	3.4	3.1
PSR	1.1	0.6	0.5	0.6	0.6
PBR	1.0	0.8	0.6	0.6	0.5
EBITDA	452.9	933.3	879.9	952.0	1,036.8
EV/EBITDA	8.6	4.9	5.3	4.5	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.3	17.2	15.4	8.1	9.3
EBITDA 이익률	18.1	20.2	13.5	17.9	19.5
부채비율	66.0	80.4	64.1	56.3	50.7
금융비용부담률	1.6	0.9	0.6	2.9	2.8
이자보상배율(x)	5.5	13.1	19.9	4.0	4.7
매출채권회전율(x)	17.8	23.2	25.8	22.0	22.7
재고자산회전율(x)	40.8	55.8	59.4	50.7	52.2

Industry Indepth
2023. 2. 7

▲ 운송/조선/기계

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**

02. 6454-4873

jungha.oh@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) **24,000 원**
현재주가 (2.7) **21,950 원**
상승여력 **9.3%**

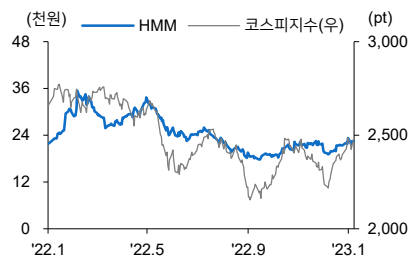
KOSPI	2,451.71pt
시가총액	107,344억원
발행주식수	48,904만주
유동주식비율	79.26%
외국인비중	10.41%
52주 최고/최저가	35,400원/17,800원
평균거래대금	419.4억원

주요주주(%)

한국산업은행	20.69
한국해양진흥공사	19.96
에스엠상선 외 18 인	5.52

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.3	-15.6	-5.4
상대주가	3.0	-14.2	5.9

주가그래프



HMM 011200

밸류에이션의 해무가 걷히다

- ✓ SCFI 1천 포인트 + 2M 해체 수순에도 HMM의 흑자는 유지될 전망
- ✓ 1) 선박 공유 효과 + 2) bundling 구매 효과 + 3) 경제선대로 수익성 방어
- ✓ 밸류에이션의 혼란을 야기하던 영구채 2.68조원은 2023년 내 민영화 진행과 함께 해소될 개연성
- ✓ 2023년 ROE 5.8%, Implied PBR 0.5배를 적용하여 적정주가 24,000원으로 상향

SCFI 1천 포인트 진입에도 HMM의 흑자 체력은 지속

SCFI(상하이 컨테이너 운임 지수)가 2월 3일 1,006.89p까지 하락하면서 팬데믹이 초래한 고운임 시대가 종료됐지만, 2023년 HMM의 영업이익은 1조 4,561억 원의 흑자를 기록할 수 있다고 전망한다. THE Alliance 가입의 효과인 1) 선박 공유 시스템의 레버리지 효과, 2) bundling 구매에 의한 비용절감 효과가 유지되며, 3) 2020~21년 인도된 24,000TEU급 컨테이너선 12척, 16,000TEU급 컨테이너선 8척 등 경제선(eco-ship)의 수익성이 유지되기 때문이다.

2023년 내 영구채 2.68조원의 향방이 결정될 개연성

정부가 2023년 내 HMM의 민영화를 추진하면서, 영구채 2.68조원의 향방도 결정될 개연성이 있다. 잔여 영구채의 전환 또는 신주인수권 행사 옵션으로 인해 최대 5.36억주의 신주가 발행 될 가능성은 상존해왔다.

주당순자산가치 또는 주당순이익을 추정하는 HMM의 밸류에이션 과정에서 영구채는 주요 쟁점이었다. 전환 또는 행사의 여부에 따라 2023년 HMM의 BPS는 34,829 ~ 47,023원으로 변동폭이 확대되기 때문이다.

