

2023년 하반기 전망 |

숲보단 나무

Analyst 양지환
jihwan.yang@daishin.com



Investment Summary

2023년 세부 섹터별로 주가 차별화 진행

- 2023년 고금리에 따른 경기하강 및 소비둔화로 글로벌 물동량 감소 예상되어 운송업에 대한 투자 의견 중립(Neutral) 제시
- 코로나 기간 동안 공급 차질로 수혜를 봤던 항공화물, 컨테이너해운 등은 공급망 정상화 및 경기둔화에 따른 물동량 감소로 수급 악화
- 경기 하강에도 코로나 기간 억눌렸던 국제여객 수요 증가로 항공사들의 실적이 시장 기대를 상회하는 흐름 이어질 전망
- 현대차와 기아의 해외공장 가동률 상승과 완성차해상운송 시황 호조로 현대글로벌비스 실적 안정성 부각 예상되는 가운데, 신규 사업 진출 기대감에 적정 Valuation Multiple 상향 기대
- 하반기 운송업 Top-Picks로 현대글로벌비스와 대한항공을 제시하며, 차선회주로 2024년 수급 개선에 따라 업황 개선 가능성이 높은 팬오션을 제시함

당사 운송 Universe 투자의견 및 목표주가

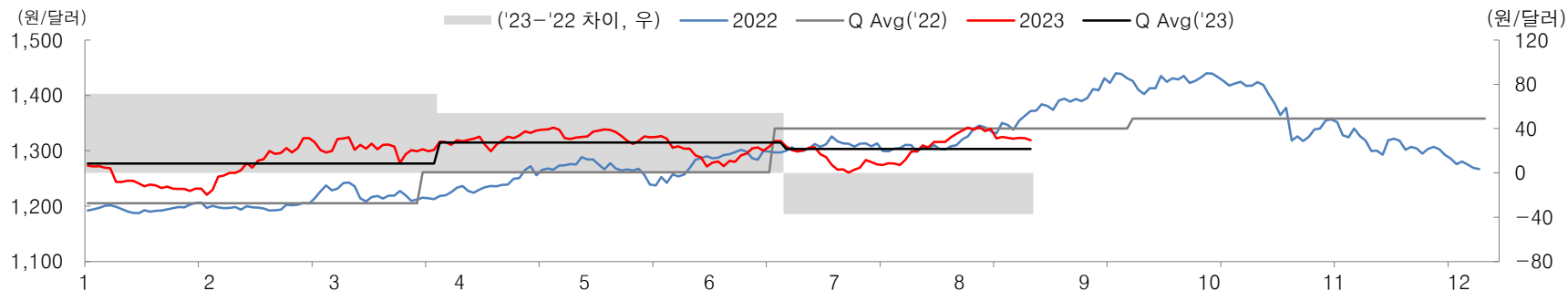
	현대글로벌비스		CJ대한통운		대한항공		HMM		팬오션		제주항공		진에어	
투자의견	BUY		BUY		BUY		Marketperform		BUY		BUY		BUY	
목표주가	240,000원		105,000원		33,000원		18,000원		7,300원		30,000원		3,600원	
현주가(09/14)	177,500원		80,600원		22,700원		16,230원		4,320원		20,850원		1,770원	
Upside	35.2%		30.3%		45.4%		10.9%		69.9%		43.9%		103.4%	
	22A	23F	22A	23F	22A	23F	22A	23F	22A	23F	22A	23F	22A	23F
매출액	26,982	25,936	12,131	11,857	14,096	15,668	18,583	8,456	6,420	4,992	703	1,600	593	1,228
영업이익	1,799	1,641	412	435	2,831	2,016	9,952	673	790	544	-178	172	-67	177
OPM	6.7	6.3	3.4	3.7	20.1	12.9	53.6	8.0	12.3	10.9	-25.3	10.7	-11.3	14.4
%yoy	59.7	-8.8	19.7	5.7	99.6	-28.8	34.9	-93.2	37.8	-31.1	-44.0	-196.8	-63.7	-362.5
순이익	1,190	1,203	182	201	1,728	1,358	10,085	686	677	456	-174	123	-49	131
PER	5.2	5.4	11.8	9.4	4.8	6.7	0.9	12.6	4.5	6.0	-5.3	8.2	-17.4	5.8
PBR	0.9	0.8	0.6	0.5	0.9	0.9	0.5	0.4	0.7	0.6	3.7	2.3	7.9	3.2
ROE	0.9	0.8	0.6	0.5	0.9	0.9	0.5	0.4	0.7	0.6	3.0	2.3	7.9	3.2

