

# 2021

연간전망

| 2020년 11월 5일 |

연  
속



철강/운송 김유혁  
yuhyuk.kim@hanwha.com  
3772-7638

## Dynamic 2021

### 분석종목

CJ대한통운 | 한진 | 대한항공  
제주항공 | 팬오션 | 대한해운 | HMM



## 목 차

- 00 Summary
- 05 I. 2020년 Review
- 07 II. 택배(Positive): 한번 더 레벨 업!
- 22 III. 항공(Neutral): 백신 공급이 견인할 화물 호황
- 33 IV. 해운(Positive): 과잉공급 해소의 원년
- 50 V. 기업별 투자포인트

CJ대한통운, 한진, 대한항공, 제주항공, 팬오션, 대한해운, HMM

# Summary

## ❖ 택배: 한번 더 레벨 업!

- 2021년 택배산업 두자릿 수 성장세 지속 전망. 캐파 여력있는 상위 2개사 중심의 물량집중 현상 지속 예상
- 택배기사 처우관련 사회적 공감대 형성, 2021년 택배단가 인상 전망
- CJ대한통운, 네이버쇼핑과 풀필먼트 중심의 협력 강화 예상. 추가투자가 이루어지며 후발 업체와 격차 확대될 것
- 한진은 택배와 하역 부문에서 화주와 협력 강화. 경영참여형 사모펀드(PEF)의 지분투자는 기업가치 제고에 긍정적
- CJ대한통운(Buy/유지, 210,000/상향), 한진(Buy/유지, 58,000원/유지) 모두 업사이드 충분하다고 판단

## ❖ 항공: 백신 공급이 견인할 화물 호황

- 2021년 여객수요 부진 지속 전망. 코로나19(COVID-19) 여파를 극복하고 2019년도 수준을 회복하는 시점은 2023년 정도 예상
- 동시다발적인 유통성 위기 발생한 글로벌 항공산업에 정부지원은 큰 힘이 되었으나 2021년 다운사이징 불가피할 전망
- 업황 정상화의 선제적 조건은 코로나19 백신개발. 긴급승인 이후 백신이 공급되는 과정에서 화물시황 호조 지속 전망
- 백신승인 전 대한항공(Buy/유지, 24,000원/유지) 매수 추천

## ❖ 해운: 과잉공급 해소의 원년

- 2021년 벌크 물동량은 회복, 선복량 증가율은 둔화되며 시황 개선 전망 → 연 평균 BDI 1,400pt 상회 전망
- 2021년 컨테이너 선종은 물동량과 선복량 모두 회복되나 수급밸런스는 개선 전망 → 연 평균 SCFI 운임 1,100pt 상회 전망
- 벌크와 컨테이너 선종 모두 과거 Big Cycle 당시 과잉발주된 수주잔고, 10년에 걸쳐 해소
- 팬오션(Buy/유지, 5,500원/유지) 선호주로 제시

## ❖ 최선호주: CJ대한통운, 한진, 대한항공    선호주: 팬오션



---

# I

---

## 2020년 Review

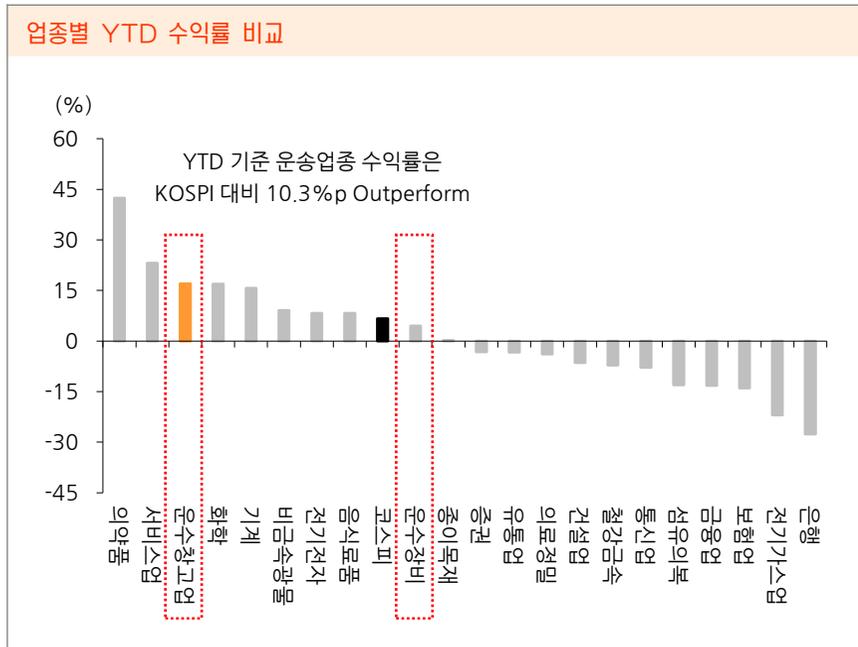




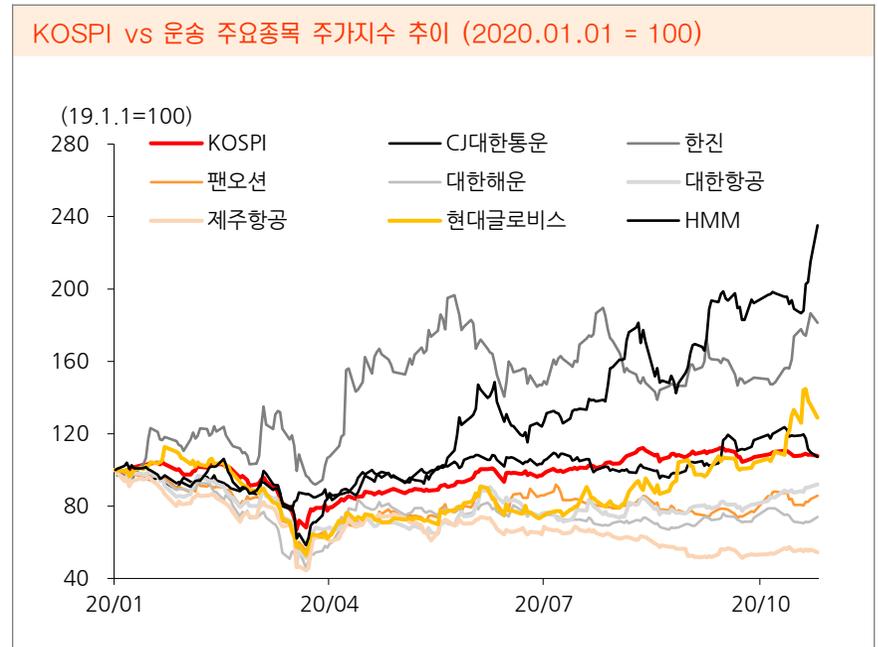
# 2020년 Review 운송 업종 KOSPI 대비 Outperform

[한화리서치센터]

- ❖ 2020년 운송업종 YTD 절대 수익률은 +17.0%로 시장수익률을 10.3%p 상회
- ❖ HMM +148.5%, 한진 +81.0%, 현대글로벌비스 +24.8%, CJ대한통운 +5.5%, 대한항공 -10.2%, 팬오션 15.8%, 대한해운 26.1%, 아시아나항공 -29.5%, 진에어 -36.5%, 에어부산 -36.5%, 티웨이항공 -41.9%, 제주항공 -45.0%
- ❖ 5년만에 영업흑자를 기록한 HMM, 완성차 회복&지배구조 이슈가 있던 현대글로벌비스, 코로나19(COVID-19)의 반사이익을 누린 택배사들이 주가 강세 시현
- ❖ 반면 코로나19(COVID-19) 직격타를 맞은 항공주와 수요에 부정적 영향을 받았던 벌크해운 주가는 부진



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

II

택배  
(Positive)



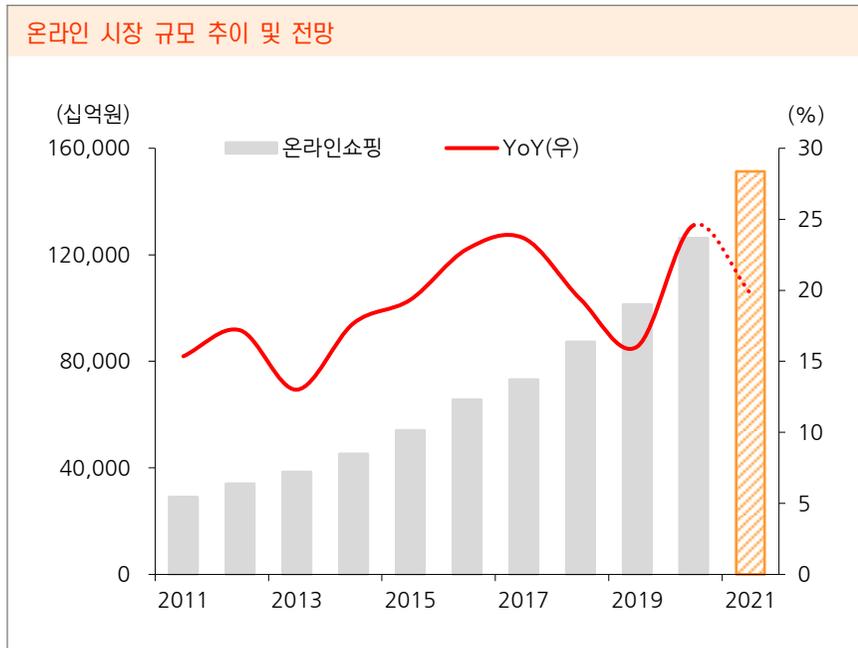
한번 더 레벨 업!



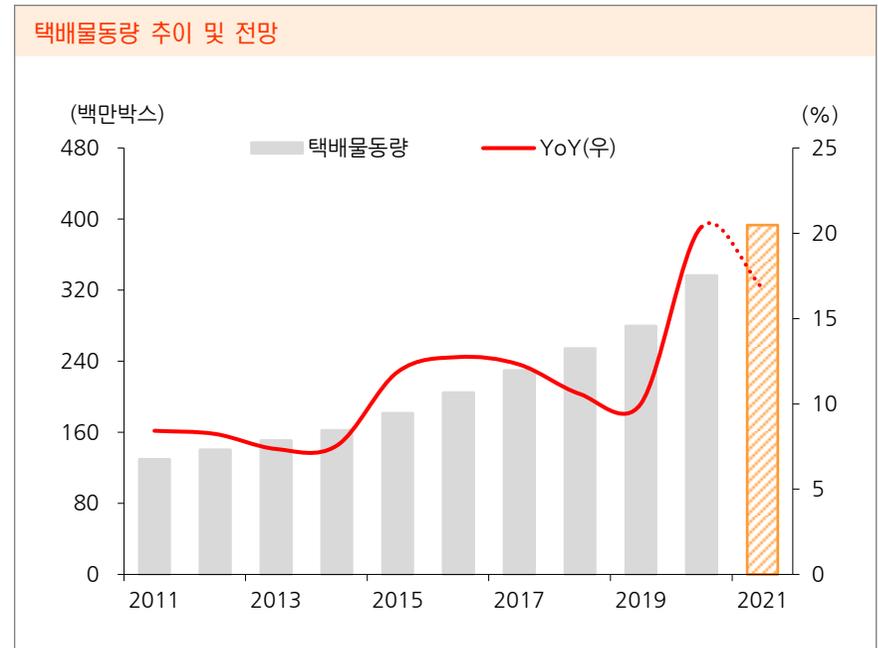
# 2021년 택배산업 두 자릿수 성장세 지속 전망

[한화리서치센터]

- ❖ 2021년 택배산업은 두자릿 수 성장세를 지속할 전망
- ❖ 코로나19(COVID-19) 사태로 온라인 구매에 대한 경험도가 급상승하며 구조적인 성장세 지속될 것으로 기대되기 때문
- ❖ 외출이 제한되면서 식료품, 생활용품 등 과거 오프라인에서 주로 소비되던 생활필수품의 온라인 시장 침투 가속화
- ❖ 중장년층 이상의 소비자들의 온라인 구매 경험도가 급증한 점도 시장 성장세가 견조하게 유지될 것으로 보는 이유
- ❖ 온라인 시장의 성장은 결국 라스트마일 배송물량 증가로 이어지며 택배산업의 성장을 견인할 전망



자료: 통계청, IMF, 한화투자증권 리서치센터 추정



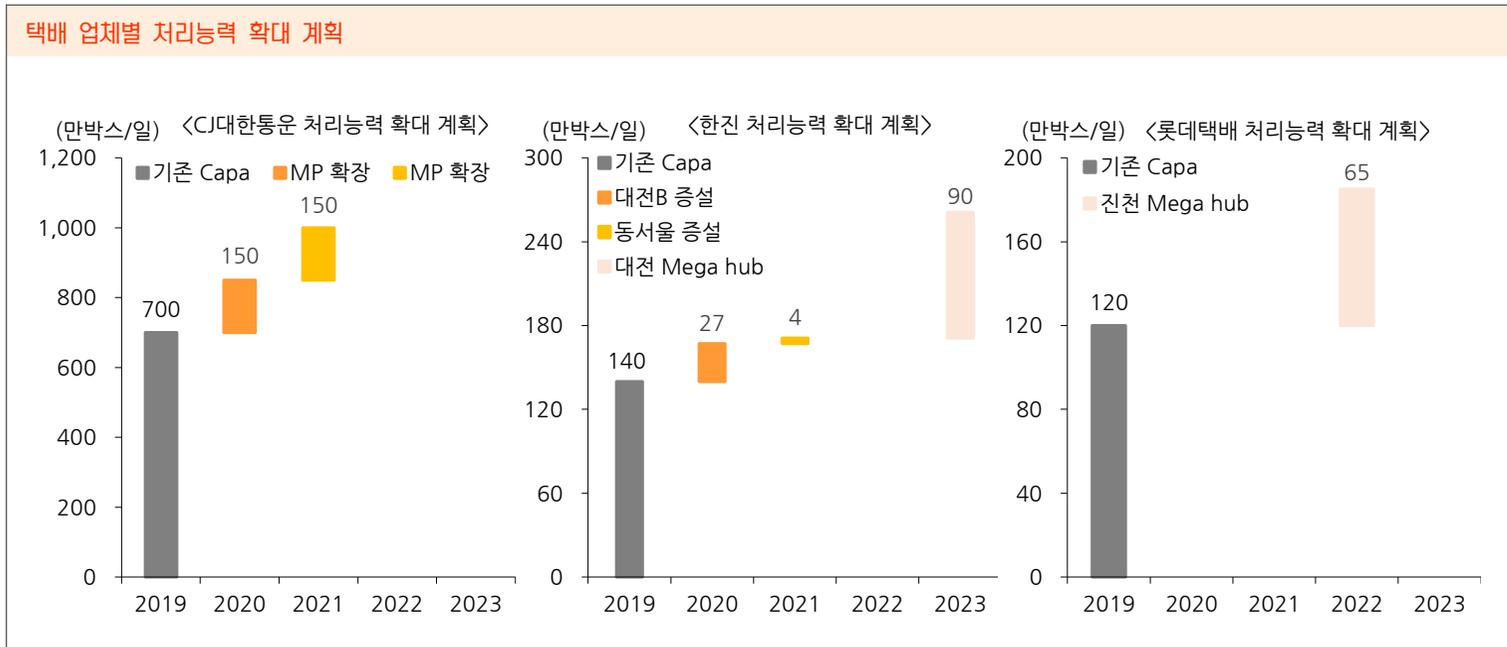
자료: 통합물류협회, 통계청, IMF, 한화투자증권 리서치센터 추정



# 시장 성장에 발맞춰 적극적으로 처리능력을 확대하는 Big 2

[한화리서치센터]

- ❖ 상위 택배사들은 택배 물량 증가에 발맞춰 처리능력 확대 중
- ❖ CJ대한통운은 2018년 곤지암 Mega Hub 터미널 가동을 시작한 이후 MP(Multi-point) 중심의 캐파 확대전략 구사  
→ 서브터미널에서 소형화물을 벌크로 묶어주며 허브물류센터의 가동효율이 상승, 매년 +150만박스/일의 처리능력 확대 계획
- ❖ 한진은 2023년 M/S 20% 달성을 위해 점진적으로 처리능력을 확대할 계획(3Q20 기준 M/S 13.9%)  
→ 20년 7월 대전 B 증설: +27만박스/일, 21년 4월 동서울 증설: +4만박스/일, 23년 6월 대전 Mega Hub 가동: +90만박스/일
- ❖ 롯데택배는 2022년 진천 메가허브 물류센터가 오픈되면 +65만박스/일의 처리능력이 확대될 것으로 예상



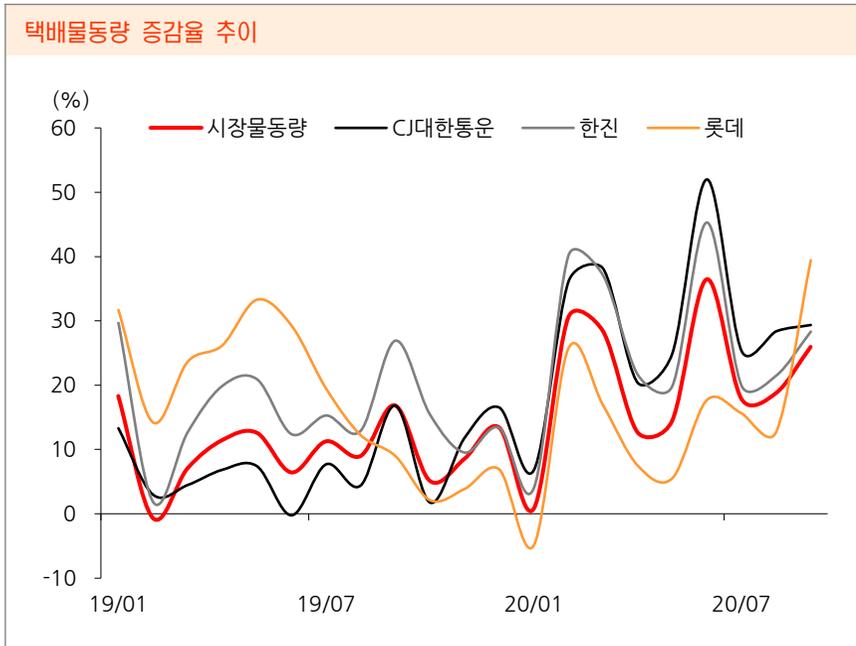
자료: CJ대한통운, 한진, 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터



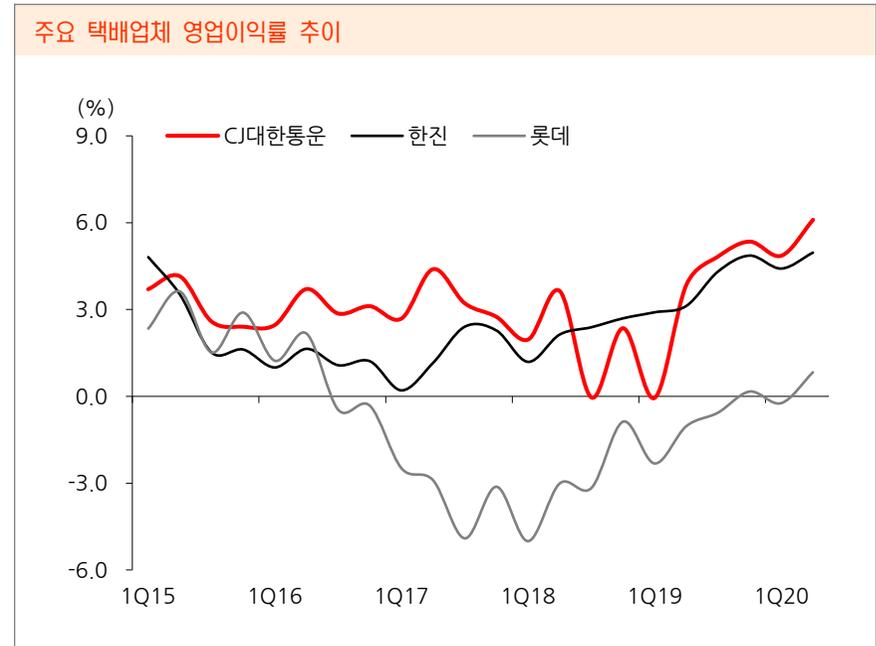
# 상위 2개사 중심의 물량집중 현상 지속될 전망

[한화리서치센터]

- ❖ 코로나19(COVID-19) 확산 후 온라인 소비 급증효과로 택배시장은 10%대에서 2~30%대로 성장세 확대
- ❖ 택배사들은 물량확대에 따른 영업레버리지 효과를 온전히 누리며 영업이익률 상승세 지속
- ❖ 다만, 롯데택배는 처리능력 확대 부재로 2019년 하반기부터 시장성장률을 언더퍼폼  
→ 9월 데이터는 추석 연휴기간으로 일시적인 물량집중 현상 때문
- ❖ 2021년 처리능력 확대 계획이 있는 상위 2개사 중심의 물량 집중현상 지속되며 이익률 개선세도 지속될 전망



자료: 한국통합물류협회, 한화투자증권 리서치센터



자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터



## 택배운수업 종사자의 과로, 사회적 문제로 부각

[한화리서치센터]

- ❖ 최근 연이어 발생한 택배기사 사망사고 관련, 택배사들은 대국민 사과 및 재발방지 대책을 발표
- ❖ CJ대한통운, 한진, 롯데택배 모두 분류지원인력을 추가 투입해 택배기사의 업무시간을 단축할 계획  
→ CJ대한통운 4,000명(기존 1,000명), 한진, 롯데택배 1,000명(기존 300명) 규모까지 확대
- ❖ 이 과정에서 회사별로 연 120~500억 정도의 추가비용이 발생할 것으로 추정
- ❖ 다만, 택배기사의 처우개선은 배송서비스 품질 개선으로 이어질 것
- ❖ 택배업계의 전반적인 처리능력이 타이트한 상황에서 서비스 품질의 향상은 고객사와 단가 협상에서도 유리한 위치를 점할 수 있는 요인

업체별 택배기사 처우개선 방안			
구분	CJ대한통운	한진	롯데글로벌로지스
분류지원인력(명, 순증)	3,000	1,000	1,000
비용증가(십억원)	50	12	12
비교	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 분류지원인력 투입</li> <li>- 산재보험 가입 권고</li> <li>- 오전 업무개시시간 자율 선택</li> <li>- 적정배송량 산출 뒤 초과물량 관리</li> <li>- 건강검진 주기 1년으로 축소</li> <li>- 뇌/심혈관계 항목 추가</li> <li>- 복지증진기금 조성</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 분류지원인력 투입</li> <li>- 산재보험 가입 지원</li> <li>- 심야배송 중단</li> <li>- 터미널 자동화투자 확대</li> <li>- 건강검진 매년 실시</li> <li>- 뇌/심혈관계 항목 추가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 분류지원인력 투입</li> <li>- 상하차 지원금 지원</li> <li>- 적정배송량 산출 후 물량 조절제 시행</li> <li>- 패널티 제도 폐지에 부담 완화</li> <li>- 우수 택배기사 포상 확대</li> </ul>

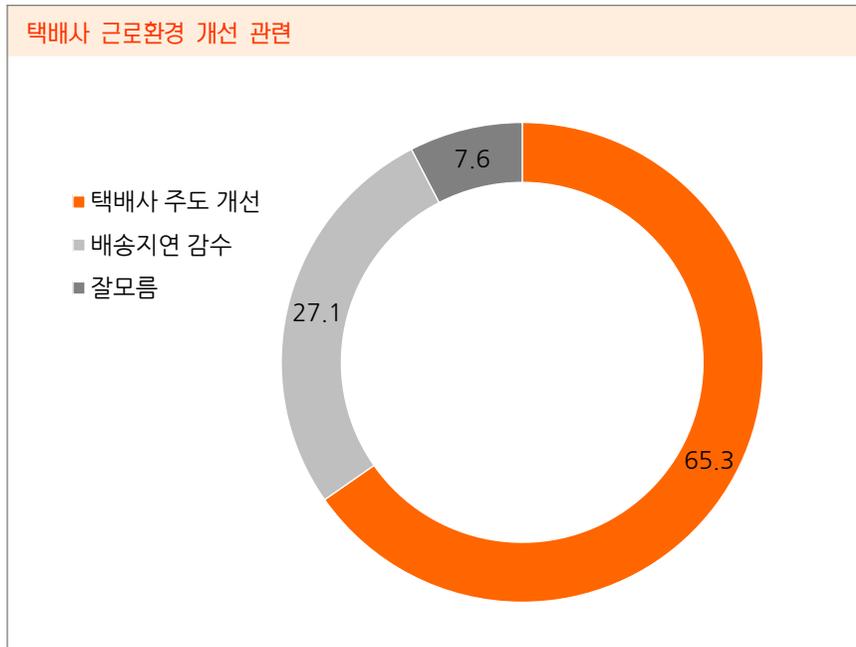
자료: 언론보도 정리, 한화투자증권 리서치센터



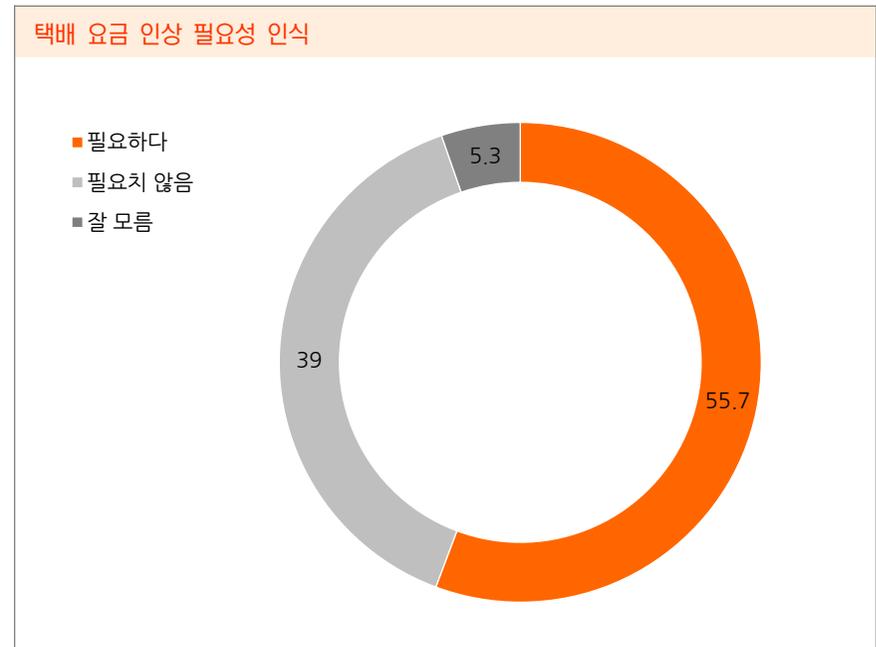
## 택배기사 처우문제 관련 사회적 공감대 형성

[한화리서치센터]

- ❖ 이번 택배기사의 처우개선 사태가 사회적 문제로 떠오르면서, 택배사들의 단가인상에 대해서도 어느정도 사회적 공감대가 형성
- ❖ 여론조사기관 리얼미터가 18세 이상 500명을 대상으로 택배노동자 근로환경 개선 방안 관련 조사에 따르면,
  - 1) 택배사가 더 많은 노동자를 고용해 배송 지연 없이 근로환경을 개선해야 한다는 응답이 65.3%
  - 2) 택배노동자 근로환경 개선을 위한 요금 인상에 대해 필요하다는 응답이 55.7%
- ❖ 대부분 연령대에서 근로환경 개선과 택배 요금 인상 필요성에 대해 공감하는 응답이 많았음
- ❖ 택배기사 근로환경 개선, 요금인상 필요성에 대한 사회적 공감대 형성은 택배업체들에게 긍정적



