2023년 전망 시리즈 5

조선/기계/운송

Energy Invasion

(Re NAISSANCE)

meritz 메리츠증권

2023년 전망 시리즈 5

조선/기계/운송

Energy Invasion (Re NAISSANCE)

조선 Overweight

Top Pick	투자판단	적정주가
현대중공업 (329180)	Buy	160,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
대우조선해양 (042660)	Buy	28,000원
현대미포조선 (010620)	Buy	125,000원

기계 Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
태광 (023160)	Buy	22,000원
성광벤드 (014620)	Buy	20,000원
하이록코리아 (013030)	Buy	32,000원

운송 Neutral

Top Pick	투자판단	적정주가
팬오션 (028670)	Buy	7,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
HMM (011200)	Hold	22,000원
현대글로비스 (086280)	Buy	250,000원
CJ대한통운 (000120)	Buy	135,000원

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

Contents

Part I	러시아의 에너지 침공	07
Part II	新 에너지 냉전체제 – 각 국의 출구전략	13
Part II-1	유럽: 가스 안보 확보 노력이 LNG수입 인프라 시장을 확대	15
Part II-2	미국: 에너지 안보 노력, E&P 시장의 부활 가능성	25
Part II-3	중국–러시아–중동: 동상이몽	33
Part III	수반되는 에너지 인프라, 조선 · 피팅 기회 요인	41

기업분석	현대중공업 (329180)	98
	대우조선해양(042660)	103
	현대미포조선 (010620)	108
	태광 (023160)	112
	성광벤드 (014620)	116
	하이록코리아 (013030)	120
	팬오션 (028670)	124
	HMM (011200)	128
	현대글로비스 (086280)	132
	CJ대한통운 (000120)	136

Summary

Energy Invasion (Re NAISSANCE)

조선/기계 Overweight
운송 Neutral

Prolog
러시아발 에너지 안보 위협이
조선/기계/운송 산업의 중요성을 재부각

I

- 러시아의 우크라이나 침공 = 에너지 시장 침공. 각국의 에너지 안보 전략에 대한 중대한 도전
- 신 냉전체제 구축: 유럽-미국 및 동맹국 VS 러시아-중동-중국 간 진영논리 부각
- 에너지 관련 각 국의 전략 수립. 친황경 테마는 전략 차별화를 야기하는 요인
- 에너지를 '생산 → 저장 → 교역' 및 수송 하는 전 과정에서 조선/기계/운송산업의 중요성 재부각

新 에너지 냉전체제 – 각 국의 출구 전략
LNG 관련 인프라 시장의 성장을 촉진
일부 국가들의 석유 및 석탄 의존도 상승 개연성

II

- 유럽은 러시아산 천연가스 의존도 5,629PJ를 탈피하고자 하여 1억 CBM의 LNG를 수입할 개연성
  - FSRU로 환산해도 16~20척 규모의 인프라를 요구
- 미국의 에너지 안보 수요, E&P 시장 2년만의 재개, 5년만의 반등 가능성
  - 12월 첫째주, 미국의 National OCS Program의 승인시, 11개 Oil&Gas 시추 부지 임대가 재개되길 기대
- 중국 에너지 교역 시장 혼란은 굴기를 위한 기회요인. 중동, 러시아로부터 원활한 에너지 수급, 단기 석탄 대응 지속

수반되는 에너지 인프라, 조선·피팅 기회 요인
다운사이징의 여파로 인프라 확충의
수요가 공급을 앞서는 상황
관련업체의 구조적인 수익성 개선을 기대

III

- 2023년 전세계 조선 발주액은 853억달러를 전망하며 최근 5개년 평균대비 +8.5% 증가할 전망
  - 동 기간 발주량 증가율이 0.0%인 점은, 신조선가의 상승에 의한 발주액 증가를 의미
- 선종별 시황 전망
  - 가스선(LNG선 등): 매우 강, 탱커(유조선, 석유화학제품선 등): 강, 컨테이너선(컨테이너선, PCC 등): 횡보, 벌크선: 약
- 2023년 피팅업계 수주 증가세는 지속될 전망. 태광, 성광벤드, 하이록코리아 합산 수주액은 +7.6% 증가할 전망

2023년 전망 시리즈 5

조선/기계/운송

기업분석

종목	투자판단	적정주가
현대중공업 (329180)	Buy	160,000원
대우조선해양(042660)	Buy	28,000원
현대미포조선 (010620)	Buy	125,000원
태광 (023160)	Buy	22,000원
성광벤드 (014620)	Buy	20,000원
하이록코리아 (013030)	Buy	32,000원
팬오션 (028670)	Buy	7,000원
HMM (011200)	Hold	22,000원
현대글로비스 (086280)	Buy	250,000원
CJ대한통운 (000120)	Buy	135,000원

현대중공업 (329180) 리세션 우려에도 에너지 수송시장은 강해진다

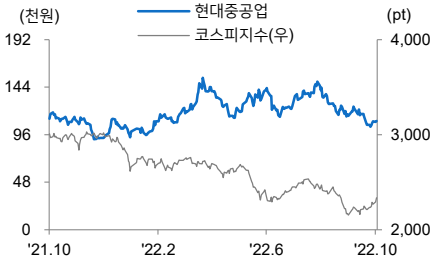
Analyst 배기연 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	160,000원
현재주가 (11월 1일)	110,000원
상승여력	45.5%
KOSDAQ	2,335.22pt
시가총액	97,650억원
발행주식수	8,877만주
유동주식비율	18.29%
외국인비중	5.71%
52주 최고/최저가	153,500원/91,500원
평균거래대금	325.1억원
주요주주(%)	
한국조선해양 외 2 인	78.03
국민연금공단	6.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.3	-21.4	-7.2
상대주가	-11.7	-9.3	18.4

주가그래프



미국 E&P 시장 재개 + 캐시카우 LNG선 + 해양공사 3총사 본격 공정

- 2023년 영업이익률 +4.0%는 수익성 개선의 시작에 불과, 2025년까지의 수익성 우상향 예상
- 미국 E&P 시장이 재개되면, 그 동안 선주들의 VLCC 발주 지연은 활 시위를 더 세게 당긴 형상
  컨테이너선에 대한 기저효과를 상쇄하는 추가 성장 동력으로 기대
- Petrobras FPSO Hull, Shenandoah FPS, SWHE Platform 등 해양/플랜트 3개 공사가 본격화
  - 고정비 회수 구간에서 전사 수익성 개선에 기여할 전망
- 유럽 대륙의 LNG 수입 인프라 확대 수요
  - 1) LNG 수입 터미널, 2) FSRU(부유식재기화설비), 3) 재기화 모듈 중 정해질 선택지
  → 제품별 M/S 경쟁이 아닌 시장 확대의 개념이기 때문에 FSRU 기술력을 보유한 조선업체의 수혜 전망

2024년 적정 PBR 2.2배 적용한 적정주가 160,000원 유지

- 2024년 ROE +11.2%, 낮은 베타에 근거한 PBR 2.2배를 통한 적정주가 160,000원 유지
- 중국선박집단유한공사(China State Shipbuilding Corporation) 보다 낮은 멀티플 상황
  - CSSC의 2024년 예상 BPS대비 PBR은 2.1배, 현대중공업은 선두 조선업체로서 멀티플 리레이팅을 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	8,312.0	32.5	-431.5	-6,096	181.7	75,746	0.0	0.0	9.6	-7.9	157.4
2021	8,311.3	-800.3	-814.2	-10,665	74.9	63,015	-8.9	1.5	-17.5	-14.9	169.5
2022E	9,546.1	-226.0	-139.7	-1,574	-85.2	61,806	-69.3	1.8	521.6	-2.5	217.9
2023E	11,037.6	441.7	281.5	3,171	-301.5	64,978	34.4	1.7	16.0	5.0	190.5
2024E	14,521.4	966.2	683.5	7,700	142.8	72,677	14.2	1.5	8.5	11.2	197.3

현대중공업

현대중공업 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.3	95.2	108.8	91.6	85.3	84.0	83.0	82.0	81.0	68.0	95.2	82.5	82.8
원/달러	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,205.0	1,259.6	1,338.0	1,420.0	1,400.0	1,375.0	1,355.0	1,340.0	1,141.4	1,305.6	1,367.5	1,340.0
한국후판가격(달러/톤)	752.8	917.0	977.3	932.8	1,006.5	966.8	925.7	925.7	925.7	925.7	925.7	925.7	895.0	956.2	925.7	925.7
매출액	**1,988.2**	**1,946.7**	**1,900.5**	**2,475.9**	**2,001.6**	**2,166.0**	**2,203.6**	**3,174.8**	**3,777.8**	**2,125.0**	**2,332.9**	**2,801.9**	**8,311.3**	**9,546.1**	**11,037.6**	**14,521.4**
조선사업부																
매출액	1,483.3	1,483.6	1,448.8	1,904.9	1,556.7	1,578.0	1,578.1	2,385.6	2,903.2	1,548.4	1,741.9	2,129.0	6,320.6	7,098.4	8,322.6	11,486.1
영업이익	54.3	-330.5	109.0	-23.2	-115.5	-60.2	61.4	22.1	33.7	18.7	35.3	63.7	-190.4	-92.2	151.3	614.4
영업이익률(%)	3.7	-22.3	7.5	-1.2	-7.4	-3.8	3.9	0.9	1.2	1.2	2.0	3.0	-3.0	-1.3	1.8	5.3
해양플랜트사업부																
매출액	128.6	86.5	92.8	111.3	88.3	162.4	183.8	283.1	243.9	271.9	239.7	228.5	419.2	717.6	984.0	543.3
영업이익	-33.2	-68.8	-41.8	-50.7	-91.1	-47.1	-50.8	0.2	18.7	20.6	18.2	17.2	-194.5	-188.8	74.7	41.4
영업이익률(%)	-25.8	-79.5	-45.0	-45.6	-103.2	-29.0	-27.6	0.1	7.7	7.6	7.6	7.5	-46.4	-26.3	7.6	7.6
엔진기계사업부																
매출액	361.7	359.2	339.1	431.7	340.7	404.8	421.6	506.1	630.6	304.7	351.3	444.4	1,491.7	1,673.2	1,731.0	2,492.0
영업이익	51.3	13.7	44.2	22.4	34.1	43.9	48.3	63.0	78.6	38.0	43.8	55.4	131.6	189.3	215.6	310.4
영업이익률(%)	14.2	3.8	13.0	5.2	10.0	10.8	11.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	8.8	11.3	12.5	12.5
영업이익	**28.4**	**-422.7**	**74.7**	**-480.7**	**-217.4**	**-108.3**	**14.3**	**85.3**	**130.9**	**77.2**	**97.3**	**136.2**	**-800.3**	**-226.0**	**441.7**	**966.2**
영업이익률(%)	1.4	-21.7	3.9	-19.4	-10.9	-5.0	0.6	2.7	3.5	3.6	4.2	4.9	-9.6	-2.4	4.0	6.7

주: 2023년부 플랜트사업부 소멸. 조선사업부는 특수선 매출 포함
자료: 현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

연간 수주/인도 추정 테이블

	(척)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
연간 수주량	Tanker	14	6	0	2	8	18	0	17	14	10	12	6	3	10	10
	Container	4	10	10	31	1	17	4	7	16	5	6	27	29	10	10
	LNGC	0	8	9	7	8	2	2	5	15	11	9	18	23	15	15
	LPGC	6	2	8	18	20	15	1	4	7	12	3	15	3	5	5
	기타	29	17	3	4	1	1	5	13	0	0	0	6	0	2	2
	선박총계	**53**	**43**	**30**	**62**	**38**	**53**	**12**	**46**	**52**	**38**	**30**	**72**	**58**	**42**	**42**
연간 인도량	Tanker	11	13	17	6	0	1	11	13	7	18	9	7	19	2	3
	Container	28	31	25	16	23	24	3	10	9	8	5	13	6	17	21
	LNGC	1	0	0	3	7	5	9	4	7	5	8	11	7	10	15
	LPGC	9	8	0	11	7	16	21	8	5	6	7	11	6	10	3
	기타	9	24	16	9	9	4	1	3	3	4	5	2	0	1	0
	선박총계	**63**	**81**	**65**	**47**	**46**	**50**	**45**	**40**	**35**	**41**	**34**	**44**	**38**	**43**	**44**

자료: 메리츠증권 리서치센터

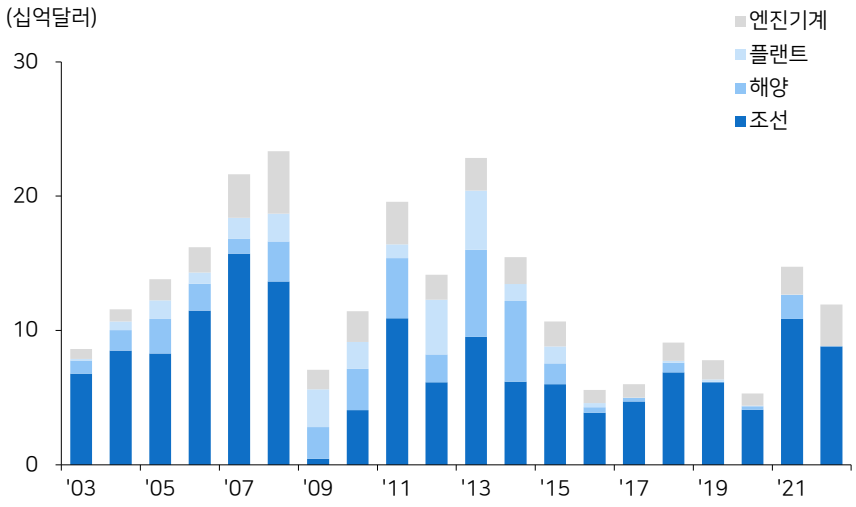
현대중공업의 성장 가속화 흐름

- 2023년 예상 매출액 11조 376억원(+15.6% YoY), 영업이익 4,417억원(흑자전환 YoY), 조선사업부 영업이익률 +1.8%, 해양플랜트사업부 +7.6%, 엔진기계 12.5% 예상
- 2024년 예상 매출액은 +31.6%, 영업이익은 +118.8%로 성장의 가속도를 확인할 전망
- 2022년 9월말 조선+해양부문 수주잔고(인도기준) 294억달러, 수주목표 달성률은 105.9%

현대중공업 12개월 선행 PBR 밴드차트

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

현대중공업 수주액 추이



주: 2022년은 9월말 기준
자료: 현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

현대중공업 (329180)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**8,312.0**	**8,311.3**	**9,546.1**	**11,037.6**	**14,521.4**
매출액증가율 (%)	52.3	-0.0	14.9	15.6	31.6
매출원가	7,837.9	8,520.5	9,175.4	9,823.3	12,538.7
매출총이익	474.1	-209.2	370.8	1,214.3	1,982.7
판매관리비	441.6	591.1	596.8	772.6	1,016.5
영업이익	**32.5**	**-800.3**	**-226.0**	**441.7**	**966.2**
영업이익률	0.4	-9.6	-2.4	4.0	6.7
금융손익	-18.4	-485.7	-707.9	-65.9	-54.5
종속/관계기업손익	0.0	-0.7	-0.4	-0.4	-0.4
기타영업외손익	-554.2	175.1	740.6	0.0	0.0
세전계속사업이익	-540.1	-1,111.5	-193.7	375.4	911.4
법인세비용	-108.7	-297.2	-54.0	93.8	227.8
당기순이익	**-431.5**	**-814.2**	**-139.7**	**281.5**	**683.5**
지배주주지분 순이익	-431.5	-814.2	-139.7	281.5	683.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	6,999.4	7,886.1	9,996.3	9,327.6	11,760.8
현금및현금성자산	1,314.8	2,137.4	2,624.6	2,821.9	3,468.1
매출채권	754.2	852.2	1,092.9	964.5	1,229.4
재고자산	779.0	898.7	1,152.4	1,017.0	1,296.4
비유동자산	6,800.3	7,192.6	7,443.5	7,431.6	7,422.1
유형자산	6,020.3	5,986.3	6,061.6	6,057.7	6,054.2
무형자산	65.0	79.5	78.6	71.0	64.2
투자자산	79.7	201.9	202.7	202.2	203.1
자산총계	**13,799.7**	**15,078.7**	**17,439.7**	**16,759.2**	**19,183.0**
유동부채	5,976.9	7,048.6	9,236.8	8,402.0	10,124.7
매입채무	947.1	1,180.1	1,513.3	1,335.5	1,702.3
단기차입금	761.8	661.5	609.7	569.7	529.7
유동성장기부채	1,745.5	845.2	1,520.8	1,560.8	1,600.8
비유동부채	2,462.0	2,436.0	2,716.2	2,588.9	2,606.4
사채	252.2	536.3	866.0	826.0	786.0
장기차입금	1,787.2	1,422.7	373.6	333.6	293.6
부채총계	**8,438.9**	**9,484.7**	**11,953.0**	**10,990.9**	**12,731.2**
자본금	353.9	443.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	4,639.9	3,118.4	3,118.4	3,118.4	3,118.4
기타포괄이익누계액	873.5	881.5	881.9	881.9	881.9
이익잉여금	-505.1	1,151.7	1,044.3	1,325.8	2,009.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**5,360.8**	**5,594.0**	**5,486.8**	**5,768.3**	**6,451.8**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**-200.0**	**762.1**	**148.7**	**501.4**	**998.9**
당기순이익(손실)	-431.5	-814.2	-139.7	281.5	683.5
유형자산상각비	249.7	236.3	239.8	243.8	243.5
무형자산상각비	2.7	3.1	8.0	7.6	6.8
운전자본의 증감	-272.0	1,464.6	191.0	-31.5	65.0
투자활동 현금흐름	**-201.0**	**151.7**	**282.3**	**-200.1**	**-322.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-226.3	-244.0	-299.1	-240.0	-240.0
투자자산의감소(증가)	26.0	-122.8	-1.1	0.4	-0.9
재무활동 현금흐름	**730.2**	**-92.6**	**56.7**	**-104.1**	**-30.2**
차입금의 증감	658.4	-988.4	860.4	-104.1	-30.2
자본의 증가	0.0	-1,431.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	321.2	822.6	487.2	197.2	646.3
기초현금	993.6	1,314.8	2,137.4	2,624.6	2,821.9
기말현금	1,314.8	2,137.4	2,624.6	2,821.9	3,468.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	117,446	108,864	107,534	124,335	163,579
EPS(지배주주)	-6,096	-10,665	-1,574	3,171	7,700
CFPS	2,823	-7,986	547	7,803	13,700
EBITDAPS	4,024	-7,347	246	7,807	13,705
BPS	75,746	63,015	61,806	64,978	72,677
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	-8.9	-69.3	34.4	14.2
PCR	0.0	-11.9	199.2	14.0	8.0
PSR	0.0	0.9	1.0	0.9	0.7
PBR	0.0	1.5	1.8	1.7	1.5
EBITDA	284.8	-560.9	21.8	693.1	1,216.6
EV/EBITDA	9.6	-17.5	521.6	16.0	8.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.9	-14.9	-2.5	5.0	11.2
EBITDA 이익률	3.4	-6.7	0.2	6.3	8.4
부채비율	157.4	169.5	217.9	190.5	197.3
금융비용부담률	1.9	1.5	1.1	1.1	0.8
이자보상배율(x)	0.2	-6.4	-2.1	3.6	7.8
매출채권회전율(x)	8.7	10.3	9.8	10.7	13.2
재고자산회전율(x)	10.4	9.9	9.3	10.2	12.6