2023년 ROE 5.8%, Implied PBR 0.5배

2023년 HMM의 예상 ROE는 5.8%이며 Implied PBR은 0.5배를 적용하면 시가총액은 11.6조원이다. peer그룹인 Maersk, Hapag-Lloyd, Evergreen, Yangming의 Bloomberg 컨센서스 상 2023년 예상 ROE는 7.2 ~ 12.4%이며 2023년 예상 BPS 대비 PBR은 0.6 ~ 1.9배이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	6,413.3	980.8	123.9	385	흑전	5,164	36.2	2.7	6.5	8.9	455.1
2021	13,794.2	7,377.5	5,337.1	13,754	3,468.9	21,179	2.0	1.3	1.6	88.6	72.6
2022E	18,219.0	9,778.9	9,720.0	19,876	44.5	46,948	1.0	0.4	-0.2	58.3	32.0
2023E	8,299.6	1,456.1	1,330.0	2,720	-86.3	47,023	8.1	0.5	1.2	5.8	23.3
2024E	8,026.1	988.6	857.6	1,754	-35.5	46,213	12.5	0.5	3.8	3.8	18.1

표16 HMM 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
SCFI Index(p)	2,780.1	3,259.2	4,289.1	4,691.6	4,850.8	4,211.0	3,279.3	1,374.7	1,071.1	902.6	1,020.1	1,102.5	3,755.0	3,429.0	1,024.1	1,073.9
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.3	95.2	108.8	91.6	82.9	75.0	75.0	77.0	78.0	68.0	94.6	76.3	82.5
매출액	2,428.0	2,906.7	4,016.4	4,443.0	4,918.7	5,034.0	5,106.2	3,160.1	2,762.9	2,050.5	1,753.0	1,733.3	13,794.1	18,219.0	8,299.6	8,026.1
컨테이너	2,260.6	2,708.7	3,791.2	4,188.2	4,668.3	4,699.9	4,746.6	2,819.9	2,470.2	1,738.2	1,355.4	1,335.7	12,948.7	16,934.7	6,899.6	6,435.8
미주	911.0	1,196.0	1,677.6	1,692.8	2,012.0	2,147.4	2,079.3	933.1	842.7	597.8	455.1	448.5	5,477.3	7,171.8	2,344.1	2,174.7
유럽	732.4	842.8	1,236.9	1,383.3	1,437.8	1,382.0	1,358.2	1,243.7	1,012.2	685.3	511.1	503.7	4,195.4	5,421.6	2,712.3	2,325.9
벌크 및 기타	167.4	198.0	225.2	254.8	250.4	334.1	359.6	340.2	292.6	312.2	397.6	397.6	845.4	1,284.4	1,400.0	1,590.2
매출원가	1,329.3	1,443.0	1,621.9	1,642.3	1,681.0	2,006.9	2,357.8	1,941.3	1,730.2	1,574.7	1,519.7	1,512.3	6,036.4	7,986.9	6,336.9	6,571.9
항화물비	684.0	728.0	820.7	776.2	807.4	883.7	965.9	597.7	522.6	387.8	331.6	327.9	3,008.8	3,254.7	1,569.9	1,518.1
용선료	325.4	376.4	405.7	445.2	440.7	556.2	742.2	723.1	656.9	643.2	640.0	635.7	1,552.8	2,462.3	2,575.8	2,488.2
연료비	166.0	200.2	214.0	241.5	259.1	365.0	384.4	353.5	292.3	286.9	292.2	293.5	821.7	1,362.0	1,164.9	1,215.9
감가상각비	103.6	112.8	117.6	125.2	126.2	147.1	167.6	167.6	167.6	167.6	167.6	167.6	459.2	608.4	670.3	1,006.3
기타	50.3	25.6	63.9	54.2	47.6	54.9	97.8	99.3	90.8	89.1	88.4	87.7	194.0	299.6	356.0	343.4
매출원가율(%)	54.7	49.6	40.4	37.0	34.2	39.9	46.2	61.4	62.6	76.8	86.7	87.3	43.8	43.8	76.4	81.9
판매관리비	79.5	74.8	123.7	102.3	89.1	90.1	147.4	126.6	126.6	126.6	126.6	126.6	380.2	453.2	506.6	465.6
영업이익	1,019.3	1,388.9	2,270.8	2,698.5	3,148.6	2,937.1	2,601.0	1,092.2	906.0	349.1	106.7	94.3	7,377.5	9,778.9	1,456.1	988.6
영업외손익	-858.5	-1,196.5	28.4	-124.9	-29.8	20.0	59.9	-44.9	-36.1	-33.0	-31.0	-31.7	-2,151.5	5.2	-131.9	-132.0
이자수익	4.4	4.6	5.8	13.0	20.3	44.3	69.7	82.6	84.8	80.7	74.9	66.5	27.9	216.8	306.9	186.7
이자비용	94.4	92.6	80.4	80.2	82.4	104.7	112.5	127.4	120.9	113.7	105.9	98.3	347.6	427.1	438.8	318.7
지분법손익	19.8	10.4	12.7	-26.1	22.3	19.6	10.6	9.9	8.5	8.2	7.6	12.4	16.8	62.3	36.6	39.8
기타영업외손익	-24.2	9.5	-10.2	109.4	-5.4	-26.7	-60.0	-1.1	2.2	1.2	2.8	-12.4	84.5	-93.3	-6.3	-34.7
세전이익	156.3	212.2	2,301.7	2,657.0	3,135.7	2,949.9	2,611.5	1,056.1	880.6	325.5	86.0	62.5	5,327.2	9,753.1	1,354.6	861.6
당기순이익	154.1	210.5	2,299.8	2,672.7	3,131.7	2,933.1	2,605.3	1,049.9	874.4	319.4	79.8	56.4	5,337.2	9,720.1	1,330.0	857.6