자료: 리얼미터, 한화투자증권 리서치센터



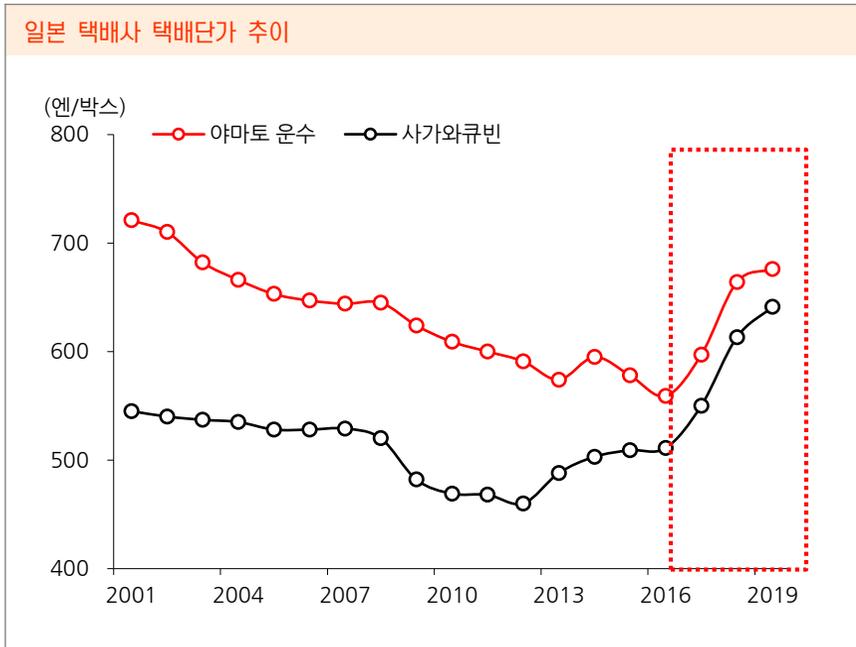
자료: 리얼미터, 한화투자증권 리서치센터



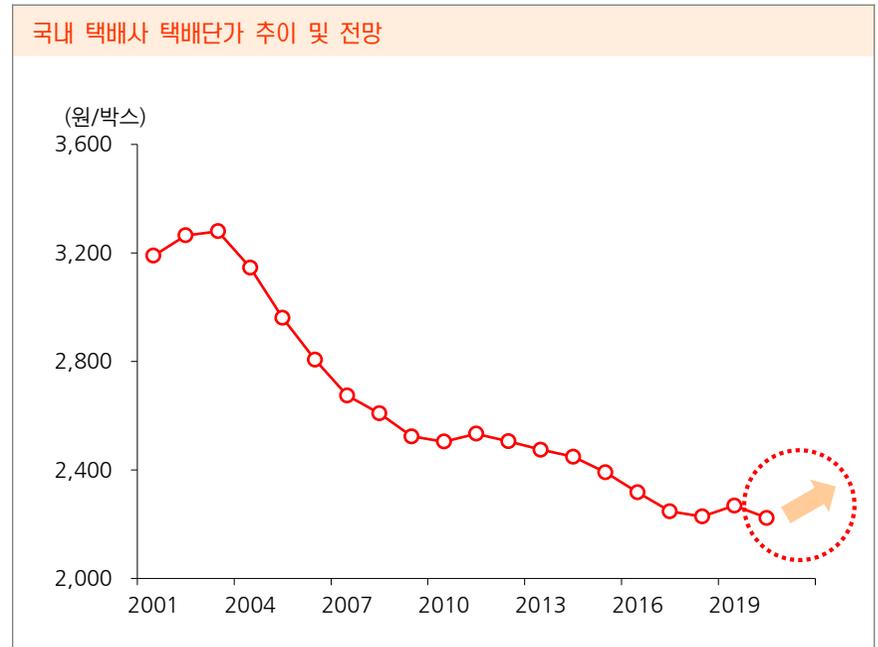
# 2021년 택배단가 인상 전망

[한화리서치센터]

- ❖ 과거 일본 택배업계는 한국보다 4년정도 먼저 택배기사 과로사가 사회적 문제로 대두
  - 1) 생산가능인구 감소에 따른 인력부족과 그로 인한 비용 증가, 2) 고객직접수령 원칙에 따라 수취인 부재로 인한 재배송 물량증가가 배송 기사의 장시간 노동으로 이어지는 것이 가장 큰 문제였음
- ❖ 일본 택배기사들은 대부분 연봉계약직으로 임금 수준을 높여 인력을 충원하는 것이 문제를 해결하는 가장 현실적인 방법으로 떠오르게 됨
- ❖ 2017년 업계 1위인 야마토운수를 시작으로 2위인 사가와큐빈도 택배 기본운임 인상에 성공
- ❖ 한국도 택배기사의 처우개선, 그리고 단가인상에 대한 사회적인 합의가 이루어지는 과정에 위치해 있다고 판단
- ❖ 2021년 택배단가는 본격적으로 인상될 전망



자료: Yamato Holding, SG Holding, 한화투자증권 리서치센터



자료: 한국통합물류협회, 한화투자증권 리서치센터



# 증가하는 인건비는 부담스러운 수준은 아니라고 판단

[한화리서치센터]

- ❖ CJ대한통운과 한진은 분류인력 추가 고용에 따라 각각 연 250억원, 120억원의 인건비가 증가할 것으로 예상
- ❖ 그러나 양사 모두 부담스러운 수준의 비용은 아니라는 판단
- ❖ 택배단가, 물동량, 변동비가 동시에 1% 수준만 상승해도 커버 가능한 수준

CJ대한통운 인건비 상승에 따른 비용변동					
	2020E	변동치			
변동치(단가, 물량, 변동비)	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%
택배단가(원)	1,864	1,883	1,901	1,920	1,938
물량(백만박스)	1,694	1,711	1,728	1,745	1,762
매출액(십억원)	0.0				
증분(십억원)	3,158	3,222	3,286	3,351	3,416
YoY(%)		2.0	4.0	6.1	8.2
OPEX(십억원)	2,991	3,017	3,042	3,068	3,093
고정비	413	413	413	413	413
<b>인건비 증분</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
변동비	2,553	2,579	2,604	2,630	2,655
영업이익(십억원)	167	205	244	283	323
<b>증분(십억원)</b>	<b>0</b>	<b>38</b>	<b>77</b>	<b>116</b>	<b>156</b>
OPM(%)	5.6	6.8	8.0	9.2	10.4
YoY(%)		22.7	45.8	69.3	93.2

주: 단가, 물량, 변동비가 동일한 %로 변동할 시 증가하는 이익규모를 추정  
 자료: CJ대한통운, 한화투자증권 리서치센터 추정

한진 인건비 상승에 따른 비용변동					
	2020E	변동치			
변동치(단가, 물량, 변동비)	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%
택배단가(원)	2,204	2,226	2,248	2,270	2,293
물량(백만박스)	451	456	460	465	470
매출액(십억원)	995	1,015	1,035	1,056	1,076
증분(십억원)	0	20	40	41	41
YoY(%)	0.0	2.0	4.0	6.1	8.2
OPEX(십억원)	959	967	976	984	993
고정비	107	107	107	107	107
<b>인건비 증분</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
변동비	840	849	857	865	874
영업이익(십억원)	36	48	60	72	84
<b>증분(십억원)</b>	<b>0</b>	<b>12</b>	<b>23</b>	<b>35</b>	<b>48</b>
OPM(%)	3.8	4.9	6.1	7.3	8.4
YoY(%)	-25.1	32.0	64.6	97.7	131.4

주: 단가, 물량, 변동비가 동일한 %로 변동할 시 증가하는 이익규모를 추정  
 자료: 한진, 한화투자증권 리서치센터 추정



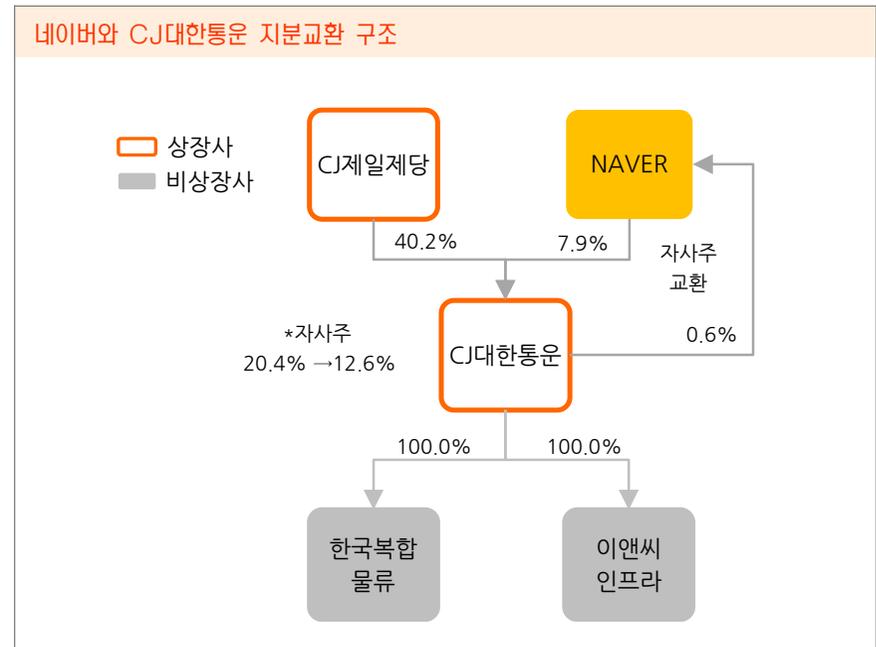
# CJ대한통운, 네이버라는 날개를 달다

[한화리서치센터]

- ❖ 지난 10월 네이버는 CJ 그룹과 지분교환을 통한 협력강화 방안을 발표  
→ 네이버가 CJ그룹에 총 6,000억원을 투자하는 내용이며, 자사주를 활용한 지분 교환 방식
- ❖ 네이버는 CJ대한통운의 지분 179.1만주(7.9%)를 주당 167,500원에 취득해 2대 주주에 등극  
→ CJ대한통운은 네이버 지분 104.7만주(0.6%)를 주당 286,500원에 취득
- ❖ 이번 지분 교환으로 CJ대한통운이 보유한 자사주는 기존 20.4%에서 12.6%로 감소
- ❖ 향후 네이버쇼핑과 CJ대한통운 풀필먼트 중심으로 시너지 효과를 낼 전망

네이버-CJ그룹 협력 강화 구도		비고
회사명		
네이버 (6,000억원)	CJ대한통운 (3,000억원)	- CJ대한통운과 강력한 파트너십을 토대로 네이버쇼핑의 글로벌 물류/배송 강화 - 네이버쇼핑 이용자/판매자들에게 차별화된 배송, 물류 서비스 제공 - 양사 간의 물류/배송 데이터 협력으로 글로벌 스마트 물류 구축
	CJ ENM (1,500억원)	- CJ ENM, 스튜디오드래곤과 파트너십을 통해 글로벌 프리미엄 콘텐츠 경쟁력 보강 - 네이버 IP 기반 콘텐츠 제작 및 CJ 보유 콘텐츠를 활용한 글로벌 유통 강화
	스튜디오드래곤 (1,500억원)	- 양 그룹간의 미래 유망기술과 추가적 사업제휴 기회 발굴

자료: 언론보도 정리, 한화투자증권 리서치센터



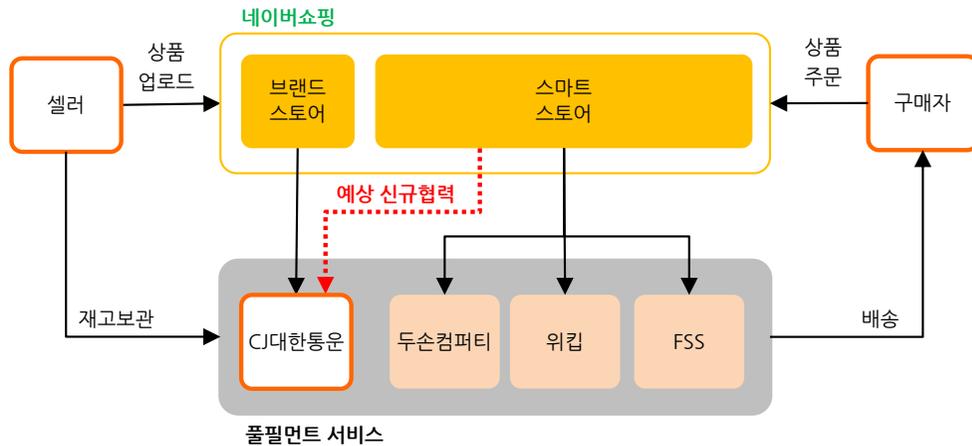
자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터



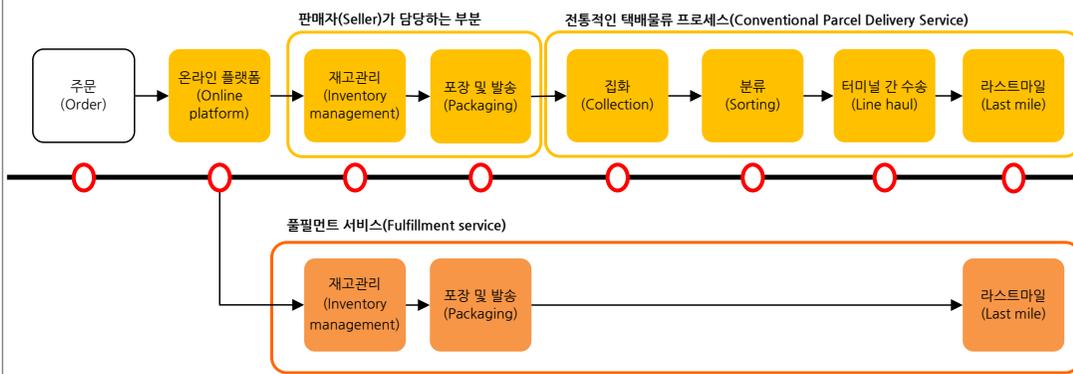
# 풀필먼트 중심의 협력 강화 전망

[한화리서치센터]

CJ대한통운의 풀필먼트를 활용한 예상 협력 강화 구조



풀필먼트 활용시 집화, 분류, 간선물류 과정이 생략되며 배송시간 단축 가능



자료: 한화투자증권 리서치센터

- ❖ CJ대한통운은 현재 곤지암 Hub 터미널에 구축한 풀필먼트를 통해 네이버와 협력 중
- ❖ 현재 곤지암 허브 물류센터의 풀필먼트는 CJ오쇼핑과 네이버 브랜드스토어가 각각 50% 사용 중
- ❖ 향후 개인 셀러 중심의 스마트스토어 물량에 대한 풀필먼트 서비스 지원 확대가 이루어질 것으로 예상
- ❖ 네이버는 풀필먼트 센터를 통해 배송시간 단축 및 셀러의 Lock-in 효과 기대
- ❖ 1) 집화, 분류, 간선물류 과정이 생략되며 배송시간 단축
- ❖ 2) 셀러는 외형확대 과정에서 발생해야 했던 창고 임대료 및 인건비 등 고정성 비용이 변동비로 전환
- ❖ 추후 네이버는 풀필먼트 이용 셀러들의 제품을 우선 노출 시켜주며 사용 유도할 것으로 예상
- ❖ 또한 네이버플러스 멤버십 고객을 대상으로 무료배송 및 익일배송 서비스 확대 가능
- ❖ CJ대한통운은 1위 이커머스 사업자 네이버와의 풀필먼트 확대에 따른 멀티플 리레이팅 및 풀필먼트 이용 수수료 증가에 따른 실적개선 기대



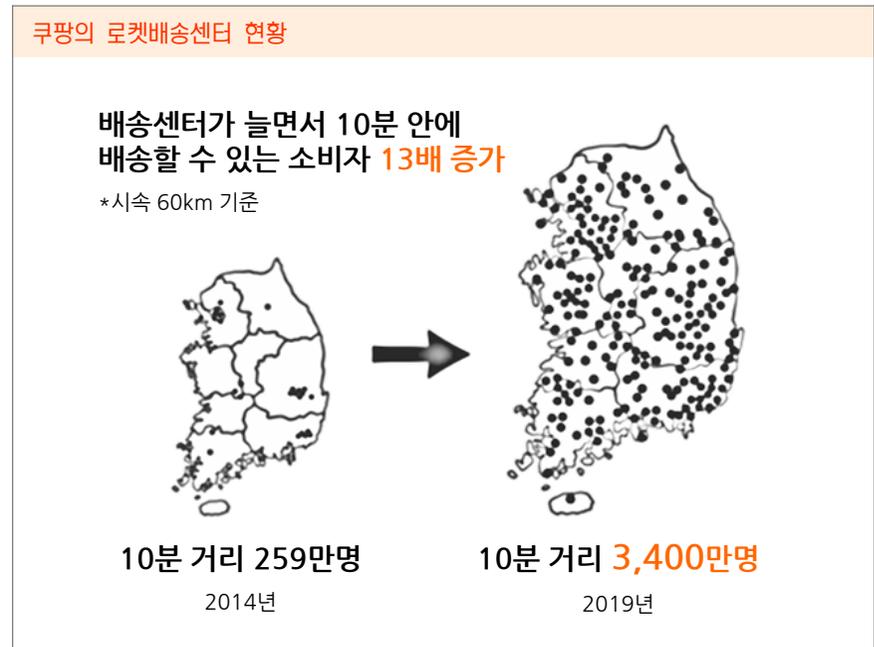
# 쿠팡의 케이스를 고려하면 추가 풀필먼트 투자 필요

[한화리서치센터]

- ❖ 네이버쇼핑은 작년 기준 취급고 매출 20.9조원으로 압도적인 국내 1위 이커머스 사업자로 등극(2위 쿠팡 17.7조원)
- ❖ 전체 네이버쇼핑 매출에서 스마트스토어가 차지하는 비중이 압도적
- ❖ CJ대한통운은 현재 브랜드스토어 물량으로만 곤지암 물류센터의 풀필먼트 면적 대부분을 사용 중이기 때문에 스마트스토어 대응을 위해서는 추가적인 투자가 필요
- ❖ CJ대한통운도 풀필먼트의 효과를 최대한 살리기 위해 곤지암 인근 1시간 내 거리에 임대차 방식으로 물류센터를 확장할 것으로 예상  
→ 대규모 Capex 없이 단기에 확장 가능할 것으로 예상
- ❖ 쿠팡은 자사물 제품의 풀필먼트 대응을 위해 현재 전국에 168개의 물류센터를 구축



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



자료: 쿠팡, 한화투자증권 리서치센터



## 후발주자의 풀필먼트 구축은 2022년 이후...

[한화리서치센터]

- ❖ 한진과 롯데글로벌로지스도 풀필먼트 구축을 추진 중
- ❖ 한진은 대전 메가허브물류센터에, 롯데글로벌로지스는 진천 메가허브터미널에 풀필먼트 센터를 구축할 계획
- ❖ 다만 각 사의 메가허브터미널의 완공시점이 각각 2022년, 2023년으로 가동까진 좀 더 시간이 필요할 전망

한진 대전 Mega Hub 조감도



자료: 한진, 한화투자증권 리서치센터

롯데글로벌로지스 진천 Mega Hub 조감도



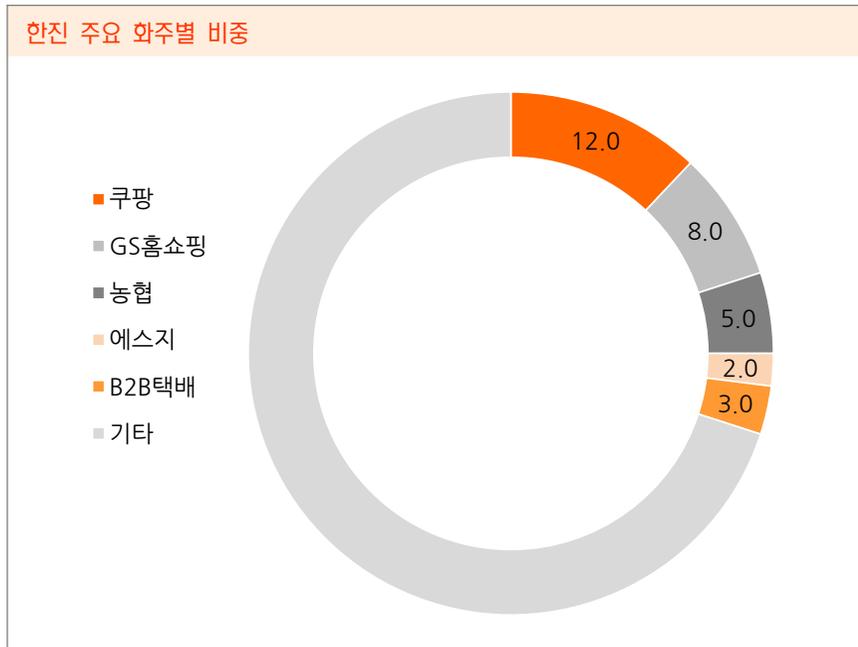
자료: 롯데글로벌로지스, 한화투자증권 리서치센터



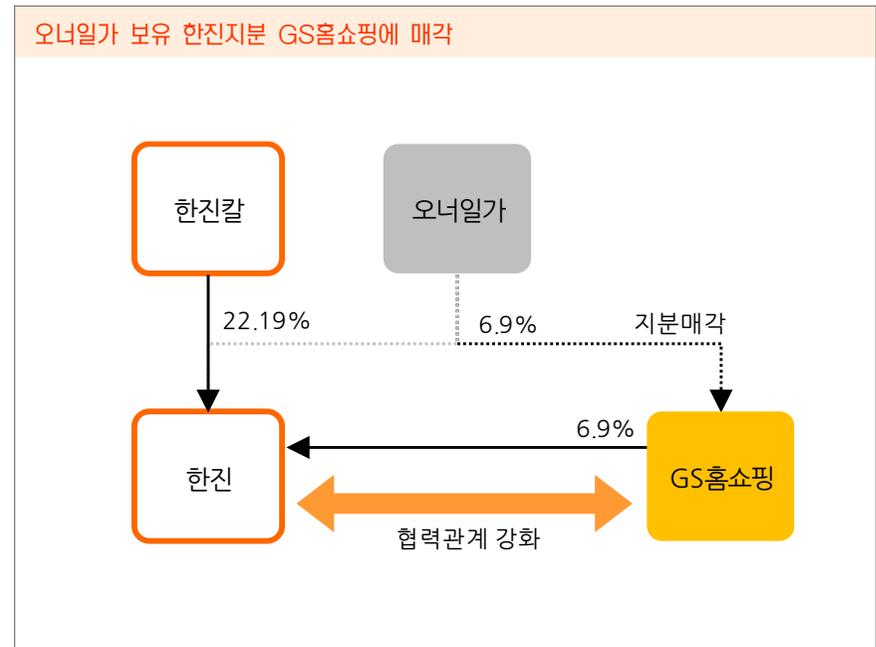
# 한진은 택배와 하역 부문에서 화주와 협력 강화

[한화리서치센터]

- ❖ 한진은 주요 화주인 쿠팡, GS홈쇼핑, 농협 등과 계속해서 협력을 강화해 나갈 전망  
→ 2019년 쿠팡과 4년 재계약 체결. 쿠팡 취급고 성장률이 연 60%~70% 라는 점을 감안하면 동사 물동량 증가에 크게 기여할 전망
- ❖ 10월 말엔 조양호 전 회장이 보유했던 한진 지분 6.9%를 GS홈쇼핑이 254억원에 취득하며 더욱 긴밀한 협력관계 구축
- ❖ GS홈쇼핑은 지분투자배경을 급변하는 배송환경에 능동적으로 대처하고, 고객에게 더 향상된 서비스를 제공하기 위함이라고 밝힘  
→ 경쟁사가 대한통운의 풀필먼트를 통해 배송경쟁력을 강화하면서, GS홈쇼핑도 한진과 새벽배송 및 당일 집하를 통해 대응한다는 계획
- ❖ 하역부문에서 2M의 물량을 추가로 소화하는 조건으로 단가를 인상하는 등 협력을 강화하며 실적 개선세를 이어갈 전망



주: 3Q20 기준  
자료: 한진, 한화투자증권 리서치센터



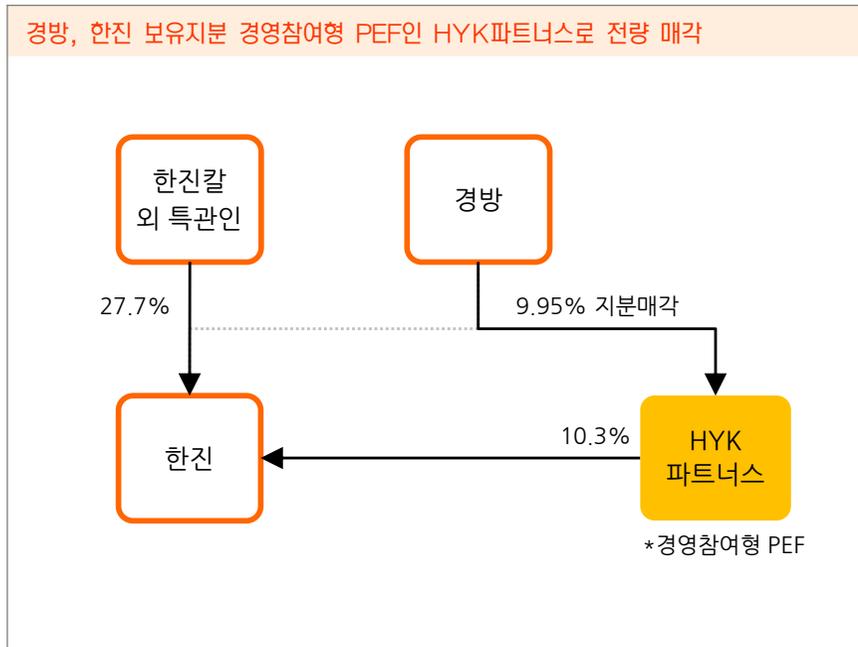
자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터



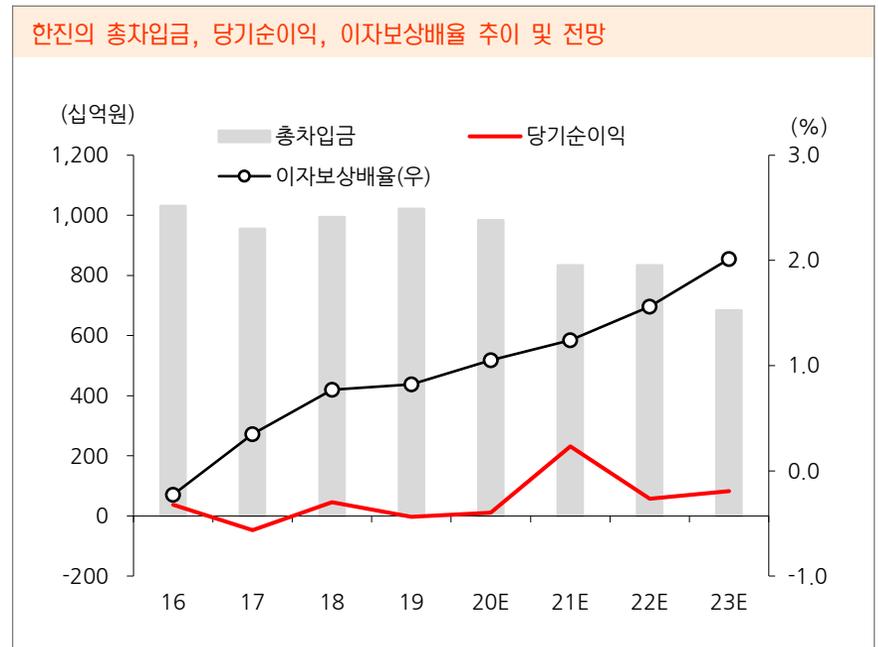
# 경영참여형 사모펀드의 지분투자, 기업가치 제고에 긍정적

[한화리서치센터]

- ❖ 2020년 4월 7일 경방은 한진의 지분 6.44%를 확보했다고 신규 공시  
 → 이후 9월까지 지속적으로 지분을 확보해 9.95%까지 지분률을 확대  
 → 투자목적은 단순투자로 밝혔으나, 지난 10월 HYK파트너스로 지분 전략을 매각
- ❖ HYK파트너스는 경방이 메인 LP로 참여한 경영참여형 사모펀드(PEF)  
 → 경영참여 의사를 우회적으로 밝혔다고 판단
- ❖ 한진은 택배와 하역부문의 실적개선, 유상증자 매각, 유상증자 등을 통해 재무구조가 개선되며 멀티플 할인요인이 해소되는 중  
 → 경영참여형 PEF는 기업가치를 높여 Exit하는게 메인 전략인만큼 향후 한진의 기업가치 제고에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대



자료: 한진, 경방, 한화투자증권 리서치센터



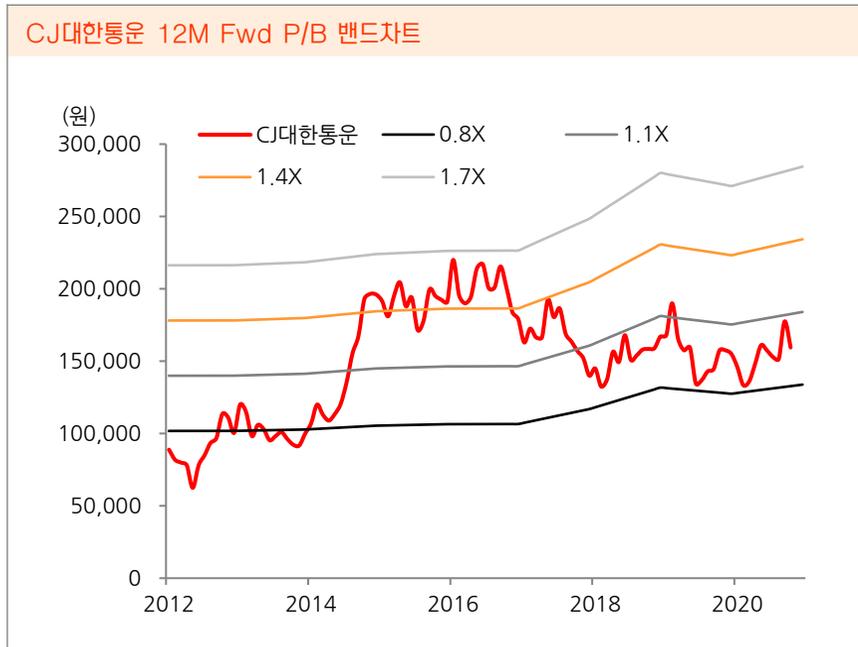
주: 부채 중 리스부채는 제외, 21년 순이익엔 범일동 토지매각 차익 반영  
 자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터 추정