대우조선해양 (042660) 기지개를 위한 내실 구축

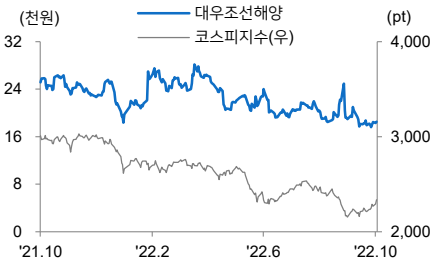
Analyst **배기연** 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	28,000원
현재주가 (11월 1일)	18,500원
상승여력	51.4%
KOSDAQ	2,335.22pt
시가총액	19,849억원
발행주식수	10,729만주
유동주식비율	31.92%
외국인비중	2.53%
52주 최고/최저가	28,150원/17,600원
평균거래대금	199.3억원
주요주주(%)	
한국산업은행 외 3 인	56.05
하나은행(구,외환은행)	8.40

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.4	-29.7	-28.4
상대주가	-9.9	-18.8	-8.7

주가그래프



내실을 구축하고 강점 부각의 방향이 정해지다

- 1) 건조선가 상승 + 2) 원재료 부담 완화가 그리는 중장기 수익성 개선의 방향성 이상무
- 유상증자를 통한 2조원 규모의 자금 조달은 성장을 위한 내실 구축의 핵심 퍼즐
- 단기 흑자전환의 가부는 일회성 비용 및 일부 공정차질에 따른 고정비 회수 능력으로 판가름
  - 일회성 요인을 제외한 구조적인 수익성 개선 여부를 가려보아야 할 시기
- 주력 선종인 LNG선은 2022년 10월 31일자 수주공시 기준 척당 2.5억달러 확인
  - 조선업 투자지표인 종합 신조선가지수의 우상향의 일등 공신 역할 수행

2024년 적정 PBR 1.8배 적용한 적정주가 28,000원

- 2024년 ROE 12.0%, 적정 멀티플 1.8배를 적용한 적정주가 28,000원을 유지
- 시나리오별 BPS 변동폭이 확대될 개연성이 있음. 전환 가능 영구채 2.33조원이 자본으로 인식되는 점을 감안
  - 적정주가 산출 시 base case BPS를 19,431원 → 15,263원으로 수정하여 계산

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	7,030.2	153.4	86.6	807	-286.2	36,061	33.9	0.8	15.2	2.3	166.8
2021	4,486.6	-1,754.7	-1,699.8	-15,843	-2,062.2	20,669	-1.5	1.1	-2.1	-55.9	379.0
2022E	5,326.7	-573.6	-687.8	-6,411	-59.5	32,887	-2.9	0.6	-3.9	-23.9	237.0
2023E	7,976.7	113.0	118.1	558	-108.7	17,223	32.8	1.1	3.2	3.3	354.7
2024E	10,001.2	553.9	467.5	2,208	295.9	19,431	8.3	0.9	0.4	12.0	319.2

대우조선해양

대우조선해양 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.3	95.2	108.8	91.6	85.3	84.0	83.0	82.0	81.0	68.0	95.2	82.5	82.8
원/달러	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,205.0	1,259.6	1,338.0	1,420.0	1,400.0	1,375.0	1,355.0	1,340.0	1,141.4	1,305.6	1,367.5	1,340.0
한국후판가격(달러/톤)	752.8	917.0	977.3	932.8	1,006.5	966.8	925.7	925.7	925.7	925.7	925.7	925.7	895.0	956.2	925.7	925.7
매출액	**1,101.8**	**1,069.4**	**959.7**	**1,355.7**	**1,245.5**	**1,184.1**	**1,696.4**	**1,200.8**	**2,330.3**	**1,683.0**	**1,599.0**	**2,364.4**	**4,486.6**	**5,326.7**	**7,976.7**	**10,001.2**
조선사업부																
매출액	907.4	912.2	771.5	1,143.0	1,080.0	1,056.4	1,375.8	844.6	1,996.1	1,381.9	1,228.4	1,996.1	3,734.0	4,356.8	6,602.5	8,853.6
영업이익	33.2	-203.2	58.0	-13.9	-80.1	-40.3	-33.0	-9.1	3.2	2.8	0.3	19.8	-125.9	-162.5	26.2	473.6
영업이익률(%)	3.7	-22.3	7.5	-1.2	-7.4	-3.8	-2.4	-1.1	0.2	0.2	0.0	1.0	-3.4	-3.7	0.4	5.3
해양사업부																
매출액	202.5	153.1	179.6	204.5	168.2	140.4	321.0	355.4	333.9	302.2	373.3	371.0	739.7	985.0	1,380.3	1,152.6
영업이익	17.2	12.7	14.9	15.5	12.2	9.1	17.5	19.5	18.9	18.0	23.5	24.1	60.3	58.3	84.6	78.0
영업이익률(%)	8.5	8.3	8.3	7.6	7.3	6.5	5.4	5.5	5.7	6.0	6.3	6.5	8.2	5.9	6.1	6.8
영업이익	**-212.9**	**-1,007.4**	**-19.0**	**-515.3**	**-470.1**	**-99.5**	**-15.0**	**11.1**	**22.8**	**21.4**	**24.3**	**44.5**	**-1,754.7**	**-573.5**	**113.0**	**553.9**
영업이익률(%)	-19.3	-94.2	-2.0	-38.0	-37.7	-8.4	-0.9	0.9	1.0	1.3	1.5	1.9	-39.1	-10.8	1.4	5.5

주: 조선사업부 및 해양사업부의 영업이익률은 메리츠증권 추정치 기준임. 대우조선해양은 사업부별 수익성을 공유하지 않음. 해양사업부는 특수선 매출 포함.
자료: 대우조선해양, 메리츠증권 리서치센터

연간 수주/인도 추정 테이블

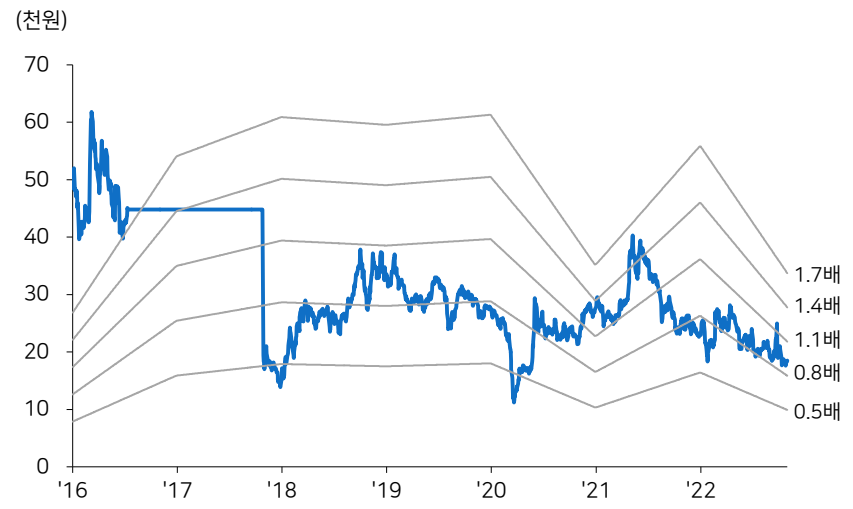
	(척)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
연간 수주량	Tanker	14	1	4	5	12	12	4	13	16	9	8	13	3	10	10
	Container	12	27	0	19	6	11	0	5	7	3	14	20	6	10	10
	LNGC	0	12	4	5	36	9	3	4	18	10	6	16	34	20	20
	LPGC	0	0	0	3	10	2	0	0	0	2	1	9	2	2	2
	기타	28	8	9	10	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
	선박총계	**54**	**48**	**17**	**42**	**64**	**34**	**7**	**22**	**41**	**24**	**29**	**59**	**45**	**42**	**42**
연간 인도량	Tanker	13	14	16	11	6	2	14	12	7	19	11	9	6	12	3
	Container	33	18	22	15	25	15	11	6	5	6	7	5	4	12	16
	LNGC	7	7	0	4	7	3	5	13	20	18	9	18	5	7	13
	LPGC	0	0	0	0	0	3	8	4	0	0	0	0	3	9	0
	기타	13	20	20	11	5	3	2	3	0	2	0	0	2	3	0
	선박총계	**66**	**59**	**60**	**45**	**44**	**30**	**40**	**38**	**32**	**45**	**27**	**32**	**20**	**43**	**32**

자료: 메리츠증권 리서치센터

대우조선해양의 성장 가속화 흐름

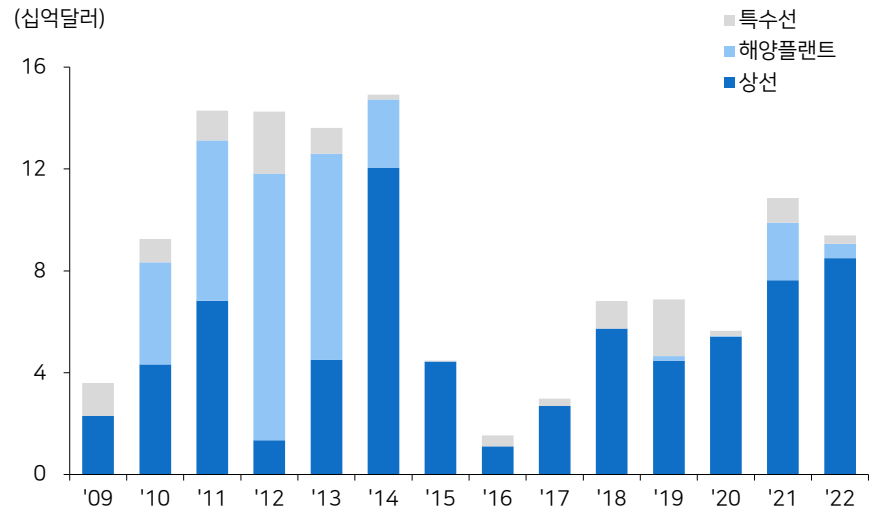
- 2023년 예상 매출액 7조 9,767억원(+49.7% YoY), 영업이익 1,130억원(흑자전환 YoY), 조선사업부 영업이익률 +0.4%, 해양플랜트사업부 +1.4% 예상
- 2024년 예상 매출액은 +25.4%, 영업이익은 +390.1%로 성장의 가속도를 확인할 전망
- 2022년 9월말 조선+해양부문 수주잔고(인도기준) 310억달러, 수주목표 달성률은 105.5%

대우조선해양 12개월 선행 PBR 밴드차트



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

대우조선해양 수주액 추이



자료: 대우조선해양, 메리츠증권 리서치센터

대우조선해양 (042660)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**7,030.2**	**4,486.6**	**5,326.7**	**7,976.7**	**10,001.2**
매출액증가율 (%)	-15.9	-36.2	18.7	49.7	25.4
매출원가	6,634.3	6,033.7	5,631.6	7,457.3	8,936.6
매출총이익	395.9	-1,547.1	-304.9	519.4	1,064.6
판매관리비	242.5	207.5	268.6	406.4	510.8
영업이익	**153.4**	**-1,754.7**	**-573.6**	**113.0**	**553.9**
영업이익률	2.2	-39.1	-10.8	1.4	5.5
금융손익	102.8	-484.0	-662.5	45.2	70.2
종속/관계기업손익	-1.6	-1.3	-0.7	-0.7	-0.7
기타영업외손익	-176.4	512.5	552.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	78.3	-1,727.5	-684.5	157.5	623.4
법인세비용	-8.3	-27.6	3.3	39.4	155.8
당기순이익	**86.6**	**-1,699.8**	**-687.8**	**118.1**	**467.5**
지배주주지분 순이익	86.6	-1,699.8	-687.8	118.1	467.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	5,953.2	6,481.1	7,680.3	12,356.8	13,016.5
현금및현금성자산	1,343.6	1,778.9	3,515.4	4,156.1	4,572.9
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	963.3	1,139.1	1,009.0	1,986.6	2,045.5
비유동자산	4,367.5	4,142.1	4,211.3	4,222.8	4,230.6
유형자산	3,667.9	3,469.4	3,465.1	3,473.3	3,480.9
무형자산	0.9	1.2	1.9	1.8	1.7
투자자산	544.4	468.9	462.3	465.7	465.9
자산총계	**10,320.8**	**10,623.2**	**11,891.6**	**16,579.6**	**17,247.0**
유동부채	5,162.7	7,464.5	7,324.7	11,599.1	11,856.3
매입채무	465.3	467.2	413.8	814.8	838.9
단기차입금	1,011.9	1,138.0	1,404.1	1,364.1	1,324.1
유동성장기부채	1,242.2	1,346.4	1,483.7	1,523.7	1,563.7
비유동부채	1,289.1	941.2	1,038.5	1,334.0	1,276.6
사채	320.7	111.7	-20.0	-60.0	-100.0
장기차입금	135.6	122.5	91.8	51.8	11.8
부채총계	**6,451.8**	**8,405.6**	**8,363.1**	**12,933.1**	**13,132.9**
자본금	541.5	541.5	1,063.7	1,063.7	1,063.7
자본잉여금	17.7	17.7	1,495.5	1,495.5	1,495.5
기타포괄이익누계액	302.5	327.6	328.3	328.3	328.3
이익잉여금	675.3	-1,001.3	-1,691.1	-1,573.0	-1,105.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**3,869.0**	**2,217.6**	**3,528.5**	**3,646.6**	**4,114.1**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**-458.5**	**485.8**	**-488.0**	**1,115.4**	**652.1**
당기순이익(손실)	86.6	-1,699.8	-687.8	118.1	467.5
유형자산상각비	128.8	123.9	129.3	131.8	132.4
무형자산상각비	0.9	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-1,108.2	760.5	-40.5	865.4	52.1
투자활동 현금흐름	**137.8**	**101.3**	**368.3**	**-440.4**	**-158.1**
유형자산의증가(CAPEX)	-189.9	-100.3	-110.1	-140.0	-140.0
투자자산의감소(증가)	24.5	74.2	6.3	-3.4	-0.2
재무활동 현금흐름	**-308.1**	**-157.0**	**1,854.0**	**-34.3**	**-77.3**
차입금의 증감	-213.3	162.0	570.4	-34.3	-77.3
자본의 증가	-0.0	0.0	2,000.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-668.7	435.4	1,736.5	640.7	416.8
기초현금	2,012.2	1,343.6	1,778.9	3,515.4	4,156.1
기말현금	1,343.6	1,778.9	3,515.4	4,156.1	4,572.9

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	65,566	41,817	49,647	37,674	47,236
EPS(지배주주)	807	-15,843	-6,411	558	2,208
CFPS	6,580	-2,300	-4,075	1,153	3,238
EBITDAPS	2,641	-15,199	-4,140	1,157	3,242
BPS	36,061	20,669	32,887	17,223	19,431
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	33.9	-1.5	-2.9	32.8	8.3
PCR	4.2	-10.0	-4.5	15.9	5.7
PSR	0.4	0.6	0.4	0.5	0.4
PBR	0.8	1.1	0.6	1.1	0.9
EBITDA	283.2	-1,630.7	-444.2	244.9	686.3
EV/EBITDA	15.2	-2.1	-3.9	3.2	0.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	-55.9	-23.9	3.3	12.0
EBITDA 이익률	4.0	-36.3	-8.3	3.1	6.9
부채비율	166.8	379.0	237.0	354.7	319.2
금융비용부담률	2.0	2.6	2.1	1.4	1.1
이자보상배율(x)	1.1	-15.2	-5.2	1.0	4.9
매출채권회전율(x)	-	-	-	-	-
재고자산회전율(x)	6.6	4.3	5.0	5.3	5.0

현대미포조선 (010620) 강력한 P, PC·PCTC 운임 강세

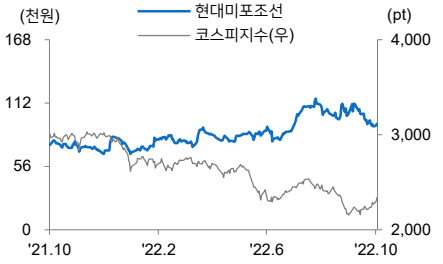
Analyst 배기연 02. 6454-4879
Kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	125,000원
현재주가 (11월 1일)	93,700원
상승여력	33.4%
KOSDAQ	2,335.22pt
시가총액	37,426억원
발행주식수	3,994만주
유동주식비율	56.95%
외국인비중	19.60%
52주 최고/최저가	116,000원/66,900원
평균거래대금	370.8억원
주요주주(%)	
한국조선해양 외 5 인	42.86
국민연금공단	10.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.0	11.7	18.8
상대주가	-16.0	28.9	51.5

주가그래프



조선업 투자 전략에서 1등은 바뀔 수 있어도 2등은 언제나 미포

- 2023년 상반기 이후 2021년 이전에 수주했던 수익성이 낮은 일감은 모두 소진 예정
- 2021년 영업적자 전환 이후 1년만에 BEP 수준에 인접, 2023년 영업이익률 +8.0% 전망
- 2022년 3분기말 장·단기 차입금 1,634억원을 상회하는 현금 3,630억원의 현금 보유고는 유동성 위기감이 고조된 시장 내에서 강점으로 부각되기에 충분
- 고운임세의 PC(석유화학제품선)과 PCTC(자동차운반선)의 발주 기대감 고조
  - PC 운임 급등에 따른 수주 기대감은 현대베트남조선에서 22척분만 확인됨
  - 선주들의 급등한 신조선가 수용에 필요한 시차를 겪는 구간임
  - 대형 LNG선에 대한 건조시장처럼 진입장벽이 높진 않으나 수주의 폭을 넓혀주는 효과 가능

2024년 PBR 1.7배, 적정주가 125,000원 유지

- 2024년 영업이익률 +12.3%를 전망하며 가장 먼저 double-digit을 달성할 조선업체로 판단
- 2024년 적정 멀티플 1.7배로 적정주가 125,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,792.0	36.7	-19.5	-488	-120.0	58,248	-98.4	0.8	17.2	-0.8	52.0
2021	2,887.2	-217.3	-159.7	-3,998	1,205.7	54,170	-17.5	1.3	-15.7	-7.1	75.9
2022E	3,290.4	-33.5	122.5	3,067	-176.0	57,439	29.9	1.6	125.0	5.5	56.8
2023E	3,758.7	299.1	230.1	5,761	89.2	63,200	15.9	1.5	8.6	9.6	74.5
2024E	4,322.1	533.0	408.8	10,234	77.6	73,434	9.0	1.3	4.6	15.0	67.1