주: 용선료에 OPEX 비용 포함

자료: 메리츠증권 리서치센터

표17 Implied PBR Valuation

(%, 배)	2019	2020	2021	2022E	2023E
COE(%)		5.8	8.8	11.4	11.5
RiskFree	1.9	0.9	1.3	3.4	3.2
Risk Premium	4.0	3.6	6.0	6.0	6.0
Beta		1.4	1.3	1.3	1.4
ROE(%)	-55.5	8.9	88.6	58.3	5.8
BPS(원)	3,420	5,164	21,179	46,948	47,023
(ROE-g)/(COE-g)		1.5	10.0	5.1	0.5
Target PBR					0.5
적정주가(원)					24,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

HMM (011200)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	6,413.3	13,794.2	18,219.0	8,299.6	8,026.1
매출액증가율 (%)	16.3	115.1	32.1	-54.4	-3.3
매출원가	5,128.8	6,036.4	7,986.9	6,336.9	6,571.9
매출총이익	1,284.4	7,757.7	10,232.1	1,962.7	1,454.2
판매관리비	303.7	380.2	453.2	506.6	465.6
영업이익	980.8	7,377.5	9,778.9	1,456.1	988.6
영업이익률	15.3	53.5	53.7	17.5	12.3
금융손익	-1,143.3	-2,151.5	5.2	-131.9	-132.0
중속/관계기업손익	9.2	16.8	62.3	36.6	39.8
기타영업외손익	281.1	84.5	-93.3	-6.3	-34.8
세전계속사업이익	127.8	5,327.2	9,753.1	1,354.6	861.6
법인세비용	3.8	-9.9	33.1	24.5	4.0
당기순이익	124.0	5,337.2	9,720.1	1,330.0	857.6
지배주주지분 순이익	123.9	5,337.1	9,720.0	1,330.0	857.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	1,408.6	7,505.0	11,089.7	2,439.7	1,735.3
당기순이익(손실)	124.0	5,337.2	9,720.1	1,330.0	857.6
유형자산상각비	586.2	654.4	779.9	892.2	942.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-197.4	-541.3	523.2	217.4	-64.4
투자활동 현금흐름	-2,034.2	-6,314.4	4,162.2	-3,296.6	-5,504.5
유형자산의증가(CAPEX)	-1,829.7	-1,708.9	-505.7	-5,000.0	-5,000.0
투자자산의감소(증가)	-158.9	-129.4	191.7	175.8	-52.1
재무활동 현금흐름	1,155.5	-718.2	-1,581.3	-2,784.5	-2,661.2
차입금의 증감	1,476.5	-840.0	302.5	-1,491.1	-1,407.8
자본의 증가	-0.3	3,669.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	495.6	584.3	12,770.8	-3,641.4	-6,430.5
기초현금	645.1	1,140.7	1,725.0	14,495.7	10,854.3
기말현금	1,140.7	1,725.0	14,495.7	10,854.3	4,423.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,237.2	8,768.0	19,504.0	13,601.3	7,840.6