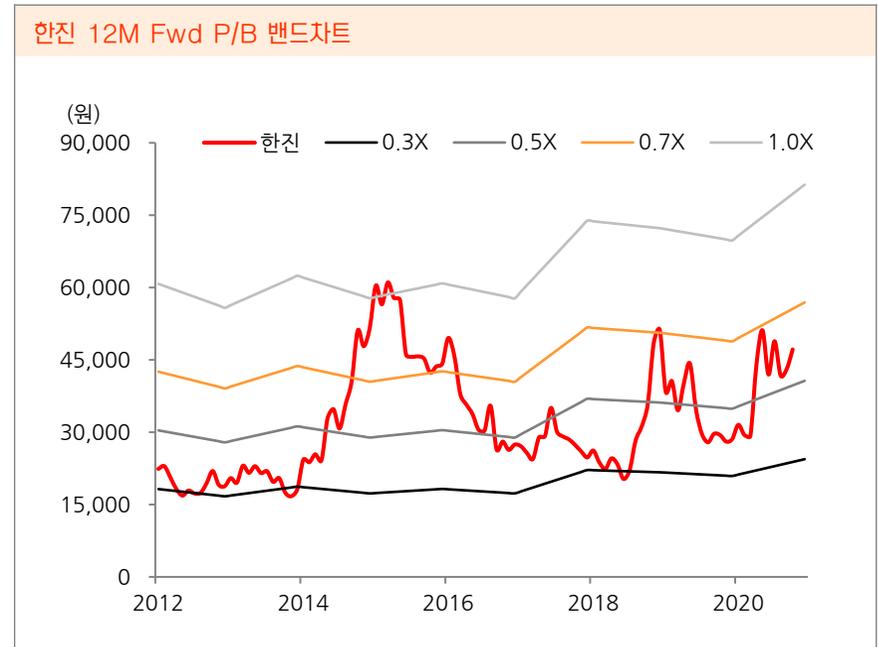
# 택배 2개사 모두 업사이드 충분하다고 판단

[한화리서치센터]

- ❖ 상장 택배 2개사에 대해 긍정적인 시각 유지
  - 1) 2021년 물동량과 택배단가 동반 개선과, 2) 화주와의 협력 강화, 사모펀드 투자 등에 따른 멀티플 리레이팅 기대
- ❖ 현재 CJ대한통운(Buy, TP 210,000원) 주가는 12M Fwd P/B 기준 0.88배에서 거래 중
- ❖ 2021년 네이버와의 풀필먼트 협력 강화를 통해 통해 실적과 멀티플의 동반 개선 전망
- ❖ 현재 한진(Buy, TP 58,000원) 주가는 12M Fwd P/B 0.53배에서 거래 중
- ❖ 2021년 택배와 하역부분의 중심의 실적개선 전망. 경영참여형 사모펀드(PEF)의 지분투자로 기업가치 제고 기대



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

# III

## 항공 (Neutral)



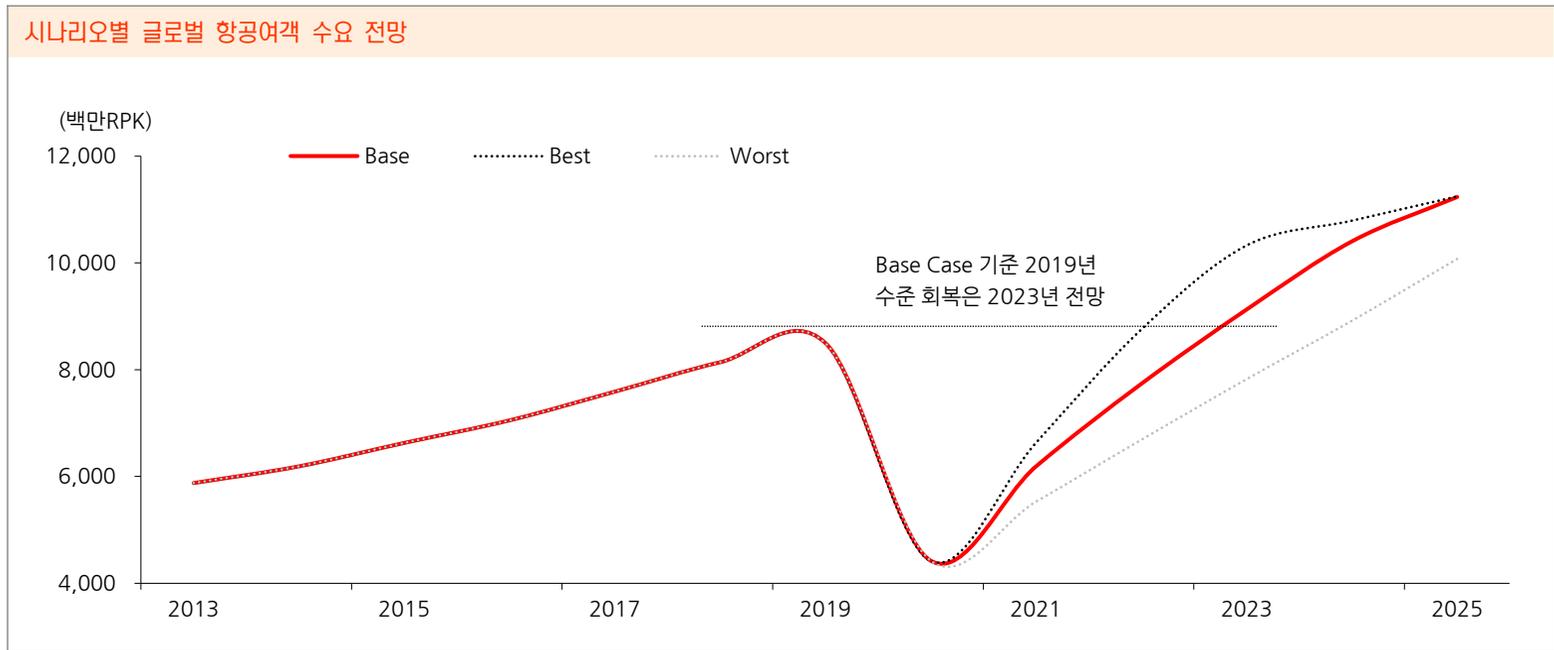
백신 공급이 견인할 화물 호황



# 2021년 여객수요 부진은 지속될 전망

[한화리서치센터]

- ❖ 2021년 글로벌 여객수요는 2020년대비 회복은 되겠으나 2019년 대비 낮은 수준에 그칠 전망
- ❖ 1) 2020년 초 백신이 승인되더라도 전 세계 인구의 접종까진 어느정도 시간이 소요될 전망이고, 2) 각 국가들이 입국제한조치를 보수적으로 해제할 가능성이 높으며, 3) 사람들의 해외여행에 대한 저항감 해소까지도 시간이 필요하다고 판단되기 때문
- ❖ 과거 충격이 발생했던 당시 Case를 살펴보면 여객수요가 기존 추세를 회복하기까진 4~5년의 시간이 필요할 전망
  - 2001년 9/11 테러 & SARS, 2008년 금융위기 당시엔 대부분 3~4년 안에 기존 추세를 회복
  - 1990년 걸프전, 1998년 아시안 외환위기 당시엔 회복까지 좀 더 긴 시간 소요
- ❖ **Base Case) 2025년 기존 추세 회귀, 2023년 2019년 수준 회복**



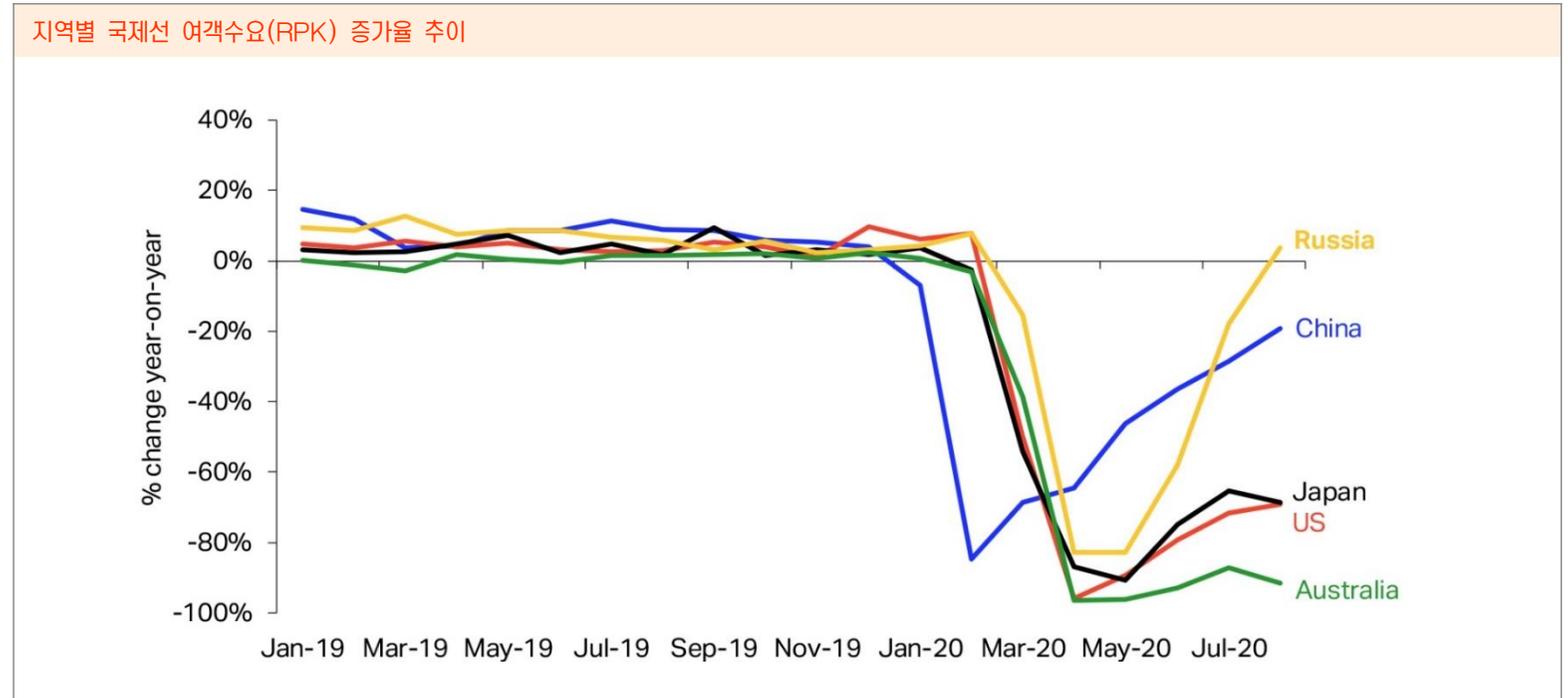
자료: IATA, Boeing, Airbus, 한화투자증권 리서치센터 추정



## 국내선 운항에 집중하는 항공사들

[한화리서치센터]

- ❖ 단기간에 국제선 여객이 정상화되긴 어려운만큼, 항공사들은 국내선 운항에 집중하는 모습
- ❖ 코로나19(COVID-19) 종식을 선언한 중국이 가장 빠른 국내선 여객 회복세를 보이고 있으며 미국이 뒤를 이어가는 모습
- ❖ 해당 국가에 국내선 매출 비중이 높은 항공사에겐 의미있는 시황개선이 될 수 있을 전망



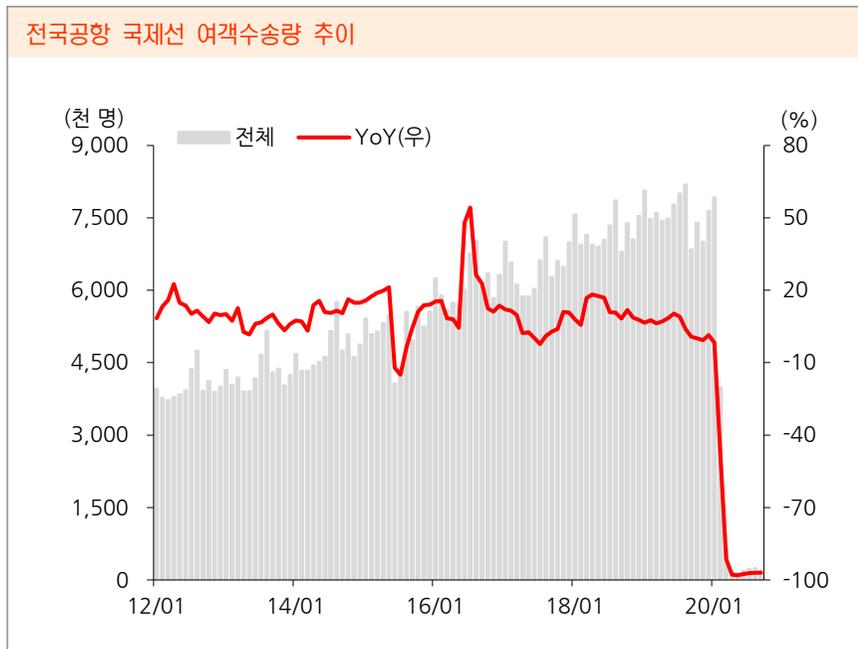
자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터



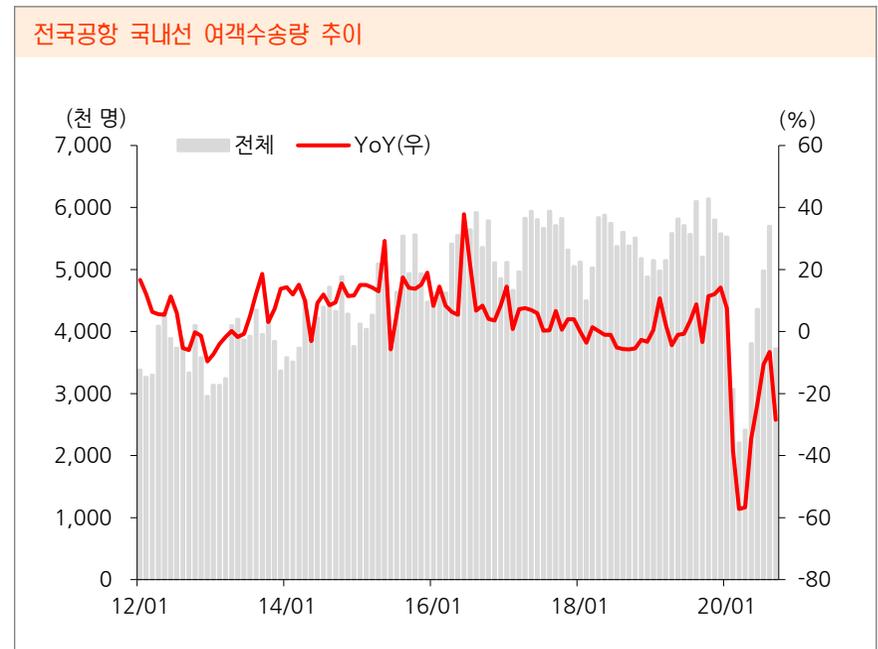
# 국적항공사도 국내선 운항에 집중하고 있으나...

[한화리서치센터]

- ❖ 국적항공사도 국제선 운항이 제한되자 국내선에 집중
- ❖ 다만, 국적항공사 전체 매출에서 국내선이 차지하는 비중이 너무 낮아 실적개선엔 큰 도움이 되지 않음
- ❖ 국내선 수요도 3분기 성수기 시즌을 지나며 peak-out
- ❖ 2020년 9월 기준 전국공항 국제선 여객수송량은 전년동기대비 97.1% 감소, 국내선 여객은 28.4% 감소



자료: 한국공항공사, 인천공항공사, 한화투자증권 리서치센터

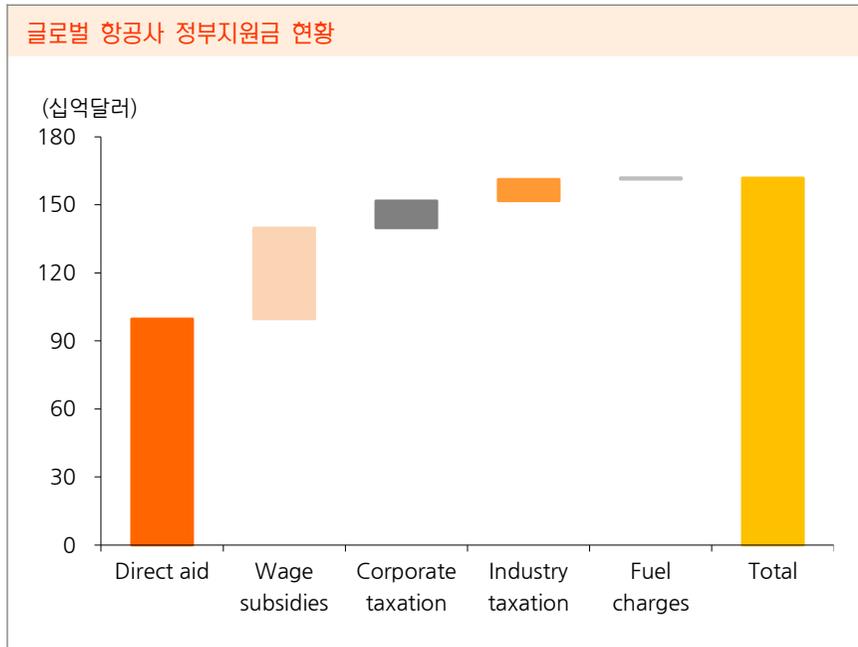


자료: 한국공항공사, 인천공항공사, 한화투자증권 리서치센터

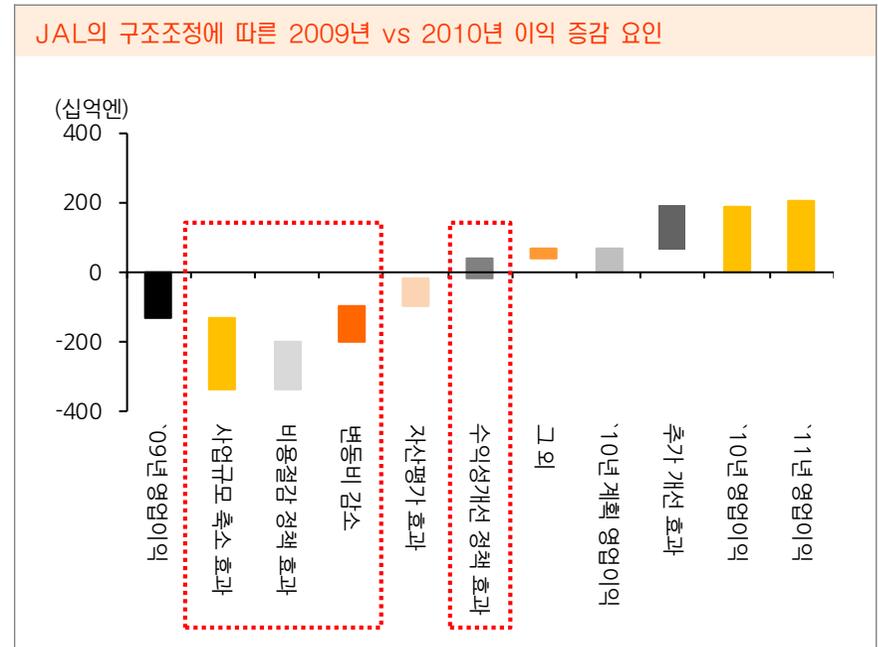


# 큰 힘이 되어준 정부지원, 그러나 지원금은 공짜가 아니다 [한화리서치센터]

- ❖ 코로나19(COVID-19) 사태 이후 발생한 여객수요 충격으로 글로벌 항공사들은 동시다발적인 유동성 위기를 경험
- ❖ 각국 정부는 기간산업인 항공산업의 붕괴를 막기 위해 총 1,600억달러 규모의 지원을 실시, 대부분 항공사는 지원의 혜택을 받았음  
→ 직접지원 997억달러, 임금지원 401억달러, 세제혜택 215억달러, 연료비절감 7억달러 등
- ❖ 정부는 지원의 전제조건으로 1) 일정기간 주주친화정책 금지, 2) 수익성 개선을 요구
- ❖ 향후 2~3년간은 여객수요 시장이 2019년 대비 축소될 것으로 전망되는 가운데, 수익성 개선을 위해선 고정비 절감이 필수적
- ❖ 2009년 일본항공(JAL)의 정부지원 당시 수익성 개선을 위해 기재 및 인력 축소를 공격적으로 시행한 바 있음



주: Direct aid는 보조금, 대출, 유상증자, 기타 현금지원 등을 포함  
 자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터



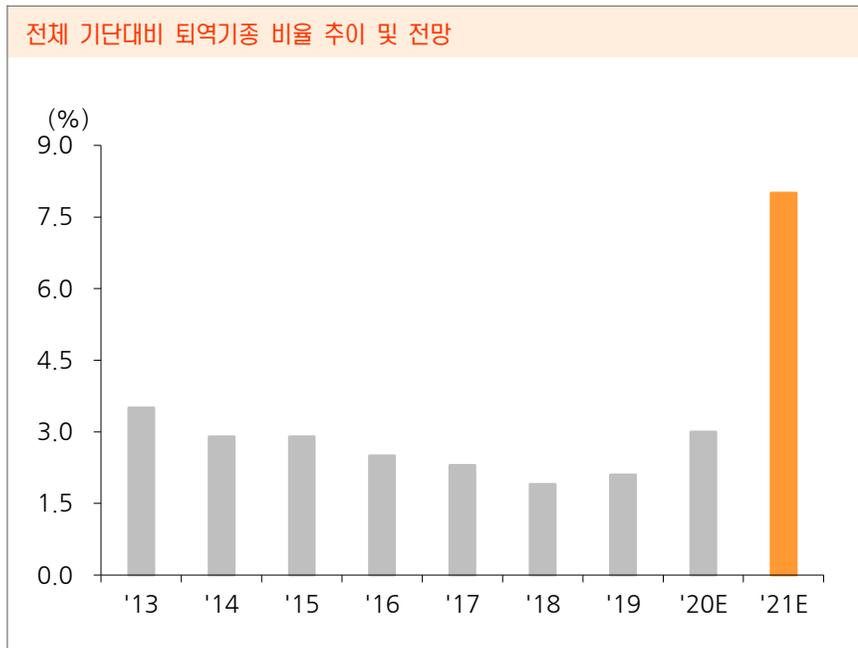
자료: JAL, 한화투자증권 리서치센터



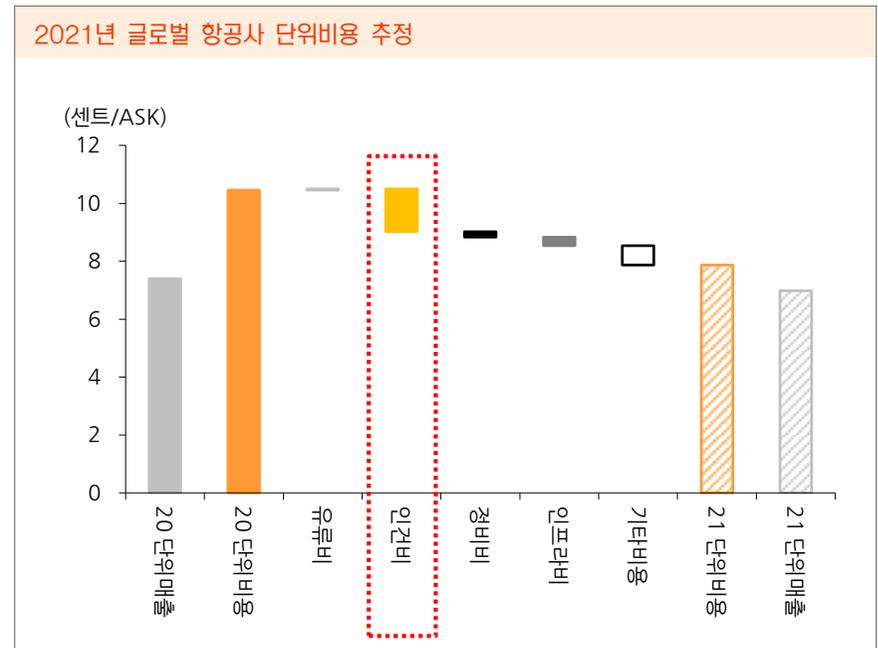
# 2021년 글로벌 항공업계 다운사이징 불가피할 전망

[한화리서치센터]

- ❖ 현재는 정부지원을 통해 인력 등을 유지하고 있으나, 지원이 종료되면 전체 여객시장 감축에 맞춰 항공사들도 구조조정을 시행해 나갈 전망
- ❖ 현재 언론보도 등을 통해 확인된 바로는, 홍콩 Cathay Pacific 8,500명 감원, 일본 ANA 3,500명 감원, 美 아메리칸항공 19,000명 감원 예정, 유나이티드항공 36,000명 감원 예정, 델타항공 2,000명 감원 예정
- ❖ 국제항공운송협회(IATA)는 내년 전 세계 기단대비 퇴역기 비율이 8%까지 급등할 것으로 전망하고 있음
- ❖ 기재 축소는 리스료/감가상각비 등의 고정비 절감효과 뿐만 아니라, 인력축소에 따른 인건비 감소로 이어질 것
- ❖ IATA도 내년 항공사들의 비용절감분에서 인건비가 차지하는 비중이 가장 클 것으로 전망



자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터



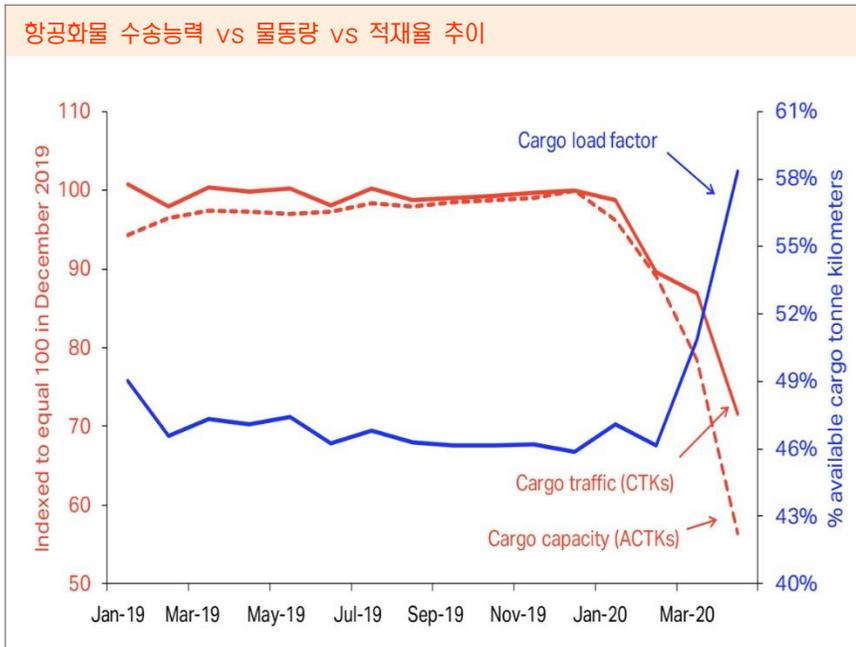
자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터



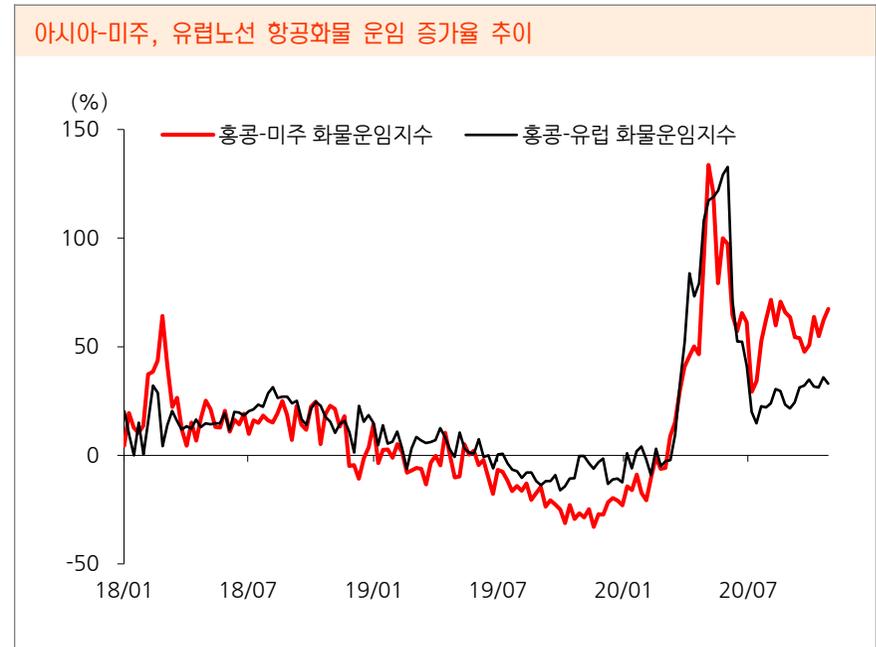
# 여객의 부진은 화물의 호황으로

[한화리서치센터]

- ❖ 코로나19(COVID-19)발 글로벌 경제 충격으로 항공화물 물동량 급감
- ❖ 그러나 여객기 운항차질로 전세계 여객기 화물칸(Belly cargo)의 90%가 사라지며 수요감소폭을 상회하는 수송능력 공백 발생  
→ 전 세계 항공화물 수송능력은 화물기(Freighter)와 여객기의 화물칸인 Belly cargo가 각각 50% 씩 차지
- ❖ 하반기부터 수요가 빠르게 회복되는 가운데 수송능력이 타이트한 상황이 지속되며 아시아-미주, 아시아-유럽 노선 운임 높은 수준 유지  
→ 4월 급등 당시엔 일반 화주들의 운임 저항에도 불구하고, 긴급물자(진단키트, 마스크, 방호복 등) 화주들이 급등한 운임을 수용했으나, 최근엔 일반 화주 물량 중심으로 운임상승분이 수용되고 있는 것으로 판단