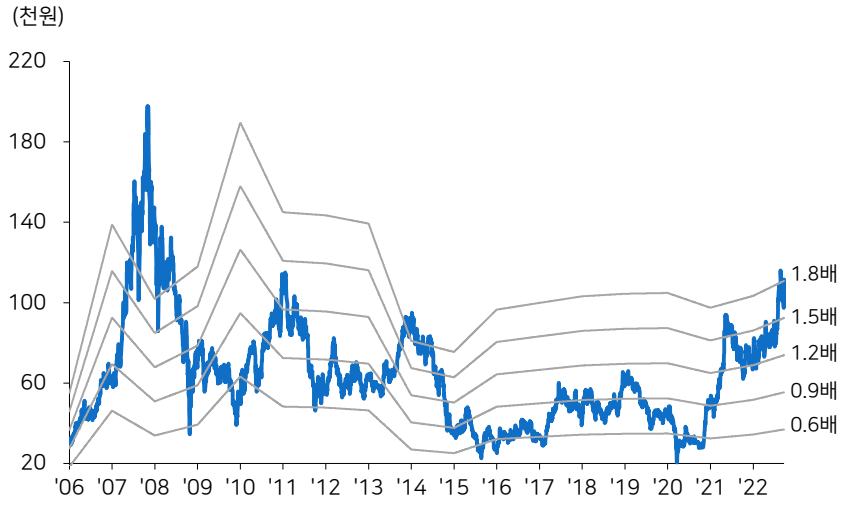
현대미포조선

현대미포조선 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.3	95.2	108.8	91.6	85.3	84.0	83.0	82.0	81.0	68.0	95.2	82.5	82.8
원/달러	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,205.0	1,259.6	1,338.0	1,420.0	1,400.0	1,375.0	1,355.0	1,340.0	1,141.4	1,305.6	1,367.5	1,340.0
한국후판가격(달러/톤)	752.8	917.0	977.3	932.8	1,006.5	966.8	925.7	925.7	925.7	925.7	925.7	925.7	895.0	956.2	925.7	925.7
매출액	684.7	722.7	619.4	860.5	876.0	935.4	882.3	596.7	1,146.0	779.3	870.9	962.6	2,887.2	3,290.4	3,758.7	4,322.1
영업이익	17.6	-192.1	34.3	-77.0	-61.8	-6.6	14.0	21.0	53.4	58.0	80.2	107.6	-217.3	-33.5	299.1	533.0
영업이익률(%)	2.6	-26.6	5.5	-8.9	-7.1	-0.7	1.6	3.5	4.7	7.4	9.2	11.2	-7.5	-1.0	8.0	12.3

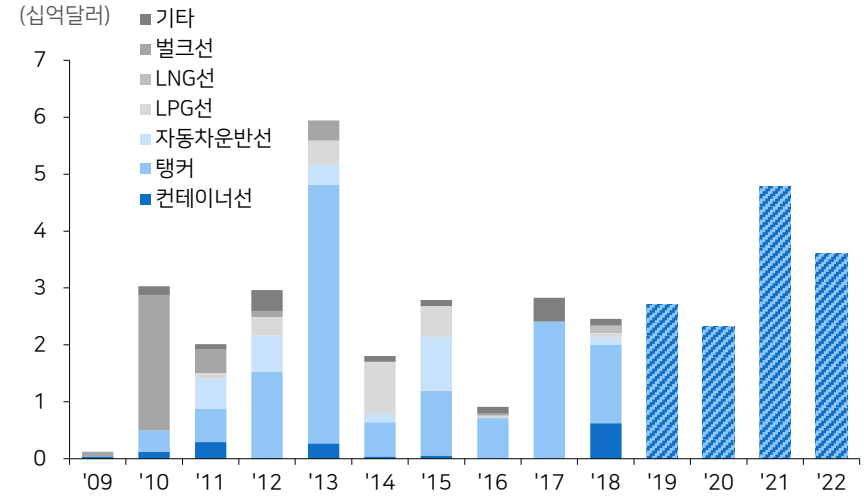
자료: 현대미포조선, 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선 12개월 선행 PBR 밴드차트



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선 수주액 추이



주: 2019년부터 선종별 구분 데이터 미공개
자료: 현대미포조선, 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선

연간 수주/인도 추정 테이블

	(척)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
연간 수주량	Products	11	18	41	140	16	32	14	49	42	40	40	37	22	20	20
	Container	4	9	1	11	2	2	0	0	24	13	1	39	39	10	10
	LNGC	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	1	1
	LNGBV	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	3	0	1	1
	LPGC	2	2	8	10	18	11	2	4	3	5	12	19	4	7	7
	Ro-Pax	0	8	5	1	0	2	1	4	1	3	2	8	2	3	3
	선박총계	**99**	**61**	**77**	**177**	**40**	**49**	**19**	**62**	**71**	**64**	**55**	**107**	**67**	**42**	**42**
연간 인도량	Products	37	24	15	19	55	74	56	30	36	49	43	45	42	20	29
	Container	3	2	5	8	5	5	4	2	0	13	20	4	9	34	42
	LNGC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1
	LNGBV	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	3	1
	LPGC	4	2	2	4	5	5	12	13	12	5	2	4	10	21	10
	Ro-Pax	7	4	4	6	4	4	0	1	2	4	1	2	3	3	6
	선박총계	**68**	**89**	**89**	**76**	**87**	**95**	**79**	**52**	**52**	**72**	**70**	**56**	**67**	**82**	**89**

자료: 메리츠증권 리서치센터

현대미포조선 (010620)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**2,792.0**	**2,887.2**	**3,290.4**	**3,758.7**	**4,322.1**
매출액증가율 (%)	-6.7	3.4	14.0	14.2	15.0
매출원가	2,660.6	3,008.2	3,215.6	3,328.1	3,637.9
매출총이익	131.4	-121.0	74.9	430.7	684.3
판매관리비	94.7	96.3	108.4	131.6	151.3
영업이익	**36.7**	**-217.3**	**-33.5**	**299.1**	**533.0**
영업이익률	1.3	-7.5	-1.0	8.0	12.3
금융손익	2.7	-71.2	-101.6	7.7	12.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-59.5	78.8	300.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	-20.1	-209.8	165.0	306.8	545.1
법인세비용	-7.9	-49.7	43.3	76.7	136.3
당기순이익	**-12.3**	**-160.1**	**121.6**	**230.1**	**408.8**
지배주주지분 순이익	-19.5	-159.7	122.5	230.1	408.8

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,879.2	2,046.7	1,776.8	2,572.4	3,052.9
현금및현금성자산	532.7	400.4	635.1	730.8	1,068.4
매출채권	120.7	20.8	14.4	23.3	25.1
재고자산	148.6	265.5	184.1	297.0	320.1
비유동자산	1,719.8	1,831.6	1,883.7	1,900.4	1,915.6
유형자산	1,613.7	1,636.4	1,694.2	1,711.0	1,726.4
무형자산	1.9	1.8	3.5	3.3	3.1
투자자산	20.0	46.3	47.1	47.1	47.1
자산총계	**3,599.0**	**3,878.3**	**3,660.5**	**4,472.7**	**4,968.6**
유동부채	1,191.0	1,612.0	1,153.9	1,727.3	1,812.6
매입채무	188.4	328.3	227.7	367.3	395.8
단기차입금	224.9	169.2	153.4	113.4	73.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	40.5	62.0	172.8	181.5	183.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**1,231.6**	**1,674.0**	**1,326.7**	**1,908.9**	**1,995.9**
자본금	199.7	199.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3
기타포괄이익누계액	282.8	289.2	293.9	293.9	293.9
이익잉여금	1,802.6	1,633.4	1,759.2	1,989.3	2,398.1
비지배주주지분	40.9	40.6	39.5	39.5	39.5
자본총계	**2,367.5**	**2,204.3**	**2,333.8**	**2,563.9**	**2,972.7**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**256.0**	**69.6**	**245.3**	**261.2**	**466.9**
당기순이익(손실)	-12.3	-160.1	121.6	230.1	408.8
유형자산상각비	55.9	55.4	59.8	63.2	64.6
무형자산상각비	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	168.8	231.3	84.2	-32.3	-6.6
투자활동 현금흐름	**82.6**	**-133.3**	**48.8**	**-145.9**	**-93.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-82.2	-62.9	-93.8	-80.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	-5.3	-26.3	-0.8	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**-3.2**	**-70.6**	**-62.5**	**-19.6**	**-35.8**
차입금의 증감	6.2	-15.9	86.6	-19.6	-35.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	332.9	-132.4	234.8	95.7	337.6
기초현금	199.8	532.7	400.4	635.1	730.8
기말현금	532.7	400.4	635.1	730.8	1,068.4

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	69,901	72,285	82,380	94,105	108,210
EPS(지배주주)	-488	-3,998	3,067	5,761	10,234
CFPS	2,182	-4,193	4,937	9,074	14,965
EBITDAPS	2,324	-4,051	663	9,074	14,965
BPS	58,248	54,170	57,439	63,200	73,434
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-98.4	-17.5	29.9	15.9	9.0
PCR	22.0	-16.7	18.6	10.1	6.1
PSR	0.7	1.0	1.1	1.0	0.8
PBR	0.8	1.3	1.6	1.5	1.3
EBITDA	92.8	-161.8	26.5	362.4	597.7
EV/EBITDA	17.2	-15.7	125.0	8.6	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.8	-7.1	5.5	9.6	15.0
EBITDA 이익률	3.3	-5.6	0.8	9.6	13.8
부채비율	52.0	75.9	56.8	74.5	67.1
금융비용부담률	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	5.2	-62.2	-7.3	60.6	116.5
매출채권회전율(x)	29.0	40.8	186.7	199.3	178.7
재고자산회전율(x)	17.7	13.9	14.6	15.6	14.0

태광 (023160) 2022년은 시작에 불과했다

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

Buy

적정주가 (12개월)	22,000원
현재주가 (11월 1일)	17,150원
상승여력	28.3%
KOSDAQ	700.05pt
시가총액	4,545억원
발행주식수	2,650만주
유동주식비율	51.98%
외국인비중	9.54%
52주 최고/최저가	19,600원/9,520원
평균거래대금	97.4억원
주요주주(%)	
대신인터내셔날 외 10 인	45.63
국민연금공단	7.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.6	57.3	49.8
상대주가	0.5	103.3	113.7

주가그래프

2개년 연속 매출 성장 50% 전망, 수주는 더욱 강력해질 전망

- 2022년 예상 매출 성장률 +48.7%에 이어 2023년에도 +47.1%의 성장을 예상
- 카타르는 287억달러 규모의 North Field East 프로젝트 외에도 210억달러 규모의 North Field South에도 착수
  - 카타르와 함께 LNG수출 시장 3파전을 벌이는 호주와 미국의 프로젝트 물량도 기대
- 10월 28일자 미확정 공시가 나온 S-Oil의 7조원+ 석유화학 프로젝트의 투자 승인이 결정되면,
  낙수 효과로 이어질 피팅 제품 주문은 국내 피팅업체가 독식할 개연성
- 짧은 리드 타임이 단기간 내 급 성장을 주도 → 2023년 수익성이 평균 ASP대비 높은 단납기 물량 발생 가능성
- 초대형 EPC 프로젝트를 수반하는 전방산업 특성으로 인해, 2024년을 보수적으로 추정했음에도,
  - Aramco의 1,000억달러 규모의 Jafurah 프로젝트, Adnoc의 1,270억달러 규모의 E&P 설비 확충 계획 등
  2023년 이후 추가로 시작될 가능성 높은 프로젝트 감안하면 → 피팅 업황은 2023년 이후에도 성장가도 예상

2023년 피팅제품 예상 수주액 3,228억원(+9.2% YoY), 적정주가 22,000원 유지

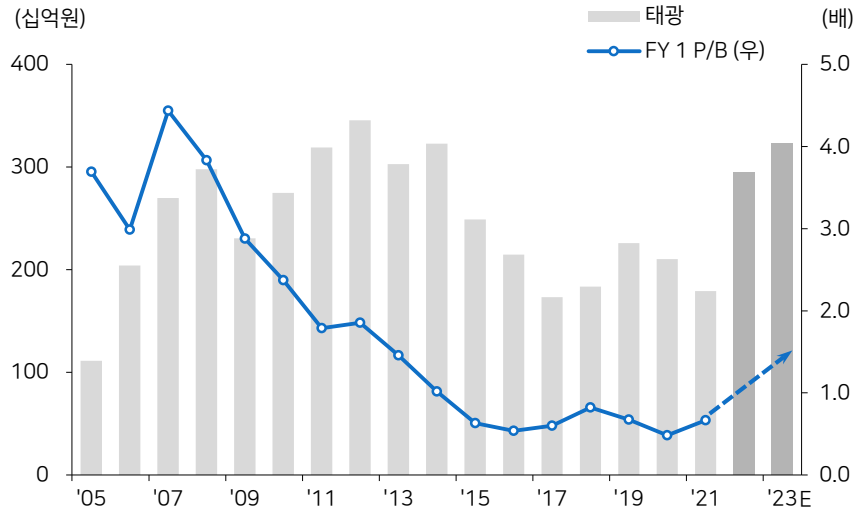
- 별도기준 2023년 ROE +11.9%, 적정 멀티플 1.1배를 통한 적정주가 22,000원 도출
- 2022년말 순현금 776억원, 2023년말 순현금 1,341억원 예상하며 유동성 우려는 제로

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	188.4	-2.7	-4.8	-179	-162.8	15,928	-42.7	0.5	40.3	-1.1	8.8
2021	148.5	7.2	12.0	452	-352.2	16,359	24.0	0.7	17.7	2.8	6.7
2022E	220.9	41.6	38.1	1,439	218.2	17,682	11.4	0.9	7.5	8.5	6.2
2023E	325.0	75.4	59.1	2,231	55.0	19,816	7.4	0.8	3.7	11.9	5.6
2024E	312.4	76.8	61.1	2,304	3.3	22,022	7.1	0.7	2.9	11.0	5.0

태광 밸류에이션

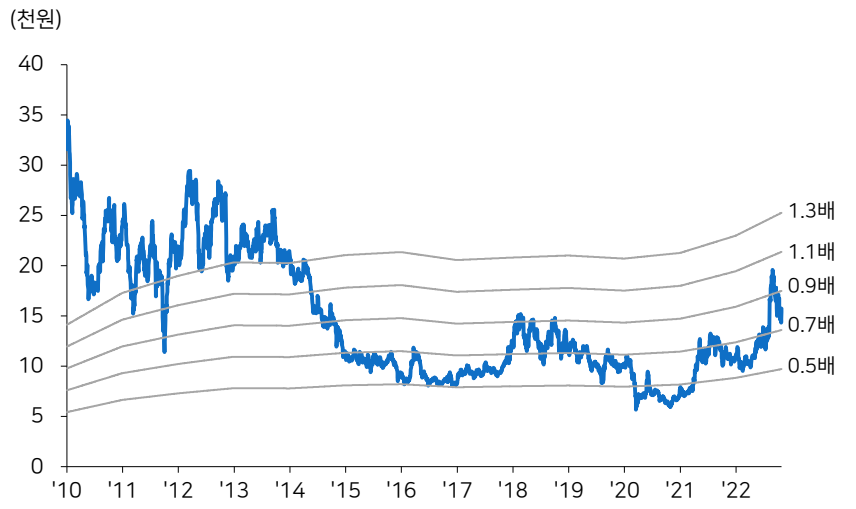
- 2023년 예상 수주액 3,228억원 하 실적 전망
  별도 매출액 3,250억원(+47.1% YoY), 영업이익 754억원(+81.4% YoY), 순이익 591억원(+55.0% YoY)
- 2023년 ROE +11.9%, Implied PBR 밸류에이션을 통한 적정 멀티플 1.1배 도출
- 2013년 이후 PBR 1.1배를 한번도 돌파하지 못했던 주가 흐름
  - 1) 10년만의 피팅제품 교체 사이클 + 2) E&P 시황 개선 + 3) 경쟁 강도 완화 효과 감안하면 리레이팅 가능

태광의 피팅제품 수주액 추이와 멀티플 상승 기대감



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

태광(별도) Implied PBR



자료: 메리츠증권 리서치센터

태광 사업부별 실적 테이블 (별도)

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
원/달러 환율	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,205.0	1,259.6	1,338.0	1,420.0	1,180.1	1,141.4	1,305.6	1,367.5
수주액	**38.5**	**38.2**	**50.2**	**52.1**	**53.9**	**72.9**	**76.0**	**92.9**	**210.3**	**179.1**	**295.6**	**322.8**
매출액	**35.0**	**38.5**	**38.7**	**36.3**	**39.2**	**48.0**	**63.0**	**70.6**	**188.4**	**148.5**	**220.9**	**325.0**
매출원가	30.8	34.2	30.9	28.9	30.4	32.0	47.5	52.5	169.3	124.8	162.4	232.8
매출원가율(%)	87.9	88.8	80.0	79.6	77.5	66.6	75.4	74.3	89.9	84.0	73.5	71.6
판관비	4.1	3.4	5.5	3.4	3.8	4.6	4.2	4.3	21.8	16.5	17.0	16.8
영업이익	**0.1**	**0.9**	**2.2**	**4.0**	**5.0**	**11.4**	**11.3**	**13.8**	**-2.7**	**7.2**	**41.6**	**75.4**
영업이익률(%)	**0.3**	**2.4**	**5.8**	**10.9**	**12.7**	**23.7**	**18.0**	**19.6**	**-1.4**	**4.9**	**18.8**	**23.2**
영업외손익(금융손익)	2.8	0.2	4.4	0.4	2.8	2.6	0.5	0.5	-4.8	7.8	6.4	2.5
기타영업외손익	0.1	0.0	0.0	0.3	0.3	1.2	0.1	0.1	0.2	0.5	1.7	0.9
세전이익	3.0	1.2	6.6	4.6	8.1	15.2	11.9	14.5	-7.3	15.5	49.6	78.8
법인세비용	0.5	0.4	1.4	1.1	1.4	3.5	3.0	3.6	-2.5	3.5	11.5	19.7
당기순이익	**2.5**	**0.9**	**5.2**	**3.5**	**6.7**	**11.6**	**8.9**	**10.9**	**-4.8**	**12.0**	**38.1**	**59.1**