현금및현금성자산	1,140.7	1,725.0	14,495.7	10,854.3	4,423.9
매출채권	623.2	1,232.1	876.3	480.7	597.8
재고자산	153.0	254.2	180.8	99.2	123.3
비유동자산	7,136.1	9,108.1	10,812.7	14,744.7	18,854.7
유형자산	2,299.9	3,200.6	4,109.3	8,217.1	12,275.0
무형자산	108.2	42.6	51.7	51.7	51.7
투자자산	604.7	734.1	542.4	366.6	418.7
자산총계	9,373.4	17,876.1	30,316.7	28,346.1	26,695.3
유동부채	2,880.7	2,524.7	2,719.1	1,772.0	1,549.5
매입채무	418.2	569.2	404.8	222.0	276.2
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	1,369.1	942.2	1,593.6	1,154.6	781.6
비유동부채	4,804.1	4,993.1	4,637.1	3,577.0	2,544.5
사채	384.7	192.6	130.1	70.1	25.1
장기차입금	677.3	247.9	178.9	79.9	31.9
부채총계	7,684.8	7,517.8	7,356.2	5,348.9	4,094.0
자본금	1,633.6	2,445.2	2,445.2	2,445.2	2,445.2
자본잉여금	1,567.4	4,425.3	4,425.3	4,425.3	4,425.3
기타포괄이익누계액	-266.3	109.7	3,320.8	3,320.8	3,320.8
이익잉여금	-4,443.9	780.6	10,171.6	11,208.2	11,772.3
비지배주주지분	1.2	1.0	1.2	1.2	1.2
자본총계	1,688.6	10,358.3	22,960.6	22,997.1	22,601.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	19,938	35,549	37,255	16,971	16,412
EPS(지배주주)	385	13,754	19,876	2,720	1,754
CFPS	5,046	20,786	21,634	4,864	3,958
EBITDAPS	4,871	20,699	21,591	4,802	3,948
BPS	5,164	21,179	46,948	47,023	46,213
DPS	0	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.0	2.2	3.1	2.7	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	36.2	2.0	1.0	8.1	12.5
PCR	2.8	1.3	0.9	4.5	5.5
PSR	0.7	0.8	0.5	1.3	1.3
PBR	2.7	1.3	0.4	0.5	0.5
EBITDA	1,567.0	8,031.9	10,558.7	2,348.4	1,930.7
EV/EBITDA	6.5	1.6	-0.2	1.2	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.9	88.6	58.3	5.8	3.8
EBITDA 이익률	24.4	58.2	58.0	28.3	24.1
부채비율	455.1	72.6	32.0	23.3	18.1
금융비용부담률	6.5	2.5	2.3	5.3	4.0
이자보상배율(x)	2.4	21.2	22.9	3.3	3.1
매출채권회전율(x)	11.5	14.9	17.3	12.2	14.9
재고자산회전율(x)	44.5	67.8	83.8	59.3	72.2