2Q23 Earnings Review

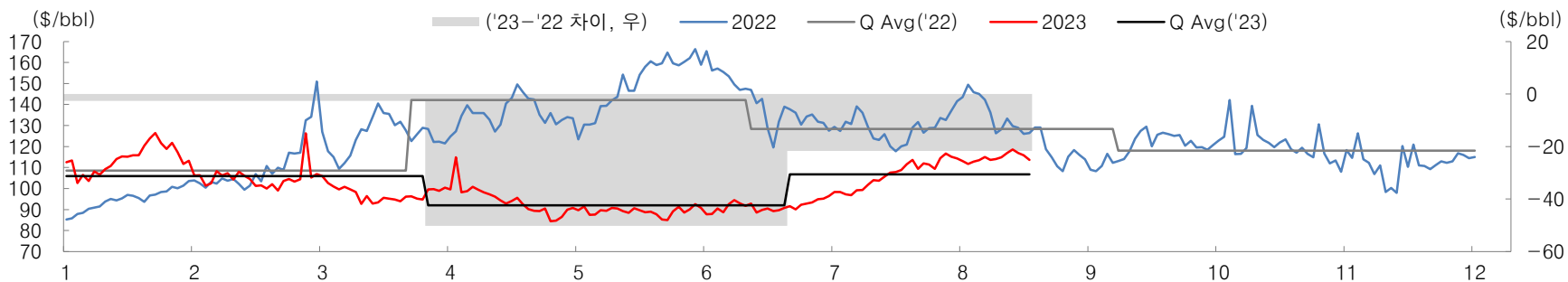
		2Q22	1Q23	2Q23E	컨센서스	YoY	QoQ	3Q23F	Comments
현대글로비스	매출액	6,863	6,301	6,535	6,692	-4.8	3.7	6,509	- 2Q23 영업이익의 해운과 유통부문의 수익성 하락으로 당사 예상을 하회 - 장기용선척수 감소, Captive물량 증가에 따른 선복 부족과 체선 때문 - 환율변동에 따른 유통부문의 추가적인 이익률 훼손 가능성은 제한적
	영업이익	448	407	413	410	-8.0	1.5	414	
	순이익	304	281	289	292	-5.1	2.6	292	
CJ대한통운	매출액	3,137	2,808	2,962	2,979	-5.6	5.5	2,984	- 23년 2분기 실적은 당사의 직전 추정 및 시장의 컨센서스에 부합 - 매출 성장 둔화는 아쉽지만, 주력 사업인 택배와 CL 수익성 개선 추세 - 하반기 E-Commerce(N사와 A사) 물량 확대 여부에 주목할 필요
	영업이익	116	99	112	116	-3.2	13.5	113	
	순이익	62	45	54	55	-12.5	20.7	57	
HMM	매출액	5,034	2,082	2,130	2,111	-57.7	2.3	2,141	- 23년 2분기 영업이익의 당사 예상을 상회하였으나, 시장 컨센서스는 하회 - 실적은 기대 이상이나, 2억주의 신주 발행 감안 목표주가 하향 - 3Q 성수기에도 업황 회복 가능성 낮음. 주가는 매각딜의 영향 받을 전망
	영업이익	2,937	307	160	267	-94.5	-47.8	122	
	순이익	2,933	285	313	362	-89.3	9.8	115	
팬오션	매출액	1,722	996	1,225	1,213	-28.9	22.9	1,407	- 23년 2분기 영업이익의 당사 추정을 약 9.4%하회하였으나, 주가는 선반영 - 3분기 평균 BD(8월 10일까지) 1,070p로 3분기 실적 제한적 개선 전망 - 하지만, 9~10월 Bulk 업황 계절적 성수기 진입과 24년 수급 개선에 기대
	영업이익	239	113	125	128	-47.6	11.0	149	
	순이익	225	113	92	109	-59.1	-18.8	131	
대한항공	매출액	3,421	3,592	3,836	4,104	12.1	6.8	4,093	- 23년 2분기 (별도)영업이익 4,680억원으로 당사 추정 약 500억 하회 - 하반기 공급 정상화를 위한 휴직 인원 복귀 및 임금인상 등 반영 때문 - 화물운임 예상보다 빠르게 하락했으나, 여객 운임 강세로 효과 상쇄
	영업이익	740	486	509	602	-31.3	4.8	535	
	순이익	448	234	327	372	-27.1	39.7	339	
제주항공	매출액	126	425	373	454	195.3	-12.3	410	- 23년 2분기 영업이익의 231억원으로 당사 추정 및 시장 컨센서스 하회 - 코로나 이연수요폭발 및 성수기 진입으로 국제선 여객수요 증가 지속 - 2018년 발주한 B737-8(40+10대) 순차적 도입으로 운항 효율성 개선
	영업이익	-56	71	23	71	흑전	-66.9	55	
	순이익	-56	48	20	45	흑전	-58.8	37	
진에어	매출액	126	353	259	275	105.0	-26.5	322	- 2분기 실적 추정치 하회. 인건비 증가 등 반영 실적 전망치 및 TP 하향 - 운임 하락에 대한 우려보다 중국노선 정상화, 늘어나는 수요에 주목 - 보수적 추정 감안해도 현 주가는 22년 PER 5.8x 23년 8.5x로 저평가
	영업이익	-15	85	18	35	흑전	-79.0	50	
	순이익	-29	60	11	26	흑전	-82.0	41	

Daily Key Chart

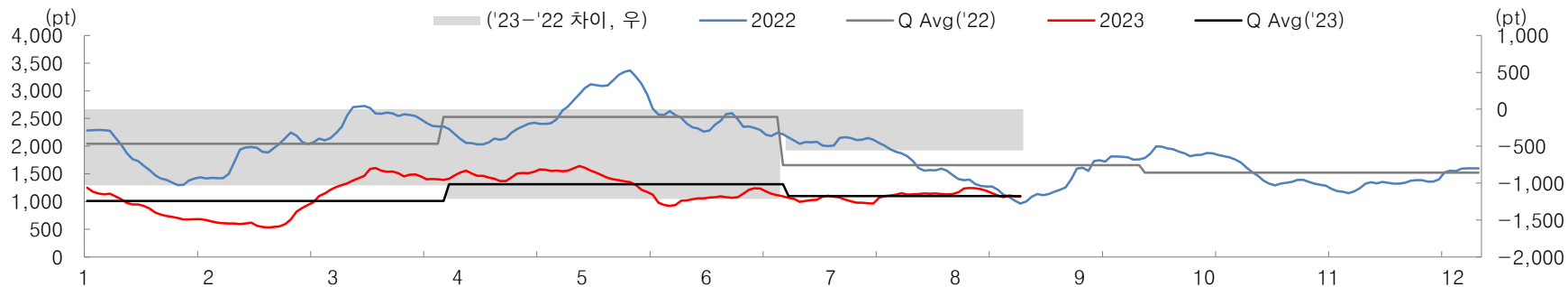
원/달러 추이



유가 추이



BDI 추이

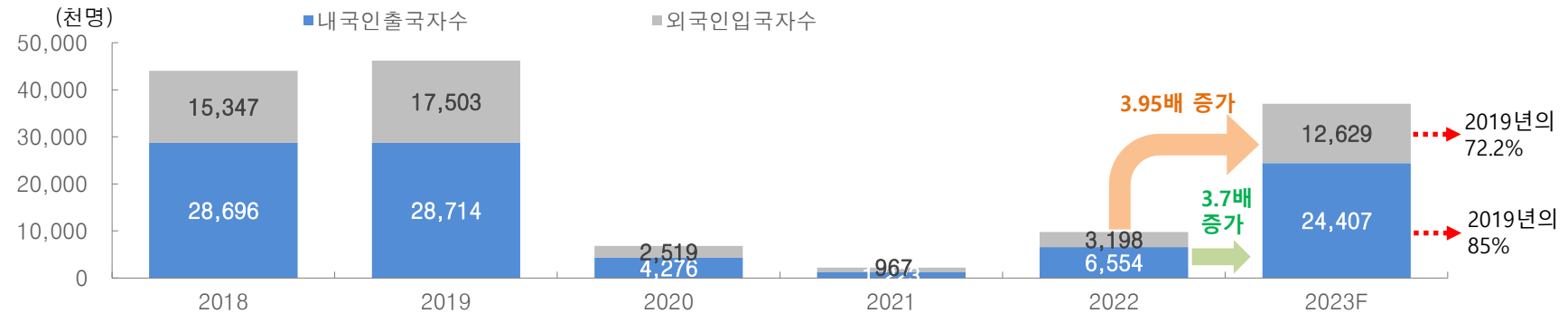


[항공-여객] 2023년 내국인 출국자 24.4백만명, 외국인 입국자 12.6백만명으로 전망

2023년 국제여객 수요는 내국인 출국자 3.7배, 외국인 입국자 3.95배 증가 예상

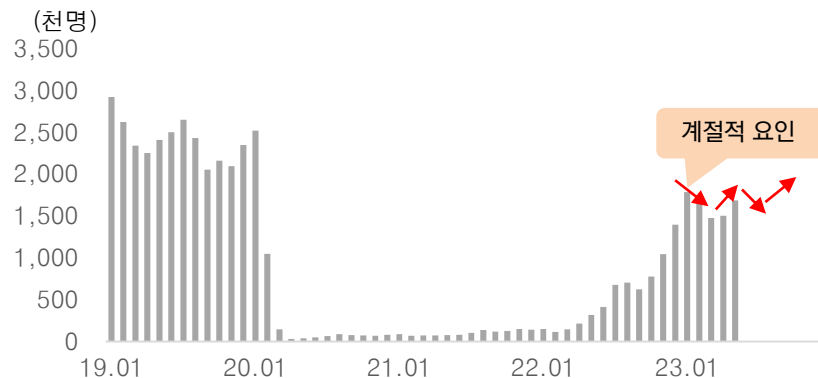
- 2023년 내국인 출국자수의 2019년 대비 회복률 85%, 외국인 입국자수의 회복률은 72.2%로 전망
- 한중 관계 악화로 중국 수요 회복 지연될 전망이나, 일본과 동남아, 그리고 미주 수요 회복이 지속되면서 중국의 부진을 상쇄 전망
- 지연된 중국 수요는 2023년 하반기~2024년 단체관광허용 여부에 따라 폭발적으로 증가할 수 있는 모멘텀으로 대기