자료: 태광, 메리츠증권 리서치센터

태광 (023160)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**188.4**	**148.5**	**220.9**	**325.0**	**312.4**
매출액증가율 (%)	-0.7	-21.2	48.7	47.1	-3.9
매출원가	169.3	124.8	162.4	232.8	218.7
매출총이익	19.1	23.7	58.5	92.2	93.7
판매관리비	21.8	16.5	17.0	16.8	16.9
영업이익	**-2.7**	**7.2**	**41.6**	**75.4**	**76.8**
영업이익률	-1.4	4.9	18.8	23.2	24.6
금융손익	-4.8	7.8	6.4	2.5	3.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	0.5	1.7	0.9	1.1
세전계속사업이익	-7.3	15.5	49.6	78.8	81.4
법인세비용	-2.5	3.5	11.5	19.7	20.4
당기순이익	**-4.8**	**12.0**	**38.1**	**59.1**	**61.1**
지배주주지분 순이익	-4.8	12.0	38.1	59.1	61.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	260.2	216.3	244.9	301.4	359.9
현금및현금성자산	53.2	37.5	60.1	116.7	175.1
매출채권	50.4	43.7	43.7	43.7	43.7
재고자산	133.1	120.0	120.0	120.0	120.0
비유동자산	198.9	246.5	252.9	252.9	252.9
유형자산	145.0	139.7	139.1	139.3	139.5
무형자산	1.3	1.7	1.6	1.5	1.3
투자자산	47.4	98.0	102.1	102.1	102.1
자산총계	**459.1**	**462.7**	**497.8**	**554.3**	**612.8**
유동부채	28.6	21.8	21.8	21.8	21.8
매입채무	4.7	6.6	6.6	6.6	6.6
단기차입금	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	8.4	7.4	7.4	7.4	7.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**37.0**	**29.2**	**29.2**	**29.2**	**29.2**
자본금	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3
자본잉여금	34.4	34.4	34.4	34.4	34.4
기타포괄이익누계액	-3.9	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5
이익잉여금	389.5	398.6	433.7	490.2	548.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**422.1**	**433.5**	**468.6**	**525.1**	**583.6**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**48.1**	**36.0**	**41.6**	**65.1**	**67.0**
당기순이익(손실)	-4.8	12.0	38.1	59.1	61.1
유형자산상각비	6.4	6.2	5.7	5.8	5.9
무형자산상각비	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	42.7	15.3	-2.7	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**-12.3**	**-39.9**	**-16.3**	**-6.0**	**-6.0**
유형자산의증가(CAPEX)	-13.5	-0.9	-4.9	-6.0	-6.0
투자자산의감소(증가)	4.0	-50.6	-4.1	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**6.9**	**-11.8**	**-2.8**	**-2.6**	**-2.6**
차입금의 증감	9.9	-9.9	-0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	42.0	-15.8	22.7	56.5	58.5
기초현금	11.2	53.2	37.5	60.2	116.7
기말현금	53.2	37.5	60.2	116.7	175.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	7,110	5,604	8,335	12,263	11,787
EPS(지배주주)	-179	452	1,439	2,231	2,304
CFPS	387	708	1,777	3,104	3,167
EBITDAPS	140	509	1,788	3,070	3,125
BPS	15,928	16,359	17,682	19,816	22,022
DPS	50	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	-42.7	24.0	11.4	7.4	7.1
PCR	19.8	15.3	9.2	5.3	5.2
PSR	1.1	1.9	2.0	1.3	1.4
PBR	0.5	0.7	0.9	0.8	0.7
EBITDA	3.7	13.5	47.4	81.3	82.8
EV/EBITDA	40.3	17.7	7.5	3.7	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.1	2.8	8.5	11.9	11.0
EBITDA 이익률	2.0	9.1	21.4	25.0	26.5
부채비율	8.8	6.7	6.2	5.6	5.0
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	-20.8	35.4	381.2	1,111.1	1,132.5
매출채권회전율(x)	3.1	3.2	5.1	7.4	7.2
재고자산회전율(x)	1.3	1.2	1.8	2.7	2.6

성광벤드 (014620) 에너지안보 위기 → 피팅 수요인 이유

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

Buy

적정주가 (12개월)	**20,000원**
현재주가 (11월 1일)	**14,500원**
상승여력	**37.9%**
KOSDAQ	700.05pt
시가총액	4,147억원
발행주식수	2,860만주
유동주식비율	61.79%
외국인비중	7.56%
52주 최고/최저가	17,500원/7,530원
평균거래대금	136.8억원
주요주주(%)	
안재일 외 4 인	35.83
국민연금공단	6.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.0	49.3	60.8
상대주가	-4.9	93.0	129.3

주가그래프

미국의 에너지 안보 위기 → 피팅업계 기회로

- 에너지의 원활환 수급과 친환경 패러다임 전환을 위한 세수 마련
  - 두 마리 토끼를 취할 수 있는 선택지 Oil
- 미국이 친환경 에너지 패권국의 지위를 확보하기 위한 교두보
  - LNG 3파전 상황에서 앞서가기 위한 Gas
- E&P시장의 큰 손인 미국의 E&P 개발 복귀 선언의 파급 효과로 수주 기대감은 상승하고, 공급자(피팅업체) 중심 시장은 고착화 될 개연성

2023년 본사+화진피에프 예상 수주액 3,160 억원(+3.5% YoY), 적정주가 20,000원 유지

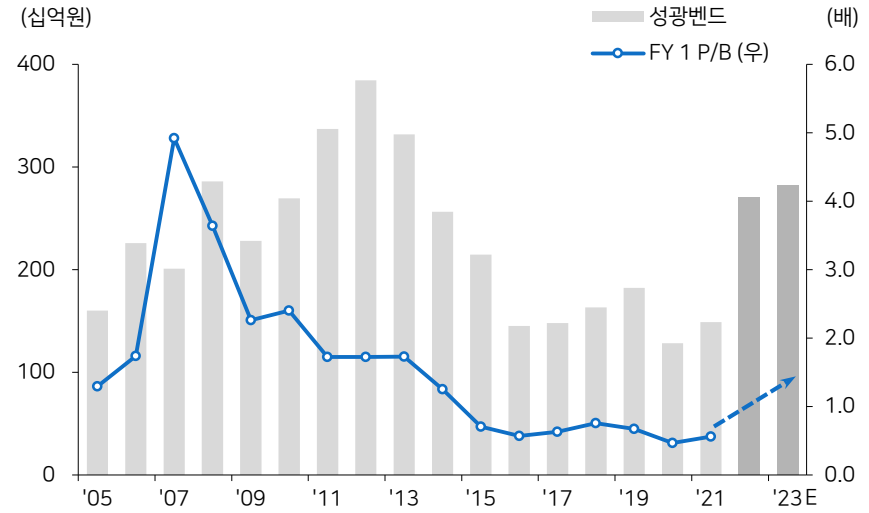
- 별도기준 2023년 ROE +9.3%, 적정 멀티플 1.1배를 통한 적정주가 20,000원 도출
- 2022년말 순현금 806억원, 2023년말 순현금 1,239억원 예상하며 유동성 우려는 제로
- 지분 증여에 따라 부각됐던 오버행 이슈는 소멸. 9월 26일자 공시로 잔여 지분에 대한 전략 매각 확인

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	168.2	4.3	2.8	98	-70.2	15,141	74.8	0.5	19.2	0.6	7.7
2021	117.2	-7.0	-2.0	-71	-172.2	15,017	-113.2	0.5	-48.9	-0.5	8.3
2022E	229.2	31.7	33.0	1,155	-1,737.7	16,073	12.0	0.9	9.1	7.4	7.7
2023E	278.0	53.9	44.9	1,570	35.9	17,545	8.9	0.8	4.8	9.3	7.1
2024E	269.5	55.9	48.5	1,695	8.0	19,143	8.2	0.7	3.8	9.2	6.5

성광벤드 멀티플 리레이팅 가능성

- 2023년 예상 수주액은 3,160억원(본사는 2,825억원) 전망
  별도 매출액 2,780억원(+21.3% YoY), 영업이익 539억원(+70.0% YoY), 순이익 449억원(+35.9% YoY)
- 2023년 ROE +9.3%, Implied PBR 밸류에이션을 통한 적정 멀티플 1.1배 도출
- 경쟁사와 동일한 주가 흐름
  - 멀티플 리레이팅의 가능성 속에서 바스켓 매수 의견 주장하는 이유

성광벤드의 피팅제품 수주액 추이와 멀티플 상승 기대감



자료: 메리츠증권 리서치센터

성광벤드(별도) 12개월 선행 PBR 밴드차트

자료: 메리츠증권 리서치센터

성광벤드 사업부별 실적 테이블 (별도)

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
원/달러 환율	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,205.0	1,259.6	1,338.0	1,420.0	1,180.1	1,141.4	1,305.6	1,367.5
수주액	**27.2**	**30.1**	**48.7**	**42.9**	**71.2**	**70.9**	**58.2**	**71.1**	**128.5**	**148.9**	**271.3**	**282.5**
매출액	**32.7**	**31.5**	**26.5**	**26.5**	**39.3**	**59.9**	**65.4**	**64.6**	**168.2**	**117.2**	**229.2**	**278.0**
매출원가	28.0	28.0	23.9	25.3	29.9	44.5	49.3	48.0	142.1	105.2	171.7	199.0
매출원가율(%)	85.7	88.9	90.3	95.3	76.1	74.4	75.4	74.3	84.5	89.8	74.9	71.6
판관비	4.6	3.9	5.1	5.2	6.6	7.5	5.7	6.0	21.8	19.0	25.7	25.1
영업이익	**0.1**	**-0.4**	**-2.6**	**-4.0**	**2.8**	**7.9**	**10.4**	**10.6**	**4.3**	**-6.9**	**31.7**	**53.9**
영업이익률(%)	**0.2**	**-1.3**	**-9.8**	**-15.1**	**7.2**	**13.1**	**15.9**	**16.4**	**2.5**	**-5.9**	**13.8**	**19.4**
영업외손익(금융손익)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.7	0.7	1.0	1.6
기타영업외손익	1.2	0.4	2.0	0.3	5.1	3.4	0.9	0.8	-1.7	3.9	10.3	4.4
세전이익	1.4	0.1	-0.4	-3.5	8.1	11.5	11.6	11.8	3.3	-2.4	43.0	59.9
법인세비용	0.4	0.1	0.0	-0.8	1.5	2.6	2.9	2.9	0.5	-0.3	9.9	15.0
당기순이익	**1.0**	**0.1**	**-0.3**	**-2.7**	**6.6**	**8.9**	**8.7**	**8.8**	**2.8**	**-2.0**	**33.0**	**44.9**

자료: 성광벤드, 메리츠증권 리서치센터

성광벤드 (014620)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**168.2**	**117.2**	**229.2**	**278.0**	**269.5**
매출액증가율 (%)	-10.9	-30.3	95.6	21.3	-3.0
매출원가	142.1	105.2	171.7	199.0	188.7
매출총이익	26.1	12.0	57.4	79.0	80.9
판매관리비	21.9	19.0	25.8	25.1	25.0
영업이익	**4.3**	**-7.0**	**31.7**	**53.9**	**55.9**
영업이익률	2.5	-5.9	13.8	19.4	20.7
금융손익	0.7	0.7	1.0	1.6	2.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.7	3.9	10.3	4.4	6.4
세전계속사업이익	3.3	-2.4	43.0	59.9	64.6
법인세비용	0.5	-0.3	9.9	15.0	16.2
당기순이익	**2.8**	**-2.0**	**33.0**	**44.9**	**48.5**
지배주주지분 순이익	2.8	-2.0	33.0	44.9	48.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	234.7	211.0	242.7	286.1	332.9
현금및현금성자산	31.9	33.0	64.7	108.1	154.9
매출채권	39.2	24.3	24.3	24.3	24.3
재고자산	121.8	125.5	125.5	125.5	125.5
비유동자산	231.9	254.1	252.5	251.3	250.2
유형자산	202.8	203.5	202.2	200.9	199.8
무형자산	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
투자자산	26.4	48.0	48.4	48.4	48.4
자산총계	**466.6**	**465.1**	**495.2**	**537.4**	**583.1**
유동부채	16.0	21.0	21.0	21.0	21.0
매입채무	9.8	12.3	12.3	12.3	12.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	17.6	14.6	14.6	14.6	14.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**33.6**	**35.6**	**35.6**	**35.6**	**35.6**
자본금	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3
자본잉여금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	424.7	421.1	451.3	493.4	539.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**433.0**	**429.5**	**459.7**	**501.8**	**547.5**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**0.2**	**10.7**	**26.4**	**48.1**	**51.6**
당기순이익(손실)	2.8	-2.0	33.0	44.9	48.5
유형자산상각비	3.3	3.3	3.3	3.2	3.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-10.1	9.6	-8.7	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**-5.4**	**-7.5**	**6.7**	**-2.0**	**-2.0**
유형자산의증가(CAPEX)	-0.8	-3.3	-1.1	-2.0	-2.0
투자자산의감소(증가)	4.9	-21.6	-0.4	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**-3.3**	**-3.1**	**-3.0**	**-2.8**	**-2.8**
차입금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-9.2	1.1	31.7	43.3	46.8
기초현금	41.2	31.9	33.0	64.8	108.1
기말현금	31.9	33.0	64.8	108.1	154.9

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	5,880	4,097	8,013	9,719	9,424
EPS(지배주주)	98	-71	1,155	1,570	1,695
CFPS	365	41	1,385	2,149	2,288
EBITDAPS	265	-128	1,223	1,997	2,063
BPS	15,141	15,017	16,073	17,545	19,143
DPS	100	100	100	100	100
배당수익률(%)	1.4	1.3	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	74.8	-113.2	12.0	8.9	8.2
PCR	20.0	193.7	10.0	6.5	6.1
PSR	1.2	1.9	1.7	1.4	1.5
PBR	0.5	0.5	0.9	0.8	0.7
EBITDA	7.6	-3.7	35.0	57.1	59.0
EV/EBITDA	19.2	-48.9	9.1	4.8	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.6	-0.5	7.4	9.3	9.2
EBITDA 이익률	4.5	-3.1	15.3	20.5	21.9
부채비율	7.7	8.3	7.7	7.1	6.5
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	954.1	-1,804.0	2,632.0	11,140.4	11,549.3
매출채권회전율(x)	4.3	3.7	9.5	11.5	11.1
재고자산회전율(x)	1.4	0.9	1.8	2.2	2.1

하이록코리아 (013030) 다양한 파이프라인, 커지는 수주 기대감

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

Buy

적정주가 (12개월)	32,000원
현재주가 (11월 1일)	21,450원
상승여력	49.2%
KOSDAQ	700.05pt
시가총액	2,920억원
발행주식수	1,361만주
유동주식비율	52.64%
외국인비중	15.42%
52주 최고/최저가	25,750원/15,100원
평균거래대금	43.5억원
주요주주(%)	
문휴건 외 7 인	41.80
베어링자산운용 외 2 인	9.65

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.1	14.1	12.0
상대주가	-1.9	47.5	59.8

주가그래프

전방 산업이 다양한 장점 부각

- 폴란드 원전 수출에서 피팅업체의 역할 부각
  - 한국수력원자력이 LOI(Letter Of Intent) 체결한 폴란드 원전 수출 규모는 15조원을 상회할 전망
  - 국내 EPC업체 시공 시 피팅물량을 국내 업체들이 독식할 개연성 높음
  - 유럽의 친환경 에너지 전환에서 피팅 업체의 역할을 강조하는 이벤트
- 삼성전자 등 주요 반도체 투자 확대도 낙수효과를 기대하는 부분
  - 2022년 4분기 삼성전자의 21.5조원 설비투자 계획은 P3 공장 CAPA 확장을 의미
  - 기존 주요 고객이었던 삼성전자의 확충 의지는 하이록코리아에 대한 낙수효과로 이어질 개연성

2023년 예상 수주액 2,231 억원(+11.7% YoY), 적정주가 32,000원 유지

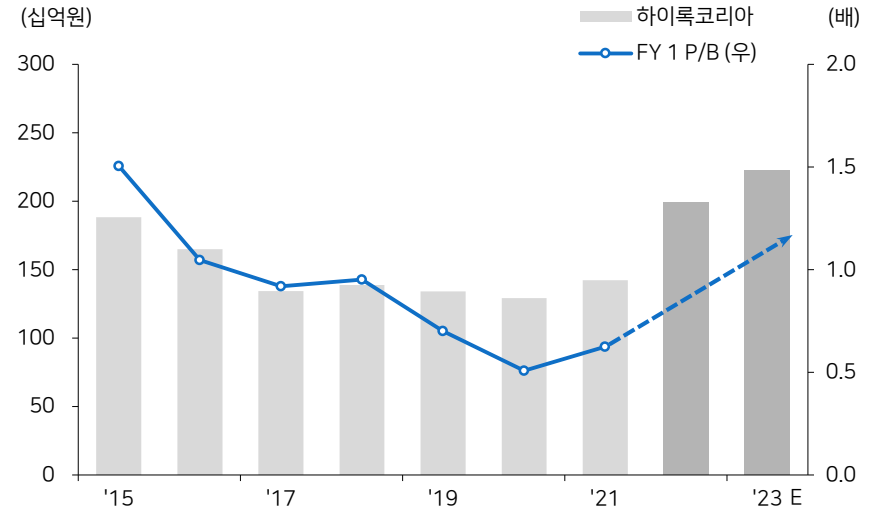
- 2022년 하반기부터 수주 업사이클 본격화, 2023년 수주 증가세 강화 예상
- 별도기준 2023년 ROE +10.8%, 적정 멀티플 1.1배를 통한 적정주가 32,000원 도출
- 2022년말 순현금 1,962억원, 2023년말 순현금 2,274억원 예상하며 유동성 우려는 제로

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	130.1	12.8	10.1	740	-22.4	23,924	18.2	0.6	2.0	3.1	9.5
2021	139.5	18.9	19.3	1,415	91.4	24,954	11.8	0.7	2.5	5.8	8.9
2022E	177.9	37.1	31.5	2,312	63.4	27,004	8.9	0.8	2.3	8.9	8.2
2023E	218.9	54.1	41.6	3,055	32.2	29,586	6.8	0.7	1.0	10.8	7.5
2024E	212.5	53.7	40.9	3,007	-1.6	32,121	6.9	0.6	0.4	9.7	6.9

하이록코리아 멀티플 리레이팅 가능성

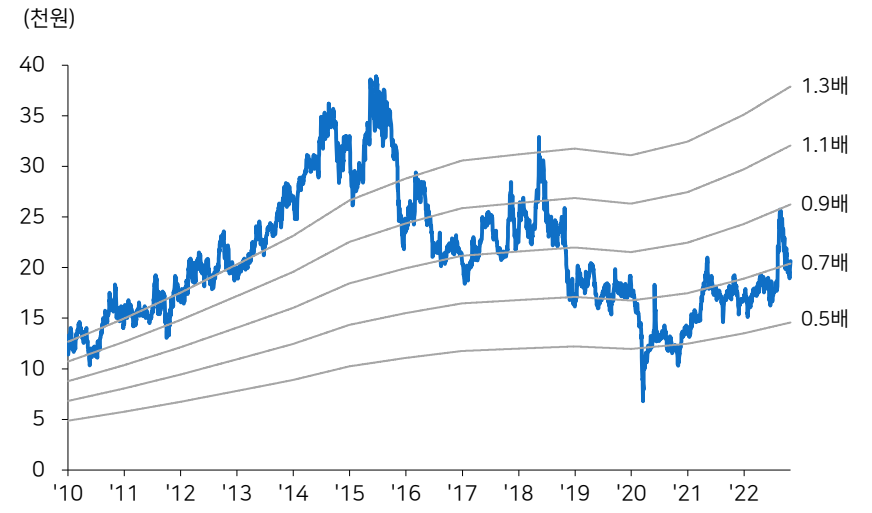
- 2023년 예상 수주액은 2,231억원(+11.7% YoY)
  별도 매출액 2,189 억원(+23.0% YoY), 영업이익 541억원(+45.7% YoY), 순이익 416억원(+32.2% YoY)
- 2023년 ROE +10.8%, Implied PBR 밸류에이션을 통한 적정 멀티플 1.1배 도출
- 계장용피팅업체 특성 상 비교우위의 수익성에 근거하여
  - 10년간의 시황 부침 속에서도 PBR 1.1배를 돌파하며 리레이팅을 경험한 바 있음