Compliance Notice

당사는 자료 공표일 현재 HMM의 이해관계인정법인입니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 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)	

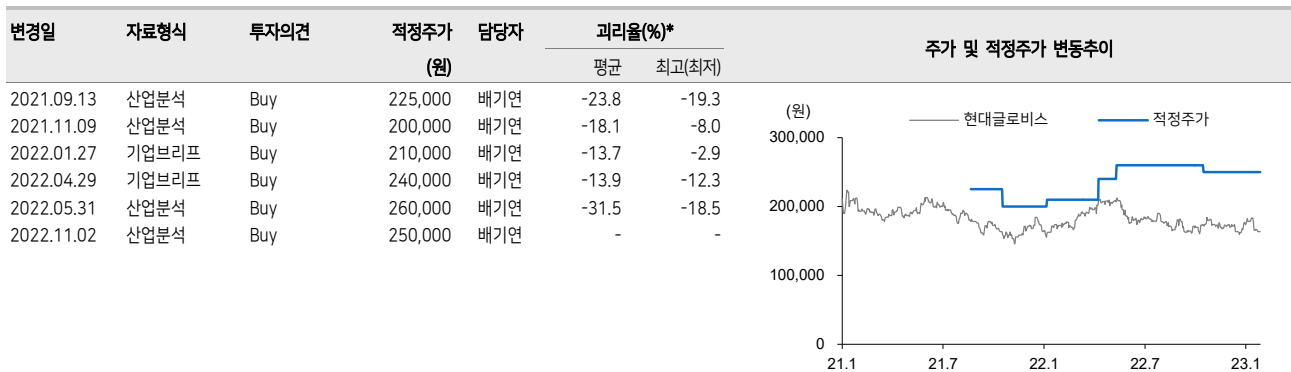
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

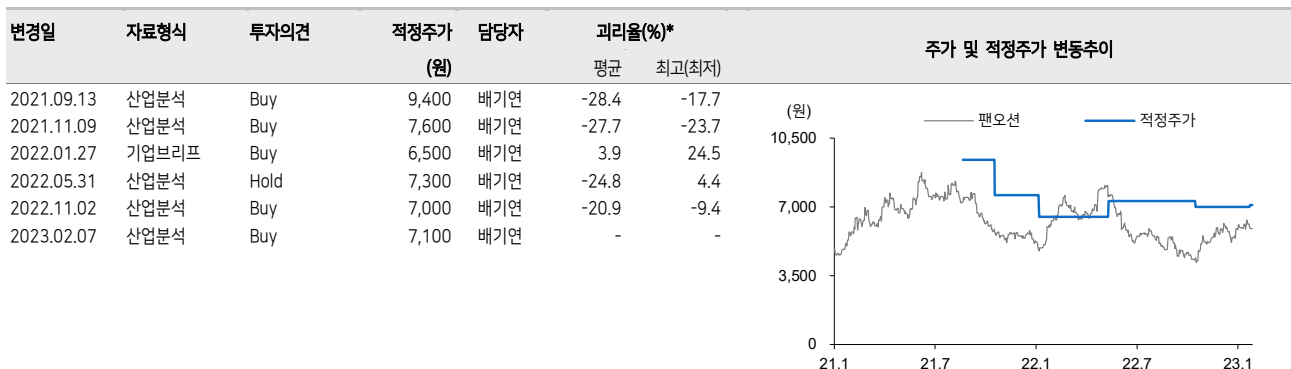
현대글로벌비스 (086280) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



팬오션 (028670) 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	-11.3	11.9	
2022.08.11	기업브리프	Hold	27,000	배기연	-24.8	-6.3	
2022.11.02	산업분석	Hold	22,000	배기연	-4.1	5.9	
2023.02.07	산업분석	Hold	24,000	배기연	-	-	