코로나 전후 내국인 출국자 및 외국인 입국자 추이 및 전망



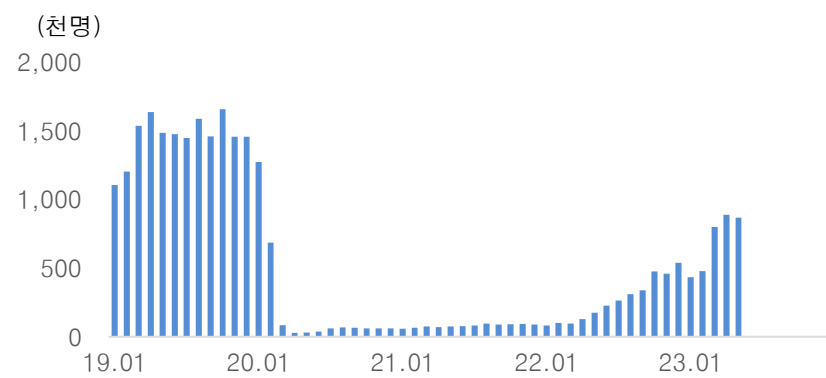
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

내국인 출국자 월별 추이



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

외국인 입국자 월별 추이



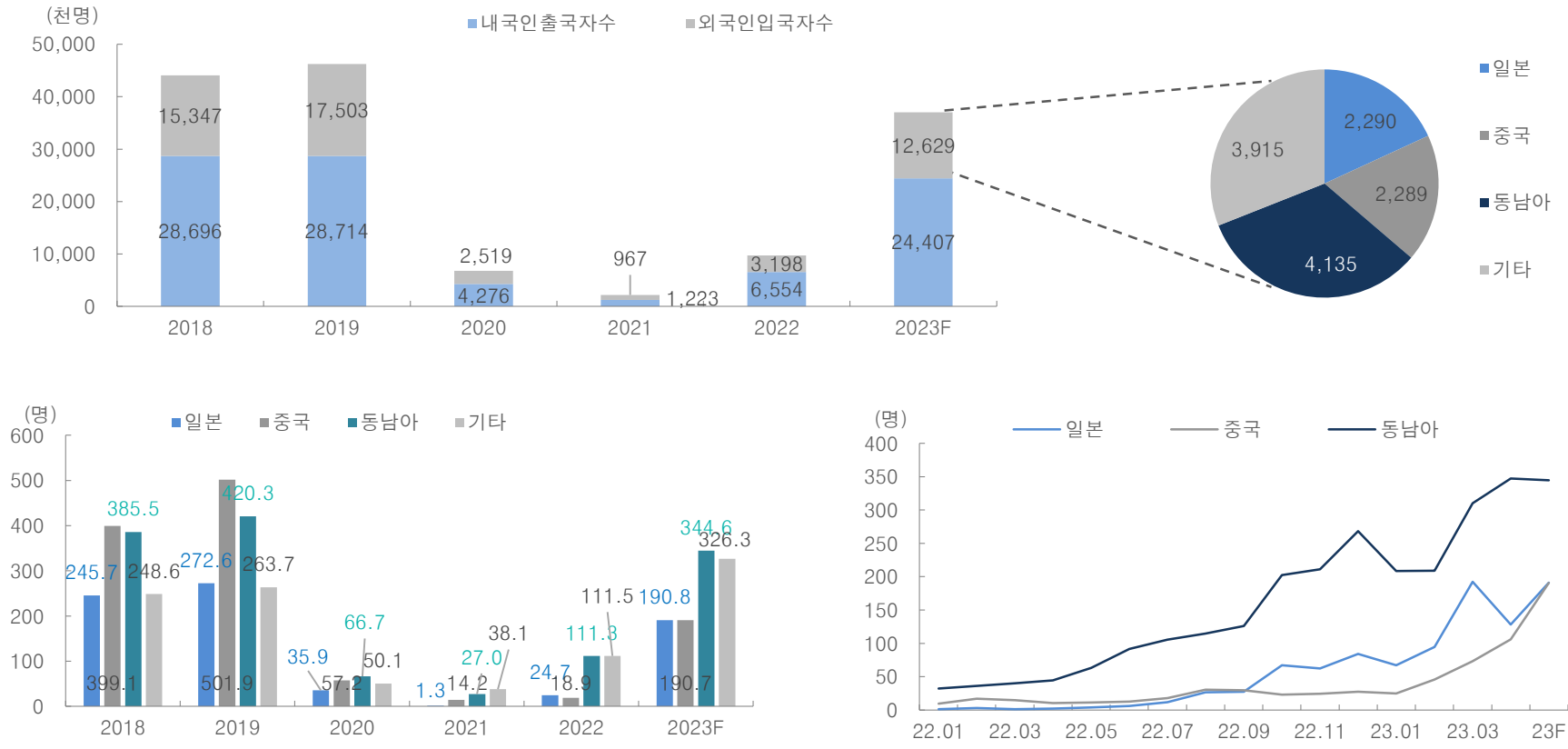
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

[항공-여객] 2023년 입국자 국가별 전망

동남아 413만, 일본 229만, 중국 229만 예상

- 2023년 입국자의 국가별 수요는 동남아의 증가 흐름이 이어질 것으로 예상되며, 일본 입국자도 하반기에는 2019년 수준까지 회복 가능성 높을 전망