하이록코리아의 피팅제품 수주액 추이와 멀티플 상승 기대감



자료: 메리츠증권 리서치센터

하이록코리아(별도) Implied PBR



자료: 메리츠증권 리서치센터

하이록코리아 사업부별 실적 테이블 (별도)

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
원/달러 환율	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,205.0	1,259.6	1,338.0	1,420.0	1,180.1	1,141.4	1,305.6	1,367.5
수주액	**31.8**	**37.6**	**34.9**	**38.1**	**44.0**	**59.0**	**43.6**	**53.3**	**129.3**	**142.4**	**199.8**	**223.1**
매출액	**34.3**	**37.3**	**33.2**	**34.7**	**30.7**	**47.3**	**48.3**	**51.5**	**130.1**	**139.5**	**177.9**	**218.9**
매출원가	25.8	28.3	24.3	26.1	21.8	34.1	33.8	35.8	102.3	104.4	125.5	149.3
매출원가율(%)	75.1	75.8	73.1	75.4	70.9	72.1	70.0	69.5	78.6	74.9	70.6	68.2
판관비	4.1	4.7	2.8	4.5	4.0	3.6	3.9	3.8	15.0	16.1	15.3	15.5
영업이익	**4.5**	**4.3**	**6.2**	**4.0**	**4.9**	**9.6**	**10.6**	**12.0**	**12.8**	**18.9**	**37.1**	**54.1**
영업이익률(%)	**13.0**	**11.5**	**18.5**	**11.5**	**16.1**	**20.3**	**21.9**	**23.2**	**9.8**	**13.6**	**20.9**	**24.7**
영업외손익(금융손익)	2.2	0.4	2.2	1.6	1.5	2.8	0.0	0.0	-2.6	6.4	4.3	0.0
기타영업외손익	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1	3.1	0.4	0.8	1.4
세전이익	6.6	4.9	8.6	5.7	6.5	12.7	10.8	12.1	13.3	25.7	42.2	55.5
법인세비용	1.5	1.6	2.2	1.2	1.7	3.3	2.7	3.0	3.3	6.4	10.7	13.9
당기순이익	**5.1**	**3.3**	**6.4**	**4.4**	**4.8**	**9.4**	**8.1**	**9.1**	**10.1**	**19.3**	**31.5**	**41.6**

자료: 하이록코리아, 메리츠증권 리서치센터

하이록코리아(013030)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**130.1**	**139.5**	**177.9**	**218.9**	**212.5**
매출액증가율(%)	-2.3	7.2	27.5	23.0	-2.9
매출원가	102.3	104.4	125.5	149.3	143.4
매출총이익	27.8	35.0	52.4	69.5	69.1
판매관리비	15.0	16.1	15.3	15.5	15.4
영업이익	**12.8**	**18.9**	**37.1**	**54.1**	**53.7**
영업이익률	9.8	13.6	20.9	24.7	25.2
금융손익	-2.6	6.4	4.3	0.0	0.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.1	0.4	0.8	1.4	0.9
세전계속사업이익	13.3	25.7	42.2	55.5	54.6
법인세비용	3.3	6.5	10.7	13.9	13.6
당기순이익	**10.1**	**19.3**	**31.5**	**41.6**	**40.9**
지배주주지분 순이익	10.1	19.3	31.5	41.6	40.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	254.3	269.3	296.0	327.1	357.6
현금및현금성자산	33.6	60.9	87.6	118.8	149.3
매출채권	40.2	40.8	40.8	40.8	40.8
재고자산	64.5	57.8	57.8	57.8	57.8
비유동자산	102.2	100.6	101.8	105.8	109.8
유형자산	71.5	70.1	71.9	75.9	79.9
무형자산	6.1	6.4	6.4	6.4	6.4
투자자산	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
자산총계	**356.5**	**369.8**	**397.8**	**432.9**	**467.4**
유동부채	18.9	19.8	19.8	19.8	19.8
매입채무	5.9	4.9	4.9	4.9	4.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	11.9	10.4	10.4	10.4	10.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**30.8**	**30.1**	**30.1**	**30.1**	**30.1**
자본금	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	305.0	319.0	346.9	382.1	416.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**325.7**	**339.7**	**367.6**	**402.8**	**437.3**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**20.8**	**28.1**	**36.4**	**41.6**	**40.9**
당기순이익(손실)	10.1	19.3	31.5	41.6	40.9
유형자산상각비	4.7	4.5	0.0	0.0	0.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	1.2	0.7	13.2	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**10.5**	**4.7**	**-3.9**	**-4.0**	**-4.0**
유형자산의증가(CAPEX)	-1.8	-2.8	-4.0	-4.0	-4.0
투자자산의감소(증가)	12.3	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**-16.7**	**-6.4**	**-6.4**	**-6.4**	**-6.4**
차입금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	13.3	27.4	26.7	31.2	30.5
기초현금	20.3	33.6	60.9	87.6	118.8
기말현금	33.6	60.9	87.6	118.8	149.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	9,558	10,246	13,066	16,077	15,608
EPS(지배주주)	740	1,415	2,312	3,055	3,007
CFPS	1,594	2,178	2,437	4,073	4,009
EBITDAPS	1,285	1,721	2,726	3,971	3,941
BPS	23,924	24,954	27,004	29,586	32,121
DPS	500	500	500	500	500
배당수익률(%)	3.7	3.0	2.4	2.4	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	18.2	11.8	8.9	6.8	6.9
PCR	8.4	7.7	8.5	5.1	5.2
PSR	1.4	1.6	1.6	1.3	1.3
PBR	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6
EBITDA	17.5	23.4	37.1	54.1	53.7
EV/EBITDA	2.0	2.5	2.3	1.0	0.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.1	5.8	8.9	10.8	9.7
EBITDA 이익률	13.4	16.8	20.9	24.7	25.2
부채비율	9.5	8.9	8.2	7.5	6.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)	3.0	3.4	4.4	5.4	5.2
재고자산회전율(x)	2.1	2.3	3.1	3.8	3.7

팬오션 (028670) 바닥을 짚고, 올라 갈 기회를 엿보다

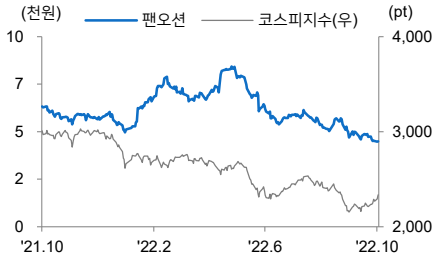
Analyst 배기연 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	7,000원
현재주가 (11월 1일)	4,320원
상승여력	62.0%
KOSDAQ	2,335.22pt
시가총액	23,093억원
발행주식수	53,457만주
유동주식비율	45.21%
외국인비중	16.67%
52주 최고/최저가	8,090원/4,300원
평균거래대금	141.0억원
주요주주(%)	
하림지주 외 11 인	54.77
국민연금공단	7.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.0	-35.1	-28.9
상대주가	-11.4	-25.1	-9.4

주가그래프



시황 지표(BDI)와 심리지표(PBR) 모두 바닥

- 2022년 8월 기록한 BDI(건화물선운임지수) 965p는 벌크해운 시황의 저점을 시사
- 주요 벌크 화물인 1) 철광석 물동량 증감률은 중국발 철강 감산 기저효과(base)효과로 횡보
  2) 석탄은 중국 및 인도의 석탄 발전 의존도 증가, 교역항로 왜곡으로 증가
  → 2023년 예상 BDI 1,616p는 저점을 거친 벌크 해운 시황 및 주가의 회복 가능성을 시사
- 2023년 영업이익 6,201억원(-22.6% YoY), 영업이익률 +10.6%(-1.8%p YoY)
  - 벌크선 사업부의 영업이익 5,343억원(-14.4% YoY), 영업이익률 +12.1%(-0.8%p YoY)

2023년 적정 PBR 0.8배를 적용한 적정주가 7,000원으로 하향

- 2023년 ROE 8.4%를 예상. Implied PBR 밸류에이션을 통해 도출한 적정 멀티플 0.8배를 적용
- 적정 멀티플 0.8배는 과거 12개월 선행 PBR의 박스권 0.8~1.0배에도 부합
- 2023년 예상 BPS는 9,184원으로 적정주가 7,000원 제시

(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	6,487.0	801.4	668.8	1,251	21.8	8,536	3.5	0.5	4.0	16.4	69.9
2023E	5,852.7	620.1	400.1	748	-40.2	9,184	5.8	0.5	3.6	8.4	60.1
2024E	5,682.3	592.9	389.9	729	-2.5	9,813	5.9	0.4	3.3	7.7	54.2

팬오션 밸류에이션

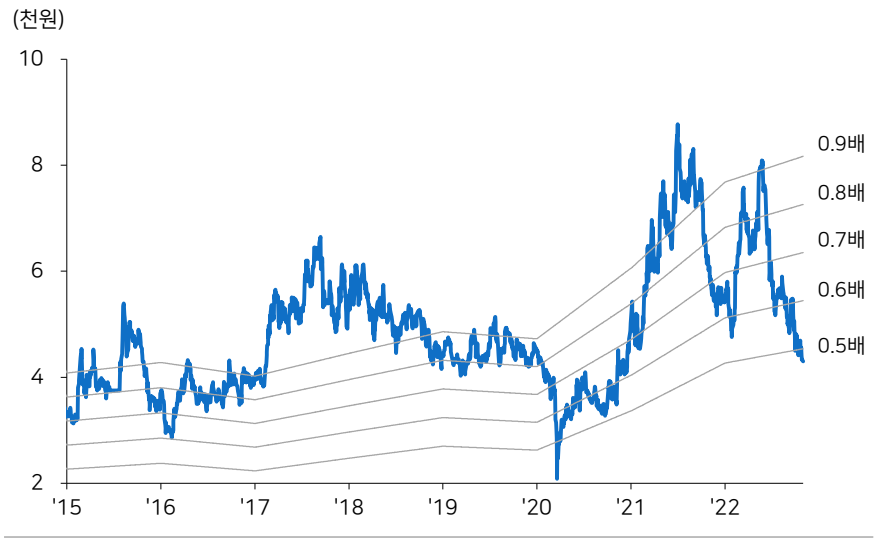
- 2023년 예상 BDI 1,616p 하 실적 전망
  매출액 5조 8,527억원(-9.8% YoY), 영업이익 6,201억원(-22.6% YoY), 순이익 4,001억원(-40.2% YoY)
- 2023년 ROE +8.4%, Implied PBR 밸류에이션을 통한 적정 멀티플 0.8배 도출
- 12개월 선행 PBR은 0.8배 ~ 1.0배 사이 박스권 개연성
  - 변동의 원인은 주요 벌크화물인 철광석과 석탄에 대한 계절적 수요에 기인한다고 판단

팬오션 Implied PBR Valuation

	2020	2021	2022E	2023E
COE(%)	6.4	7.8	10.6	11.2
RiskFree (%)	0.9	1.3	3.4	4.0
Risk Premium (%)	3.6	6.0	6.0	6.0
Beta (52주)	1.5	1.1	1.2	1.2
ROE (%)	3.3	17.2	16.4	8.4
BPS (원)	**5,250**	**6,728**	**8,536**	**9,184**
(ROE-g)/(COE-g) (배)	0.5	2.2	1.5	0.8
Target PBR (배)				0.8
적정주가 (원)				**7,000**

자료: 메리츠증권 리서치센터

팬오션 12개월 선행 PBR 밴드차트



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

팬오션 사업부별 실적 테이블

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
BDI(Index)	1,738.8	2,792.5	3,732.1	3,497.8	2,041.1	2,529.7	1,654.8	2,238.6	1,191.8	1,516.8	2,023.8	1,879.3	2,943.4	1,882.8	1,615.6
SCFI 추정치(Index)	2,780.1	3,259.2	4,289.1	4,691.6	4,850.8	4,211.0	3,279.3	2,275.5	2,021.5	1,769.7	1,517.9	1,266.1	3,755.0	3,654.2	1,643.8
VLCC 1년기간 용선료(천달러/일)	33.1	34.2	33.5	41.9	37.9	47.0	70.7	51.9	52.5	52.5	52.5	52.5	35.7	45.3	52.5
WTI(달러/배럴)	58.1	66.2	70.5	77.3	95.2	108.8	91.6	85.3	84.0	83.0	82.0	81.0	68.0	95.2	82.5
원/달러 환율	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,205.0	1,259.6	1,338.0	1,420.0	1,400.0	1,375.0	1,355.0	1,340.0	1,141.4	1,305.6	1,367.5
전사 매출액	**679.9**	**1,129.9**	**1,328.2**	**1,478.0**	**1,440.9**	**1,722.2**	**1,590.2**	**1,733.7**	**1,384.2**	**1,444.1**	**1,536.4**	**1,488.1**	**4,616.1**	**6,487.0**	**5,852.7**
벌크선_IR자료 기준	439.9	736.8	991.1	1,128.1	991.4	1,202.9	1,158.7	1,352.5	1,014.0	1,079.7	1,188.9	1,145.1	3,295.9	4,705.5	4,427.8
컨테이너선	74.0	80.2	88.3	110.8	125.7	131.5	94.1	80.0	65.1	52.1	42.3	35.9	353.3	431.2	195.3
탱커	26.6	30.7	36.9	46.0	51.2	67.5	101.5	74.5	75.3	75.3	75.3	75.3	140.2	294.7	301.4
LNG & 곡물사업	139.4	282.2	211.9	193.1	272.6	219.9	235.9	226.7	229.6	236.9	229.8	231.8	826.7	955.1	928.2
전사 영업이익	**48.9**	**112.0**	**191.3**	**220.7**	**169.1**	**238.8**	**182.4**	**211.1**	**135.1**	**148.1**	**174.0**	**162.8**	**572.9**	**801.4**	**620.1**
전사 영업이익률(%)	7.2	9.9	14.4	14.9	**11.7**	**13.9**	**11.5**	**12.2**	**9.8**	**10.3**	**11.3**	**10.9**	**12.4**	**12.4**	**10.6**
벌크선_IR자료 기준	35.6	100.9	177.7	200.4	124.2	178.4	139.0	182.4	110.2	126.1	153.7	144.4	514.6	624.0	534.3
영업이익률(%)	8.1	13.7	17.9	17.8	**12.5**	**14.8**	**12.0**	**13.5**	**10.9**	**11.7**	**13.0**	**12.6**	**14.4**	**12.9**	**12.1**
컨테이너선	15.1	16.5	14.3	24.3	33.7	39.8	22.2	13.1	9.5	6.6	4.6	3.3	70.2	108.7	24.0
영업이익률(%)	20.4	20.6	16.2	21.9	**26.8**	**30.3**	**23.6**	**16.4**	**14.5**	**12.7**	**10.9**	**9.1**	**19.9**	**25.2**	**12.3**
탱커	-2.3	-3.4	-1.9	-2.0	7.0	21.2	20.3	14.9	15.1	15.1	15.1	15.1	-9.6	63.4	60.3
영업이익률(%)	**-8.6**	**-11.1**	**-5.1**	**-4.3**	**13.7**	**31.4**	**20.0**	**20.0**	**20.0**	**20.0**	**20.0**	**20.0**	**-6.8**	**21.5**	**20.0**
세전이익	54.8	91.3	179.6	224.5	163.2	225.0	125.9	155.7	79.7	92.6	119.2	109.7	550.4	669.8	401.1
당기순이익	**54.6**	**91.1**	**179.0**	**224.6**	**162.9**	**224.8**	**125.6**	**155.4**	**79.4**	**92.4**	**118.9**	**109.4**	**549.3**	**668.8**	**400.1**
지배주주순이익	54.6	91.1	179.0	224.6	162.9	224.8	125.6	155.4	79.4	92.4	118.9	109.4	549.3	668.8	400.1

자료: 팬오션, 메리츠증권 리서치센터

팬오션 (028670)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**2,497.2**	**4,616.1**	**6,487.0**	**5,852.7**	**5,682.3**
매출액증가율 (%)	1.2	84.9	40.5	-9.8	-2.9
매출원가	2,193.2	3,950.4	5,600.9	5,130.4	4,958.5
매출총이익	303.9	665.7	886.1	722.4	723.7
판매관리비	78.7	92.8	84.6	102.2	130.8
영업이익	**225.2**	**573.0**	**801.4**	**620.1**	**592.9**
영업이익률	9.0	12.4	12.4	10.6	10.4
금융손익	-47.5	-29.9	-123.1	-191.6	-182.6
종속/관계기업손익	5.4	12.6	12.5	9.7	11.8
기타영업외손익	-91.2	-5.3	-21.1	-37.1	-31.1
세전계속사업이익	92.0	550.4	669.8	401.1	390.9
법인세비용	1.2	1.1	1.0	1.1	1.0
당기순이익	**90.7**	**549.3**	**668.8**	**400.1**	**389.9**
지배주주지분 순이익	92.5	549.3	668.8	400.1	389.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	662.5	1,358.7	1,869.7	2,030.9	2,294.9
현금및현금성자산	237.6	521.6	884.4	1,179.6	1,447.5
매출채권	149.2	249.2	292.3	250.9	249.7
재고자산	57.2	108.2	126.9	109.0	108.4
비유동자산	3,996.8	5,130.1	5,883.7	5,828.0	5,796.4
유형자산	3,873.1	4,963.3	5,646.2	5,614.5	5,584.5
무형자산	6.6	6.5	6.5	5.3	4.3
투자자산	100.4	147.2	181.3	158.5	157.8
자산총계	**4,659.3**	**6,488.8**	**7,753.3**	**7,858.9**	**8,091.3**
유동부채	604.3	1,149.4	1,190.5	953.7	849.7
매입채무	140.9	236.8	277.8	238.4	237.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	237.5	325.9	224.5	124.5	24.5
비유동부채	1,248.4	1,742.5	2,000.0	1,995.8	1,995.6
사채	116.3	121.1	0.0	0.0	0.0
장기차입금	75.7	126.0	1,743.8	1,743.8	1,743.8
부채총계	**1,852.7**	**2,891.9**	**3,190.4**	**2,949.4**	**2,845.3**
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	618.5	618.5	618.5
이익잉여금	328.7	851.3	1,465.4	1,812.0	2,148.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**2,806.7**	**3,596.8**	**4,562.9**	**4,909.5**	**5,246.0**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**470.5**	**767.7**	**1,121.3**	**738.6**	**701.6**
당기순이익(손실)	90.7	549.3	668.8	400.1	389.9
유형자산상각비	226.2	359.4	156.6	311.7	310.0
무형자산상각비	1.4	1.0	0.7	1.2	1.0
운전자본의 증감	53.6	-129.0	-6.9	25.7	0.7
투자활동 현금흐름	**-336.9**	**-351.2**	**-307.1**	**-255.4**	**-279.3**
유형자산의증가(CAPEX)	-289.5	-333.7	-283.1	-280.0	-280.0
투자자산의감소(증가)	-80.6	-34.1	-25.5	22.8	0.7
재무활동 현금흐름	**-139.0**	**-158.0**	**-495.1**	**-188.0**	**-154.5**
차입금의 증감	228.5	761.2	187.6	-134.5	-101.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-17.8	284.0	362.8	295.2	267.9
기초현금	255.3	237.6	521.6	884.4	1,179.6
기말현금	237.6	521.6	884.4	1,179.6	1,447.5