자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터



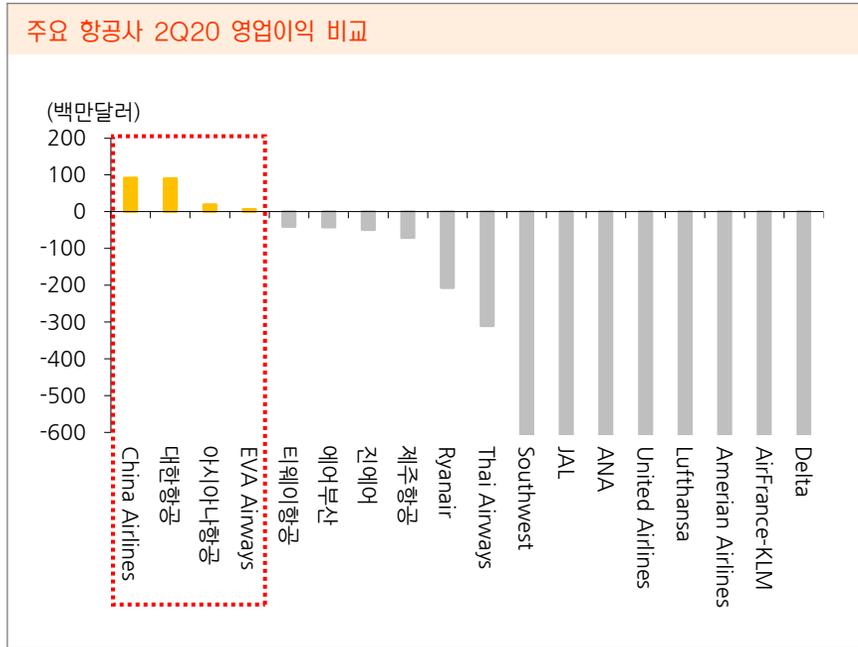
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



# 지난 2분기 화물비중이 높은 소수의 항공사만이 영업흑자 달성

[한화리서치센터]

- ❖ 2020년 2분기 글로벌 항공사 중 China Airlines, 대한항공, 아시아나항공, EVA Airways 등만 영업흑자를 달성  
→ 대한항공은 2019년 기준 글로벌 5위의 항공화물 수송실적을 보유
- ❖ 흑자 항공사들의 공통점은 전체 매출에서 화물매출이 차지하는 비중이 높다는 점. 운임 급등의 수혜를 누렸기 때문
- ❖ 화물 영업이 가능한 항공사들은 상대적으로 현재의 위기를 잘 극복해 나갈 수 있을 것으로 전망



주: 하위 8개사는 6억달러 이상의 적자를 기록. 차트의 가독성을 위해 -6억달러에 축을 고정  
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 화물수송량 기준 항공사 순위(2019년 기준)

순위	항공사명	FTK(백만km)	화물매출 비중(%)	화물기 (대)
1	Emirate	12,713	12.3	11
2	Qatar Airways	12,695	21.0	25
3	Cathay Pacific	11,284	23.1	21
4	Federal Express	8,455	100.0	679
5	<b>Korean Air</b>	<b>7,815</b>	<b>20.8</b>	<b>23</b>
6	Lufthansa	7,391	8.2	19
7	Cargolux	7,322	100.0	30
8	Singapore Airlines	6,491	15.0	0
9	UPS	6,252	100.0	572
...				
12	China Airlines	4,804	26.0	21
18	Asiana Airlines	4,052	21.5	12
23	EVA Airways	3,580	14.0	5

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



## 업황 정상화의 선제적 조건은 백신 개발

[한화리서치센터]

- ❖ 여객수요 회복을 위한 선제적 조건은 백신 개발
- ❖ 현재 10개 후보물질이 임상 3상 진행 중
- ❖ 일반적으로 의약품 개발 승인을 받기 위해서는 전임상, 임상 1~3상, 품목허가까지 최소 5년 정도의 시간 소요
- ❖ 다만 현재 코로나19(COVID-19) 사태가 긴급한 상황인 만큼 안정성만 확인되면 긴급승인이 이루어질 예정
- ❖ 빠르면 올해 말~내년 초엔 긴급승인 후 백신 접종이 이루어질 수 있다는 점이 컨센서스
- ❖ 백신 승인이 이루어지면 여객회복에 대한 기대감과 함께, 전 세계로 백신이 공급되는 과정에서 항공화물 수요에 긍정적인 영향을 미칠 전망

현재 임상 3상 중인 코로나19 백신 후보물질						
Developer/Manufacturer	Vaccine Platform	Number of doses	Clinical Stage			
			Phase 1	Phase 1/2	Phase 2	Phase 3
University of Oxford/AstraZeneca	Non-Replicating Viral Vector	1				
Sinovac	Inactivated	2				
Novavax	Protein Subunit	2				
Wuhan Institute of Biological Products/Sinopharm	Inactivated	2				
Beijing Institute of Biological Products/Sinopharm	Inactivated	2				
Moderna/NIAID	RNA	2				
BioNTech/Fosun Pharma/Pfizer	RNA	2				
Janssen Pharmaceutical Companies	Non-Replicating Viral Vector	2				
Gamaleya Research Institute	Non-Replicating Viral Vector	2				
CanSino Biological Inc./Beijing Institute of Biotechnology	Non-Replicating Viral Vector	1				

자료: WHO, 한화투자증권 리서치센터



# 코로나19 백신이 공급되는 과정에서 화물시황 호조 지속될 전망 [한화리서치센터]

코로나19 백신 공급이 화물수요에 미치는 영향 분석			
Vaccine	단위	내용	비고
전세계 인구	백만명	7,786	
인당 백신 접종량	도즈	2	
접종 인구 비율	%	90	
필요백신량	백만개	14,015	인당 2도즈 접종 가정
B777 의약품 Capacity	백만개	1	
글로벌 백신 수송비율	%	60	
필요 B777 기체	대	8,409	최대적재, 동시수송 가정
Global Freighter Fleet			
글로벌 화물기단	대	2,010	2019년 기준
Korean Air Cargo	대	23	B777F 12대, B747-8F 7대, B747F 4대
% of total Fleet	%	1.1	
비행시간 및 회전율			
한국-미국	시간	11	
미국-유럽	시간	8	
유럽-한국	시간	13	
1회전 순수 운항일	일	1.3	단순 1회전 소요 시간
1회전 기본 운항일	일	5.3	정비, 적재, 하역에 소요되는 시간 고려
연간 회전률	회	68.4	
Freighter Capacity	대	137,559	화물기단 x 회전율
Total Capacity	대	275,119	화물기 + 여객기 Belly cargo
추정 백신물량 비중_화물기 대비	%	6.1	
추정 백신물량 비중_전체	%	3.1	

자료: Bloomberg, WHO, Boeing, 한화투자증권 리서치센터 추정

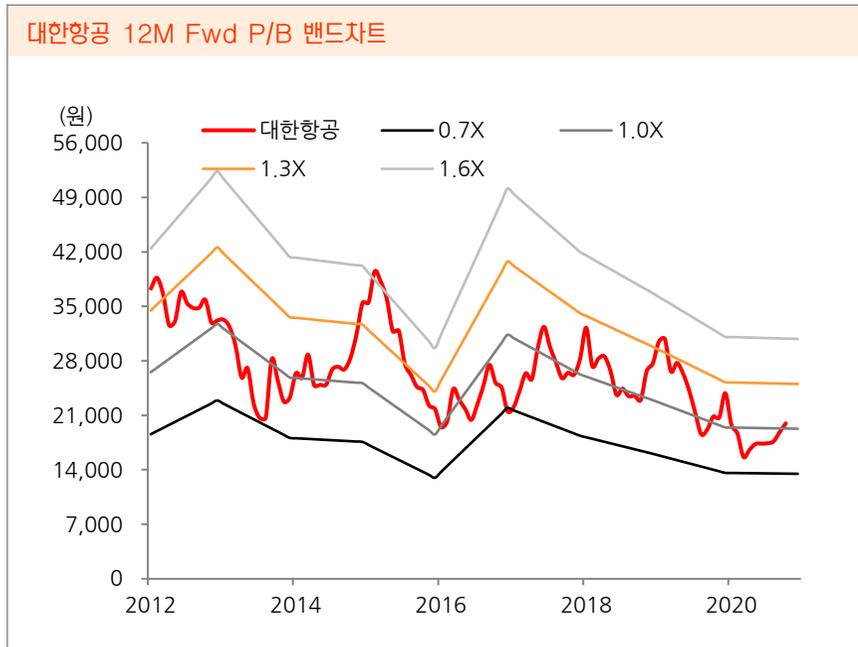
- ❖ 코로나19(COVID-19) 백신 승인 후 공급되는 과정에서 3%~6% 정도의 항공화물 물동량 증가를 견인할 전망
- ❖ 글로벌 항공화물 수요가 평균적으로 3%~4% 증가해왔다는 점을 고려하면 코로나19 백신수요는 시황 상승을 견인할 수 있을 정도의 규모인 것으로 판단
- ❖ 주요 가정은 아래와 같음
- ❖ 전 세계 인구 77억명 중 90% 접종 가정  
→ 접종대상 인구 약 70억명
- ❖ 접종대상 인구가 인당 2도즈 접종한다고 가정  
→ 현재 3상중인 후보물질 대부분 2도즈 접종 필요  
→ 이를 반영한 필요백신량은 연 120억~140억 도즈
- ❖ 전체 필요백신량 중 60%가 항공편으로 수송된다고 가정  
→ CMO 계약 건들을 고려하면 합리적인 수준으로 판단  
→ 약 80억병의 백신이 신규 항공화물 수요로 유입 전망
- ❖ 화물기 8,400대 분량의 신규수요 발생 추정  
→ B777 대당 100만 doses의 의약품 수송 가능
- ❖ 글로벌 화물 수송능력은 14만대~27만대 규모로 추정  
→ 2019년 기준 화물기 약 2,000대  
→ 연간 회전율 68회 적용시 14만대 수준 추정 가능  
→ 여객기 Belly cargo 정상화 가정 시 최대 27만대
- ❖ 화물기단 기준 6.1%, 여객기 Belly cargo 정상화 가정시 3% 수준의 수요 견인이 가능하다는 결론



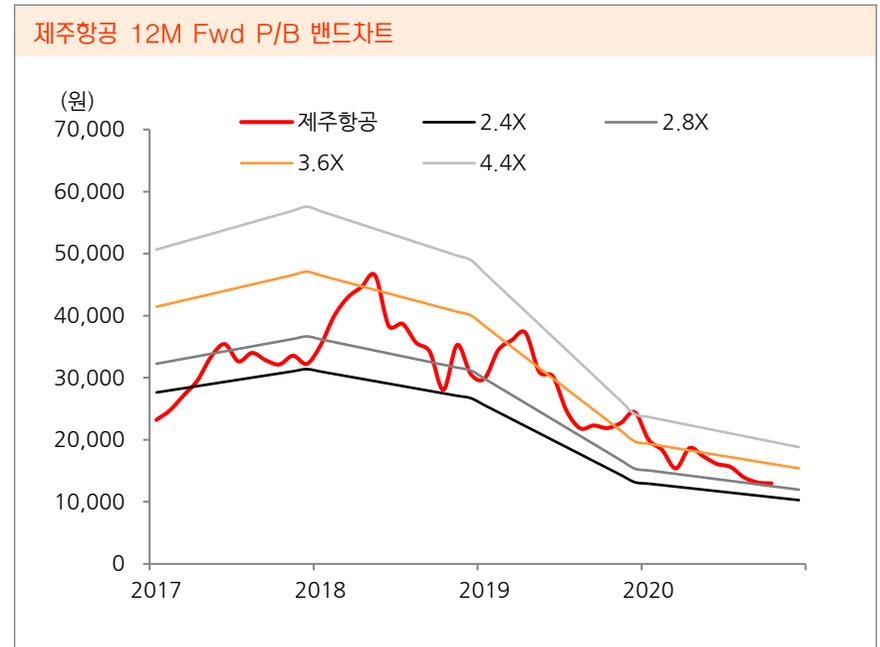
# 백신승인 전 대한항공 매수 전략 추천

[한화리서치센터]

- ❖ 코로나19 백신 승인이 가까운 시일안에 이루어지면 대표적인 피해섹터인 항공주에 관심 부각 예상
- ❖ 대한항공은 1) 선제적인 유동성 확보와, 2) 화물업황 호조의 수혜가 지속되며 다운사이클을 충분히 버텨낼 것으로 판단
- ❖ 항공업 구조 재편 후 회복구간에 빠르게 점유율을 확대해 나갈 것으로 기대
- ❖ 백신승인 전 대한항공(Buy, 24,000원) 매수 추천



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

IV

해운  
(Positive)



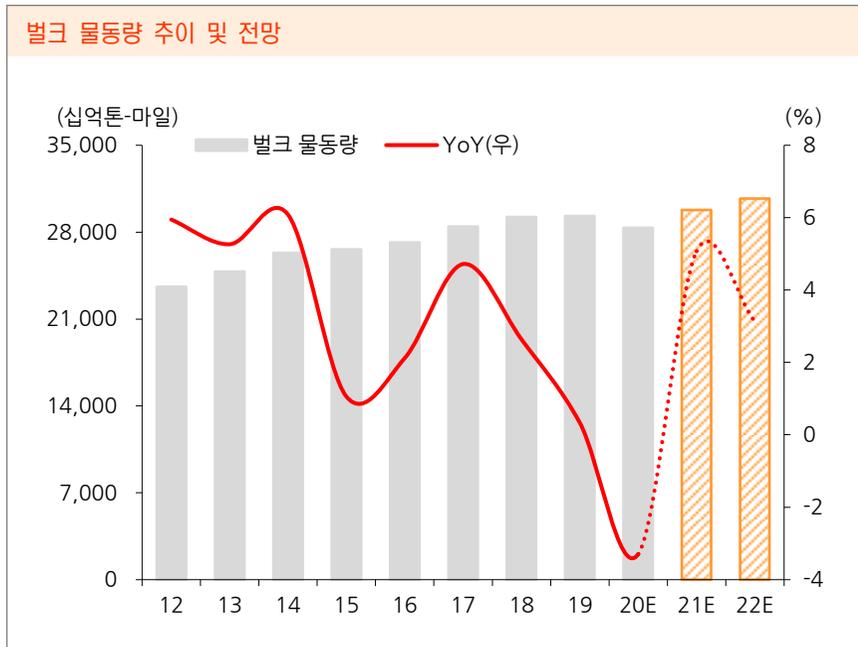
과잉공급 해소의 원년



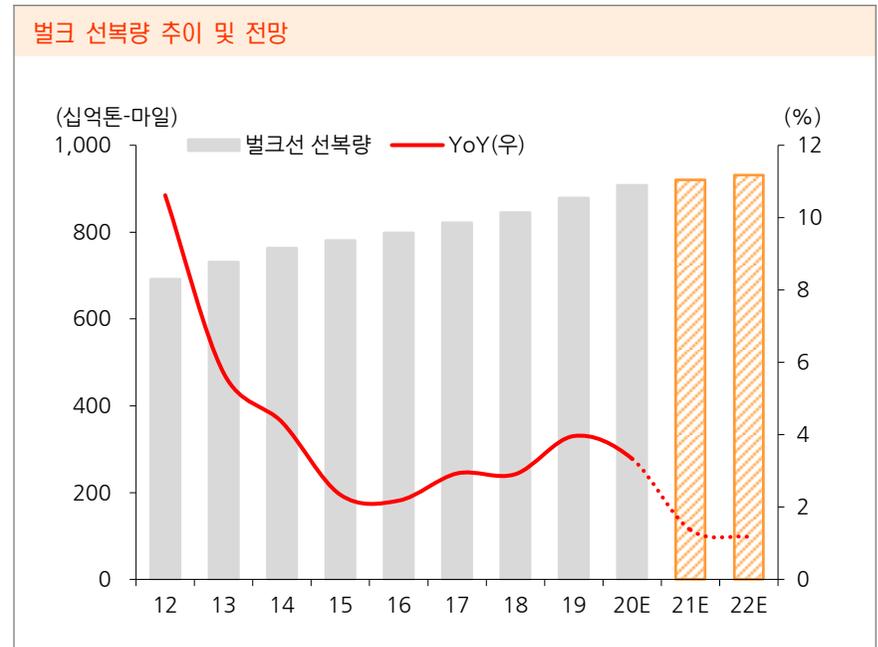
# 2021년 벌크 물동량 증가율 회복, 공급 증가율 둔화 전망

[한화리서치센터]

- ❖ 2021년 벌크 물동량은 전년대비 5.1% 증가하며 뚜렷한 회복세를 보일 전망
- ❖ 중국 중심으로 경기개선세가 전망됨에 따라 철광석, 석탄, 곡물 등 대부분 벌크화물의 수요 회복이 예상되기 때문
- ❖ 반면 2021년 벌크 선복량 증가율은 1.4%로 2020년 3.3%대비 둔화될 전망
- ❖ 수주잔고 공백이 선복량 증가율 둔화의 주 요인이며 현재 잔고 기준으로는 2022년까지 1%대 공급증가율을 보일 전망



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터 추정



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터 추정



# 과거 Big Cycle 당시 과잉발주된 수주잔고, 10년에 걸쳐 해소

[한화리서치센터]

- ❖ 벌크 선박량 증가율은 최근 4.7%를 고점으로 peak-out하며 둔화
- ❖ 벌크선 발주 감소에 따른 수주잔고 공백이 둔화의 주 요인
- ❖ 현재 선박량(Fleet) 대비 수주잔고(Orderbook) 비율은 6.51%로 2000년 이후 최저 수준  
→ 2007년~2009년 Big Cycle 당시 과잉발주된 선박이 10년이라는 시간에 걸쳐 해소
- ❖ 과거 시황상승 구간에 지연됐던 선박 인도가 집중되며 상승 폭을 제한했던 사례들은 앞으로 반복되지 않을 전망



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터



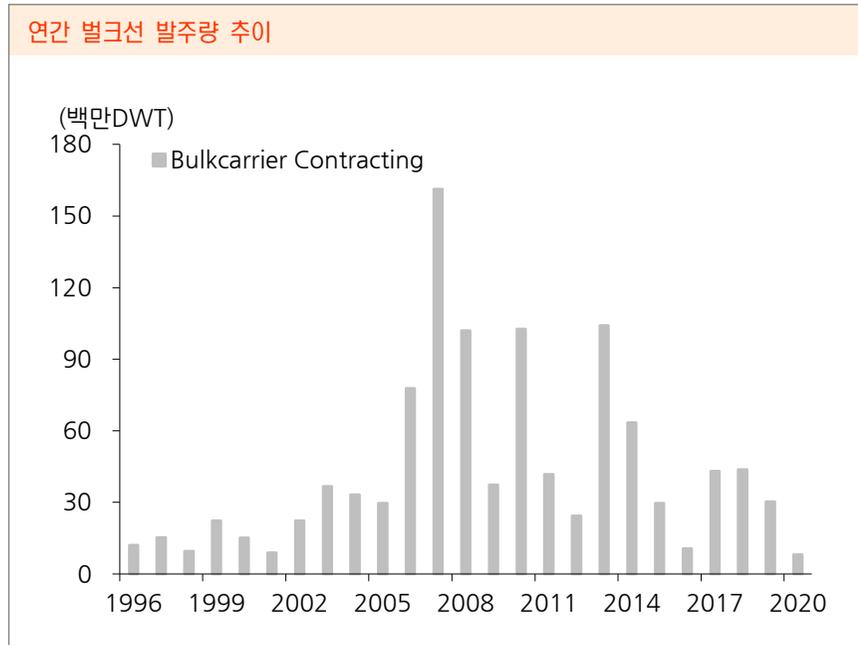
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터



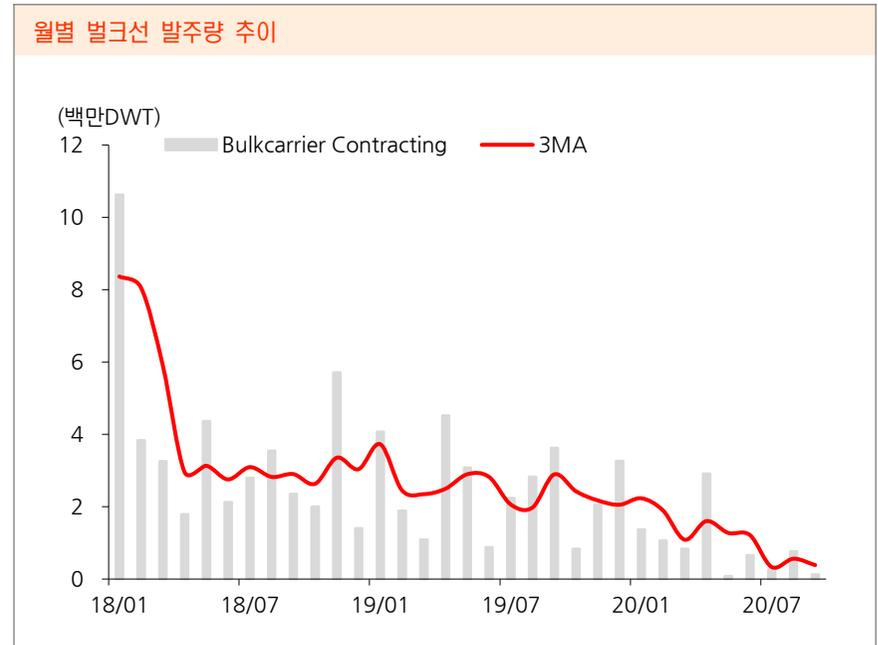
# 발주 감소의 원인은 불확실성 확대, 포트폴리오 다변화

[한화리서치센터]

- ❖ 올해 10월까지 누적 벌크선 발주는 지난 1996년이후 최저 수준  
→ 월별로 보더라도 지속적으로 신규발주가 감소하는 추세 확인
- ❖ 1) 메이저 벌크 화물의 수요 전망이 밝지 않고, 코로나19로 인한 불확실성이 지속되는 점과
- ❖ 2) 벌크선 외 선종으로의 포트폴리오 다변화 노력이 발주 감소의 주 요인으로 판단  
(ex. LNG, LPG, Wet Bulk, WTIV 등)
- ❖ 당장 벌크선 발주가 나온다고 하더라도 건조기간(약 1년 정도 소요)을 고려하면 내년도 공급에 영향을 미치긴 어려운 전망



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터



## [참고] Scorpio Bulkers의 포트폴리오 확대 사례

[한화리서치센터]

- ❖ 모나코 선사 Scorpio Bulkers는 지난 8월 3일 해상풍력설치선(WTIV)으로 사업포트폴리오를 다변화하겠다고 발표
- ❖ 회사는 해상풍력시장의 성장성을 높게 평가하며, Deeper water의 대형 터빈을 설치하기위한 설치선이 부족할 것으로 판단한다고 밝힘
- ❖ 선박건조엔 적당 3,300억원이 투입될 것으로 예상되며 대우조선해양과 1척(+옵션 3척)의 건조의향서(LOI)를 체결, 인도시점은 2023년
- ❖ 동시에 3척의 Kamsarmax와 5척의 Ultramax선 매각 계획을 발표

Scorpio Bulkers의 풍력타워설치선(WTIV)



자료: Scorpio Bulkers, 한화투자증권 리서치센터

Scorpio Bulkers의 선박 매각 계획

선종	건조년도	매각가 (천달러)	선박금융 (천달러)	예상인도일
Kamsarmax	2016	18,030	6,015	2020.10
Kamsarmax	2016	18,435	12,684	4Q20
Kamsarmax	2015	18,400	12,009	4Q20
Ultramax	2017	17,000	12,313	4Q20
Ultramax	2017	17,000	12,313	2020.10
Ultramax	2016	18,460	12,759	4Q20
Ultramax	2016	18,500	12,759	4Q20
Ultramax	2016	17,500	12,313	4Q20

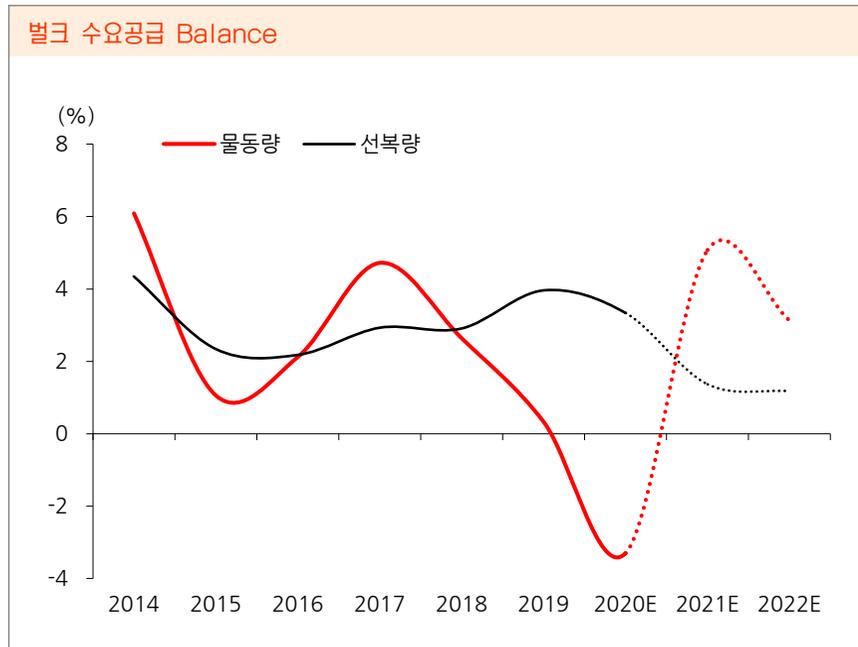
자료: Scorpio Bulkers, 한화투자증권 리서치센터



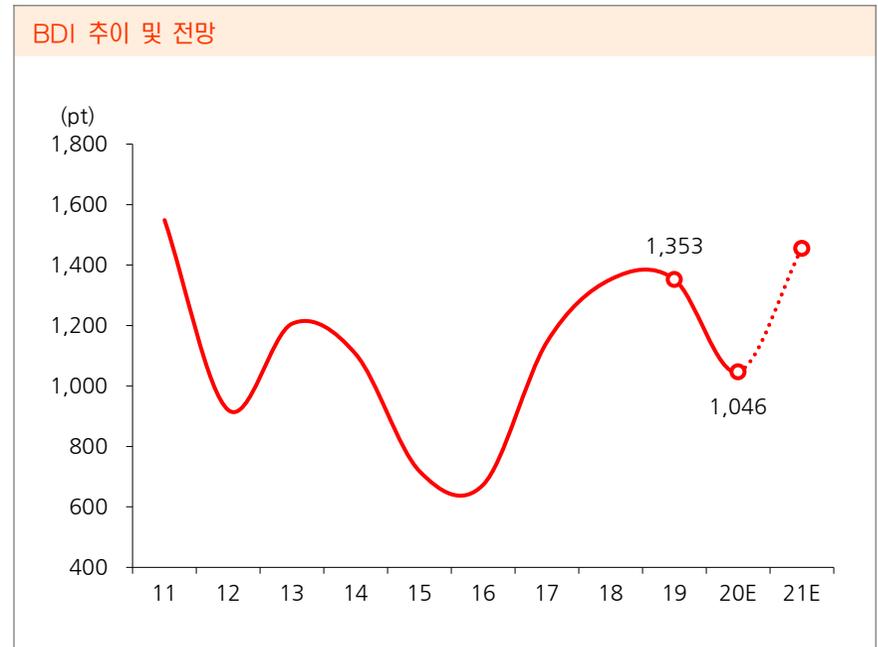
# 2021년 타이트한 수급 이어지며 시황 상승 전망

[한화리서치센터]

- ❖ 2021년 벌크 수요-공급 Balance는 3년만에 수요 우위로 전환될 전망
- ❖ 벌크 물동량 전망치의 변동은 있을 수 있으나, 공급증가율 둔화폭이 크기 때문에 시황은 올해대비 상승할 전망
- ❖ 발주잔고도 역사상 최저 수준인만큼 시황 상승구간 신규인도가 집중되며 시황 하방압력이 발생할 가능성도 제한적으로 판단
- ❖ 2021년 연 평균 BDI는 1,400pt를 상회할 전망