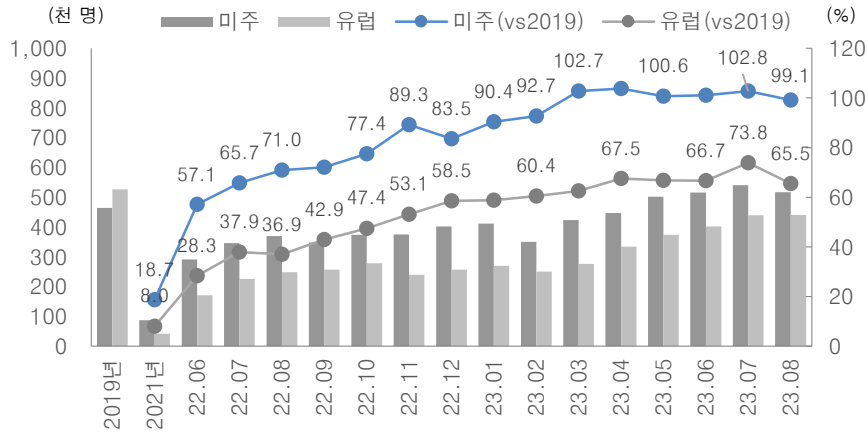
23년 국가별 입국자 전망 및 월평균 입국자 수 전망



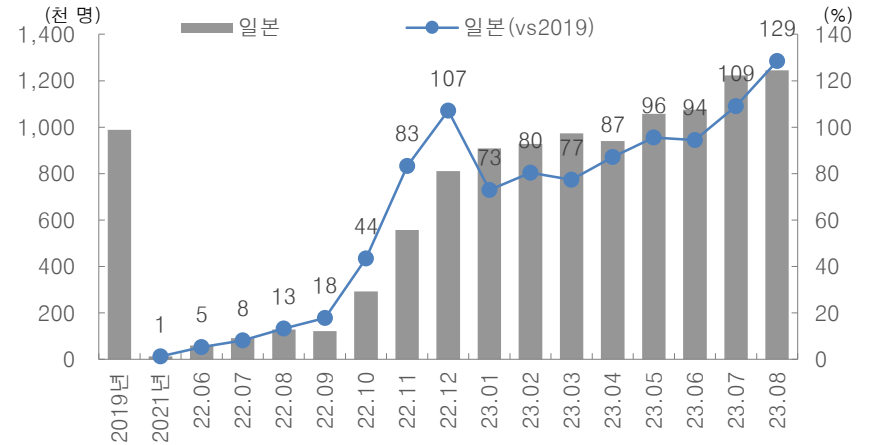
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