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	4,671	8,635	12,135	10,949	10,630
EPS(지배주주)	173	1,028	1,251	748	729
CFPS	869	1,772	2,345	1,694	1,655
EBITDAPS	847	1,746	1,793	1,745	1,691
BPS	5,250	6,729	8,536	9,184	9,813
DPS	50	100	100	100	100
배당수익률(%)	1.0	1.8	2.3	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	29.0	5.3	3.5	5.8	5.9
PCR	5.8	3.1	1.8	2.6	2.6
PSR	1.1	0.6	0.4	0.4	0.4
PBR	1.0	0.8	0.5	0.5	0.4
EBITDA	452.9	933.3	958.7	933.0	903.8
EV/EBITDA	8.6	4.9	4.0	3.6	3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.3	17.2	16.4	8.4	7.7
EBITDA 이익률	18.1	20.2	14.8	15.9	15.9
부채비율	66.0	80.4	69.9	60.1	54.2
금융비용부담률	1.6	0.9	1.5	3.3	3.2
이자보상배율(x)	5.5	13.1	8.1	3.2	3.2
매출채권회전율(x)	17.8	23.2	24.0	21.5	22.7
재고자산회전율(x)	40.8	55.8	55.2	49.6	52.3

HMM (011200) 파도가 빠지는 중

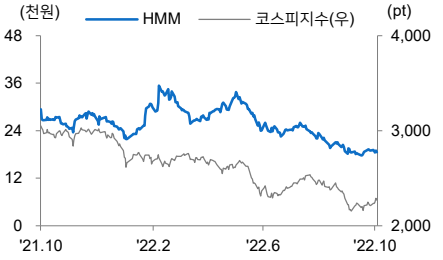
Analyst **배기연** 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	**22,000원**
현재주가 (11월 1일)	**19,000원**
상승여력	**15.8%**
KOSDAQ	2,335.22pt
시가총액	92,918억원
발행주식수	48,904만주
유동주식비율	79.26%
외국인비중	9.63%
52주 최고/최저가	35,400원/17,800원
평균거래대금	514.5억원
주요주주(%)	
한국산업은행	20.69
한국해양진흥공사	19.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.7	-33.1	-29.0
상대주가	-5.2	-22.8	-9.4

주가그래프



파도에 맞서기보다는 파도를 타는 것을 권고

- 기저(base)효과로 SCFI(컨테이너선운임지수)는 2021~22년 연 평균 3,654 ~ 3,755p에서 2023년 예상 운임 1,644p까지 눈높이가 낮아진 상황
- 1) 경기 둔화의 우려감 + 2) 시클리컬 업종 특징으로 주가에 대한 과도한 우려가 반영되는 구간
  - 2022년 10월 마지막 주 운임이 1,698p를 기록하며 2023년 예상 운임에 도달
- 2023 ~ 24년 컨테이너부문 영업의 특징은 두가지 요소가 서로 상쇄할 개연성
  - 1) 가격하락: 운임은 저점을 확인하며, 2) 물량 회복: 정체로 인해 낮아졌던 선대 회전율은 상승할 개연성

운임의 격변기가 지나간 자리. 국적선사의 펀더멘털은 유효하나 파도에 맞서기보다는 파도를 타기를 권고
2024년 PBR 0.7배 적용한 22,000원으로 적정주가 하향

- 2023~24년 예상순이익은 2.1 ~ 4.1조원으로 국적선사로서 이익 체력은 보전할 전망
- 2024년을 적정주가의 산정 시점으로 제시한 이유는, 전환가능 영구채로 인한 주식수 왜곡을 피하기 위함
- 2024년 ROE +7.9%, 적정 멀티플 0.7배를 적용한 적정주가 22,000원

(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	-120.6	5,164	36.2	2.7	6.5	8.9	455.1
2021	13,794.2	7,377.5	5,337.1	13,754	3,469.0	21,179	2.0	1.3	1.6	88.6	72.6
2022E	18,194.3	10,833.1	10,028.8	20,507	49.1	43,449	0.9	0.4	-0.1	63.5	33.1
2023E	12,033.0	5,611.5	4,121.4	7,836	-61.8	36,393	2.4	0.5	-0.3	17.8	18.8
2024E	9,771.3	3,370.9	2,055.8	2,744	-65.0	30,326	7.0	0.6	0.0	7.9	9.5

HMM 밸류에이션

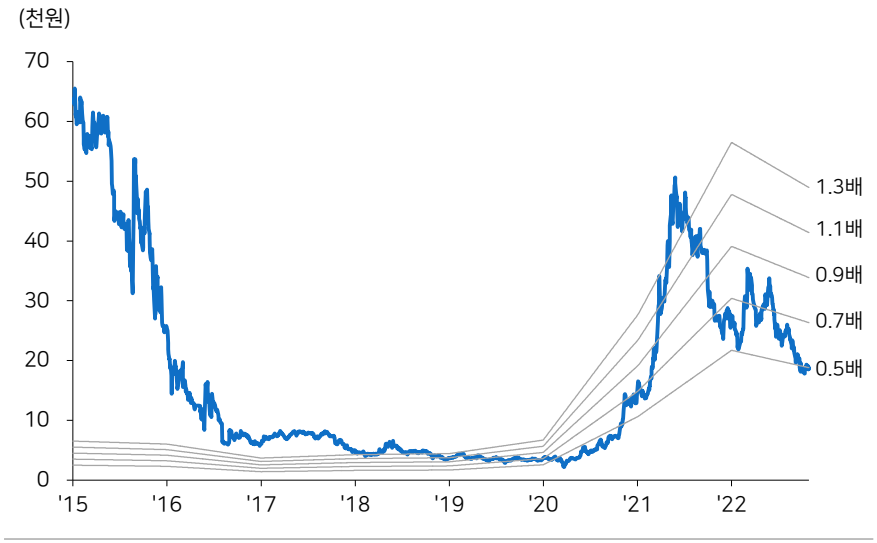
- 2023년 예상 SCFI 1,644p 하 실적 전망
  매출액 12조 330억원(-33.9% YoY), 영업이익 5조 6,114억원(-48.2% YoY),
  순이익 4조 1,214억원(-58.9% YoY)
- 2024년은 1) 운임의 하향을 2) 정체현상해소발 선대회전율 개선세가 상쇄할 개연성
  매출액은 -18.8%, 영업이익은 -39.9%, 순이익은 -50.1%
- 전환가능 영구채에 의한 왜곡을 피하기 위해 2024년 시점의 밸류에이션 적용
  - 2024년 ROE +7.9%, Implied PBR 밸류에이션을 통해 도출한 적정 멀티플 0.7배 적용

HMM Implied PBR Valuation

	2021	2022E	2023E	2024E
COE(%)	8.5	10.6	11.2	11.2
RiskFree (%)	1.3	3.4	4.0	4.0
Risk Premium (%)	6.0	6.0	6.0	6.0
Beta (52주)	1.2	1.2	1.2	1.2
ROE (%)	88.6	63.5	17.8	7.9
BPS (원)	**21,179**	**43,449**	**36,393**	**30,326**
(ROE-g)/(COE-g) (배)	10.4	6.0	1.6	0.7
Target PBR (배)				0.7
적정주가 (원)				**22,000**

자료: 메리츠증권 리서치센터

HMM 12개월 선행 PBR 밴드차트



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

HMM 사업부별 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
SCFI Index(p)	4,850.8	4,211.0	3,279.3	2,275.5	2,021.5	1,769.7	1,517.9	1,266.1	3,755.0	3,654.2	1,643.8	1,266.1
WTI(달러/배럴)	95.2	108.8	91.6	85.3	84.0	83.0	82.0	81.0	68.0	95.2	82.5	82.8
매출액	**4,918.7**	**5,034.0**	**4,435.4**	**3,806.3**	**3,862.2**	**3,178.6**	**2,680.2**	**2,312.0**	**13,794.1**	**18,194.3**	**12,033.0**	**9,771.3**
컨테이너	4,668.3	4,699.9	4,174.1	3,496.1	3,639.8	2,929.0	2,388.0	2,019.8	12,948.7	17,038.4	10,976.5	8,602.6
미주	2,012.0	2,147.4	1,350.1	1,140.3	1,216.9	979.3	798.4	675.3	5,477.3	6,649.9	3,669.9	2,905.6
유럽	1,437.8	1,382.0	1,954.2	1,626.6	1,605.9	1,292.3	1,053.6	891.1	4,195.4	6,400.7	4,842.8	3,651.7
벌크 및 기타	250.4	334.1	261.3	310.2	222.4	249.7	292.2	292.2	845.4	1,156.0	1,056.5	1,168.8
매출원가	**1,681.0**	**2,006.9**	**1,706.2**	**1,534.8**	**1,686.1**	**1,521.1**	**1,399.5**	**1,308.3**	**6,036.4**	**6,928.8**	**5,914.9**	**5,930.6**
항화물비	807.4	883.7	778.6	668.2	678.0	558.0	470.5	405.8	3,008.8	3,137.9	2,112.3	1,715.3
용선료(OPEX 비용도 포함)	440.7	556.2	445.7	439.2	433.8	429.2	424.4	419.6	1,552.8	1,881.9	1,707.0	1,678.2
연료비	259.1	365.0	270.9	216.4	216.2	175.9	146.5	124.8	821.7	1,111.3	663.4	539.0
감가상각비	126.2	147.1	147.1	147.1	294.2	294.2	294.2	294.2	459.2	567.4	1,176.6	1,764.9
기타	47.6	54.9	63.9	63.9	63.9	63.9	63.9	63.9	194.0	230.3	255.6	233.2
매출원가율(%)	**34.2**	**39.9**	**38.5**	**40.3**	**43.7**	**47.9**	**52.2**	**56.6**	**43.8**	**38.1**	**49.2**	**60.7**
판매비 및 관리비	89.1	90.1	126.6	126.6	126.6	126.6	126.6	126.6	380.2	432.4	506.6	469.9
영업이익	**3,148.6**	**2,937.1**	**2,602.5**	**2,144.8**	**2,049.4**	**1,530.9**	**1,154.1**	**877.0**	**7,377.5**	**10,833.0**	**5,611.4**	**3,370.9**
영업외손익(금융손익)	-29.8	20.0	-419.8	-406.4	-395.6	-387.2	-379.8	-373.2	-2,151.5	-836.0	-1,535.8	-1,423.8
세전이익	3,135.7	2,949.9	2,235.8	1,761.9	1,681.2	1,172.2	806.5	528.7	5,327.2	10,083.3	4,188.7	2,059.8
당기순이익	**3,131.7**	**2,933.1**	**2,219.0**	**1,745.0**	**1,664.4**	**1,155.4**	**789.7**	**511.9**	**5,337.2**	**10,028.9**	**4,121.4**	**2,055.8**

자료: HMM, 메리츠증권 리서치센터

HMM (011200)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**6,413.3**	**13,794.2**	**18,194.3**	**12,033.0**	**9,771.3**
매출액증가율 (%)	16.3	115.1	31.9	-33.9	-18.8
매출원가	5,128.8	6,036.4	6,928.8	5,914.9	5,930.6
매출총이익	1,284.4	7,757.7	11,265.5	6,118.0	3,840.8
판매관리비	303.7	380.2	432.4	506.6	469.9
영업이익	**980.8**	**7,377.5**	**10,833.1**	**5,611.5**	**3,370.9**
영업이익률	15.3	53.5	59.5	46.6	34.5
금융손익	-1,143.3	-2,151.5	-836.0	-1,535.8	-1,423.9
종속/관계기업손익	9.2	16.8	59.3	34.5	37.0
기타영업외손익	281.1	84.5	27.0	78.6	75.7
세전계속사업이익	127.8	5,327.2	10,083.3	4,188.7	2,059.8
법인세비용	3.8	-9.9	54.4	67.3	4.0
당기순이익	**124.0**	**5,337.2**	**10,028.9**	**4,121.4**	**2,055.8**
지배주주지분 순이익	123.9	5,337.1	10,028.8	4,121.4	2,055.8

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,237.2	8,768.0	18,237.3	16,109.9	12,329.9
현금및현금성자산	1,140.7	1,725.0	12,205.0	12,445.8	8,376.4
매출채권	623.2	1,232.1	1,055.5	641.1	691.8
재고자산	153.0	254.2	217.7	132.3	142.7
비유동자산	7,136.1	9,108.1	10,037.5	13,676.8	16,934.4
유형자산	2,299.9	3,200.6	3,658.5	7,481.9	10,717.0
무형자산	108.2	42.6	46.8	46.8	46.8
투자자산	604.7	734.1	647.9	463.9	486.3
자산총계	**9,373.4**	**17,876.1**	**28,274.8**	**29,786.7**	**29,264.3**
유동부채	2,880.7	2,524.7	2,282.3	1,311.0	1,003.1
매입채무	418.2	569.2	487.6	296.2	319.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	1,369.1	942.2	926.6	487.6	114.6
비유동부채	4,804.1	4,993.1	4,743.3	3,398.4	1,541.6
사채	384.7	192.6	111.7	51.7	6.7
장기차입금	677.3	247.9	148.6	49.6	1.6
부채총계	**7,684.8**	**7,517.8**	**7,025.5**	**4,709.4**	**2,544.7**
자본금	1,633.6	2,445.2	2,445.2	3,445.2	4,405.2
자본잉여금	1,567.4	4,425.3	4,425.3	4,425.3	4,425.3
기타포괄이익누계액	-266.3	109.7	1,300.3	1,300.3	1,300.3
이익잉여금	-4,443.9	780.6	10,480.9	14,308.9	15,951.2
비지배주주지분	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
자본총계	**1,688.6**	**10,358.3**	**21,249.3**	**25,077.3**	**26,719.6**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**1,408.6**	**7,505.0**	**10,989.5**	**5,525.8**	**3,792.9**
당기순이익(손실)	124.0	5,337.2	10,028.9	4,121.4	2,055.8
유형자산상각비	586.2	654.4	682.6	1,176.6	1,764.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-197.4	-541.3	258.6	227.7	-27.8
투자활동 현금흐름	**-2,034.2**	**-6,314.4**	**1,645.1**	**-3,216.0**	**-5,218.0**
유형자산의증가(CAPEX)	-1,829.7	-1,708.9	-537.1	-5,000.0	-5,000.0
투자자산의감소(증가)	-158.9	-129.4	86.2	184.1	-22.5
재무활동 현금흐름	**1,155.5**	**-718.2**	**-1,545.1**	**-2,068.9**	**-2,644.3**
차입금의 증감	1,476.5	-840.0	-261.9	-1,775.5	-2,230.8
자본의 증가	-0.3	3,669.5	0.0	1,000.0	960.0
현금의 증가(감소)	495.6	584.3	10,480.0	240.9	-4,069.4
기초현금	645.1	1,140.7	1,725.0	12,205.0	12,445.8
기말현금	1,140.7	1,725.0	12,205.0	12,445.8	8,376.4

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	19,938	35,549	37,204	22,877	13,045
EPS(지배주주)	385	13,754	20,507	7,836	2,744
CFPS	5,046	20,786	22,273	10,435	5,121
EBITDAPS	4,871	20,699	23,547	12,905	6,856
BPS	5,164	21,179	43,449	36,393	30,326
DPS	0	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.0	2.2	3.1	3.1	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	36.2	2.0	0.9	2.4	7.0
PCR	2.8	1.3	0.9	1.8	3.7
PSR	0.7	0.8	0.5	0.8	1.5
PBR	2.7	1.3	0.4	0.5	0.6
EBITDA	1,567.0	8,031.9	11,515.6	6,788.1	5,135.8
EV/EBITDA	6.5	1.6	-0.1	-0.3	0.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.9	88.6	63.5	17.8	7.9
EBITDA 이익률	24.4	58.2	63.3	56.4	52.6
부채비율	455.1	72.6	33.1	18.8	9.5
금융비용부담률	6.5	2.5	2.3	3.2	2.2
이자보상배율(x)	2.4	21.2	25.5	14.7	15.5
매출채권회전율(x)	11.5	14.9	15.9	14.2	14.7
재고자산회전율(x)	44.5	67.8	77.1	68.8	71.1

현대글로비스 (086280) 기다려지는 2023년 PCTC 재계약

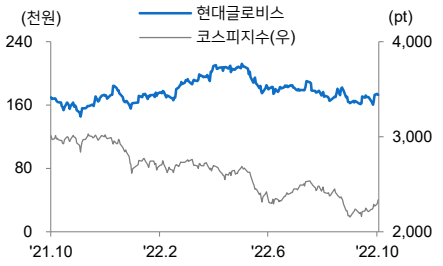
Analyst 배기연 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	250,000원
현재주가 (11월 1일)	173,000원
상승여력	44.5%
KOSDAQ	2,335.22pt
시가총액	64,875억원
발행주식수	3,750만주
유동주식비율	49.66%
외국인비중	46.62%
52주 최고/최저가	212,000원/145,500원
평균거래대금	173.8억원
주요주주(%)	
정의선 외 3 인	29.34
Den Norske Amerikalinje AS	11.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.5	-17.2	2.7
상대주가	-1.7	-4.5	31.0

주가그래프



2023년은 PCTC와 CKD 가 이끌며 영업이익 +7.6% 성장 전망

- 2022년 9월 기준 운임이 2년전 대비 746% 급등한 자동차운반선 시황으로, 2023년 계약 가격 상승 확실시
  - 해운사업부 매출액 4.7조원(-0.4%), 영업이익 4,826억원(+6.8%) 전망
- CKD의 원/달러 환율 상승에 따른 가격 수혜가 지속. 오토비즈 및 기타 유통은 낮은 비중에도 성장 중
  - 유통사업부 매출액 15.0조원(+13.2%), 영업이익 9,532억원(+15.8%) 전망
- 물류부문은 경기침체 우려를 소폭 반영
  - 매출액 9.2조원(-0.1%), 영업이익 5,339억원(-4.0%) 감소는 불가피