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터 추정



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터 추정

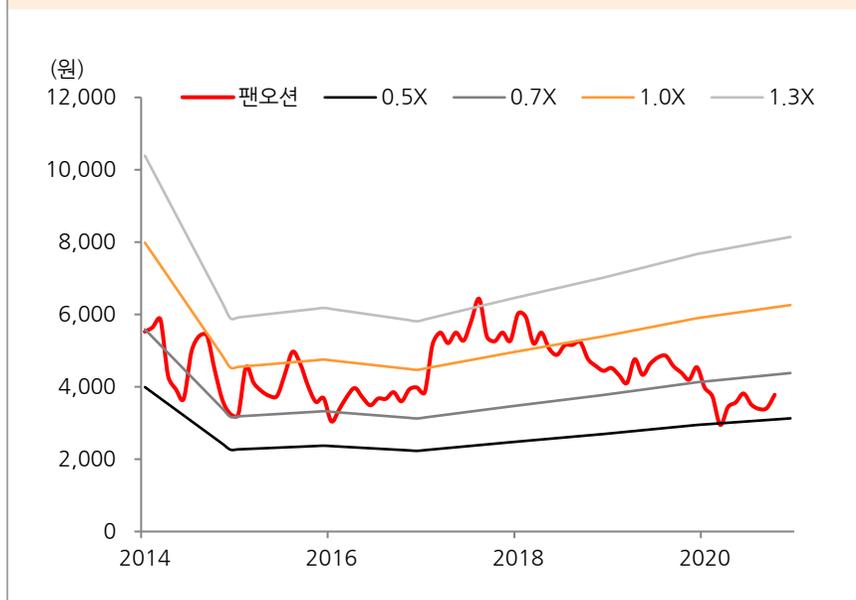


## 과거와는 다른 시황개선, 팬오션에 주목

[한화리서치센터]

- ❖ 2021년 전망되는 벌크 시황개선은 과거와 달리 공급측면의 공백으로 발생
- ❖ 만에 하나, 물동량 변동성이 확대되더라도 시황 개선세는 견조하게 이어질 것으로 전망
- ❖ 올해 대표이사 변경 후 공격적인 용선선대 정책을 통해 체질개선이 진행 중인 팬오션(Buy, TP 5,500원)에 주목

팬오션 12M Fwd P/B 밴드차트



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터 추정

대한해운 12M Fwd P/B 밴드차트



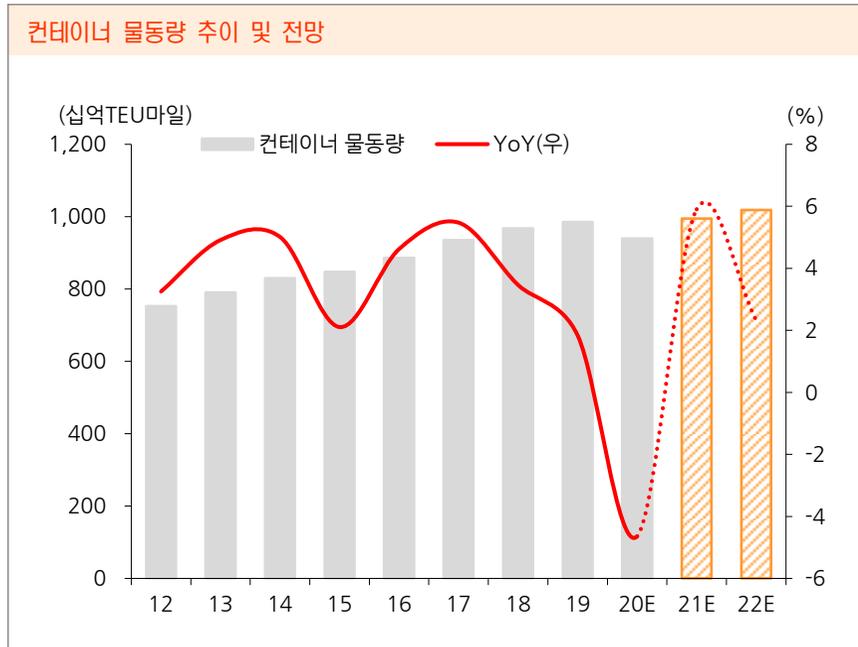
자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터 추정



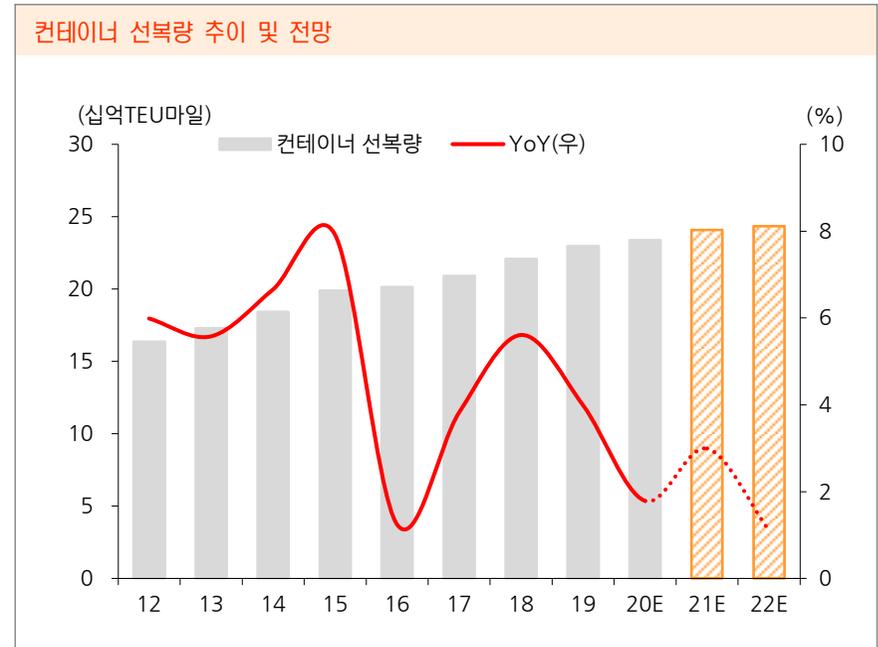
# 2021년 컨테이너 물동량 증가율이 선복량 증가율을 상회 전망

[한화리서치센터]

- ❖ 2021년 컨테이너 물동량은 전년대비 5.9% 증가 전망
- ❖ 2020년 하반기부터 유럽과 미주지역 중심으로 예상보다 수요가 빠르게 회복되고 있으며, 이 추세는 내년까지 이어질 것으로 기대되기 때문
- ❖ 다만, 코로나19(COVID-19) 재확산에 따른 불확실성은 여전히 상존
- ❖ 2021년 컨테이너 선복량 증가율은 3.0%로 올해대비는 증가하겠으나 수급밸런스는 크게 개선 전망



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터 추정



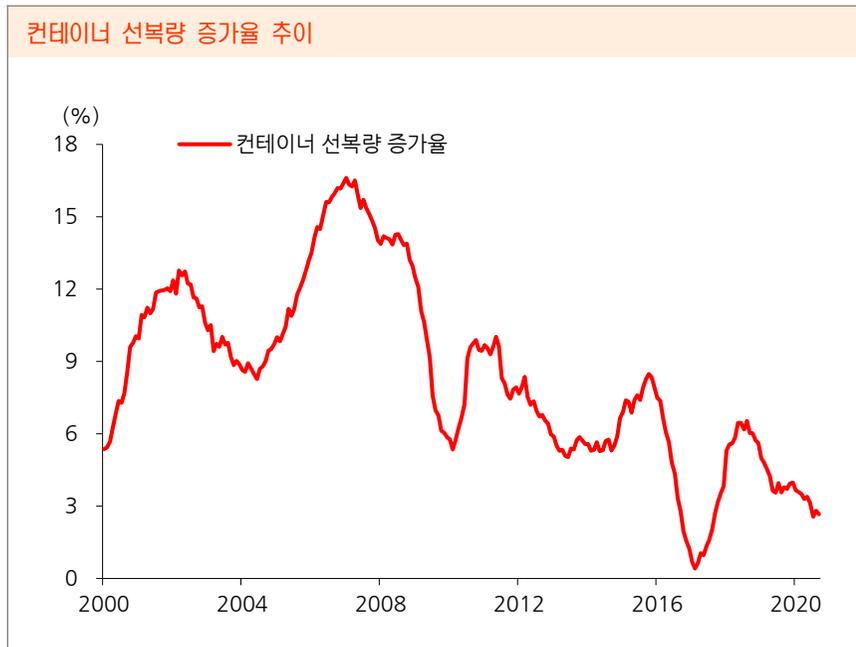
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터 추정



## 컨테이너 수주잔고도 역대 최저 수준

[한화리서치센터]

- ❖ 컨테이너 선박량 증가율은 둔화 추세 지속  
→ 발주 감소에 따른 수주잔고 공백이 선박량 증가율 둔화의 주 요인
- ❖ 현재 선박량(Fleet) 대비 수주잔고(Orderbook) 비율은 7.99%로 2000년 역사상 최저 수준
- ❖ 컨테이너 선종도 2007년~2009년 Big Cycle 당시 과잉발주된 선박이 10년이라는 시간에 걸쳐 해소



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

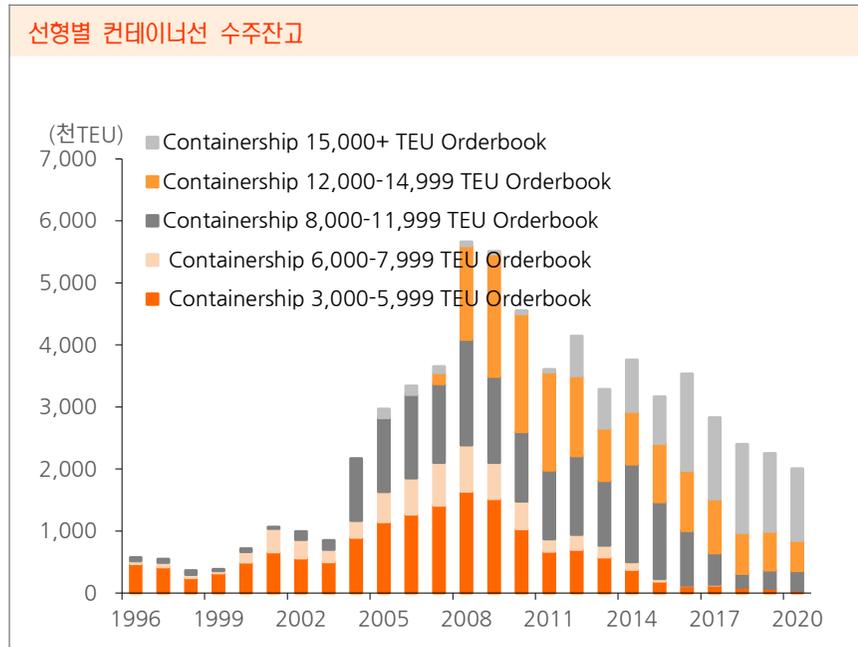


자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

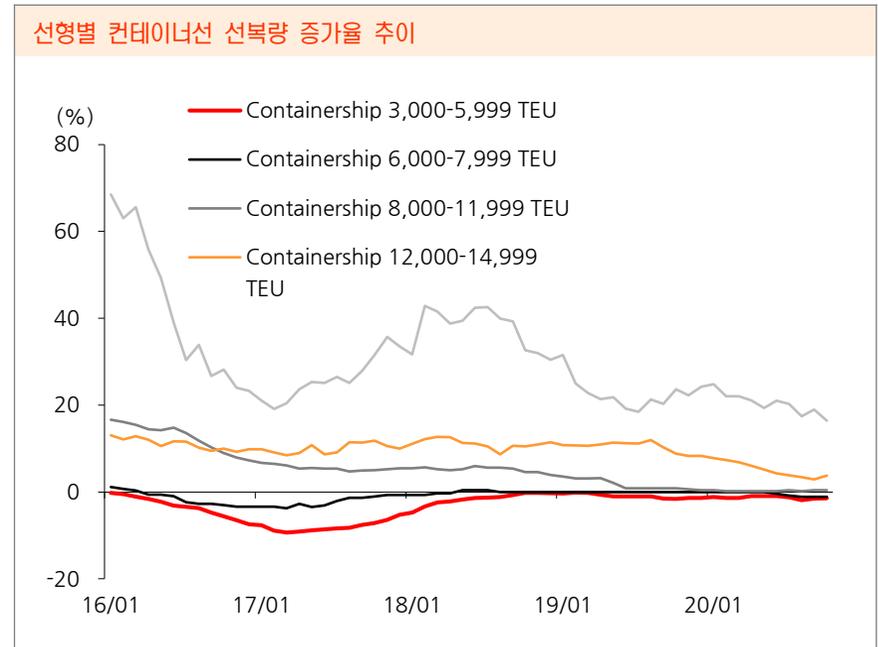


# 현재 수주잔고는 대부분 초대형 선박, 유럽노선으로 공급 집중 전망 [한화리서치센터]

- ❖ 컨테이너선은 현재도 대형화가 진행 중
- ❖ 현재 컨테이너선 수주잔고 대부분은 초대형 컨테이너선  
→ 15K+ TEU 57.9%, 12K-15K TEU 24.1%, 8K-12K 15.9%, 3K-6K 2.1% 비중을 차지
- ❖ 3K~8K TEU 선복량 증가율은 발주공백으로 이미 2016년부터 (-) 성장, 8K-12K TEU는 2019년초부터 1% 미만의 선복 증가 시현
- ❖ 현재 전체 선복량 증가율을 견인하는 선종은 15K TEU 이상 급
- ❖ 해당 크기의 선형은 미주노선 투입에 제한적, 당분간 유럽노선 중심의 공급 집중현상은 지속될 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



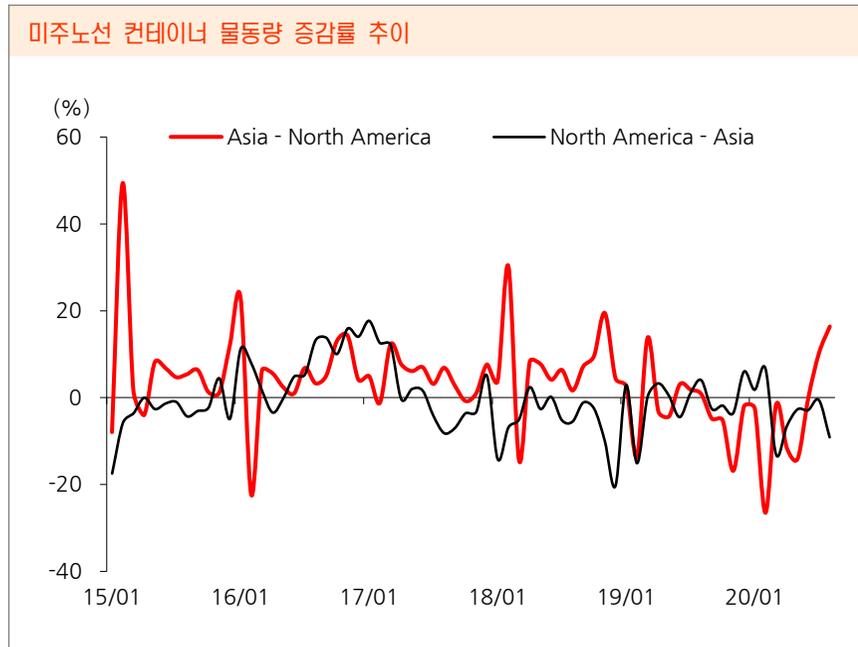
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터



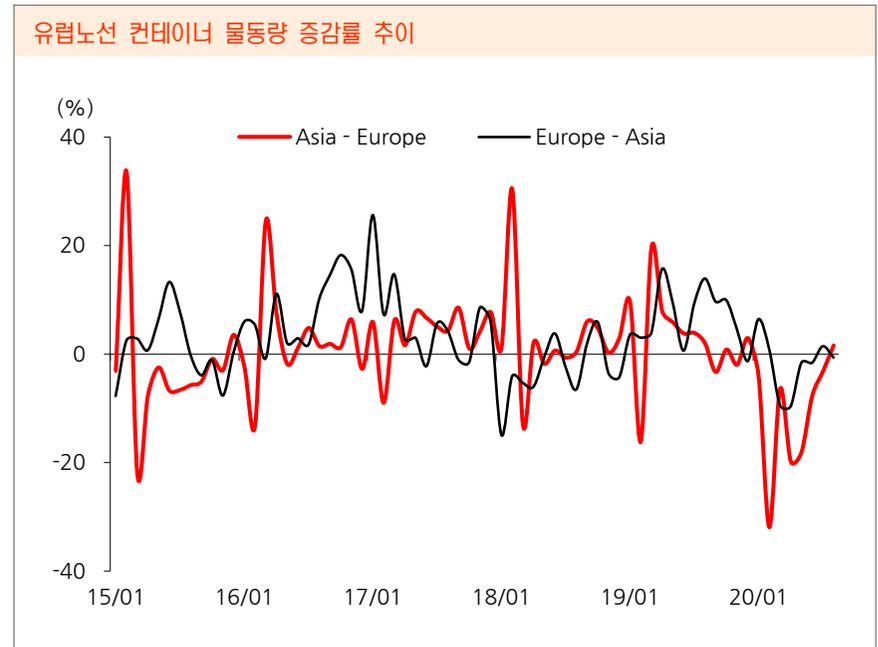
# 미주/유럽 중심으로 빠르게 회복되는 컨테이너 물동량

[한화리서치센터]

- ❖ 코로나19(COVID-19) 충격으로 감소했던 컨테이너 물동량은 빠르게 회복되며 2020년 7월부터 전년동기대비 (+) 전환
- ❖ 1) 상반기 락다운 영향으로 극도로 낮아진 재고축적 수요와, 2) 연말 성수기에 대응한 수요가 집중된 영향으로 해석
- ❖ 2021년 경제 회복사이클이 이어진다면 상반기 낮은 기저로 전년동기대비 (+) 물동량 성장세 지속될 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



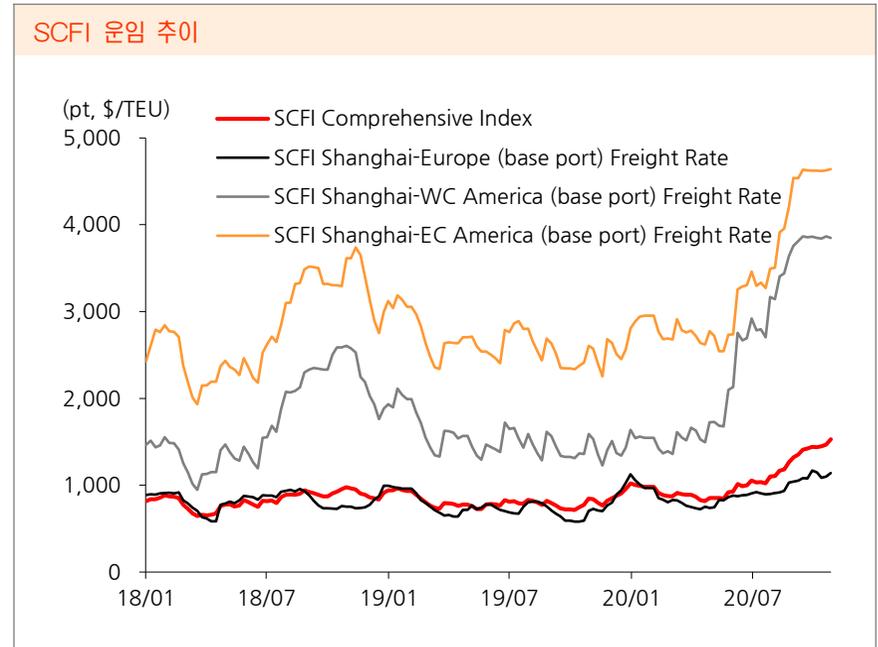
# 계선을 정상화에도 불구하고 운임 상승세 지속

[한화리서치센터]

- ❖ 코로나19(COVID-19) 충격 이후 9% 수준까지 급등했던 계선율이 현재는 2% 중반까지 하락하며 정상수준으로 회귀
- ❖ 선사들이 상반기 수요 충격에 대응해 계선(Idle)시켰던 선박들이 물동량 회복세가 뚜렷하게 나타나자 운항을 재개했기 때문
- ❖ 시장 밖으로 나가있던 선박공급이 빠르게 정상화되었음에도 운임 상승세가 지속되고 있어 수요가 공급을 상회하고 있는 것으로 판단
- ❖ 1) 재고축적 수요 외에도, 2) 항공화물 운임 급등으로 일부 항공화물 화주들이 가능한 제품에 한해 컨테이너로 수송을 하고 있는 것으로 파악



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터



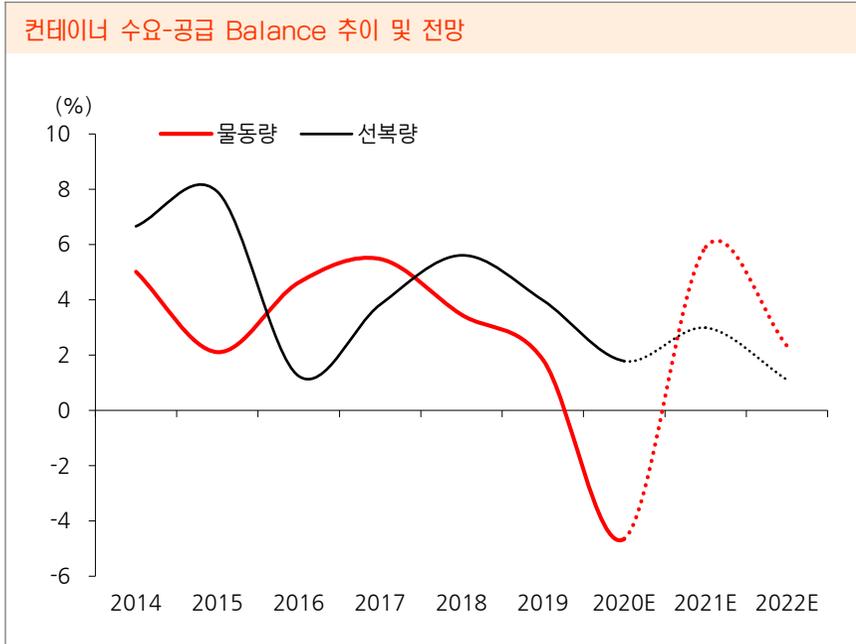
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터



# 2021년 컨테이너선 수급 개선, 연 평균 운임 상승 전망

[한화리서치센터]

- ❖ 2021년 컨테이너 수요-공급 Balance는 3년만에 수요 우위로 전환될 전망
- ❖ 재고축적 사이클 종료에 따른 물동량 공백 등이 발생할 가능성은 있으나, 견조한 수요개선세는 지속될 전망
- ❖ 발주잔고도 역사상 최저 수준인만큼 올해부터 시작된 시황개선세가 내년까지 이어질 것으로 예상
- ❖ 2021년 연 평균 SCFI 운임은 1,100pt를 상회할 전망



자료: Clarkson, IMF, 한화투자증권 리서치센터 추정



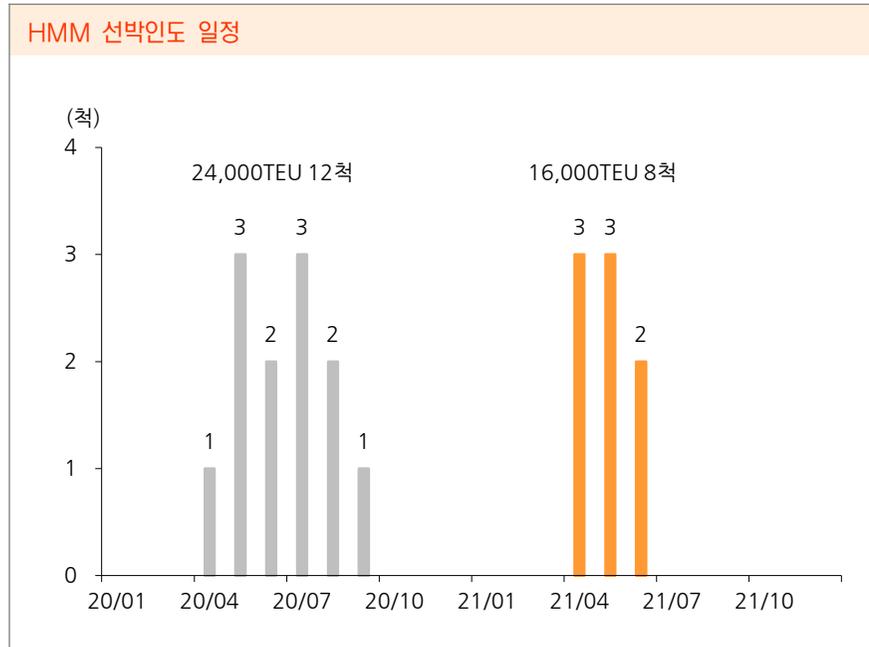
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터 추정



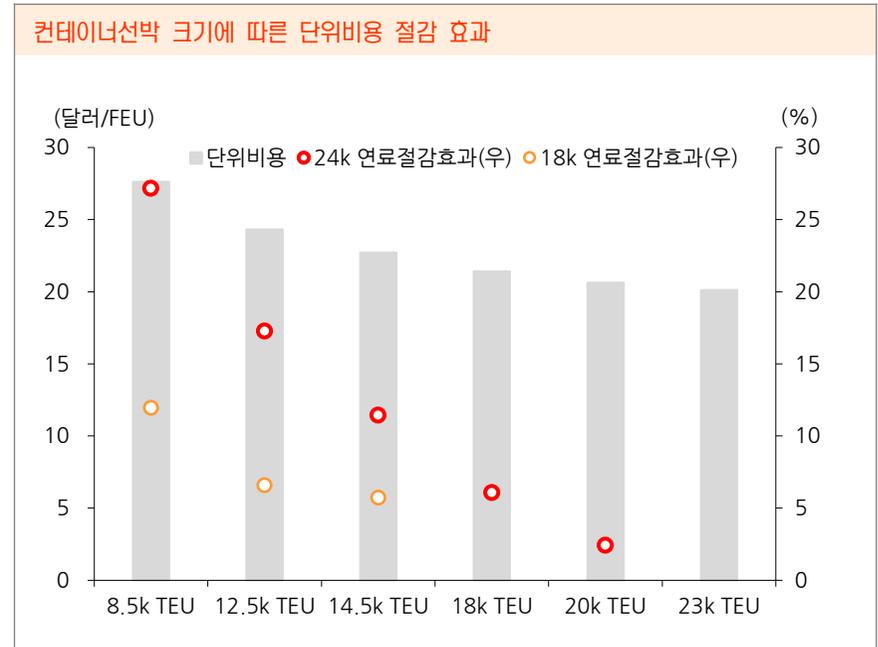
# HMM, 외형성장과 원가경쟁력 확보 지속 전망

[한화리서치센터]

- ❖ HMM은 올해 24,000TEU 12척을 인도 완료 했으며, 내년 2분기 16,000TEU 8척의 선박을 인도 받을 계획
- ❖ 초대형 컨테이너선 인도를 통해 외형성장과 원가경쟁력을 지속적으로 확보하며 수익성 개선세를 이어 나갈 전망
- ❖ 23K 컨테이너선 단위비용은 18K대비 6.1%, 12.5K대비 17.3%, 8.5K대비 27.2% 경쟁 우위
- ❖ 18K 컨테이너선 단위비용은 14.5K대비 5.7%, 12.5K대비 6.6%, 8.5K대비 11.2% 경쟁 우위



자료: HMM, 한화투자증권 리서치센터



자료: KMI, WSP, 한화투자증권 리서치센터



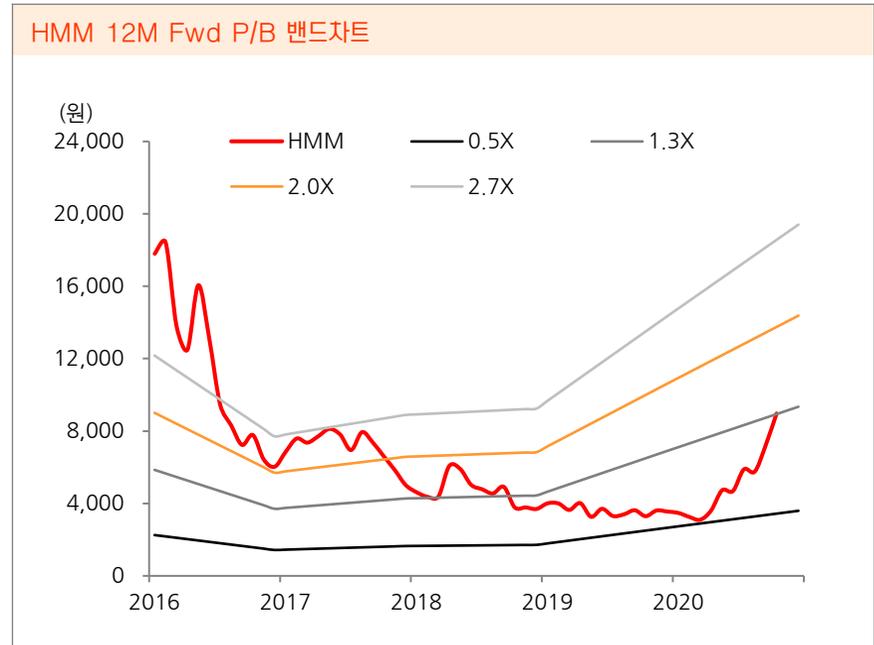
# 전환사채의 전환 가능성에도 주가 모멘텀 뚜렷

[한화리서치센터]

- ❖ HMM은 지속되는 적자로 인한 자본잠식을 해소하기 위해 2016년 이후 현재까지 수차례 유상증자와 영구 전환사채를 발행
- ❖ 현재 해양진흥공사와 산업은행 대상으로 약 3조원 규모의 영구전환사채를 발행해 보유
  - 해당 채권은 197회분만 제외하고 전부 전환 청구기간 진입
  - 총 전환가능 규모는 559.6백만 주로 현재 발행주식수의 약 171% 수준
- ❖ 다만, 정부 차원에서 기간산업을 보호하기 위해 지원한 만큼 단기 수익을 위한 전환이 이루어질 가능성은 낮다고 판단
- ❖ 현재는 가파른 실적개선에 따른 주가 모멘텀이 더욱 강하게 작용하는 구간