2019년 동월 대비 국제선 노선별 회복률. 일본 > 미주 > 동남아 > 유럽 > 중국

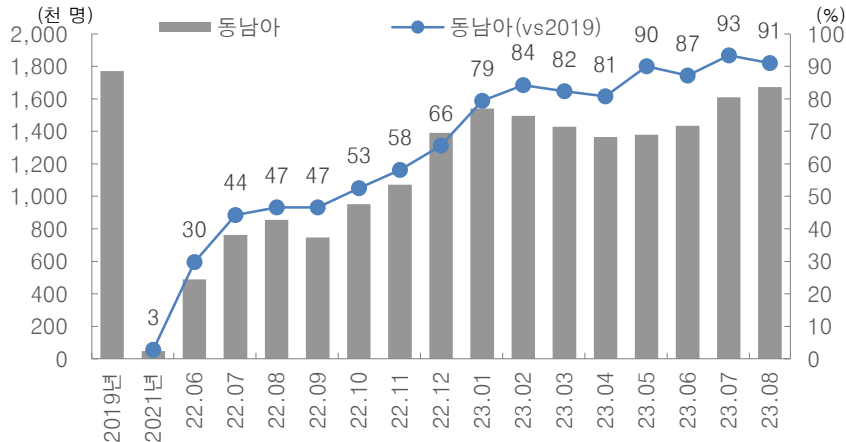
미주와 유럽 노선 2019년 동월 대비 회복률 추이



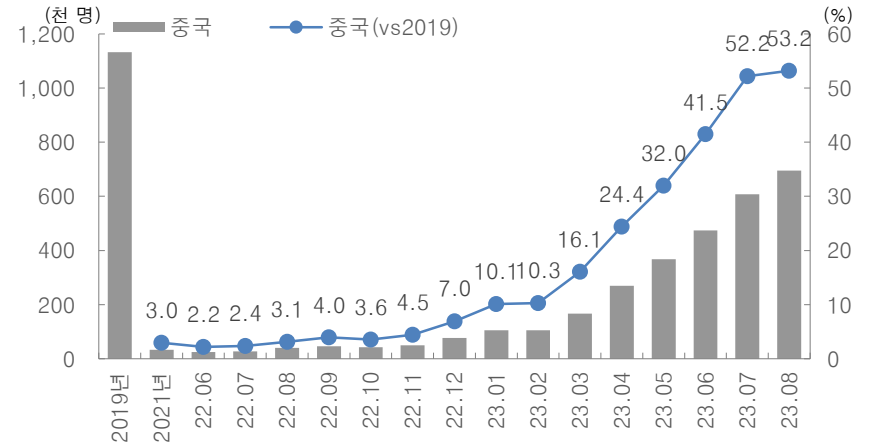
일본 노선 2019년 동월 대비 회복률 추이



동남아 노선 2019년 동월 대비 회복률 추이



중국 노선 2019년 동월 대비 회복률 추이

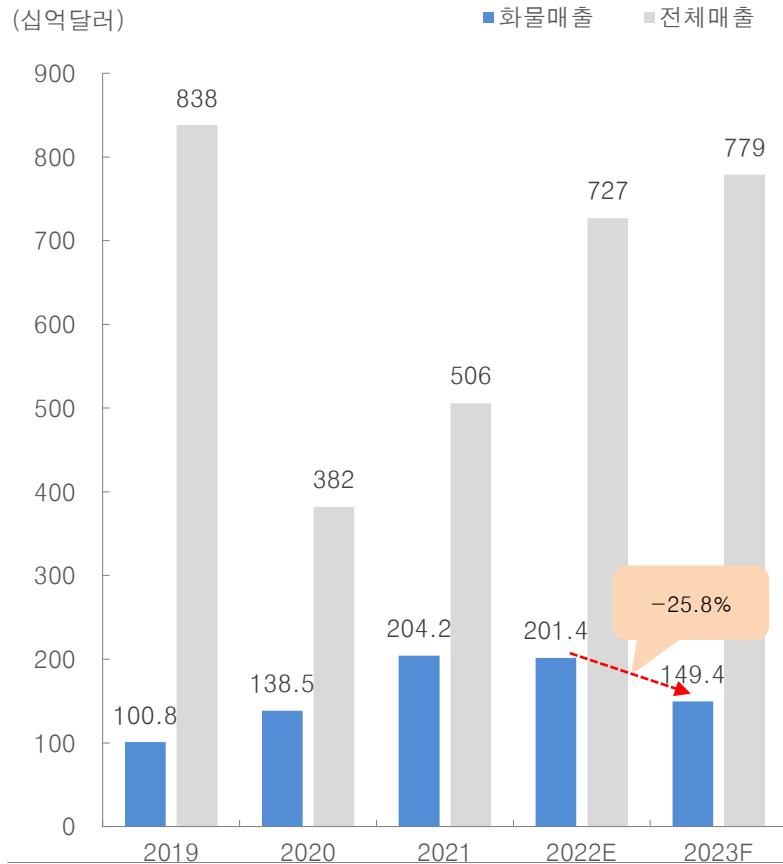


[항공-화물] 항공화물 P와 Q가 동시에 감소

항공화물 부문 IATA 전망보다 빠르게 감소

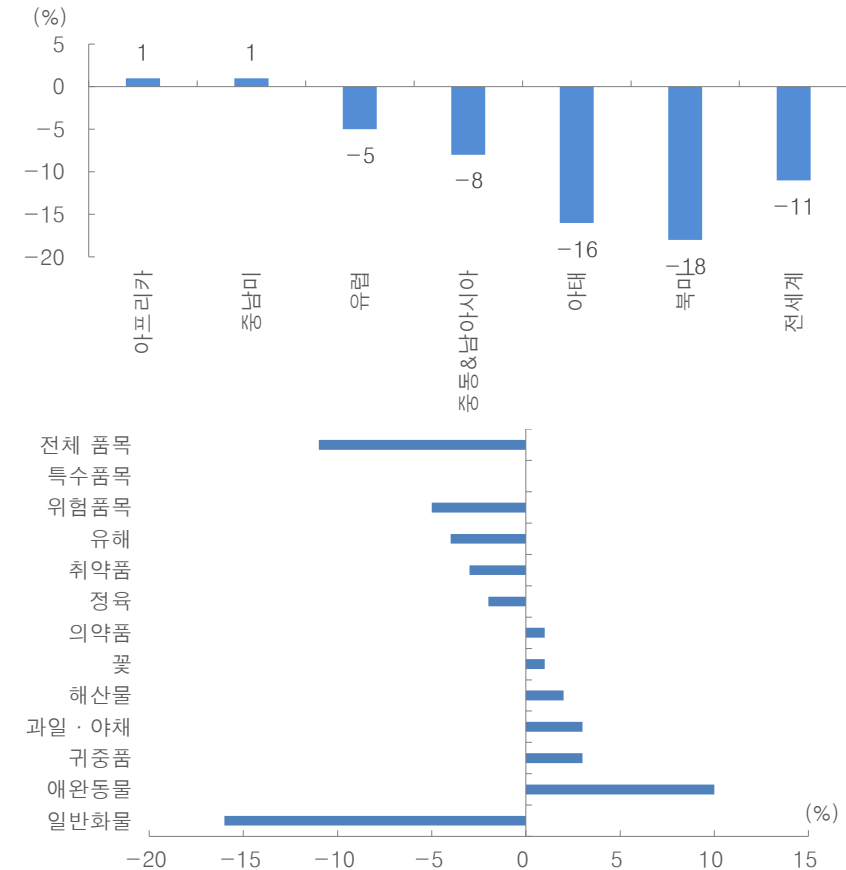
- 2023년 1분기 글로벌 항공화물 수요 전년동기대비 11% 감소한 가운데, 아시아태평양항로와 북미가 물동량 감소를 주도

항공화물 수요는 2023년 하반기 점진적인 회복 예상



자료: 인천공항 대신증권 Research Center

23년 1분기 지역별 및 품목별 항공화물 수송량 추이 (YoY)



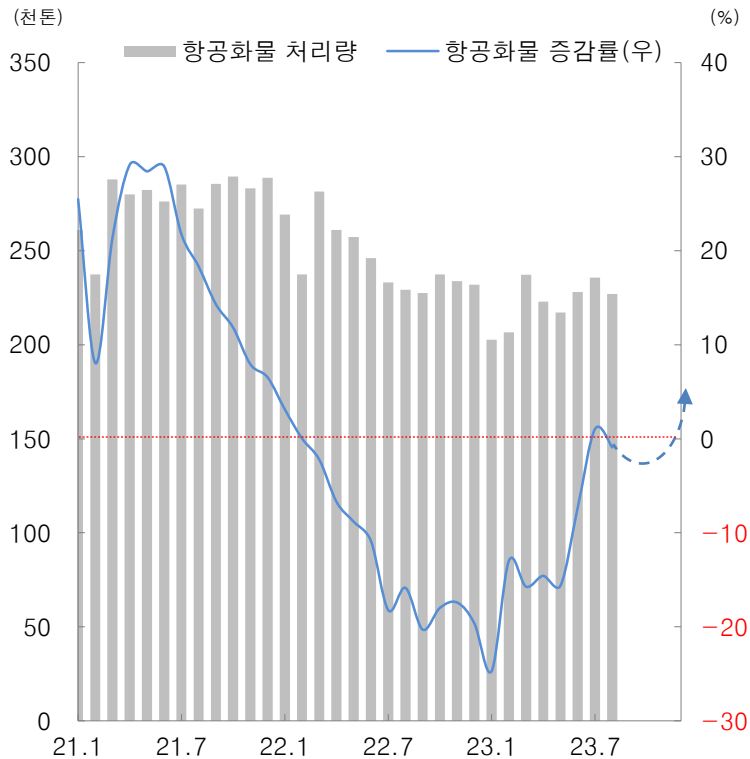
자료: ICAO, IATA, 대신증권 Research Center

[항공-화물] 2023년 하반기로 갈수록 항공화물 감소세 완화 전망

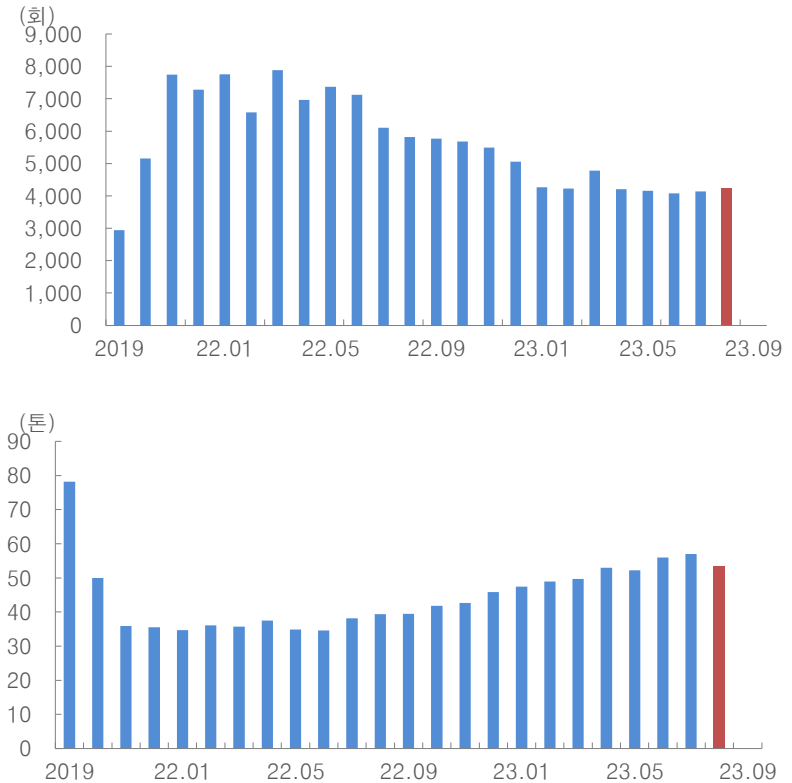
Belly Cargo Space 증가로 항공화물 Yield는 23년 하반기까지 하락 조정 예상

- 2022년 1월부터 항공화물 수요 감소세 진입하여, 23년 1월이 항공화물 물동량 기준 저점으로 판단
- 2023년 8월 항공화물 수송량은 227천톤을 기록하며 전년동월대비 유사한 수준 기록