2023년 적정 PER 6.3배 적용한 적정주가 250,000원 하향

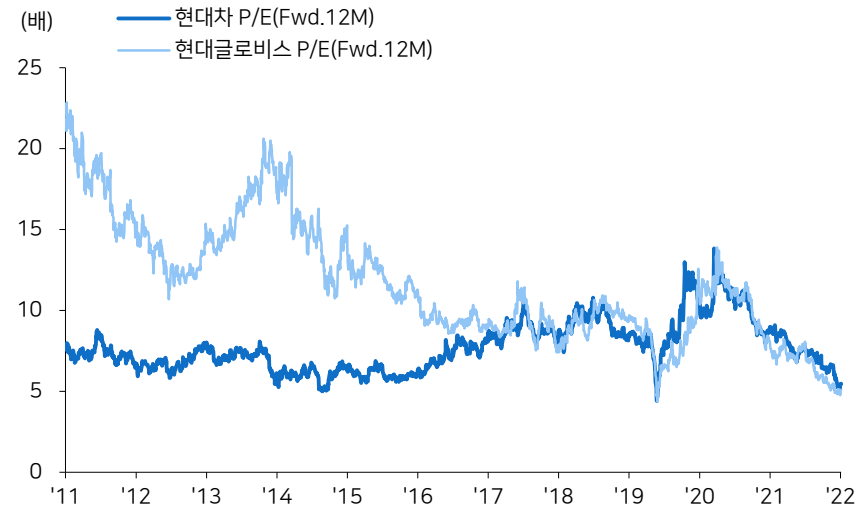
- 현대차 그룹 계열사와의 주가 동행성에 기인한 2023년 적정 멀티플 6.3배를 산정. 현대차 적정멀티플 10% 할인
- 2023년 예상 EPS는 39,215원으로 적정주가 250,000원 제시
- 현대글로비스의 12개월 선행 PER 밴드의 역사적 하단은 COVID-19 제외하고는 5.0배

(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	27,220.2	1,831.4	1,213.2	32,352	55.2	185,278	5.3	0.9	2.8	19.0	103.9
2023E	28,943.3	1,969.7	1,469.6	39,190	20.9	220,668	4.4	0.8	2.0	19.3	86.0
2024E	29,962.9	1,851.0	1,478.1	39,417	0.6	256,285	4.4	0.7	1.5	16.5	76.3

현대글로비스 밸류에이션

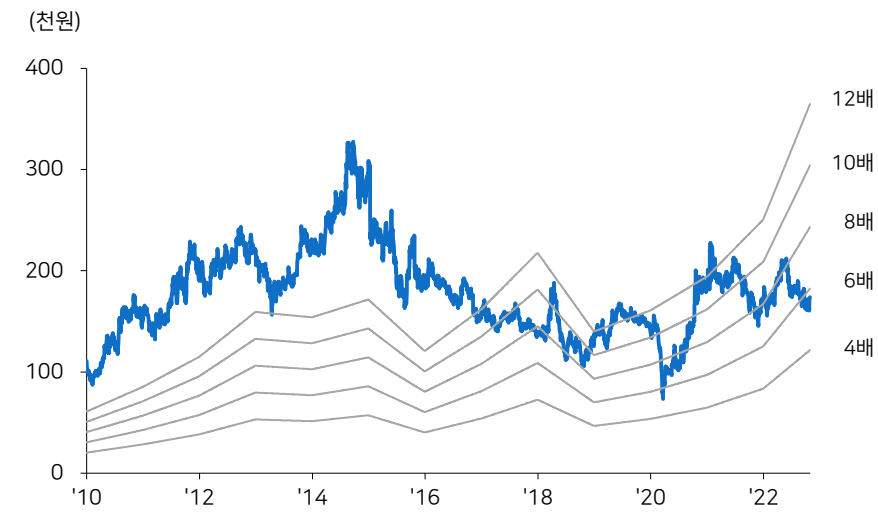
- 2023년 예상 매출액 28조 9,433억원(+6.3% YoY), 영업이익 1조 9,697억원(+7.6% YoY), 지배주주순이익 1조 4,705억원(+21.2% YoY)
- 1) 자동차운반선 시황 폭등으로 2023년 재계약 가격 기대감 고조
  - 2023년 해운사업부 영업이익률 +10.3%(+0.7%p) 예상
- 2) 달러화 노출 비중이 높은 유통사업부(CKD) 특성상 강달러 기조하에 CKD 물량 성장 없이 실적 개선 기대
- 현대차 그룹 계열사와의 주가 커플링 심화. 현대차 적정 멀티플대비 10% 할인

현대글로비스와 현대차 간 주가 커플링



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

현대글로비스 12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

현대글로비스 사업부별 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
소비자물가지수(Index)	105.4	107.5	108.8	106.2	108.8	108.7	111.2	109.0	100.0	102.5	107.0	109.4
PCTC 용선료(달러/일)	41,166.7	52,916.7	70,833.3	66,583.3	62,588.3	58,833.0	55,303.1	51,984.9	1,264.8	3,791.8	57,875.0	57,177.3
WTI(달러/배럴)	95.2	108.8	91.6	85.3	84.0	83.0	82.0	81.0	39.3	68.0	95.2	82.5
환율(원/달러)	1,205.0	1,259.6	1,338.0	1,420.0	1,400.0	1,375.0	1,355.0	1,340.0	1,180.1	1,141.4	1,305.6	1,367.5
매출액	**6,293.2**	**6,862.9**	**7,014.2**	**7,049.8**	**7,174.4**	**6,997.1**	**7,466.2**	**7,305.6**	**16,519.9**	**21,779.6**	**27,220.2**	**28,943.3**
물류 사업부	2,172.2	2,370.1	2,473.4	2,207.9	2,292.6	2,228.5	2,385.3	2,303.9	5,601.2	7,150.7	9,223.6	9,210.2
국내 물류 매출액	407.3	437.4	437.5	421.2	420.3	438.7	440.9	441.6	1,485.7	1,627.4	1,703.4	1,741.5
계열사 매출	264.7	288.7	286.6	272.5	273.0	288.3	286.6	289.1	984.7	1,073.0	1,112.5	1,137.0
현대차/기아 내수 판매량 합계(천대)	273.8	323.2	295.2	328.2	293.4	339.1	300.2	337.3	1,340.3	1,261.9	1,220.3	1,270.0
비계열사 매출	142.6	148.7	150.9	148.7	147.3	150.4	154.3	152.6	501.0	554.4	590.9	604.4
해외 물류 매출액	1,764.9	1,932.7	2,035.9	1,786.7	1,872.3	1,789.8	1,944.4	1,862.2	4,115.5	5,523.3	7,520.2	7,468.7
해외 공장 내수+수출 합계(천대)	782.8	830.6	836.0	825.3	821.7	773.1	858.2	892.0	2,474.4	2,925.7	3,274.7	3,345.0
영업이익률(%)	5.5	6.9	6.4	5.3	5.1	6.4	6.3	5.4	4.9	6.8	6.0	5.8
해운 사업부	1,054.8	1,113.6	1,244.8	1,290.2	1,161.5	1,154.1	1,166.7	1,201.9	2,414.9	3,341.8	4,703.4	4,684.1
PCTC	732.0	746.0	880.2	904.5	920.1	932.1	909.0	908.9	1,705.2	2,313.4	3,262.7	3,670.1
벌크	322.8	367.6	364.6	385.7	241.5	221.9	257.7	293.0	709.7	1,028.4	1,440.7	1,014.1
영업이익률(%)	12.2	8.4	9.0	9.1	11.8	10.8	9.8	8.8	3.9	5.7	9.6	10.3
유통 사업부	3,066.2	3,379.2	3,296.0	3,551.8	3,720.3	3,614.6	3,914.2	3,799.9	8,503.8	11,287.1	13,293.2	15,049.0
CKD(Complete Knock Down)	2,465.6	2,662.2	2,662.2	2,910.3	3,100.1	2,943.0	3,228.4	3,100.6	6,514.9	8,940.5	10,700.3	12,372.2
CKD 물량(천대)	620.9	660.8	646.8	636.2	650.1	613.9	673.2	697.8	1,951.9	2,290.3	2,564.7	2,635.0
오토비즈	191.3	212.0	204.3	212.7	221.2	232.9	246.4	260.4	503.1	733.2	820.3	960.9
기타 유통	409.3	505.0	429.5	428.8	398.9	438.7	439.4	438.9	1,485.8	1,613.4	1,772.6	1,715.9
영업이익률(%)	5.8	5.7	6.3	6.9	6.7	6.4	6.2	6.1	3.5	4.0	6.2	6.3
영업이익	**426.3**	**448.5**	**478.1**	**478.5**	**501.3**	**498.6**	**508.4**	**461.5**	**662.2**	**1,126.2**	**1,831.4**	**1,969.7**
영업이익률(%)	6.8	6.5	6.8	6.8	7.0	7.1	6.8	6.3	4.0	5.2	6.7	6.8
세전이익	371.3	428.1	345.8	517.5	488.2	487.5	483.0	518.2	766.5	985.2	1,662.7	1,976.9
당기순이익	**291.9**	**305.0**	**235.9**	**382.8**	**361.8**	**361.6**	**360.2**	**386.9**	**606.1**	**783.2**	**1,215.7**	**1,470.5**
지배주주순이익	292.2	304.1	234.4	382.8	361.8	361.6	360.2	386.9	606.2	782.9	1,213.5	1,470.5

지료: 현대글로비스, 메리츠증권 리서치센터

현대글로비스(086280)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**16,519.9**	**21,779.6**	**27,220.2**	**28,943.3**	**29,962.9**
매출액증가율 (%)	-9.6	31.8	25.0	6.3	3.5
매출원가	15,229.4	20,287.9	25,080.3	26,772.0	27,672.2
매출총이익	1,290.5	1,491.7	2,139.9	2,171.4	2,290.6
판매관리비	628.3	365.5	308.5	201.6	439.6
영업이익	**662.2**	**1,126.3**	**1,831.4**	**1,969.7**	**1,851.0**
영업이익률	4.0	5.2	6.7	6.8	6.2
금융손익	-50.6	-36.5	-24.3	59.0	186.2
종속/관계기업손익	29.6	20.9	9.9	16.7	12.4
기타영업외손익	125.4	-125.4	-154.8	-69.8	-69.8
세전계속사업이익	766.6	985.2	1,662.3	1,975.7	1,979.8
법인세비용	160.4	202.0	446.9	506.0	501.6
당기순이익	**606.1**	**783.2**	**1,215.4**	**1,469.6**	**1,478.1**
지배주주지분 순이익	606.2	782.9	1,213.2	1,469.6	1,478.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	5,950.1	6,968.2	8,755.1	10,251.4	12,150.4
현금및현금성자산	1,401.2	1,645.3	1,945.9	3,209.2	4,773.6
매출채권	2,165.2	2,579.2	3,111.6	3,224.5	3,386.6
재고자산	1,115.3	1,370.4	1,653.3	1,713.3	1,799.4
비유동자산	4,948.6	5,202.7	5,439.0	5,161.9	4,817.1
유형자산	3,747.1	3,865.1	3,999.7	3,710.5	3,338.0
무형자산	103.5	102.1	93.9	77.1	63.4
투자자산	736.9	885.1	980.9	1,009.8	1,051.3
자산총계	**10,898.7**	**12,170.9**	**14,194.1**	**15,413.3**	**16,967.5**
유동부채	3,547.7	3,943.0	4,480.2	4,423.9	4,601.6
매입채무	1,535.3	1,902.5	2,295.1	2,378.4	2,498.0
단기차입금	1,176.5	952.7	863.5	663.5	663.5
유동성장기부채	136.5	164.2	207.3	227.3	227.3
비유동부채	2,284.6	2,415.6	2,753.1	2,701.5	2,742.3
사채	299.1	299.2	288.6	248.6	248.6
장기차입금	642.2	710.4	801.7	761.7	761.7
부채총계	**5,832.3**	**6,358.5**	**7,233.3**	**7,125.4**	**7,343.9**
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	70.9	70.9	70.9
이익잉여금	4,966.8	5,619.9	6,690.1	8,017.3	9,352.9
비지배주주지분	0.9	10.0	12.9	12.9	12.9
자본총계	**5,066.4**	**5,812.4**	**6,960.8**	**8,287.9**	**9,623.6**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**976.9**	**1,105.5**	**1,550.2**	**1,843.8**	**1,790.0**
당기순이익(손실)	606.1	783.2	1,215.4	1,469.6	1,478.1
유형자산상각비	357.4	402.1	421.5	409.2	372.5
무형자산상각비	14.6	17.0	19.3	16.8	13.8
운전자본의 증감	88.0	-367.4	-391.0	-51.8	-74.4
투자활동 현금흐름	**-198.4**	**-349.4**	**-1,012.7**	**-187.2**	**-96.6**
유형자산의증가(CAPEX)	-123.4	-308.0	-338.7	-120.0	0.0
투자자산의감소(증가)	40.1	-127.4	-90.7	-28.9	-41.5
재무활동 현금흐름	**-31.5**	**-561.8**	**-328.9**	**-393.2**	**-129.2**
차입금의 증감	357.0	-30.2	201.2	-250.7	13.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	711.4	244.2	300.6	1,263.3	1,564.3
기초현금	689.8	1,401.2	1,645.3	1,945.9	3,209.2
기말현금	1,401.2	1,645.3	1,945.9	3,209.2	4,773.6

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	440,530	580,789	725,871	771,822	799,010
EPS(지배주주)	16,165	20,877	32,352	39,190	39,417
CFPS	30,043	41,331	60,086	62,469	58,130
EBITDAPS	27,577	41,208	60,592	63,885	59,662
BPS	135,079	154,732	185,278	220,668	256,285
DPS	3,500	3,800	3,800	3,800	3,800
배당수익률(%)	1.9	2.3	2.2	2.2	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	11.4	8.0	5.3	4.4	4.4
PCR	6.1	4.1	2.9	2.8	3.0
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
EBITDA	1,034.1	1,545.3	2,272.2	2,395.7	2,237.3
EV/EBITDA	7.4	4.5	2.8	2.0	1.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	14.4	19.0	19.3	16.5
EBITDA 이익률	6.3	7.1	8.3	8.3	7.5
부채비율	115.1	109.4	103.9	86.0	76.3
금융비용부담률	0.5	0.3	0.7	0.9	0.8
이자보상배율(x)	7.8	15.8	10.2	7.8	7.6
매출채권회전율(x)	7.8	9.2	9.6	9.1	9.1
재고자산회전율(x)	15.4	17.5	18.0	17.2	17.1

CJ대한통운 (000120) 눈을 가린 리세션의 손길이 거치면

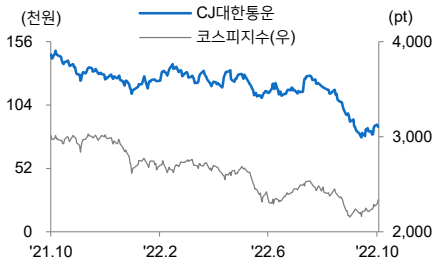
Analyst 배기연 02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	135,000원
현재주가 (11월 1일)	86,100원
상승여력	56.8%
KOSDAQ	2,335.22pt
시가총액	19,641억원
발행주식수	2,281만주
유동주식비율	47.25%
외국인비중	18.29%
52주 최고/최저가	148,500원/77,500원
평균거래대금	65.1억원
주요주주(%)	
CJ제일제당 외 3 인	40.18
국민연금공단	9.79

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.8	-30.0	-41.0
상대주가	-12.1	-19.2	-24.8

주가그래프



리세션에 대한 공포가 전세계 SCM 업체들의 멀티플을 강제 디스카운트

- 전 세계 경기 둔화 우려로 Fedex, UPS, DHL, Kuehne+Nagel의 2023년 PER은 10.5배까지 낮아짐
- 국내 대표 SCM업체인 CJ대한통운은 2023년 예상 EPS대비 8.1배까지 낮아진 상황
- 구조적인 펀더멘털의 훼손 징후는 없다고 판단. 리세션 공포가 사라지면 멀티플의 회복을 기대

회복을 앞당길 트리거는 1) 택배 판가의 추가 인상, 2) 투자 속도 조절을 통해 영업외비용 절약

- 사회적 합의 후 2021~22년에 걸친 택배업계의 CAPEX 집행은 박스당 판가 인상에 대한 당위성을 제공
  - 新 LMD(Last Mile Delivery) 서비스의 등장은 기존 택배 서비스와의 차별화된 가격을 요구
- 금리 인상 기조와 경기 둔화 우려가 맞물리는 구간
  - 무리한 CAPEX집행을 통해 이자발생부채를 확대시키지 않는 전략은 긍정적

2023년 적정 PBR 0.8배를 적용한 적정주가 135,000원으로 하향

- 2023년 ROE 6.5%를 예상하며, 적정 멀티플 0.8배를 적용한 135,000원으로 적정 주가를 하향
  - 경기 우려 전, 글로벌 SCM 업체들의 평균 PER 13 ~ 14배인점 감안하면 적정주가는 타당

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	10,781.1	325.3	123.0	5,393	180.3	146,331	30.7	1.1	9.0	3.9	138.7
2021	11,343.7	343.9	54.7	2,400	11.0	156,296	52.5	0.8	7.1	1.6	123.9
2022E	12,496.6	434.2	194.3	8,518	36.5	161,904	10.3	0.5	5.9	5.4	128.9
2023E	13,305.5	509.4	246.4	10,801	26.7	172,705	8.1	0.5	3.5	6.5	143.2
2024E	13,934.7	551.5	306.3	13,428	24.3	186,132	6.5	0.5	3.0	7.5	146.3

CJ대한통운 밸류에이션

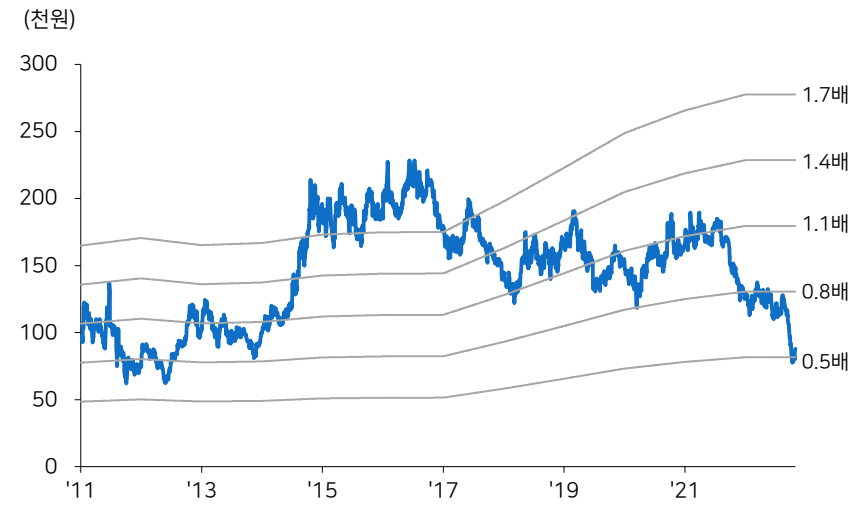
- 2023년 예상 매출액 13조 3,035억원(+6.5% YoY), 영업이익 5,094억원(+17.3% YoY), 지배주주순이익 2,464억원(+26.8% YoY)
- 택배 판가에 대한 추가적인 인상 가능성을 염두, 2023년 택배 영업이익률 +6.0%(+0.6%p YoY) 전망
- 글로벌사업부의 영업이익률 +2%대 안착은 캐시카우의 역할의 든든함으로 지속
- 2023년 ROE +6.5%, Implied PBR 밸류에이션을 통해 도출한 적정 멀티플 0.8배 적용