HMM이 보유중인 전환사채				
종류/구분	전환 청구기간	권면총액 (백만원)	전환가액 (원)	전환가능 보통주식수 (천 주)
190회 전환사채	2017.12.19~2021.06.29	300,000	5,000	60,000
191회 전환사채	2018.03.09~2047.02.08	600,000	7,173	83,647
192회 전환사채	2019.10.25~2048.09.25	400,000	5,000	80,000
194회 전환사채	2020.05.24~2049.04.24	100,000	5,000	20,000
195회 전환사채	2020.06.28~2049.05.26	200,000	5,000	40,000
196회 전환사채	2020.10.29~2049.09.27	660,000	5,000	132,000
197회 전환사채	2021.04.24~2050.03.22	720,000	5,000	144,000
<b>종합</b>		<b>2,980,000</b>		<b>559,647</b>
전체 발행 주식 수				326,726
비율(%)				171.3%

자료: HMM, 한화투자증권 리서치센터



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터



# APPENDIX. 해운산업 Outlook

[한화리서치센터]

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>벌크선</b>											
벌크선 물동량(십억톤-마일)	23,585	24,828	26,339	26,617	27,181	28,464	29,215	29,311	28,344	29,782	30,715
YoY(%)	5.9	5.3	6.1	1.1	2.1	4.7	2.6	0.3	-3.3	5.1	3.1
벌크선 선복량(백만DWT)	692	731	763	781	798	821	845	879	908	921	931
YoY(%)	10.6	5.7	4.3	2.3	2.2	2.9	2.9	4.0	3.3	1.4	1.2
회전율	34.1	33.9	34.5	34.1	34.1	34.6	34.6	33.4	31.2	32.4	33.0
벌크선 순증	66	39	32	18	17	23	24	33	29	12	11
벌크선 인도량	101	63	48	49	47	38	28	42	46	32	26
인도량/선복량	14.6	8.6	6.3	6.3	5.9	4.7	3.4	4.7	5.0	3.5	2.8
벌크선 폐선량	33	23	16	31	29	15	4	8	16	20	15
YoY(%)	43.5	-30.6	-29.3	87.3	-4.4	-50.0	-69.9	78.7	101.3	24.5	-24.8

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>컨테이너선</b>											
컨테이너 물동량(십억TEU-마일)	753	790	830	847	886	935	967	985	940	995	1,018
YoY(%)	3.3	4.9	5.0	2.1	4.6	5.5	3.5	1.8	-4.6	5.9	2.3
컨테이너 선복량(백만TEU)	16	17	18	20	20	21	22	23	23	24	24
YoY(%)	6.0	5.6	6.7	7.9	1.2	3.8	5.6	4.0	1.8	3.0	1.1
회전율	46.0	45.7	45.0	42.6	44.0	44.7	43.8	42.9	40.2	41.3	41.8
컨테이너선 순증	0.9	0.9	1.2	1.5	0.2	0.8	1.2	0.9	0.4	0.7	0.3
컨테이너선 인도량	1.3	1.4	1.5	1.7	0.9	1.2	1.3	1.1	0.7	1.1	1.0
인도량/선복량	7.8	7.9	8.3	8.3	4.5	5.6	5.9	4.8	3.0	4.6	4.0
컨테이너선 폐선량	0.3	0.4	0.4	0.2	0.7	0.4	0.1	0.2	0.3	0.4	0.7
YoY(%)	329.7	32.7	-16.1	-47.1	232.5	-39.2	-70.1	67.9	50.0	33.3	76.1



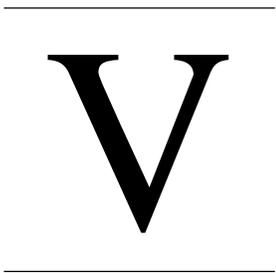
# APPENDIX. 컨테이너선사 순위

[한화리서치센터]

## Global Top Container Shipping

Containership	Ticker	Total		Owned		Charter		On order			Total Fleet + Orderbook		
		TEU	No	TEU	No	TEU	No	TEU	No	척당 Avg TEU	TEU	No	척당 Avg TEU
Maersk	MAERSKB DC Equity	3,971,631	666	2,433,239	325	1,538,392	341				3,971,631	666	5,963
MSC	Unlisted	3,734,584	543	1,547,929	221	2,186,655	322	70,968	3	23,656	3,805,552	546	6,970
China COSCO Shipping	601919 CH Equity	2,905,048	438	2,127,496	247	777,552	191	115,500	5	23,100	3,020,548	443	6,818
CMA CGM	Unlisted	2,734,102	489	1,140,498	145	1,593,604	344	209,800	11	19,073	2,943,902	500	5,888
Hapag-Lloyd	HLAG GY Equity	1,669,754	238	1,041,648	112	628,106	126				1,669,754	238	7,016
ONE	Unlisted	1,544,175	212	933,113	114	611,062	98				1,544,175	212	7,284
Evergreen	2603 TT Equity	1,251,984	196	571,589	108	680,395	88	321,336	24	13,389	1,573,320	220	7,151
<b>HMM</b>	<b>011200 KS Equity</b>	<b>620,758</b>	<b>68</b>	<b>377,959</b>	<b>31</b>	<b>242,799</b>	<b>37</b>	<b>217,740</b>	<b>12</b>	<b>18,145</b>	<b>838,498</b>	<b>80</b>	<b>10,481</b>
Yang Ming	2609 TT Equity	600,892	89	199,910	44	400,982	45	23,520	8	2,940	624,412	97	6,437
PIL	Unlisted	359,831	112	354,075	110	5,756	2				359,831	112	3,213
Zim	Unlisted	316,237	66	84,105	14	232,132	52				316,237	66	4,791
Wan Hai	2615 TT Equity	307,538	113	199,190	74	108,348	39	48,744	20	2,437	356,282	133	2,679
KMTC	Unlisted	173,142	80	71,243	33	101,899	47	12,500	5	2,500	185,642	85	2,184
SITC	Unlisted	122,417	84	89,496	64	32,921	20	12,900	5	2,580	135,317	89	1,520
X-Prees Feeders	Unlisted	115,520	76	78,450	37	37,070	39	5,400	2	2,700	120,920	78	1,550
TS Lines	Unlisted	95,053	46	23,587	13	71,466	33	5,400	2	2,700	100,453	48	2,093
Sinokor	Unlisted	92,997	65	123,976	52	-30,979	13	4,320	4	1,080	97,317	69	1,410
Quanzhou Ansheng	Unlisted	90,382	36	88,024	333	2,358	-297	19,712	17	1,160	110,094	53	2,077
IRISL	Unlisted	85,872	24	85,872	24	0	0				85,872	24	3,578
Zhonggu Logistics	Unlisted	82,262	30	74,188	28	8,074	2	22,800	2	11,400	105,062	32	3,283
Unifeeder	Unlisted	80,972	48	5,042	1	75,930	47				80,972	48	1,687
Arkas	Unlisted	66,072	38	92,472	51	-26,400	-13				66,072	38	1,739
SM Line	Unlisted	55,617	12	75,771	14	-20,154	-2				55,617	12	4,635
RCL	Unlisted	53,719	27	51,880	37	1,839	-10				53,719	27	1,990
China Merchants	601872 CH Equity	52,492	38	75,340	32	-22,848	6	77,280	7	11,040	129,772	45	2,884
Matson	MATX US Equity	52,072	20	37,886	16	14,186	4				52,072	20	2,604
Transworld Group	Unlisted	47,723	25	54,624	28	-6,901	-3				47,723	25	1,909
Salam Pacific	Unlisted	45,046	38	45,046	38	0	0	680	1	680	45,726	39	1,172
Emirates	Unlisted	43,734	8	0	0	43,734	8				43,734	8	5,467
Nile Dutch	Unlisted	33,756	10	0	0	33,756	10				33,756	10	3,376

자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터



## 기업별 투자포인트



1. CJ대한통운(Buy, 210,000원)
2. 한진(Buy, 58,000원)
3. 대한항공(Buy, 24,000원)
4. 제주항공(Hold, 13,000원)
5. 팬오션(Buy, 5,500원)
6. 대한해운(Buy, 2,200원)
7. HMM(Not Rated)



# CJ대한통운 (000120) 한번 더 레벨 업!

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(상향): 210,000원

### Stock Data

현재 주가(11/3)	163,000원
상승여력	▲ 28.8%
시가총액	37,184억원
발행주식수	22,812천주
52주 최고가/최저가	188,500/118,500원
90일 일평균 거래대금	211.12억원
외국인 지분율	22.1%

### 주주 구성

CJ제일제당 (외 3인)	40.2%
자사주 (외 1인)	12.6%
국민연금공단 (외 1인)	9.2%

### Stock Price



### 2021년 영업이익 4,223억원(+18.1% YoY) 전망

- 2021년 실적은 매출액 11조 5,748억원(+6.5% YoY), 영업이익 4,223억원(+18.1% YoY)으로 전망
- 택배 부문의 성장과 글로벌 부문의 회복이 전사 이익개선을 견인할 전망
- 2021년 택배 매출액 3조 5,459억원(+12.3% YoY), 영업이익 2,230억원(+17.1% YoY) 전망
- 택배 물동량 18.84억 박스(+11.2%), 택배단가 1,980원(+1.0%) 추정

### 실적과 멀티플의 동반 개선 전망

- 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 210,000원으로 5% 상향
- 목표주가는 2021년 BPS 180,611원에 Target P/B 1.2배 적용해 산출
- 1) 택배 단가와 물동량 개선, 2) 네이버쇼핑과 풀필먼트 협력 강화를 통해 실적과 멀티플의 동반개선이 전망되기 때문
- 네이버와의 제휴를 통해 자사주가 줄어들며(20.4% -> 12.3%) 오버행 부담이 완화된 점도 긍정적

재무정보	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	9,220	10,415	10,870	11,575	11,995
영업이익	243	307	358	422	461
EBITDA	456	739	594	881	901
지배주주순이익	53	40	130	185	224
EPS	2,309	1,741	6,494	9,299	11,220
순차입금	2,708	2,867	3,099	2,697	2,198
PER	72.3	89.0	25.1	17.5	14.5
PBR	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	14.3	8.7	11.5	7.3	6.6
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	2.1	1.4	4.0	5.3	6.0

자료: 한화투자증권 리서치센터



# CI대한통운 연결 실적추이 및 전망

[한화리서치센터]

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
택배 ASP	2,000	2,000	2,005	2,017	1,978	1,922	1,965	1,977	2,006	1,960	1,980
YoY(%)	2.8	4.6	3.2	2.9	-1.1	-3.9	-2.0	-2.0	3.4	-2.2	1.0
택배물동량	306	321	331	361	387	423	424	460	1,320	1,694	1,884
YoY(%)	7.1	4.7	9.5	9.8	26.2	31.8	28.1	27.4	7.8	28.4	11.2
매출액	2,433	2,535	2,622	2,825.7	2,515.4	2,650	2,764	2,940	10,415	10,870	11,575
계약물류	660	682	677	712	640	616	673	672	2,731	2,601	2,680
택배	576	609	628	690	728	780	788	862	2,502	3,158	3,546
글로벌	1,022	1,081	1,149	1,191	996	1,062	1,131	1,169	4,442	4,357	4,556
건설	175	164	169	233	152	192	172	237	740	753	792
영업이익	45	72	89	101	58	84	102	113	307	358	422
영업이익률(%)	1.9	2.8	3.4	3.6	2.3	3.2	3.7	3.9	2.9	3.3	3.6
순이익	-13	18	13	32.8	11	36	39	41	51	128	185
순이익률(%)	-0.5	0.7	0.5	1.2	0.5	1.4	1.4	1.4	0.5	1.2	1.6
YoY(%)											
매출액	21.5	10.9	8.4	12.3	3.4	4.5	5.4	4.0	13.0	4.4	6.5
계약물류	3.4	2.7	-0.8	8.9	-3.2	-9.6	-0.5	-5.6	3.5	-4.8	3.0
택배	7.9	8.1	13.2	13.0	26.5	28.1	25.5	24.9	10.6	26.2	12.3
글로벌	32.2	25.4	13.6	17.9	-2.6	-1.7	-1.6	-1.8	21.5	-1.9	4.6
건설	212.1	-16.5	-0.9	-3.4	-12.9	17.4	2.0	1.8	11.6	1.8	5.2
영업이익	0.1	25.7	67.9	15.9	28.3	16.9	15.5	11.7	26.6	16.5	18.0
순이익	적전	162.4	151.9	88.5	흑전	105.4	199.4	26.2	-20.6	151.3	45.0

자료: 한화투자증권 리서치센터



# CI대한통운 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	9,220	10,415	10,870	11,575	11,995
매출총이익	828	973	1,068	1,159	1,224
영업이익	243	307	358	422	461
EBITDA	456	739	594	881	901
순이자손익	-81	-122	-80	-146	-115
외화관련손익	-2	6	-4	-8	-8
지분법손익	-25	4	7	0	0
세전계속사업손익	100	94	196	287	348
당기순이익	67	51	128	185	224
지배주주순이익	53	40	130	185	224
<b>증가율(%)</b>					
매출액	29.7	13.0	4.4	6.5	3.6
영업이익	3.0	26.6	16.5	18.1	9.0
EBITDA	15.0	62.0	-19.6	48.3	2.3
순이익	71.3	-23.6	151.3	45.0	20.7
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	9.0	9.3	9.8	10.0	10.2
영업이익률	2.6	2.9	3.3	3.6	3.8
EBITDA이익률	5.0	7.1	5.5	7.6	7.5
세전이익률	1.1	0.9	1.8	2.5	2.9
순이익률	0.7	0.5	1.2	1.6	1.9

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,181	2,322	2,878	2,854	2,873
현금성자산	214	271	294	297	296
매출채권	1,451	1,479	1,904	1,862	1,857
재고자산	21	23	24	25	25
비유동자산	5,688	6,788	7,093	6,892	6,692
투자자산	602	1,596	2,008	2,008	2,008
유형자산	3,306	3,519	3,411	3,224	3,037
무형자산	1,777	1,673	1,674	1,660	1,647
<b>자산총계</b>	<b>7,869</b>	<b>9,110</b>	<b>9,971</b>	<b>9,747</b>	<b>9,565</b>
유동부채	2,614	2,509	2,930	2,520	2,415
매입채무	1,059	1,313	1,386	1,364	1,442
유동성이자부채	1,296	789	1,062	662	462
비유동부채	2,124	2,946	2,947	2,947	2,647
비유동이자부채	1,625	2,348	2,332	2,332	2,032
<b>부채총계</b>	<b>4,738</b>	<b>5,455</b>	<b>5,876</b>	<b>5,467</b>	<b>5,061</b>
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,260	2,227	2,239	2,239	2,239
이익잉여금	592	612	733	918	1,142
자본조정	-512	-510	-198	-198	-198
자기주식	-457	-457	-157	-157	-157
<b>자본총계</b>	<b>3,131</b>	<b>3,655</b>	<b>4,095</b>	<b>4,280</b>	<b>4,504</b>





# CI대한통운 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업현금흐름</b>	62	849	284	660	739
당기순이익	67	51	128	185	224
자산상각비	214	432	236	459	440
운전자본증감	-254	286	-522	16	75
매출채권 감소(증가)	-63	-34	-474	43	4
재고자산 감소(증가)	-1	0	-2	-1	-1
매입채무 증가(감소)	-9	72	419	-22	78
<b>투자현금흐름</b>	-843	-319	-648	-257	-240
유형자산처분(취득)	-487	-327	-266	-240	-224
무형자산 감소(증가)	-38	-17	-22	-17	-16
투자자산 감소(증가)	-9	81	-2	0	0
<b>재무현금흐름</b>	779	-473	382	-400	-500
차입금의 증가(감소)	542	-833	94	-400	-500
자본의 증가(감소)	-2	-1	300	0	0
배당금의 지급	-2	-1	0	0	0
<b>총현금흐름</b>	434	708	886	644	664
(-)운전자본증가(감소)	187	-317	384	-16	-75
(-)설비투자	520	414	286	240	224
(+)자산매각	-5	70	-1	-17	-16
Free Cash Flow	-277	681	215	402	499
(-)기타투자	377	87	497	0	0
잉여현금	-654	594	-282	402	499
<b>NOPLAT</b>	162	167	234	273	296
(+) Dep	214	432	236	459	440
(-)운전자본투자	187	-317	384	-16	-75
(-)Capex	520	414	286	240	224
OpFCF	-331	502	-200	507	588

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS	2,309	1,741	6,494	9,299	11,220
BPS	116,344	131,146	150,626	158,756	168,565
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	19,036	31,027	38,817	28,230	29,105
ROA(%)	0.7	0.5	1.4	1.9	2.3
ROE(%)	2.1	1.4	4.0	5.3	6.0
ROIC(%)	3.1	2.7	3.5	4.0	4.5
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	72.3	89.0	25.1	17.5	14.5
PBR	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	8.8	5.0	4.2	5.8	5.6
EV/EBITDA	14.3	8.7	11.5	7.3	6.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	151.3	149.2	143.5	127.7	112.4
Net debt/Equity	86.5	78.4	75.7	63.0	48.8
Net debt/EBITDA	593.3	387.8	521.7	306.2	244.0
유동비율	83.4	92.6	98.2	113.3	119.0
이자보상배율(배)	2.8	2.4	4.0	2.7	3.6
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	87.6	77.5	75.0	74.3	73.5
현금+투자자산	12.4	22.5	25.0	25.7	26.5
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	48.3	46.2	45.3	41.2	35.6
자기자본	51.7	53.8	54.7	58.8	64.4



# 한진 (002320) 택배와 하역 중심의 성장 지속

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(유지): 58,000원

### Stock Data

현재 주가(11/3)	47,500원
상승여력	▲ 22.1%
시가총액	7,100억원
발행주식수	14,948천주
52주 최고가/최저가	56,089/26,188원
90일 일평균 거래대금	81.93억원
외국인 지분율	15.0%

### 주주 구성

한진칼 (외 5인)	26.6%
에이치와이케이제일호 사모투자합자회사 (외 1인)	8.2%
국민연금공단 (외 1인)	5.8%

### Stock Price



### 2021년 영업이익 1,332억원(+14.9% YoY) 전망

- 2021년 실적은 매출액 2조 3,614억원(+7.4% YoY), 영업이익 1,332억원(+14.9% YoY) 전망
- 택배와 하역 부문 성장이 전사 이익개선을 견인할 전망
- 2021년 택배 매출액 1조 1,570억원(+16.2% YoY), 영업이익 589억원(+21.7% YoY) 전망
- 택배 물동량 5.2억 박스(+15.1%), 택배단가 2,226원(+1.0%) 추정
- 2021년 하역 매출액 3,340억원(+3.0% YoY), 영업이익 744억원(+2.8% YoY) 전망

### 투자 의견 Buy, 목표주가 58,000원 유지

- 투자 의견 Buy, 목표주가 58,000원 유지
- 1) 택배와 하역 중심의 실적개선, 2) 재무구조 개선에 따른 밸류에이션 할인 요인 해소 기대
- 최근 경영참여형 사모펀드(PEF)의 지분 취득은 기업가치 제고 관점에서 긍정적으로 작용할 전망

재무정보	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,951	2,062	2,199	2,361	2,515
영업이익	42	91	116	133	147
EBITDA	112	212	243	257	284
지배주주순이익	46	-3	12	215	55
EPS	3,818	-261	1,026	17,924	4,584
순차입금	920	1,860	1,825	1,703	1,684
PER	13.4	-109.5	46.3	2.7	10.4
PBR	0.7	0.4	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	13.9	10.5	10.4	9.4	8.4
배당수익률(%)	1.0	1.8	1.1	1.1	1.1
ROE	5.6	-0.3	1.4	21.1	4.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 한진 연결 실적추이 및 전망

[한화리서치센터]

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
택배 ASP	2,262	2,214	2,250	2,299	2,229	2,145	2,190	2,253	2,256	2,204	2,226
YoY(%)	3.3	3.1	1.0	0.4	-1.5	-3.1	-2.6	-2.0	1.9	-2.3	1.0
택배물동량	84	89	95	102	105	113	113	120	369	451	520
YoY(%)	15.0	19.0	18.1	12.7	25.4	27.2	19.6	18.4	16.1	22.4	15.1
매출액	475	507	543	538	537	532	549	581	2,062	2,199	2,361
물류	177	186	184	187	179	178	181	198	733	737	754
육운	81	88	84	86	79	78	80	91	339	329	334
하역	84	84	86	86	85	87	90	94	340	357	367
해운	8	9	9	9	10	7	5	8	35	30	32
창고	5	5	5	5	5	6	6	5	19	22	20
국제	47	54	60	59	53	56	61	55	220	225	221
택배	189	197	213	233	234	243	248	271	833	995	1,157
차량	73	82	100	97	83	66	66	66	352	282	265
영업이익	18	22	26	25	25	29	28	34	91	116	133
영업이익률(%)	3.9	4.3	4.7	4.6	4.7	5.4	5.0	5.9	4.4	5.3	5.6
순이익	-3	-5.7	-7	13	3	4	1	5	-3	13	232
순이익률(%)	-0.6	-1.1	-1.3	2.4	0.5	0.8	0.2	0.8	-0.1	0.6	9.8
YoY(%)											
매출액	5.7	5.2	10.6	1.7	12.9	5.1	1.2	8.1	5.7	6.6	7.4
물류	1.3	-2.5	-1.6	-1.5	1.1	-3.9	-1.3	6.4	-1.1	0.6	2.3
육운	9.5	5.9	2.2	2.0	-1.4	-10.7	-4.8	4.8	4.7	-3.1	1.6
하역	-6.4	-12.2	-6.3	-3.3	1.8	3.6	5.0	9.1	-7.1	4.9	3.0
해운	11.9	32.4	16.6	-15.6	16.8	-20.9	-41.5	-3.4	8.6	-12.7	7.3
창고	4.9	-2.9	-2.9	-1.3	4.1	24.2	18.0	2.0	-0.7	11.9	-6.9
국제	-21.6	3.1	19.6	9.3	11.1	3.9	2.1	-5.5	1.6	2.5	-2.1
택배	18.8	22.7	19.3	13.2	23.5	23.2	16.4	16.0	18.2	19.5	16.2
차량	25.7	-6.1	19.6	17.2	13.1	-18.9	-33.6	-31.8	12.9	-20.0	-5.9
영업이익	198.1	63.9	122.6	124.8	38.5	31.6	7.2	38.4	115.6	27.9	14.9
순이익	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-62.3	적전	흑전	1682.3

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 한진 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,951	2,062	2,199	2,361	2,515
매출총이익	118	169	200	224	243
영업이익	42	91	116	133	147
EBITDA	112	212	243	257	284
순이자손익	-49	-104	-106	-107	-91
외화관련손익	0	0	-1	0	0
지분법손익	1	7	2	0	0
세전계속사업손익	67	-6	15	289	74
당기순이익	46	-3	13	232	59
지배주주순이익	46	-3	12	215	55
<b>증가율(%)</b>					
매출액	7.6	5.7	6.6	7.4	6.5
영업이익	95.0	115.4	27.9	14.9	10.4
EBITDA	24.4	88.7	14.5	5.9	10.6
순이익	흑전	적전	흑전	1,682.3	-74.4
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	6.0	8.2	9.1	9.5	9.7
영업이익률	2.2	4.4	5.3	5.6	5.8
EBITDA이익률	5.8	10.3	11.0	10.9	11.3
세전이익률	3.4	-0.3	0.7	12.3	2.9
순이익률	2.3	-0.1	0.6	9.8	2.4

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	440	418	527	497	520
현금성자산	175	151	156	129	147
매출채권	222	231	290	281	278
재고자산	7	9	9	9	11
비유동자산	2,221	3,131	3,027	3,155	3,224
투자자산	267	1,234	1,203	1,203	1,203
유형자산	1,506	1,449	1,385	1,512	1,581
무형자산	442	444	439	440	440
<b>자산총계</b>	<b>2,661</b>	<b>3,548</b>	<b>3,554</b>	<b>3,652</b>	<b>3,744</b>
유동부채	783	516	578	450	489
매입채무	55	65	64	70	92
유동성이자부채	545	295	311	161	161
비유동부채	811	1,978	1,927	1,927	1,927
비유동이자부채	550	1,717	1,670	1,670	1,670
<b>부채총계</b>	<b>1,594</b>	<b>2,494</b>	<b>2,505</b>	<b>2,377</b>	<b>2,415</b>
자본금	60	60	60	60	60
자본잉여금	80	90	90	90	90
이익잉여금	590	573	582	807	860
자본조정	186	187	174	174	174
자기주식	-6	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>1,067</b>	<b>1,054</b>	<b>1,050</b>	<b>1,275</b>	<b>1,329</b>



# 한진 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업현금흐름</b>	116	167	181	380	231
당기순이익	46	-3	13	232	59
자산상각비	70	121	127	124	137
운전자본증감	7	-28	-3	25	34
매출채권 감소(증가)	-7	10	-50	9	3
재고자산 감소(증가)	9	5	7	-1	-1
매입채무 증가(감소)	5	-23	17	6	22
<b>투자현금흐름</b>	-57	-77	-53	-252	-206
유형자산처분(취득)	-81	-97	-146	-251	-205
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-13	-1	1	0	0
<b>재무현금흐름</b>	-6	-120	-124	-156	-6
차입금의 증가(감소)	40	-60	-45	-150	0
자본의 증가(감소)	-5	-15	-6	-6	-6
배당금의 지급	-5	-6	-6	-6	-6
<b>총현금흐름</b>	105	220	191	355	196
(-)운전자본증가(감소)	-37	17	59	-25	-34
(-)설비투자	83	103	162	251	205
(+)자산매각	1	6	15	-1	-1
Free Cash Flow	61	105	-15	129	25
(-)기타투자	-7	-10	-148	0	0
잉여현금	67	116	133	129	25
<b>NOPLAT</b>	29	66	103	107	118
(+) Dep	70	121	127	124	137
(-)운전자본투자	-37	17	59	-25	-34
(-)Capex	83	103	162	251	205
OpFCF	53	67	9	5	84

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS	3,818	-261	1,026	17,924	4,584
BPS	76,536	75,968	75,586	94,421	98,866
DPS	500	500	500	500	500
CFPS	8,767	18,349	15,920	29,681	16,406
ROA(%)	1.8	-0.1	0.3	6.0	1.5
ROE(%)	5.6	-0.3	1.4	21.1	4.7
ROIC(%)	1.6	2.8	3.7	3.7	4.0
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	13.4	-109.5	46.3	2.7	10.4
PBR	0.7	0.4	0.6	0.5	0.5
PSR	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
PCR	5.8	1.6	3.0	1.6	2.9
EV/EBITDA	13.9	10.5	10.4	9.4	8.4
배당수익률	1.0	1.8	1.1	1.1	1.1
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	149.4	236.7	238.6	186.4	181.8
Net debt/Equity	86.2	176.5	173.9	133.5	126.8
Net debt/EBITDA	818.6	876.9	751.6	662.2	592.2
유동비율	56.2	80.9	91.2	110.3	106.3
이자보상배율(배)	0.8	0.8	1.1	1.2	1.6
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	80.7	66.7	67.6	68.8	68.7
현금+투자자산	19.3	33.3	32.4	31.2	31.3
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	50.6	65.6	65.4	58.9	58.0
자기자본	49.4	34.4	34.6	41.1	42.0



# 대한항공 (003490) 백신이 견인하는 화물호조의 수혜주

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(유지): 24,000원

### Stock Data

현재 주가(11/3)	20,650원
상승여력	▲ 16.2%
시가총액	35,974억원
발행주식수	174,210천주
52주 최고가/최저가	24,335/11,373원
90일 일평균 거래대금	412.58억원
외국인 지분율	12.8%

### 주주 구성

한진칼 (외 19인)	31.1%
국민연금공단 (외 1인)	8.1%
대한항공우리사주 (외 1인)	1.2%

### Stock Price



## 2021년 영업이익 5,868억원(+161.7% YoY) 전망

- 2021년 실적은 매출액 9조 9,672억원(+26.9% YoY), 영업이익 5,868억원(+161.7% YoY) 전망
- 국제선 여객 부진이 지속될 전망임에도 불구하고 화물호조가 전사 실적개선을 견인할 것으로 전망
- 코로나19 백신이 공급되는 과정에서 3%~6%의 화물 수요가 증가하는 반면 수송능력은 타이트한 상황이 지속되며 높은 화물 운임과 물동량 추세가 지속될 것으로 판단
- 2021년 화물 매출액 4조 2,728억원(+7.8% YoY), FTK +8.0%, Yield +0.0%

## 투자 의견 Buy, 목표주가 24,000원 유지

- 투자 의견 Buy, 목표주가 24,000원 유지
- 글로벌 항공업계는 코로나19(COVID-19)발 여객수요 충격이 장기화되면서 구조재편 진행 중
- 당사는 선제적인 유동성 확보와 화물업황 호조의 수혜를 누리며 불황을 버티고 회복구간 공격적인 M/S 확대가 가능할 전망
- 백신 승인 전 매수하는 전략을 추천