항공화물 수요는 2023년 하반기 점진적인 회복 예상



항공화물 월간 운항 횟수 및 수송 톤수

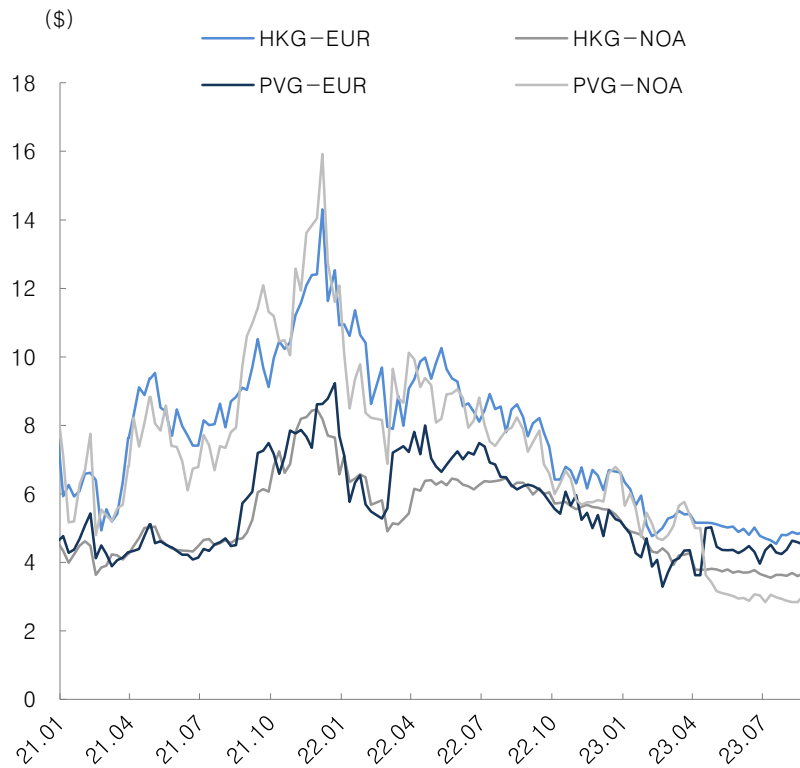


[항공-화물] 항공화물 운임은 2023년 3분기말까지 지속적으로 하락, 4분기 성수기 반등

Belly Cargo Space 증가로 항공화물 Yield는 23년 하반기까지 하락 조정 예상

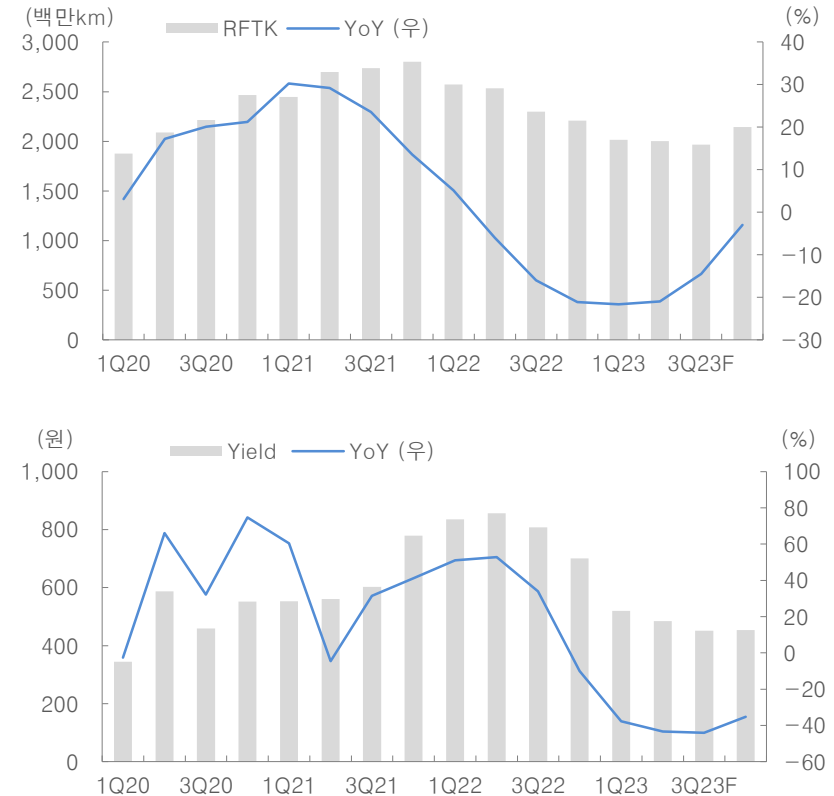
- 항공화물 운임은 2022년 2분기를 Peak로 하락세 진입. 22년 4분기~23년 1분기 화물운임 하락 예상보다 빠르게 진행
- 화물 운임 하락세는 2023년 3분기까지 지속될 것으로 예상되나, QoQ 하락의 Peak는 2023년 1분기로 하반기로 갈수록 완화 예상

홍콩, 상해발 유럽 및 미주 항공화물 운임 추이



자료: Reuter, 대신증권 Research Center

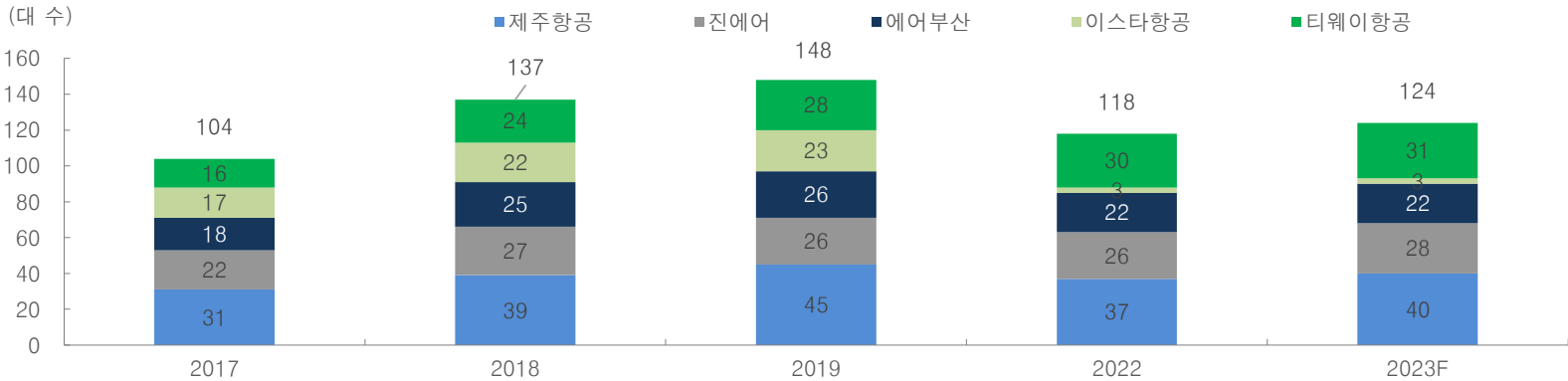
20~23년 대한항공의 항공화물 수송 및 Yield 추이



자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

코로나 이전 대비 LCCs 항공기 대수 감소로 공급 압력 크지 않을 전망

코로나 전후한 외국인 국가별 입국자 비중 변화 추이



	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F
제주항공	17	22	26	31	39	45	44	39	37	40
진에어	11	13	20	22	27	26	28	25	26	28
에어부산	12	14	16	18	25	26	24	24	22	22
이스타항공	8	12	17	17	22	23	10	2	3	3
티웨이항공	7	10	14	16	24	28	27	27	30	31
LCC 합계	55	71	93	104	137	148	133	117	118	124