CJ대한통운 Implied PBR Valuation

	2020	2021	2022E	2023E
COE(%)	2.5	5.7	7.8	8.4
RiskFree (%)	0.9	1.3	3.4	4.0
Risk Premium (%)	3.6	6.0	6.0	6.0
Beta (52주)	0.5	0.7	0.7	0.7
ROE (%)	3.9	1.6	5.4	6.5
BPS (원)	**146,331**	**156,296**	**161,903**	**172,705**
(ROE-g)/(COE-g) (배)	1.5	0.3	0.7	0.8
Target PBR (배)				0.8
적정주가 (원)				**135,000**

자료: 메리츠증권 리서치센터

CJ대한통운 12개월 선행 PBR 밴드차트



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

CJ대한통운 사업부별 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
환율(원/달러)	1,205.0	1,259.6	1,338.0	1,420.0	1,400.0	1,375.0	1,355.0	1,340.0	1,180.1	1,141.4	1,305.6	1,367.5
총 매출액	**2,857.0**	**3,136.9**	**3,203.7**	**3,299.0**	**3,179.5**	**3,221.0**	**3,407.7**	**3,497.3**	**10,781.1**	**11,343.7**	**12,496.5**	**13,305.5**
(1) 택배 사업부	**846.6**	**923.9**	**943.2**	**1,019.5**	**960.6**	**971.4**	**1,035.0**	**1,075.3**	**3,156.4**	**3,567.0**	**3,733.3**	**4,042.2**
택배판가(원)	2,290.9	2,269.0	2,289.0	2,289.0	2,353.0	2,353.0	2,353.0	2,353.0	1,960.3	2,137.5	2,284.5	2,353.0
택배물량(백만박스)	390.7	422.0	429.2	464.0	425.2	430.0	458.2	476.0	1,689.1	1,756.0	1,705.9	1,789.5
M/S(%)	44.6	46.6	45.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	50.1	48.4	45.8	47.0
택배시장 물량(백만박스)	875.9	905.0	953.9	987.1	904.8	915.0	974.9	1,012.8	3,373.7	3,629.0	3,721.9	3,807.4
영업이익률(%)	3.3	6.2	6.0	6.1	4.0	6.8	6.5	6.7	4.7	5.6	5.4	6.0
(2) CL(Contract Logistics) 사업부	**646.9**	**689.5**	**703.0**	**708.2**	**668.3**	**697.1**	**718.5**	**726.6**	**2,567.0**	**2,673.3**	**2,747.6**	**2,810.5**
영업이익률(%)	4.6	4.0	4.0	4.6	4.3	4.5	4.6	4.7	4.5	3.9	4.3	4.5
(3) 글로벌(포워딩+해외CL) 사업부	**1,246.0**	**1,362.9**	**1,394.9**	**1,408.8**	**1,388.6**	**1,395.9**	**1,497.3**	**1,541.3**	**4,385.1**	**4,505.5**	**5,412.6**	**5,823.1**
글로벌패밀리社	738.0	817.7	817.7	817.7	778.1	778.7	866.5	894.0	2,913.4	2,611.4	3,191.2	3,317.3
CJL-A(구 DSC)	280.3	336.5	336.5	336.5	302.3	318.6	344.5	358.0	858.6	965.4	1,289.8	1,323.3
Darcl(인도)	171.0	163.6	163.6	163.6	179.7	158.4	191.4	176.7	419.8	541.5	661.8	706.1
Gemadept(베트남)	63.4	75.8	75.8	75.8	62.5	75.5	81.5	91.1	127.8	164.3	290.8	310.6
영업이익률(%)	1.4	2.2	2.0	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	1.0	0.7	2.0	2.2
(4) 건설 사업부	**117.5**	**160.6**	**162.6**	**162.5**	**162.0**	**156.6**	**156.9**	**154.2**	**672.6**	**597.8**	**603.2**	**629.7**
영업이익률(%)	0.7	1.2	1.0	1.8	1.9	1.7	1.4	1.5	2.9	1.9	1.2	1.6
영업이익	**75.7**	**116.1**	**114.0**	**128.4**	**100.7**	**130.7**	**135.5**	**142.6**	**325.3**	**343.9**	**434.1**	**509.4**
영업이익률(%)	2.6	3.7	3.6	3.9	3.2	4.1	4.0	4.1	3.0	3.0	3.5	3.8
영업외손익(금융손익)	-22.6	-41.3	-50.5	-44.7	-45.9	-46.5	-40.0	-34.0	-125.9	-132.5	-159.1	-166.4
세전이익	47.5	91.0	70.8	85.9	59.4	89.1	102.7	113.9	202.3	239.2	295.1	365.0
당기순이익	**31.5**	**67.1**	**53.1**	**64.4**	**44.6**	**66.8**	**77.0**	**85.4**	**142.6**	**158.3**	**216.1**	**273.8**
지배주주순이익	27.0	61.5	47.8	58.0	40.1	60.1	69.3	76.9	123.0	54.7	194.3	246.4

자료: CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터

CJ대한통운 (000120)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**10,781.1**	**11,343.7**	**12,496.6**	**13,305.5**	**13,934.7**
매출액증가율 (%)	3.5	5.2	10.2	6.5	4.7
매출원가	9,780.0	10,272.3	11,254.7	11,953.7	12,536.6
매출총이익	1,001.2	1,071.3	1,241.9	1,351.9	1,398.1
판매관리비	675.8	727.5	807.7	842.4	846.6
영업이익	**325.3**	**343.9**	**434.2**	**509.4**	**551.5**
영업이익률	3.0	3.0	3.5	3.8	4.0
금융손익	-125.9	-132.5	-139.2	-166.4	-119.0
종속/관계기업손익	6.7	17.1	17.6	16.1	16.0
기타영업외손익	-3.8	10.6	-17.4	5.9	5.3
세전계속사업이익	202.3	239.2	295.2	365.0	453.8
법인세비용	59.7	80.9	79.0	91.3	113.5
당기순이익	**142.6**	**158.3**	**216.1**	**273.8**	**340.4**
지배주주지분 순이익	123.0	54.7	194.3	246.4	306.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,538.6	2,348.2	3,049.0	4,573.0	5,948.6
현금및현금성자산	387.6	229.5	778.7	2,166.1	3,420.4
매출채권	1,420.5	1,371.1	1,479.4	1,568.4	1,647.5
재고자산	25.3	25.1	27.1	28.8	30.2
비유동자산	7,105.0	6,645.7	6,500.9	6,242.1	5,841.4
유형자산	3,496.2	3,312.1	3,170.7	2,935.0	2,557.8
무형자산	1,636.7	1,192.0	1,186.2	1,148.1	1,111.2
투자자산	523.0	705.5	582.7	597.7	611.1
자산총계	**9,643.5**	**8,993.9**	**9,550.0**	**10,815.1**	**11,790.0**
유동부채	2,807.6	2,448.9	2,797.1	2,913.9	3,017.7
매입채무	897.5	826.1	891.4	945.0	992.7
단기차입금	419.2	261.6	197.9	117.9	117.9
유동성장기부채	429.9	387.0	656.6	736.6	736.6
비유동부채	2,796.0	2,528.7	2,580.0	3,454.5	3,985.3
사채	935.6	929.8	663.4	583.4	583.4
장기차입금	441.6	170.2	400.0	1,320.0	1,820.0
부채총계	**5,603.6**	**4,977.6**	**5,377.0**	**6,368.5**	**7,003.0**
자본금	114.1	114.1	114.1	114.1	114.1
자본잉여금	2,327.6	2,332.8	2,333.0	2,333.0	2,333.0
기타포괄이익누계액	-85.6	107.0	49.4	49.4	49.4
이익잉여금	718.1	747.7	933.0	1,179.4	1,485.7
비지배주주지분	701.8	450.9	479.5	506.9	540.9
자본총계	**4,039.9**	**4,016.4**	**4,172.9**	**4,446.7**	**4,787.0**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**572.4**	**344.1**	**853.0**	**955.5**	**961.5**
당기순이익(손실)	142.6	158.3	216.1	273.8	340.4
유형자산상각비	425.9	425.4	337.3	635.7	577.2
무형자산상각비	54.9	50.8	19.5	38.1	36.9
운전자본의 증감	-103.2	-355.6	-14.9	7.9	7.0
투자활동 현금흐름	**-315.8**	**366.4**	**-321.0**	**-422.6**	**-220.1**
유형자산의증가(CAPEX)	-312.3	-212.4	-312.9	-400.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-311.4	-165.4	131.9	-15.0	-13.4
재무활동 현금흐름	**-94.0**	**-877.2**	**10.1**	**854.6**	**512.9**
차입금의 증감	134.1	-403.2	232.8	854.6	512.9
자본의 증가	100.4	5.2	0.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	166.7	-158.1	549.2	1,387.4	1,254.3
기초현금	220.9	387.6	229.5	778.7	2,166.1
기말현금	387.6	229.5	778.7	2,166.1	3,420.4

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	472,601	497,259	547,799	583,259	610,842
EPS(지배주주)	5,393	2,400	8,518	10,801	13,428
CFPS	35,919	37,868	46,615	52,834	52,031
EBITDAPS	35,338	35,949	34,673	51,869	51,097
BPS	146,331	156,296	161,904	172,705	186,132
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	30.7	52.5	10.3	8.1	6.5
PCR	4.6	3.3	1.9	1.7	1.7
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1
PBR	1.1	0.8	0.5	0.5	0.5
EBITDA	806.2	820.1	791.0	1,183.3	1,165.6
EV/EBITDA	9.0	7.1	5.9	3.5	3.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.9	1.6	5.4	6.5	7.5
EBITDA 이익률	7.5	7.2	6.3	8.9	8.4
부채비율	138.7	123.9	128.9	143.2	146.3
금융비용부담률	1.1	0.9	1.0	2.1	2.5
이자보상배율(x)	2.8	3.4	3.4	1.8	1.6
매출채권회전율(x)	7.7	8.1	8.8	8.7	8.7
재고자산회전율(x)	447.5	449.7	478.4	476.4	472.8

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	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

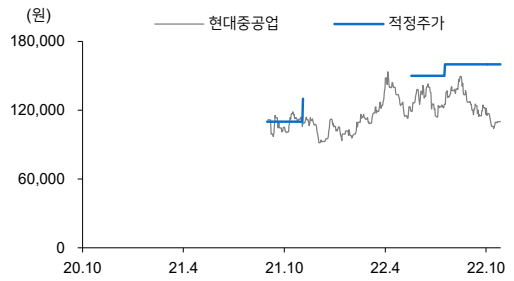
2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대중공업 (329180) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.09.16	기업분석	Buy	110,000	김현	-1.9	7.7
2021.11.19	산업분석	Buy	130,000	김현	-18.4	-12.3
2021.12.22				Univ Out		
2022.05.31	산업분석	Buy	150,000	배기연	-14.4	-4.7
2022.07.30	기업브리프	Buy	160,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

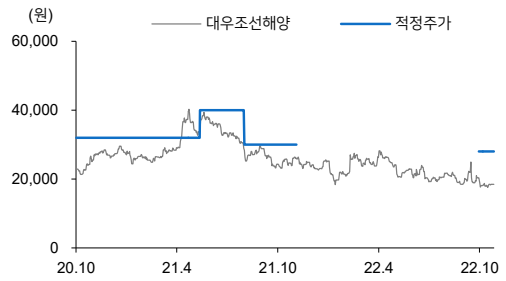


대우조선해양 (042660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2020.10.13	기업브리프	Buy	32,000	김현	-13.4	25.9
2021.05.31	산업분석	Buy	40,000	김현	-13.8	-1.5
2021.08.18	기업브리프	Hold	30,000	김현	-14.8	-1.2
2021.12.22				Univ Out		
2022.10.10	산업브리프	Buy	28,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

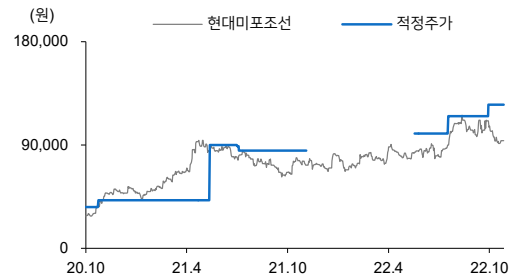


현대미포조선 (010620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2020.05.26	산업분석	Buy	36,000	김현	-12.5	6.4
2020.11.13	산업분석	Buy	42,000	김현	40.9	124.0
2021.05.31	산업분석	Hold	90,000	김현	-5.2	-0.3
2021.07.19	산업브리프	Hold	89,000	김현	-11.9	-10.0
2021.07.22	기업브리프	Hold	85,000	김현	-13.2	0.4
2021.12.22				Univ Out		
2022.05.31	산업분석	Buy	100,000	배기연	-15.4	-8.9
2022.07.30	기업브리프	Buy	115,000	배기연	-8.1	0.9
2022.10.10	산업브리프	Buy	125,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

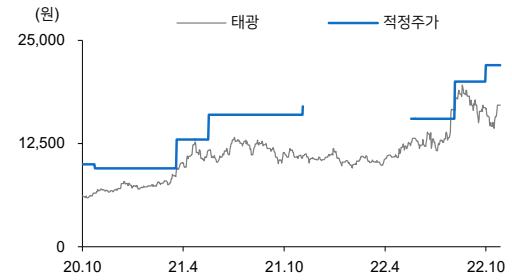


태광 (023160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2020.05.22	산업브리프	Buy	10,000	김현	-28.7	-5.5
2020.11.13	산업분석	Buy	9,500	김현	-22.5	-6.1
2021.04.08	산업브리프	Buy	13,000	김현	-16.8	-2.3
2021.06.04	산업분석	Buy	16,000	김현	-27.2	-17.2
2021.11.19	산업분석	Buy	17,000	김현	-36.8	-33.8
2021.12.22				Univ Out		
2022.05.31	산업분석	Buy	15,500	배기연	-15.6	7.4
2022.08.17	기업브리프	Buy	20,000	배기연	-12.1	-2.0
2022.10.11	산업브리프	Buy	22,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

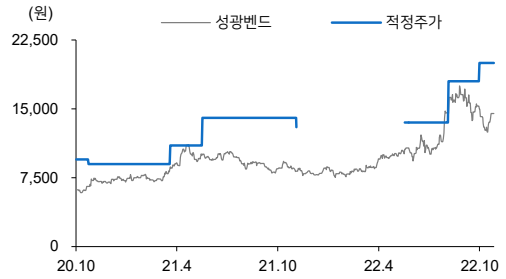


성광벤드 (014620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2020.05.22	산업브리프	Buy	9,500	김현	-25.8	-6.0
2020.11.13	산업분석	Buy	9,000	김현	-18.2	-6.8
2021.04.08	산업브리프	Buy	11,000	김현	-11.7	0.5
2021.06.04	산업분석	Buy	14,000	김현	-34.2	-26.1
2021.11.19	산업분석	Buy	13,000	김현	-37.7	-34.4
2021.12.22				Univ Out		
2022.05.31	산업분석	Buy	13,500	배기연	-17.7	9.3
2022.08.17	기업브리프	Buy	18,000	배기연	-12.3	-2.8
2022.10.11	산업브리프	Buy	20,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

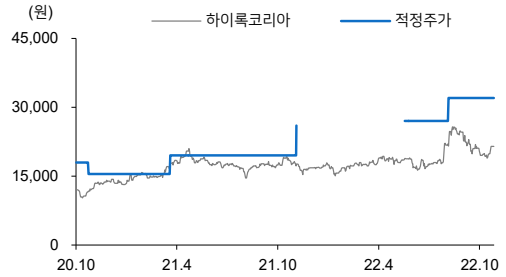


하이록코리아 (013030) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2020.05.22	산업브리프	Buy	18,000	김현	-28.7	1.7
2020.11.13	산업분석	Buy	15,500	김현	-7.3	10.3
2021.04.08	산업브리프	Buy	19,500	김현	-8.7	7.7
2021.11.19	산업분석	Buy	26,000	김현	-36.0	-32.3
2021.12.22				Univ Out		
2022.05.31	산업분석	Buy	27,000	배기연	-32.9	-18.0
2022.08.17	기업브리프	Buy	32,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

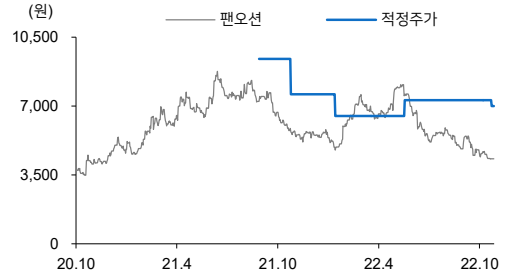


팬오션 (028670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.09.13	산업분석	Buy	9,400	배기연	-28.4	-17.7
2021.11.09	산업분석	Buy	7,600	배기연	-27.7	-23.7
2022.01.27	기업브리프	Buy	6,500	배기연	3.9	24.5
2022.05.31	산업분석	Hold	7,300	배기연	-24.8	4.4
2022.11.02	산업분석	Buy	7,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

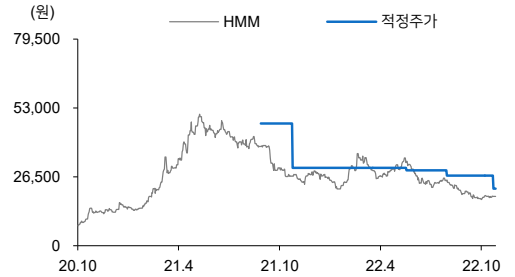


HMM (011200) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 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	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

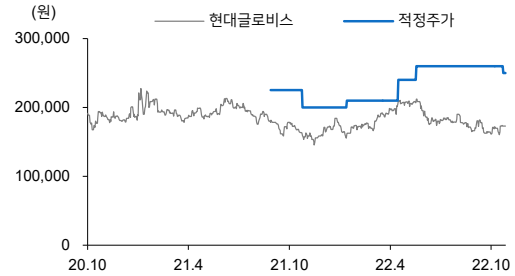


현대글로비스 (086280) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

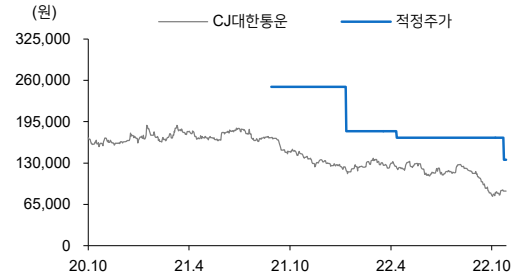
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.09.13	산업분석	Buy	225,000	배기연	-23.8	-19.3
2021.11.09	산업분석	Buy	200,000	배기연	-18.1	-8.0
2022.01.27	기업브리프	Buy	210,000	배기연	-13.7	-2.9
2022.04.29	기업브리프	Buy	240,000	배기연	-13.9	-12.3
2022.05.31	산업분석	Buy	260,000	배기연	-31.5	-18.5
2022.11.02	산업분석	Buy	250,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이



CJ대한통운 (000120) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.09.13	산업분석	Buy	250,000	배기연	-44.2	-31.8
2022.01.25	기업브리프	Buy	180,000	배기연	-29.6	-23.6
2022.04.25	기업브리프	Buy	170,000	배기연	-33.9	-22.1
2022.11.02	산업분석	Buy	135,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이