재무정보	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	13,020	12,683	7,854	9,967	10,984
영업이익	640	257	224	587	838
EBITDA	2,382	2,340	2,156	2,310	2,446
지배주주순이익	-193	-629	-323	370	565
EPS	-2,035	-6,633	-1,954	2,122	3,243
순차입금	12,819	14,191	11,189	9,307	7,678
PER	-13.6	-3.6	-10.6	9.7	6.4
PBR	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.7	7.2	6.9	5.6	4.6
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-5.9	-22.6	-10.4	9.9	13.5

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 대한항공 연결 실적추이 및 전망

[한화리서치센터]

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>3,139</b>	<b>3,121</b>	<b>3,383</b>	<b>3,041</b>	<b>2,427</b>	<b>1,728</b>	<b>1,762</b>	<b>1,937</b>	<b>12,683</b>	<b>7,854</b>	<b>9,967</b>
항공운송	2,550	2,575	2,755	2,444	1,930	1,430	1,317	1,513	10,325	6,190	8,097
국제여객	1,800	1,813	1,982	1,686	1,216	153	235	287	7,281	1,890	3,359
ASK	23,804	24,419	25,274	24,295	18,407	3,317	3,649	4,378	97,792	29,751	53,018
RPK	19,116	20,149	21,008	20,286	13,487	1,295	3,151	4,057	80,559	21,990	46,921
Yield	94	90	94	83	90	118	75	71	90	88	72
L/F	80.3	82.5	83.1	83.5	73.3	39.0	86.4	92.7	82.4	72.8	88.0
국내여객	106	133	132	115	67	51	104	113	486	335	465
ASK	766	868	870	812	578	474	858	858	3,316	2,768	3,432
RPK	587	722	706	698	410	328	600	705	2,713	2,043	2,658
Yield	180	184	188	165	163	156	173	161	179	163	176
L/F	76.6	83.2	81.1	86.0	70.9	69.2	69.9	82.2	81.7	73.1	77.4
화물	645	630	640	643	648	1,226	979	1,113	2,557	3,965	4,273
AFTK	2,603	2,537	2,575	2,765	2,481	2,585	2,765	2,765	10,480	10,596	11,060
FTK	1,821	1,781	1,845	2,035	1,878	2,089	2,122	2,340	7,482	8,429	9,103
Yield	354	354	347	316	345	587	461	476	343	467	467
L/F	70.0	70.2	71.7	73.6	75.7	80.8	76.7	84.6	71.4	79.5	82.3
<b>영업이익</b>	<b>141</b>	<b>-99</b>	<b>96</b>	<b>119</b>	<b>-83</b>	<b>110</b>	<b>49</b>	<b>148</b>	<b>257</b>	<b>224</b>	<b>587</b>
영업이익률(%)	4.5	-3.2	2.9	3.9	-3.4	6.4	2.8	7.6	2.0	2.9	5.9
<b>순이익</b>	<b>-117</b>	<b>-365</b>	<b>-251</b>	<b>111</b>	<b>-737</b>	<b>117</b>	<b>255</b>	<b>37</b>	<b>-623</b>	<b>-328</b>	<b>377</b>
순이익률(%)	-3.7	-11.7	-7.4	3.6	-30.4	6.8	14.5	1.9	-4.9	-4.2	3.8
<b>YoY(%)</b>											
매출액	1.2	0.5	-3.8	-7.7	-22.7	-44.6	-47.9	-36.3	-2.6	-38.1	26.9
항공운송	0.0	0.6	-4.4	-11.4	-24.3	-44.5	-52.2	-38.1	-4.0	-40.0	30.8
국제여객	2.6	5.7	-1.0	-6.1	-32.5	-91.6	-88.2	-83.0	0.2	-74.0	77.7
ASK	0.6	2.0	1.6	0.7	-22.7	-86.4	-85.6	-82.0	1.2	-69.6	78.2
RPK	1.8	4.2	2.9	5.9	-29.4	-93.6	-85.0	-80.0	3.7	-72.7	113.4
Yield	4.1	3.5	-2.6	-11.3	-4.3	31.0	-21.0	-15.0	-1.7	-2.3	-18.2
국내여객	7.8	1.0	5.9	0.9	-36.7	-61.4	-21.5	-1.8	3.7	-31.0	38.8
ASK	-1.7	-2.3	-0.3	1.4	-24.5	-45.4	-1.4	5.7	-0.7	-16.5	24.0
RPK	4.3	1.3	11.4	17.1	-30.2	-54.6	-15.0	1.0	8.3	-24.7	30.1
Yield	3.4	-0.3	-4.9	-13.8	-9.3	-15.0	-7.7	-2.8	-4.1	-8.9	7.5
화물	-7.6	-11.6	-15.1	-24.2	0.5	94.6	52.9	73.1	-15.1	55.0	7.8
AFTK	-0.7	-4.8	-5.1	-2.1	-4.7	1.9	7.4	0.0	-3.2	1.1	4.4
FTK	-9.4	-12.0	-11.3	-6.7	3.1	17.3	15.0	15.0	-9.8	12.7	8.0
Yield	1.9	0.4	-4.4	-18.7	-2.6	65.9	33.0	50.5	-5.5	36.3	0.0
영업이익	-15.5	적전	-76.0	2097.0	적전	흑전	-49.1	24.0	-59.8	-12.9	161.7
순이익	적지	적지	적전	흑전	적지	흑전	흑전	-66.7	적지	적지	흑전

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 대한항공 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	13,020	12,683	7,854	9,967	10,984
매출총이익	2,017	1,544	963	1,595	1,949
영업이익	640	257	224	587	838
EBITDA	2,382	2,340	2,156	2,310	2,446
순이자손익	-501	-557	-445	-325	-219
외화관련손익	-363	-376	-24	-48	-48
지분법손익	1	0	-1	0	0
세전계속사업손익	-209	-734	-359	503	846
당기순이익	-186	-623	-328	377	577
지배주주순이익	-193	-629	-323	370	565
<b>증가율(%)</b>					
매출액	7.7	-2.6	-38.1	26.9	10.2
영업이익	-31.9	-59.8	-12.9	161.7	42.8
EBITDA	-9.5	-1.8	-7.9	7.1	5.9
순이익	적전	적지	적지	흑전	52.9
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	15.5	12.2	12.3	16.0	17.7
영업이익률	4.9	2.0	2.9	5.9	7.6
EBITDA이익률	18.3	18.5	27.5	23.2	22.3
세전이익률	-1.6	-5.8	-4.6	5.0	7.7
순이익률	-1.4	-4.9	-4.2	3.8	5.2

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	3,872	3,575	4,304	5,358	5,526
현금성자산	1,771	1,754	2,366	2,448	2,676
매출채권	816	793	517	854	722
재고자산	1,030	713	497	743	756
비유동자산	21,707	23,439	21,569	20,334	19,532
투자자산	1,659	1,663	2,066	2,066	2,066
유형자산	19,648	21,310	19,221	17,988	17,187
무형자산	301	295	282	281	280
<b>자산총계</b>	<b>25,580</b>	<b>27,014</b>	<b>25,873</b>	<b>25,692</b>	<b>25,058</b>
유동부채	7,522	8,777	7,222	7,664	7,454
매입채무	292	296	187	259	275
유동성이자부채	4,326	5,269	4,260	3,460	3,060
비유동부채	15,026	15,456	15,007	14,007	13,007
비유동이자부채	10,264	10,676	9,295	8,295	7,295
<b>부채총계</b>	<b>22,548</b>	<b>24,233</b>	<b>22,230</b>	<b>21,671</b>	<b>20,461</b>
자본금	480	480	877	877	877
자본잉여금	946	720	1,450	1,450	1,450
이익잉여금	82	-346	-690	-313	263
자본조정	699	723	724	724	724
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>3,032</b>	<b>2,781</b>	<b>3,643</b>	<b>4,020</b>	<b>4,597</b>





# 대한항공 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업현금흐름</b>	2,793	2,334	2,259	2,370	2,435
당기순이익	-186	-623	-328	377	577
자산상각비	1,742	2,083	1,932	1,723	1,608
운전자본증감	141	-367	-85	270	250
매출채권 감소(증가)	-112	-17	402	-337	132
재고자산 감소(증가)	-191	-237	169	-245	-14
매입채무 증가(감소)	60	-19	-106	72	16
<b>투자현금흐름</b>	-658	-1,595	-284	-488	-806
유형자산처분(취득)	-1,198	-1,178	-549	-487	-805
무형자산 감소(증가)	1	-1	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	346	-516	190	0	0
<b>재무현금흐름</b>	-1,408	-1,447	-1,209	-1,800	-1,400
차입금의 증가(감소)	-1,363	-1,621	-3,391	-1,800	-1,400
자본의 증가(감소)	-68	-77	1,127	0	0
배당금의 지급	-68	-77	0	0	0
<b>총현금흐름</b>	2,642	2,653	2,316	2,100	2,184
(-)운전자본증가(감소)	-848	-592	662	-270	-250
(-)설비투자	1,276	1,183	555	487	805
(+)자산매각	79	4	5	-1	-1
Free Cash Flow	2,292	2,066	1,104	1,882	1,629
(-)기타투자	513	860	-653	0	0
잉여현금	1,780	1,206	1,756	1,882	1,629
<b>NOPLAT</b>	464	187	163	440	571
(+) Dep	1,742	2,083	1,932	1,723	1,608
(-)운전자본투자	-848	-592	662	-270	-250
(-)Capex	1,276	1,183	555	487	805
OpFCF	1,778	1,679	878	1,946	1,624

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS	-2,035	-6,633	-1,954	2,122	3,243
BPS	30,313	27,682	20,139	22,290	25,579
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	27,533	27,649	13,898	11,978	12,460
ROA(%)	-0.8	-2.4	-1.2	1.4	2.2
ROE(%)	-5.9	-22.6	-10.4	9.9	13.5
ROIC(%)	3.0	1.2	1.0	3.2	4.5
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	-13.6	-3.6	-10.6	9.7	6.4
PBR	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
PSR	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3
PCR	1.0	0.9	1.5	1.7	1.7
EV/EBITDA	6.7	7.2	6.9	5.6	4.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	743.7	871.5	610.2	539.1	445.1
Net debt/Equity	422.8	510.3	307.1	231.5	167.0
Net debt/EBITDA	538.2	606.4	518.9	402.9	313.9
유동비율	51.5	40.7	59.6	69.9	74.1
이자보상배율(배)	1.2	0.4	0.5	1.5	3.1
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	82.0	83.0	76.9	74.5	71.9
현금+투자자산	18.0	17.0	23.1	25.5	28.1
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	82.8	85.1	78.8	74.5	69.3
자기자본	17.2	14.9	21.2	25.5	30.7



# 제주항공 (089590) 긴 호흡으로 접근할 필요

[한화리서치센터]

## Hold (유지)

목표주가(유지): 13,000원

### Stock Data

현재 주가(11/3)	13,050원
상승여력	▼-0.4%
시가총액	5,024억원
발행주식수	38,500천주
52주 최고가/최저가	25,258/10,942원
90일 일평균 거래대금	28.3억원
외국인 지분율	1.9%

### 주주 구성

AK홀딩스 (외 4인)	55.2%
제주특별자치도 (외 1인)	5.3%
자사주 (외 1인)	0.2%

### Stock Price



### 여객수요 회복까지 시간이 필요할 전망

- 코로나19(COVID-19)로 인한 여객수요 충격이 단기에 회복되긴 쉽지 않은만큼 동사의 내년 실적도 낙관하긴 어려운 상황
- 동사는 전사적인 비용축소노력을 지속. 2분기말 보유현금과 유상증자 자금으로 내년 상반기까지 버틸 수 있을 것으로 판단
- 추가적인 자금필요분은 기간산업안정기금 등을 통해 지원받을 수 있을 것으로 예상

### 긴 호흡에서 접근할 필요

- 동사에 대해 투자 의견 Hold, 목표주가 13,000원 유지
- 국제선 여객수요 회복에 시간이 필요할 것으로 예상되는 만큼 단기 실적 회복을 기대하긴 어렵다고 판단
- 다만, 저비용항공사(LCC) 1위 사업자인 동사는 국내 항공업계 재편 과정에서 빠르게 시장지배력을 확대할 것으로 기대
- 단기적인 모멘텀은 부재한 상황으로, 중장기적인 관점에서 접근할 필요

재무정보	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,259	1,384	424	836	1,202
영업이익	101	-33	-299	57	71
EBITDA	137	133	-137	176	129
지배주주순이익	71	-33	-356	21	44
EPS	2,689	-1,257	-10,428	420	866
순차입금	-209	336	484	210	88
PER	11.4	-19.4	-1.3	31.1	15.1
PBR	2.1	2.0	5.2	4.4	3.4
EV/EBITDA	4.9	7.8	-7.2	4.0	4.6
배당수익률(%)	2.1	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	19.9	-9.4	-157.3	15.4	25.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 제주항공 연결 실적추이 및 전망

[한화리서치센터]

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>393</b>	<b>313</b>	<b>369</b>	<b>309</b>	<b>229</b>	<b>36</b>	<b>68</b>	<b>90</b>	<b>1,384</b>	<b>424</b>	<b>836</b>
항공운송	364	282	333	278	194	29	53	79	1,257	355	734
국제여객	315	221	270	219	163	3	2	21	1,026	190	506
ASK	5,442	5,437	6,156	5,705	4,001	55	101	693	22,740	4,851	11,781
RPK	4,799	4,369	5,234	4,804	2,754	20	52	480	19,206	3,307	9,413
Yield	66	51	52	46	59	163	47	44	53	57	54
L/F	88	80	85	84	69	36.3	52	69	84	68	80
국내여객	49	61	63	58	30	26	51	58	231	165	228
ASK	571	628	656	646	455	539	646	646	2,500	2,286	2,584
RPK	542	585	608	613	385	425	608	613	2,348	2,031	2,394
Yield	90	104	103	95	79	60	84	95	98	81	95
L/F	95	93	93	95	85	79	94	95	94	89	93
기타	18	21	25	21	29	6	12	7	84	53	75
<b>영업이익</b>	<b>57</b>	<b>-27</b>	<b>-17</b>	<b>-45</b>	<b>-66</b>	<b>-85</b>	<b>-77</b>	<b>-71</b>	<b>-33</b>	<b>-299</b>	<b>57</b>
영업이익률(%)	14.5	-8.8	-4.7	-14.6	-28.7	-237.0	-112.2	-78.6	-2.4	-70.5	6.8
<b>순이익</b>	<b>42</b>	<b>-29</b>	<b>-30</b>	<b>-16</b>	<b>-101</b>	<b>-101</b>	<b>-76</b>	<b>-78.0</b>	<b>-33</b>	<b>-356</b>	<b>21</b>
순이익률(%)	10.7	-9.4	-8.2	-5.0	-44.2	-279.1	-110.8	-86.7	-2.4	-84.0	2.5
<b>YoY(%)</b>											
매출액	27.3	10.5	5.3	-2.5	-41.7	-88.5	-81.4	-70.9	9.9	-69.4	97.2
항공운송	25.0	6.2	3.0	-3.6	-46.8	-89.8	-83.9	-71.5	7.6	-71.7	106.8
국제여객	29.2	9.6	2.6	-6.3	-48.1	-98.5	-99.1	-90.4	8.8	-81.5	166.3
ASK	34.0	30.8	30.2	18.4	-26.5	-99.0	-98.4	-87.9	28.0	-78.7	142.9
RPK	30.9	20.0	27.6	18.2	-42.6	-99.5	-99.0	-90.0	24.1	-82.8	184.6
Yield	-1.3	-8.7	-19.6	-20.7	-9.7	221.5	-8.9	-4.4	-12.4	7.6	-6.5
L/F	3.3	-4.5	4.7	7.9	-38.0	-58.0	-18.6	-0.0	2.6	-28.4	38.2
국내여객	3.3	-4.5	4.7	7.9	-38.0	-58.0	-18.6	-0.0	2.6	-28.4	38.2
ASK	2.3	4.1	9.1	6.4	-20.3	-14.2	-1.5	0.0	5.5	-8.6	13.1
RPK	3.8	1.6	8.4	7.9	-29.0	-27.3	0.0	0.0	5.4	-13.5	17.9
Yield	-0.5	-6.0	-3.4	0.1	-12.6	-42.3	-18.6	-0.0	-2.7	-17.3	17.3
기타	108.7	139.3	39.4	6.7	56.6	-70.7	-52.8	-65.7	54.8	-36.7	40.8
영업이익	22.7	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적전	적지	흑전
순이익	14.0	적전	적전	적지	적전	적지	적지	적지	적전	적지	흑전

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 제주항공 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,259	1,384	424	836	1,202
매출총이익	244	137	-219	159	218
영업이익	101	-33	-299	57	71
EBITDA	137	133	-137	176	129
순이자손익	3	-23	-17	-9	-8
외화관련손익	-1	-18	-24	-8	-8
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	93	-47	-371	58	69
당기순이익	71	-33	-356	21	44
지배주주순이익	71	-33	-356	21	44
<b>증가율(%)</b>					
매출액	26.4	9.9	-69.4	97.2	43.9
영업이익	-0.1	적전	적지	흑전	25.2
EBITDA	8.6	-2.9	적전	흑전	-26.7
순이익	-8.9	적전	적지	흑전	106.2
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	19.4	9.9	-51.7	19.0	18.1
영업이익률	8.0	-2.4	-70.5	6.8	5.9
EBITDA이익률	10.9	9.6	-32.2	21.1	10.7
세전이익률	7.4	-3.4	-87.5	7.0	5.8
순이익률	5.6	-2.4	-84.0	2.5	3.6

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	478	456	479	1,395	1,786
현금성자산	336	234	164	438	561
매출채권	59	57	16	50	64
재고자산	12	17	4	12	16
비유동자산	553	1,012	872	799	808
투자자산	198	698	633	633	633
유형자산	331	285	219	152	160
무형자산	24	29	20	14	15
<b>자산총계</b>	<b>1,032</b>	<b>1,468</b>	<b>1,350</b>	<b>2,194</b>	<b>2,594</b>
유동부채	403	557	680	1,502	1,859
매입채무	86	112	29	81	115
유동성이자부채	25	140	274	274	274
비유동부채	246	586	542	542	542
비유동이자부채	101	430	375	375	375
<b>부채총계</b>	<b>649</b>	<b>1,142</b>	<b>1,223</b>	<b>2,045</b>	<b>2,402</b>
자본금	132	132	192	192	192
자본잉여금	90	90	188	188	188
이익잉여금	163	106	-250	-229	-185
자본조정	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
<b>자본총계</b>	<b>382</b>	<b>325</b>	<b>128</b>	<b>149</b>	<b>193</b>





# 제주항공 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업현금흐름</b>	121	84	-254	321	190
당기순이익	71	-33	-356	21	44
자산상각비	36	166	162	120	58
운전자본증감	9	-15	-116	180	88
매출채권 감소(증가)	-12	1	40	-34	-14
재고자산 감소(증가)	-2	-5	13	-8	-4
매입채무 증가(감소)	24	14	-101	52	35
<b>투자현금흐름</b>	-6	-132	163	-47	-68
유형자산처분(취득)	-153	-41	-19	-43	-62
무형자산 감소(증가)	-7	-6	-2	-4	-6
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
<b>재무현금흐름</b>	5	-146	211	0	0
차입금의 증가(감소)	20	-129	53	0	0
자본의 증가(감소)	-16	-17	158	0	0
배당금의 지급	-16	-17	0	0	0
<b>총현금흐름</b>	144	149	-134	141	102
(-)운전자본증가(감소)	-25	40	103	-180	-88
(-)설비투자	153	41	19	43	62
(+)자산매각	-7	-6	-2	-4	-6
Free Cash Flow	9	62	-258	274	122
(-)기타투자	-138	60	-172	0	0
잉여현금	146	2	-87	274	122
<b>NOPLAT</b>	77	-24	-217	21	45
(+) Dep	36	166	162	120	58
(-)운전자본투자	-25	40	103	-180	-88
(-)Capex	153	41	19	43	62
OpFCF	-15	61	-177	277	129

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS	2,689	-1,257	-10,428	420	866
BPS	14,509	12,335	2,518	2,938	3,805
DPS	650	0	0	0	0
CFPS	5,445	5,663	-3,917	2,786	2,020
ROA(%)	7.7	-2.7	-25.3	1.2	1.8
ROE(%)	19.9	-9.4	-157.3	15.4	25.7
ROIC(%)	73.9	-5.7	-34.2	4.3	14.1
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	11.4	-19.4	-1.3	31.1	15.1
PBR	2.1	2.0	5.2	4.4	3.4
PSR	0.6	0.5	1.1	0.8	0.5
PCR	5.6	4.3	-3.3	4.7	6.5
EV/EBITDA	4.9	7.8	-7.2	4.0	4.6
배당수익률	2.1	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	169.8	351.4	958.9	1,374.2	1,246.4
Net debt/Equity	-54.6	103.3	379.7	141.2	45.4
Net debt/EBITDA	-152.0	251.5	-354.4	119.1	67.8
유동비율	118.6	81.9	70.3	92.8	96.1
이자보상배율(배)	67.8	n/a	n/a	5.4	6.8
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	24.3	41.4	43.3	25.0	18.9
현금+투자자산	75.7	58.6	56.7	75.0	81.1
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	24.9	63.7	83.6	81.3	77.1
자기자본	75.1	36.3	16.4	18.7	22.9



# 팬오션 (028670) 2021년 구조적인 수급 개선의 수혜 전망

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(유지): 5,500원

### Stock Data

현재 주가(11/3)	3,620원
상승여력	▲ 51.9%
시가총액	19,351억원
발행주식수	534,570천주
52주 최고가/최저가	4,645/2,085원
90일 일평균 거래대금	79.4억원
외국인 지분율	11.7%

### 주주 구성

하림지주 (외 26인)	54.9%
국민연금공단 (외 1인)	7.1%
팬오션우리사주 (외 1인)	0.0%

### Stock Price



## 2021년 영업이익 2,591억원(+12.2% YoY) 전망

- 동사의 2021년 실적은 매출액 2조 8,055억원(+10.2% YoY), 영업이익 2,591억원(+12.2% YoY) 전망
- 2021년 3년만에 수급밸런스가 수요 우위로 돌아서며 시황 개선이 기대되는 점이 실적성장을 전망하는 주 요인
- 내년 연 평균 BDI는 1,400pt를 상회할 것으로 전망
- 동사가 용선선대 확대 전략 기조를 유지하고 있는 점도 시황상승 구간 긍정적으로 작용할 것으로 기대
- 현재 선복량 대비 수주잔고 비율은 6.51%로 2000년 이후 최저 수준으로 단기에 선복공급이 늘어날 가능성은 제한적

## 투자의견 Buy, 목표주가 5,500원 유지

- 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 5,500원 유지
- 동사 주가는 현재 12M Fwd P/B 0.6배에서 거래 중
- 1) 2021년 시황 개선 구간, 2) 적극적인 용선선대 확대를 통해 수혜를 누릴 수 있는 점을 고려하면 upside는 충분
- LNG 관련 사업으로 포트폴리오 확대 노력을 기울이고 있는 점도 긍정적

재무정보	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,668	2,468	2,546	2,806	3,039
영업이익	204	210	231	259	283
EBITDA	372	413	332	464	489
지배주주순이익	152	152	147	185	198
EPS	285	284	274	346	370
순차입금	894	970	1,118	1,027	883
PER	15.6	16.0	13.2	10.5	9.8
PBR	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.8	8.2	9.2	6.4	5.8
배당수익률(%)	n/a	n/a	1.1	1.1	1.1
ROE	6.1	5.5	4.9	5.7	5.8

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 팬오션 연결 실적추이 및 전망

[한화리서치센터]

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	535	632	682	619	559	683	634	670	2,468	2,546	2,806
벌크	415	429	507	484	432	414	399	515	1,836	1,761	2,155
컨테이너	59	61	44	56	56	68	57	57	219	238	232
탱커	30	31	36	37	39	41	33	33	135	146	201
기타	7	8	4	5	4	3	3	3	24	14	14
곡물	34	121	96	45	32	169	124	71	296	396	246
<b>영업이익</b>	45	50	63	51	38	64	63	66	210	231	259
영업이익률(%)	8.4	8.0	9.3	8.3	6.8	9.4	9.9	9.8	8.5	9.1	9.2
<b>순이익</b>	28	37	55	28	20	42	42	40	148	145	185
순이익률(%)	5.3	5.8	8.0	4.5	3.6	6.2	6.6	6.0	6.0	5.7	6.6
YoY(%)											
<b>매출액</b>	-5.4	-6.9	-11.6	-5.2	4.5	8.1	-7.0	8.3	-7.5	3.2	10.2
벌크	-4.6	-16.2	-8.9	-7.9	4.1	-3.6	-21.2	6.6	-9.5	-4.1	22.4
컨테이너	23.2	8.2	-28.0	-15.4	-5.5	11.8	31.5	2.2	-4.9	8.6	-2.3
탱커	-4.2	2.8	22.7	12.1	28.2	30.2	-9.0	-10.2	8.2	8.2	37.8
기타	-7.7	2.8	-45.5	-23.5	-42.2	-56.6	-20.5	-32.2	-18.7	-40.9	0.1
곡물	-37.2	34.9	-27.7	13.3	-3.9	40.4	29.0	56.7	-6.4	34.1	-38.0
<b>영업이익</b>	2.2	0.9	10.3	-2.4	-15.9	27.3	-0.8	28.9	3.0	10.0	12.2
<b>순이익</b>	-22.8	-1.1	27.7	-12.8	-29.1	14.5	-23.1	45.1	-0.6	-2.0	27.6

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 팬오션 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,668	2,468	2,546	2,806	3,039
매출총이익	278	288	311	347	378
영업이익	204	210	231	259	283
EBITDA	372	413	332	464	489
순이자손익	-51	-50	-5	-9	-5
외화관련손익	-1	-1	-1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	149	148	146	185	198
당기순이익	149	148	145	185	198
지배주주순이익	152	152	147	185	198
<b>증가율(%)</b>					
매출액	14.2	-7.5	3.2	10.2	8.3
영업이익	4.6	3.0	10.0	12.2	9.1
EBITDA	2.6	10.9	-19.5	39.5	5.4
순이익	5.2	-0.6	-2.0	27.6	7.0
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	10.4	11.7	12.2	12.4	12.5
영업이익률	7.6	8.5	9.1	9.2	9.3
EBITDA이익률	14.0	16.7	13.1	16.5	16.1
세전이익률	5.6	6.0	5.7	6.6	6.5
순이익률	5.6	6.0	5.7	6.6	6.5

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	692	680	674	742	811
현금성자산	237	291	288	280	323
매출채권	145	135	138	169	177
재고자산	61	65	63	77	83
비유동자산	3,427	3,775	4,123	4,152	4,177
투자자산	63	30	24	24	24
유형자산	3,363	3,737	4,091	4,119	4,145
무형자산	9	8	8	8	9
<b>자산총계</b>	<b>4,119</b>	<b>4,454</b>	<b>4,797</b>	<b>4,894</b>	<b>4,989</b>
유동부채	671	709	598	581	550
매입채무	137	136	111	125	136
유동성이자부채	384	444	375	325	275
비유동부채	789	846	1,059	1,009	959
비유동이자부채	746	817	1,031	981	931
<b>부채총계</b>	<b>1,459</b>	<b>1,555</b>	<b>1,657</b>	<b>1,590</b>	<b>1,509</b>
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	85	236	383	546	722
자본조정	82	174	280	280	280
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>2,660</b>	<b>2,900</b>	<b>3,140</b>	<b>3,304</b>	<b>3,480</b>





# 팬오션 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업현금흐름</b>	268	405	356	346	396
당기순이익	149	148	145	185	198
자산상각비	168	203	102	205	206
운전자본증감	-53	51	-39	-44	-8
매출채권 감소(증가)	-22	9	32	-31	-8
재고자산 감소(증가)	-8	-2	-11	-14	-6
매입채무 증가(감소)	-4	-15	-86	14	11
<b>투자현금흐름</b>	-127	-213	-298	-233	-231
유형자산처분(취득)	-151	-217	-269	-231	-230
무형자산 감소(증가)	0	1	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
<b>재무현금흐름</b>	-149	-152	-72	-121	-121
차입금의 증가(감소)	-149	-152	-72	-100	-100
자본의 증가(감소)	0	0	0	-21	-21
배당금의 지급	0	0	0	-21	-21
<b>총현금흐름</b>	381	420	421	389	404
(-)운전자본증가(감소)	39	-45	38	44	8
(-)설비투자	165	217	282	231	230
(+)자산매각	14	1	11	-2	-2
Free Cash Flow	191	249	112	112	165
(-)기타투자	-10	-8	28	0	0
잉여현금	201	258	84	113	165
<b>NOPLAT</b>	203	209	229	258	282
(+) Dep	168	203	102	205	206
(-)운전자본투자	39	-45	38	44	8
(-)Capex	165	217	282	231	230
OpFCF	168	240	10	188	250

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS	285	284	274	346	370
BPS	4,946	5,400	5,873	6,179	6,509
DPS	0	0	40	40	40
CFPS	713	785	788	728	755
ROA(%)	3.8	3.5	3.2	3.8	4.0
ROE(%)	6.1	5.5	4.9	5.7	5.8
ROIC(%)	5.9	5.7	5.6	6.0	6.5
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	15.6	16.0	13.2	10.5	9.8
PBR	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
PSR	0.9	1.0	0.8	0.7	0.6
PCR	6.2	5.8	4.6	5.0	4.8
EV/EBITDA	8.8	8.2	9.2	6.4	5.8
배당수익률	n/a	n/a	1.1	1.1	1.1
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	54.8	53.6	52.8	48.1	43.4
Net debt/Equity	33.6	33.5	35.6	31.1	25.4
Net debt/EBITDA	240.0	235.0	336.2	221.4	180.8
유동비율	103.2	95.8	112.7	127.6	147.5
이자보상배율(배)	3.7	3.8	27.6	15.9	21.5
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	92.2	92.3	93.2	93.4	92.6
현금+투자자산	7.8	7.7	6.8	6.6	7.4
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	29.8	30.3	30.9	28.3	25.7
자기자본	70.2	69.7	69.1	71.7	74.3