주) 제주항공은 4대 도입 예정이지만, 확정 2대, 예정된 Max2대 중 1대만 도입 가정
 자료: 각 사, 대신증권 Research Center

외국인 입국 비중 코로나 국면을 거치면서 크게 변화, 동남아 vs 중국

LCCs의 최근 OP, Yield, L/F 비교



주) 별도 영업이익 기준

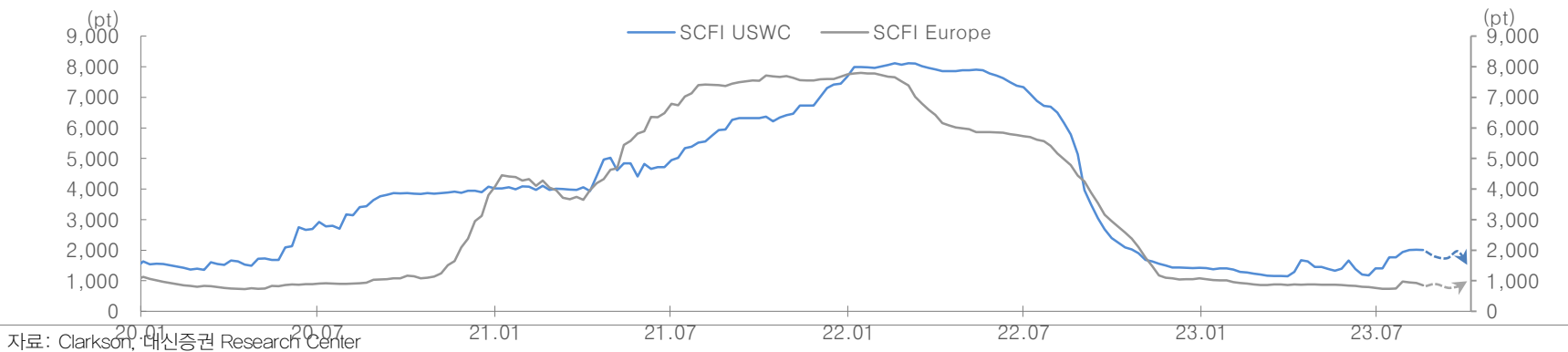
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

[해상운송-Container] 2023~24년 Down Cycle 이어질 것으로 전망

2023~24년 공급 압력 증가로 Main Route의 운임 약세 국면 지속될 전망

- 23년 1분기 평균 SCFI는 973.5p(-79.9% yoy, -29.2% qoq), 2분기 평균은 983.5p(-76.6% yoy, +1.0% qoq) 기록
- 23년 7월 14일 USWC SCFI는 \$1,771/FEU(-55.3% yoy), Europe SCFI는 \$738/TEU(-82.6% yoy).
- 7월 성수기 진입에 따른 선사들의 GRI 시도에 따른 것으로 추정하며 일시적인 반등일 가능성이 높음

컨테이너 운임은 약세 지속 예상



2023년 컨테이너 수요 전망

(m.TEUs %)

(Region)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Transpacific	20.2	23.8	22.0	20.6	21.4
Europe	15.8	17.1	15.4	16.7	17.2
Other					
East-West	31.8	33.6	32.8	33.5	34.6
North-South	59.4	63.6	63.0	62.9	65.3
Other	67.7	69.8	67.0	66.8	69.2
Total Trade	194.9	207.9	200.2	200.5	207.7
% Growth	-1.4%	6.3%	-3.8%	0.1%	3.5%

자료: Clarkson 8월호, 대신증권 Research Center

2023년 컨테이너 공급 전망

(m.TEUs %)

Container Capacity	2020	2021	2022	2023F	2024F
<3000	4.3	4.5	4.7	4.9	4.8
3-7,999	6.5	6.5	6.6	6.8	7.2
8-11,999	5.8	5.9	6.1	6.1	6.2
12,-16,999	4.0	4.4	4.8	5.6	6.9
17,000-	3.1	3.4	3.6	4.2	4.6
Total	23.7	24.8	25.8	27.7	29.6
% Growth	2.9%	4.5%	4.0%	6.9%	6.4%

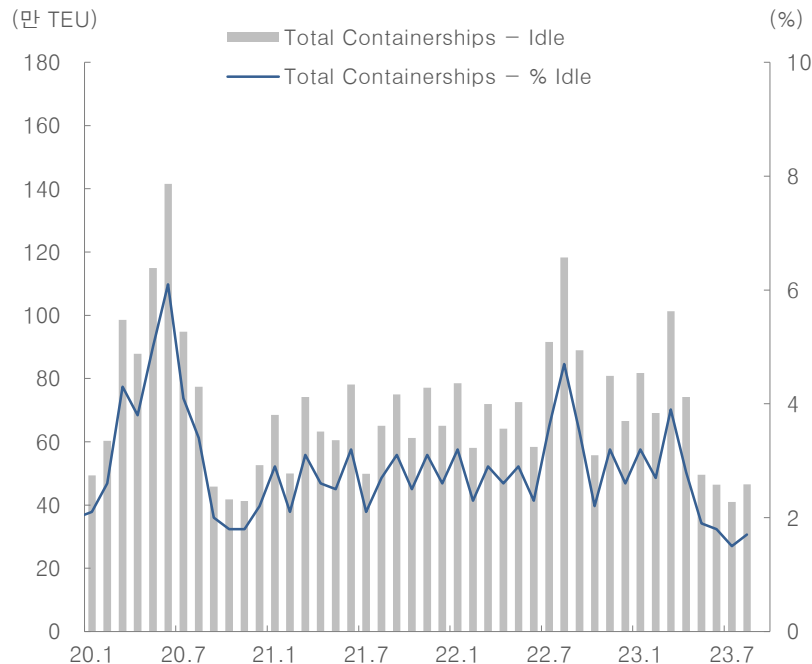
자료: Clarkson 8월호, 대신증권 Research Center

[해상운송-Container] 계절적 성수기 진입으로 Idle 선박 감소

2023년 9월 1일 기준 Idle 컨테이너 선박량은 약 58만TEU로 전년대비 -22%

- 2020년 이래로 선박량 대비 Idle이 가장 많았던 2020년 6월로 전체 Fleet의 6.1%, 140만TEU를 기록하였음
- 2023년 8월 Idle 선박량은 전체 Fleet의 약 1.7%, 46.5만TEU를 기록함. 7~8월 계절적 성수기 진입으로 Idle 선박량 감소
- Top 10 Carrier 중 Orderbook을 많이 보유한 선사는 MSC와 COSCO, CMA CGM 등임. MSC의 확장세가 두드러지게 나타남

Idle 컨테이너선박량 증가세



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

Top 10 Carrier의 현재 운영 선대 및 발주

(단위:TEU, %)

Operator	Owned	Chartered	% of Chart	On Order	% of Order
MSC	2,460,987	2,750,165	52.8	1,448,464	58.9
Maersk	2,489,369	1,654,077	39.9	406,581	16.3
CMA CGM	1,700,892	1,794,729	51.3	1,225,555	72.1
COSCO	1,640,152	1,288,119	44.0	927,390	56.5
Hapag Lloyd	1,150,159	712,123	38.2	312,304	27.2
Evergreen	777,294	909,636	53.9	454,268	58.4
ONE	952,160	721,440	43.1	840,650	88.3
HMM	551,256	240,818	30.4	265,027	48.1
Yang Ming	216,346	489,268	69.3	77,500	35.8
Zim	28,681	569,005	95.2	306,184	1,067.5