# 대한해운 (005880) 안정적인 성장 지속 전망

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(하향): 2,200원

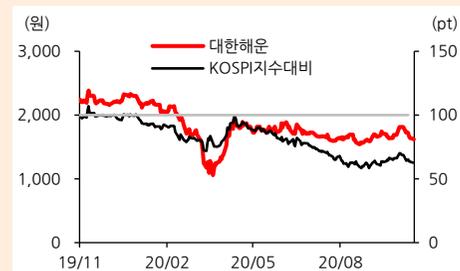
### Stock Data

현재 주가(11/3)	1,630원
상승여력	▲ 35.0%
시가총액	3,982억원
발행주식수	244,271천주
52주 최고가/최저가	17,100/1,590원
90일 일평균 거래대금	20.79억원
외국인 지분율	5.4%

### 주주 구성

에스엠하이플러스 (외 8인)	55.4%
국민연금공단 (외 1인)	6.6%
자사주 (외 1인)	3.4%

### Stock Price



## 2021년 영업이익 1,569억원(+10.1% YoY) 전망

- 동사의 2021년 실적은 매출액 1조 4,547억원(+12.9% YoY), 영업이익 1,569억원(+10.1% YoY) 전망
- 장기운송계약(CVC) 도입 사이클은 마무리되었으나, BDI 상승에 따른 부정기선 부문의 실적 개선 기대
- 2022년부터는 Shell 사와 계약한 LNG 운반선과 LNG 벙커링선이 투입되며 성장세를 이어갈 전망
- Shell과의 LNG 운반 계약은 글로벌 오일메이저와 계약한 첫 사례인 만큼 이를 레퍼런스로 추가 수주 가능성도 기대
- 동사는 올해 LNG운반선 사업부를 별도 자회사로 분할. 독립성과 수주경쟁력을 강화해 나갈 계획

## 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 2,200원으로 하향

- 동사는 지난 2020년 8월 12일 1/10 주식분할을 결정. 주당 액면가는 5,000원에서 500원으로, 발행주식수는 2,443만주에서 2억 4,427만주로 확대. 이에 따라 동사 목표주가가 기존 31,000원에서 3,100원으로 산술적으로 수정
- 장기운송계약(CVC) 인도 사이클 마무리에 따른 성장둔화를 반영해 멀티플 조정. 목표주가 2,200원으로 하향
- 현재 주가와 괴리를 고려해 투자 의견은 Buy 유지

재무정보	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,285	1,006	897	1,012	1,138
영업이익	135	129	143	157	172
EBITDA	195	252	288	316	345
지배주주순이익	76	91	41	113	122
EPS	3,131	3,705	168	463	500
순차입금	1,647	1,970	2,071	2,144	2,105
PER	0.7	0.6	9.7	3.5	3.3
PBR	0.1	0.1	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	11.2	10.0	8.6	8.0	7.3
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	10.9	11.5	4.8	11.8	11.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 대한해운 연결 실적추이 및 전망

[한화리서치센터]

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	247	246	262	250	231	211	223	232	1,006	897	1,012
별크선	116	110	132	127	111	89	100	101	485	402	439
LNG선	56	51	46	39	36	40	39	42	192	157	184
탱커선	7	7	15	26	27	27	27	28	54	108	124
컨테이너선	10	12	13	17	6	6	6	6	51	23	23
무역업	23	25	24	14	16	11	19	18	87	64	66
기타	36	42	39	42	36	41	39	40	158	156	158
<b>영업이익</b>	37	33	40	19	34	35	36	37	129	143	157
영업이익률(%)	15.1	13.3	15.2	7.5	14.6	16.8	16.2	16.0	12.8	15.9	15.5
<b>순이익</b>	25	17	40	19	43	-35	16	28	101	52	127
순이익률(%)	10.3	6.9	15.3	7.5	18.5	-16.7	7.2	12.1	10.0	5.8	12.5
YoY(%)											
<b>매출액</b>	-19.5	-29.4	-23.9	-25.2	-6.5	-14.5	-15.0	-7.2	-24.7	-10.8	12.9
별크선	-31.4	-40.5	-26.9	-31.8	-4.1	-19.2	-24.4	-20.1	-32.7	-17.2	9.2
LNG선	27.4	-6.9	-19.4	-48.5	-35.8	-23.1	-13.8	8.0	-17.0	-18.3	17.5
탱커선	-21.2	-24.2	61.8	158.3	298.5	285.5	76.4	10.4	47.4	99.3	14.9
컨테이너선	-32.2	-31.9	-26.6	-292.6	-37.0	-53.3	-54.8	-66.6	27.3	-55.0	-0.8
무역업	-12.2	-22.3	-27.1	-35.0	-29.9	-57.9	-19.8	26.8	-23.8	-25.9	1.7
기타	-19.6	-15.1	-19.6	-16.4	0.4	-2.8	1.3	-4.3	-17.6	-1.5	1.1
<b>영업이익</b>	19.7	-14.3	10.5	-50.8	-9.6	8.3	-9.3	97.2	-10.4	10.7	10.3
<b>순이익</b>	268.8	-48.4	96.6	2.6	68.6	적전	-60.1	50.0	29.1	-49.0	146.3

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 대한해운 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,285	1,006	897	1,012	1,138
매출총이익	189	180	187	198	217
영업이익	135	129	143	157	172
EBITDA	195	252	288	316	345
순이자손익	-77	-82	-82	-67	-74
외화관련손익	28	16	12	2	2
지분법손익	9	11	2	0	0
세전계속사업손익	75	89	60	137	148
당기순이익	78	101	52	127	137
지배주주순이익	76	91	41	113	122
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-15.8	-21.7	-10.8	12.9	12.4
영업이익	42.3	-4.6	10.7	10.3	9.1
EBITDA	19.1	29.6	14.0	9.9	9.0
순이익	-24.1	29.1	-49.0	146.3	8.1
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	14.7	17.9	20.8	19.5	19.1
영업이익률	10.5	12.8	15.9	15.5	15.1
EBITDA이익률	15.1	25.1	32.1	31.2	30.3
세전이익률	5.9	8.9	6.6	13.5	13.0
순이익률	6.1	10.0	5.8	12.5	12.1

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	498	420	439	469	489
현금성자산	223	230	267	264	283
매출채권	149	86	70	82	75
재고자산	66	59	54	65	69
비유동자산	2,435	2,921	3,263	3,474	3,591
투자자산	184	332	1,004	1,004	1,004
유형자산	1,722	2,014	2,249	2,459	2,577
무형자산	13	11	10	10	10
<b>자산총계</b>	<b>2,933</b>	<b>3,341</b>	<b>3,702</b>	<b>3,943</b>	<b>4,080</b>
유동부채	781	775	645	688	688
매입채무	171	125	128	162	178
유동성이자부채	553	600	472	472	452
비유동부채	1,372	1,670	2,089	2,159	2,159
비유동이자부채	1,317	1,601	1,866	1,936	1,936
<b>부채총계</b>	<b>2,153</b>	<b>2,446</b>	<b>2,734</b>	<b>2,847</b>	<b>2,847</b>
자본금	122	122	122	122	122
자본잉여금	38	43	43	43	43
이익잉여금	330	394	440	567	704
자본조정	259	270	290	290	290
자기주식	-5	-10	-15	-15	-15
<b>자본총계</b>	<b>779</b>	<b>895</b>	<b>968</b>	<b>1,095</b>	<b>1,233</b>





# 대한해운 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업현금흐름</b>	258	351	918	296	330
당기순이익	78	101	52	127	137
자산상각비	60	124	145	159	173
운전자본증감	121	78	14	10	19
매출채권 감소(증가)	12	54	34	-12	8
재고자산 감소(증가)	-16	6	6	-11	-4
매입채무 증가(감소)	9	-25	28	34	16
<b>투자현금흐름</b>	-307	-473	-991	-369	-290
유형자산처분(취득)	-260	-374	-352	-369	-290
무형자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	56	4	-56	0	0
<b>재무현금흐름</b>	79	136	83	70	-20
차입금의 증가(감소)	131	-129	-222	70	-20
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
<b>총현금흐름</b>	143	266	905	286	310
(-)운전자본증가(감소)	-45	-34	-15	-10	-19
(-)설비투자	276	525	405	369	290
(+)자산매각	16	152	53	0	0
Free Cash Flow	-72	-74	567	-73	39
(-)기타투자	27	59	584	0	0
잉여현금	-99	-133	-17	-73	39
<b>NOPLAT</b>	98	93	123	146	159
(+) Dep	60	124	145	159	173
(-)운전자본투자	-45	-34	-15	-10	-19
(-)Capex	276	525	405	369	290
OpFCF	-73	-274	-122	-54	61

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS	3,131	3,705	168	463	500
BPS	30,687	33,944	3,664	4,183	4,745
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	5,851	10,874	3,704	1,170	1,270
ROA(%)	2.8	2.9	1.2	3.0	3.0
ROE(%)	10.9	11.5	4.8	11.8	11.2
ROIC(%)	5.6	4.5	4.7	4.7	4.9
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	0.7	0.6	9.7	3.5	3.3
PBR	0.1	0.1	0.4	0.4	0.3
PSR	0.0	0.1	0.4	0.4	0.4
PCR	0.4	0.2	0.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	11.2	10.0	8.6	8.0	7.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	276.3	273.2	282.4	260.0	231.0
Net debt/Equity	211.3	220.1	213.9	195.8	170.8
Net debt/EBITDA	846.4	780.9	720.0	678.3	610.7
유동비율	63.8	54.1	68.1	68.1	71.0
이자보상배율(배)	1.7	1.4	1.6	2.1	2.1
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	82.2	79.9	70.5	71.8	72.1
현금+투자자산	17.8	20.1	29.5	28.2	27.9
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	70.6	71.1	70.7	68.7	66.0
자기자본	29.4	28.9	29.3	31.3	34.0





## Not Rated

### Stock Data

현재 주가(11/3)	9,300원
상승여력	-
시가총액	30,386억원
발행주식수	326,726천주
52주 최고가/최저가	9,490/2,190원
90일 일평균 거래대금	419.61억원
외국인 지분율	7.4%
주주 구성	
한국산업은행 (외 2인)	16.9%
신용보증기금 (외 1인)	7.5%
현대상선우리사주 (외 1인)	0.3%

### Stock Price



### 5년만에 흑자전환, 뚜렷한 실적개선세 이어질 전망

- 지난 2분기 영업이익 1,400억원을 기록하며 5년만에 흑자전환에 성공
- 1) 컨테이너 시황 개선, 2) 24K 초대형 컨테이너선 인도에 따른 외형성장 & 단위비용 절감, 3) 유가급락 등 탐라인 성장과 비용절감 효과를 모두 누린 점이 주 요인
- HMM 실적은 3분기, 4분기 지속적인 개선세를 시현할 전망
- 컨테이너 운임상승세가 지속되고 있고, 24K 초대형 컨테이너선이 2분기 6척, 3분기 6척 인도되며 단위비용 절감효과도 점차 확대될 것으로 예상되기 때문

### 2021년 컨테이너 시황 긍정적으로 전망

- 2020년 하반기부터 유럽/미주 중심으로 재고축적 수요가 집중되며 시황 강세 시현
- 2021년 수급 Balance 3년만에 수요 우위로 전환, 발주잔고도 역사상 최저 수준인만큼 내년까지 시황강세 지속될 전망
- 2021년 연평균 SCFI운임 1,100pt 상회할 전망

재무정보	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	5,645	4,585	5,028	5,222	5,513
영업이익	-279	-833	-407	-559	-300
EBITDA	-46	-647	-287	-447	205
지배주주순이익	-670	-460	-1,191	-791	-590
EPS	-21,050	-4,469	-5,313	-2,536	-1,872
순차입금	4,493	2,143	1,443	1,481	4,604
PER	-1.3	-1.3	-0.9	-1.5	-1.9
PBR	6.8	1.3	1.8	1.1	1.0
EV/EBITDA	-117.4	-5.2	-10.5	-5.9	27.9
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-171.6	-81.1	-129.3	-81.8	-55.5

자료: 한화투자증권 리서치센터



# HMM 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	5,645	4,585	5,028	5,222	5,513
매출총이익	50	-517	-102	-277	-4
영업이익	-279	-833	-407	-559	-300
EBITDA	-46	-647	-287	-447	205
순이자손익	-250	-181	-154	-156	-387
외화관련손익	137	11	-55	53	16
지분법손익	20	540	-104	9	1
세전계속사업손익	-705	-415	-1,187	-779	-587
당기순이익	-680	-458	-1,191	-791	-590
지배주주순이익	-670	-460	-1,191	-791	-590
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-13.4	-18.8	9.7	3.9	5.6
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	적전	적지	적지	적지	흑전
순이익	적전	적지	적지	적지	적지
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	0.9	-11.3	-2.0	-5.3	-0.1
영업이익률	-4.9	-18.2	-8.1	-10.7	-5.4
EBITDA이익률	-0.8	-14.1	-5.7	-8.6	3.7
세전이익률	-12.5	-9.1	-23.6	-14.9	-10.6
순이익률	-12.1	-10.0	-23.7	-15.1	-10.7

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
<b>유동자산</b>	1,151	1,290	1,387	1,748	1,427
현금성자산	411	550	695	880	670
매출채권	529	407	371	535	544
재고자산	95	118	113	132	135
<b>비유동자산</b>	4,791	3,108	2,216	2,374	5,733
투자자산	1,276	791	527	592	3,588
유형자산	3,426	2,276	1,597	1,734	2,024
무형자산	54	30	80	77	92
<b>자산총계</b>	5,943	4,398	3,602	4,121	7,160
<b>유동부채</b>	3,212	810	680	1,106	1,684
매입채무	587	507	451	597	689
유동성이자부채	2,506	167	157	440	946
<b>비유동부채</b>	2,502	2,636	2,025	1,976	4,386
비유동이자부채	2,398	2,526	1,981	1,921	4,328
<b>부채총계</b>	5,714	3,447	2,705	3,082	6,070
자본금	1,182	899	1,568	1,578	1,592
자본잉여금	1,257	1,621	1,612	1,612	1,609
이익잉여금	-2,123	-1,513	-2,718	-3,589	-4,477
자본조정	-151	-79	-187	-182	-195
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	229	951	897	1,040	1,090



# HMM 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
<b>영업현금흐름</b>	-157	-639	-275	-417	399
당기순이익	-680	-458	-1,191	-791	-590
자산상각비	233	186	119	112	505
운전자본증감	10	36	76	95	224
매출채권 감소(증가)	24	36	-16	-109	-64
재고자산 감소(증가)	100	-25	-9	-13	29
매입채무 증가(감소)	-20	-51	-24	25	113
<b>투자현금흐름</b>	177	1,474	-228	-673	-877
유형자산처분(취득)	11	-110	-184	-279	-1,076
무형자산 감소(증가)	3	2	1	2	-16
투자자산 감소(증가)	5	2	1	-1	14
<b>재무현금흐름</b>	-264	-503	662	987	573
차입금의 증가(감소)	-515	-567	-582	-3	-313
자본의 증가(감소)	232	65	645	-10	-54
배당금의 지급	-1	-1	-15	-20	-54
<b>총현금흐름</b>	-9	-621	-320	-477	196
(-)운전자본증가(감소)	-91	63	72	34	-183
(-)설비투자	141	155	303	320	1,083
(+)자산매각	155	48	119	43	-9
Free Cash Flow	96	-791	-575	-788	-713
(-)기타투자	-78	-1,678	-102	266	-243
잉여현금	174	887	-472	-1,054	-470
<b>NOPLAT</b>	-203	-604	-295	-405	-217
(+) Dep	233	186	119	112	505
(-)운전자본투자	-91	63	72	34	-183
(-)Capex	141	155	303	320	1,083
OpFCF	-19	-636	-550	-647	-612

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
<b>주당지표</b>					
EPS	-21,050	-4,469	-5,313	-2,536	-1,872
BPS	3,895	4,709	2,853	3,311	3,420
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-275	-6,041	-1,426	-1,529	623
ROA(%)	-10.1	-8.9	-29.8	-20.5	-10.5
ROE(%)	-171.6	-81.1	-129.3	-81.8	-55.5
ROIC(%)	-5.2	-18.8	-11.7	-18.4	-5.8
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	-1.3	-1.3	-0.9	-1.5	-1.9
PBR	6.8	1.3	1.8	1.1	1.0
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
PCR	-96.8	-1.0	-3.5	-2.4	5.7
EV/EBITDA	-117.4	-5.2	-10.5	-5.9	27.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	2,499.1	362.3	301.6	296.4	556.7
Net debt/Equity	1,965.1	225.2	160.9	142.5	422.3
Net debt/EBITDA	-9,736.7	-331.2	-502.2	-331.7	2,242.7
유동비율	35.8	159.2	203.9	158.1	84.8
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	68.0	67.9	64.3	59.8	55.7
현금+투자자산	32.0	32.1	35.7	40.2	44.3
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	95.5	73.9	70.4	69.4	82.9
자기자본	4.5	26.1	29.6	30.6	17.1

## Compliance Notices

### Compliance Notice

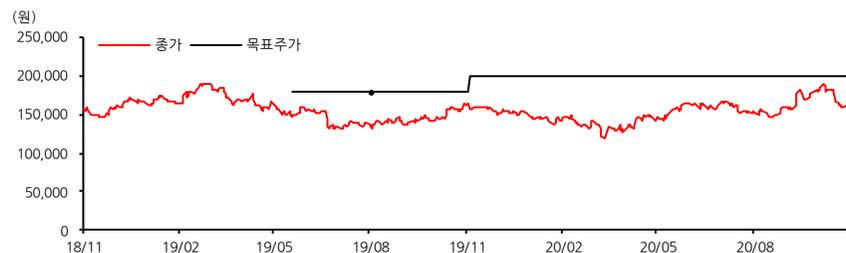
(공표일: 2020년 11월 04일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김유혁) 저의 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

\*과리율 산정: 수정주가 적용

#### CJ대한통운(000120)



#### 투자의견 변동내역

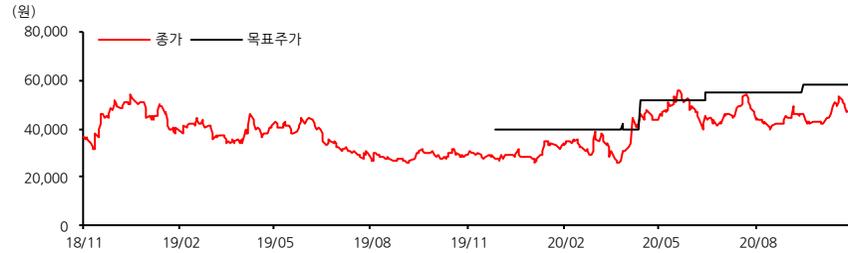
일 시	2016.08.12	2019.05.24	2019.05.24	2019.11.08	2019.12.02	2020.01.14
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김유혁	180,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2020.01.31	2020.02.11	2020.04.14	2020.05.15	2020.07.21	2020.08.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2020.10.23	2020.11.04				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	200,000	210,000				

#### 목표주가 변동 내역별 과리율 (CJ대한통운)

일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.24	Buy	180,000	-19.74	-8.33
2019.11.08	Buy	200,000	-23.70	-5.75
2020.11.04	Buy	210,000		

## Compliance Notices

### 한진(002320)



### 투자의견 변동내역

일 시	2019.12.02	2019.12.02	2020.01.14	2020.01.15	2020.04.17	2020.06.18
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	김유혁	42,000	42,000	42,000	54,000	58,000
일 시	2020.07.13	2020.07.21	2020.08.07	2020.10.14	2020.11.04	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	
일 시						
투자의견						
목표가격						

### 목표주가 변동 내역별 괴리율 (한진)

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.12.02	Buy	39,996	-20.35	11.31
2020.04.17	Buy	51,423	-6.52	9.07
2020.06.18	Buy	55,232		

## Compliance Notices



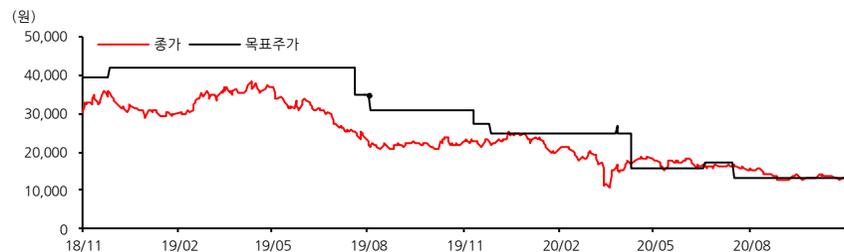
투자의견 변동내역						
일 시	2016.08.12	2018.11.09	2018.11.14	2018.11.30	2018.12.10	2019.01.03
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		41,000	41,000	43,000	43,000	43,000
일 시	2019.01.09	2019.01.30	2019.02.13	2019.02.20	2019.02.26	2019.03.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000
일 시	2019.03.11	2019.03.18	2019.04.09	2019.04.23	2019.05.03	2019.05.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000
일 시	2019.05.17	2019.06.12	2019.07.08	2019.07.23	2019.08.12	2019.08.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	43,000	39,000	39,000	34,000
일 시	2019.09.09	2019.10.10	2019.11.08	2019.11.15	2019.12.02	2019.12.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	34,000	34,000	34,000	34,000	34,000	34,000
일 시	2020.01.14	2020.02.07	2020.02.10	2020.03.09	2020.04.08	2020.04.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	34,000	34,000	34,000	34,000	34,000	23,000
일 시	2020.04.21	2020.05.12	2020.05.14	2020.05.18	2020.06.01	2020.06.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	23,000	23,000	23,000	18,000	18,000	18,000
일 시	2020.07.08	2020.07.21	2020.08.07	2020.08.10	2020.09.08	2020.09.14
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	18,000	21,000	21,000	21,000	21,000	24,000
일 시	2020.10.13	2020.11.04				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	24,000	24,000				

**목표주가 변동 내역별 괴리율 (대한항공)**

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.11.30	Buy	35,959	-23.38	-12.21
2019.07.23	Buy	32,614	-35.32	-27.82
2019.08.16	Buy	28,432	-29.36	-14.41
2020.04.14	Buy	19,234	-16.16	-9.13
2020.05.18	Hold	15,052	19.89	0.28
2020.07.21	Buy	21,000	-13.03	-6.19
2020.09.14	Buy	24,000		

## Compliance Notices

### 제주항공(089590)



### 투자의견 변동내역

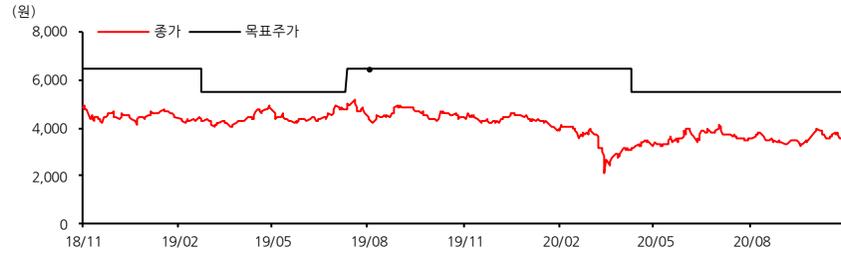
일 시	2018.11.07	2018.11.09	2018.11.30	2018.12.10	2019.01.09	2019.01.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	46,000	46,000	46,000	46,000
일 시	2019.02.13	2019.02.26	2019.03.06	2019.03.11	2019.03.18	2019.04.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	46,000	46,000	46,000	46,000	46,000	46,000
일 시	2019.05.03	2019.06.12	2019.06.19	2019.07.08	2019.07.24	2019.08.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	46,000	46,000	46,000	46,000	38,000	34,000
일 시	2019.08.12	2019.09.09	2019.10.10	2019.11.08	2019.11.15	2019.12.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표가격	34,000	34,000	34,000	34,000	30,000	27,000
일 시	2019.12.09	2019.12.19	2020.01.14	2020.02.10	2020.02.12	2020.03.03
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000
일 시	2020.03.09	2020.04.08	2020.04.14	2020.05.11	2020.05.12	2020.06.08
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	27,000	27,000	17,000	17,000	17,000	17,000
일 시	2020.07.08	2020.07.21	2020.08.06	2020.08.10	2020.09.08	2020.09.14
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	17,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000
일 시	2020.10.13	2020.11.04				
투자의견	Hold	Hold				
목표가격	13,000	13,000				

### 목표주가 변동 내역별 괴리율 (제주항공)

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.11.30	Buy	41,945	-23.07	-8.04
2019.07.24	Buy	34,650	-30.67	-27.50
2019.08.07	Buy	31,003	-28.81	-23.53
2019.11.15	Buy	27,355	-17.76	-15.33
2019.12.02	Hold	24,620	-18.47	2.59
2020.04.14	Hold	15,501	9.93	-2.94
2020.07.21	Hold	13,000		

## Compliance Notices

### 팬오션(028670)



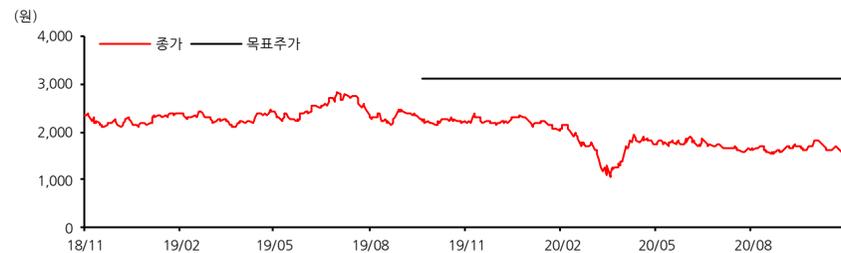
### 투자 의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2018.11.14	2018.11.30	2019.02.27	2019.07.16	2019.08.14
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		6,500	6,500	5,500	6,500	6,500
일 시	2019.09.24	2019.11.13	2019.12.02	2020.01.14	2020.03.02	2020.04.14
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500	5,500
일 시	2020.05.14	2020.07.03	2020.07.21	2020.08.14	2020.11.04	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표 가격	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	

### 목표주가 변동 내역별 괴리율 (팬오션)

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.02.27	Buy	5,500	-19.62	-10.36
2019.07.16	Buy	6,500	-35.08	-20.92
2020.04.14	Buy	5,500		

### 대한해운(005880)



### 투자 의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2019.09.24	2019.09.24	2019.12.02	2020.01.14	2020.04.14
투자 의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		김유역	3,100	3,100	3,100	3,100
일 시	2020.05.18	2020.07.21	2020.08.18	2020.11.04		
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표 가격	3,100	3,100	3,100	2,200		

## Compliance Notices

### 목표주가 변동 내역별 괴리율 (대한해운)

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.09.24	Buy	3,100	-39.48	-23.06
2020.11.04	Buy	2,200		

### 종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

### 산업 투자의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

### 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2020년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%



## 본·지점망

### 서울

본 사	02) 3772-7000	목 동 지 점	02) 2654-2300
강 남 지 점	02) 6975-2000	반 포 지 점	02) 6918-2400
강 서 지 점	02) 2606-4712	송 파 지 점	02) 449-3677
갤 러 리 아 지 점	02) 3445-8700	신 촌 지 점	02) 6944-7700
금융플라자63지점	02) 308-6363	영 업 부	02) 3775-0775
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	올 림 픽 지 점	02) 404-4161
금융플라자GFC지점	02) 6919-7400	중 앙 지 점	02) 743-7311
노 원 지 점	02) 931-2711		

### 인천/경기

과 천 지 점	02) 507-7070	안 성 지 점	031) 677-0233
부 천 지 점	032) 322-0909	일 산 지 점	031) 929-1313
분 당 지 점	031) 707-7114	평 촌 지 점	031) 381-6004
송 도 IFEZ 지 점	032) 851-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
신 갈 지 점	031) 285-7233		

### 대전/충청

공 주 지 점	041) 856-7233	타 임 월 드 지 점	042) 488-7233
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200
청 주 지 점	043) 224-3300		

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증명으로 사용될 수 없습니다.

### 광주/전라

광 주 지 점	062) 713-5700	순 천 지 점	061) 724-6400
군 산 지 점	063) 730-8400	전 주 지 점	063) 710-1000

### 대구/경북

문 경 지 점	054) 550-3500	영 주 지 점	054) 633-8811
범 어 지 점	053) 741-3211	영 천 지 점	054) 331-5000
성 서 지 점	053) 588-3211	포 향 지 점	054) 231-4111

### 부산/울산/경남

거 창 지 점	055) 943-3000	삼 산 지 점	052) 265-0505
동 울 산 지 점	052) 233-9229	언 양 지 점	052) 262-9300
마 린 시 티 지 점	051) 751-8321	창 원 지 점	055) 285-2211
부 산 지 점	051) 465-7533		

### 제주

제 주 지 점	064) 800-7500
---------	---------------



한화투자증권

본사 02)3772-7000 (대) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)  
고객지원센터 080-851-8282, 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234