자료: Alphaliner 8월호, 대신증권 Research Center

[해상운송-Container] 글로벌 컨테이너선사 운임 방어를 위해 공급 축소

글로벌 3대 Alliance인 2M, Ocean, The Alliance는 공급 조절을 통해 운임 하락을 방어

- Alphaliner에 따르면, 글로벌 컨테이너 3대 Alliance는 공급과잉에 따른 운임 하락을 방어하기 위해 Blank Sailing, Lay-up 등을 통한 공급 조절에 나서고 있는 것으로 판단
- 미주 항로에서 2M Alliance가 가장 공격적으로 공급을 축소시키고 있으며, Ocean과 The Alliance도 미주항로에서는 공급을 크게 줄이고 있음

FE-유럽 항로 얼라이언스별 공급량

FE-Europe (TEU/Week)	Aug-23	Jul-23	MoM % Chg	Aug-22	YoY % Chg
Maersk + MSC	166,433	169,518	-1.8	160,744	3.5
OCEAN Alliance	162,413	162,768	-0.2	163,946	-0.9
THE Alliance	112,113	107,087	4.7	111,528	0.5
Other Nnon-Alliance	22,851	22,383	2.1	14,530	57.3
Total	463,810	461,756	0.4	450,748	2.9

자료: Alphaliner 8월호, 대신증권 Research Center

FE-북미 항로 얼라이언스별 공급량

FE-N America (TEU/Week)	Aug-23	Jul-23	MoM % Chg	Aug-22	YoY % Chg
Maersk + MSC	110,912	107,280	3.4	160,169	-30.8
OCEAN Alliance	166,433	207,314	-19.7	228,698	-27.2
THE Alliance	112,113	155,440	-27.9	155,062	-27.7
Other Nnon-Alliance	22,851	58,104	-60.7	97,741	-76.6
Total	412,309	528,138	-21.9	641,670	-35.7

자료: Alphaliner 8월호, 대신증권 Research Center

[해상운송-Dry Bulk] 2023년부터 Up-Cycle 진입 전망

2022년 악화되었던 Dry-Bulk 수급 2023년부터 개선 시작. 2024년까지 이어질 전망

- 2022년 Dry-Bulk 공급은 2.8% 증가한 반면, 러시아/우크라이나 전쟁과 중국 경기 둔화로 수요는 1.4% 감소하여 BDI 약세가 이어짐
- 2023년 러/우 전쟁과 중국 경기에 대한 불확실성은 존재하나, Dry-Bulk 수급은 2022년 대비 크게 개선되면서 상황이 호전될 가능성 높다는 판단임
- 특히 2024년에도 Dry-Bulk 수급은 Tight한 국면이 지속될 것으로 예상됨

Dry bulk Demand 전망

Dry bulk trade	2019	2020	2021	2022E	2023F	2024F
Iron Ore	1,455	1,505	1,525	1,475	1,508	1,512
Total Coal	1,300	1,181	1,226	1,229	1,287	1,289
Grain	481	524	530	516	530	540
Major Bulks	3,235	3,210	3,281	3,219	3,326	3,342
% change	0.5	-0.8	2.2	-1.9	3.3	0.5
Minor bulks	2,100	2,066	2,172	2,078	2,109	2,169
% change	1.8	-1.6	5.1	-4.3	1.5	2.8
Total dry bulk	5,335	5,276	5,453	5,297	5,435	5,511
% change	1.0	-1.1	3.4	-2.9	2.6	1.4
Est. bn tonne miles	27,829	28,139	29,165	28,732	29,639	30,177
% change	1.1	1.1	3.6	-1.5	3.2	1.8

자료: Clarkson 8월호, 대신증권 Research Center

Dry bulk Supply 전망

End Year	2019	2020	2021	2022E	2023F	2024F
Capesize(100K~)	348.1	361.3	376.9	384.4	392.8	396.5
% Change	3.9	3.8	4.3	2.0	2.2	0.9
Panamax(70~99.9K)	217.6	228.6	236.5	245.6	254.4	260.6
% Change	5.3	5.1	3.5	3.8	3.6	2.4
Handymax(40~69.9K)	207	214.5	220.8	227.6	234.6	242.1
% Change	3.7	3.6	2.9	3.1	3.1	3.2
Handysize(10~39.9K)	106.4	108.8	111.8	115.5	119.1	121.7
% Change	2.2	2.3	2.8	3.3	3.1	2.2
Total Bulkcarrier	879.5	913.1	946.0	973.0	1,001	1,021
% Change	4.0	3.8	3.6	2.9	2.9	2.0

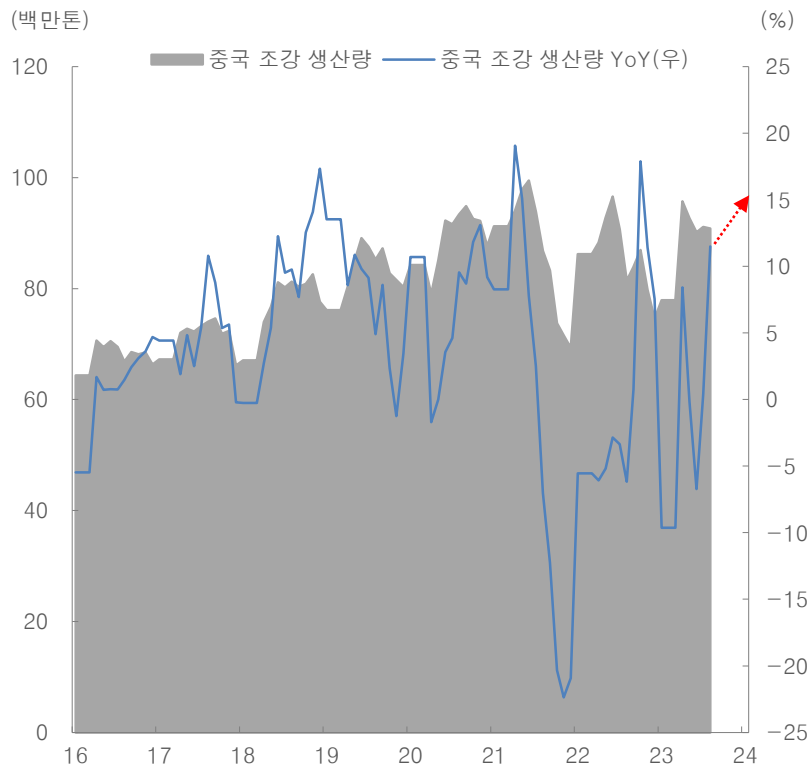
자료: Clarkson 8월호, 대신증권 Research Center

[해상운송-Dry Bulk] 중국의 조강생산량 증가 정도가 하반기 시황의 Key

중국의 조강생산량은 4월 이후 증가세로 전환하였으나 5월 이래로 유사한 수준 기록

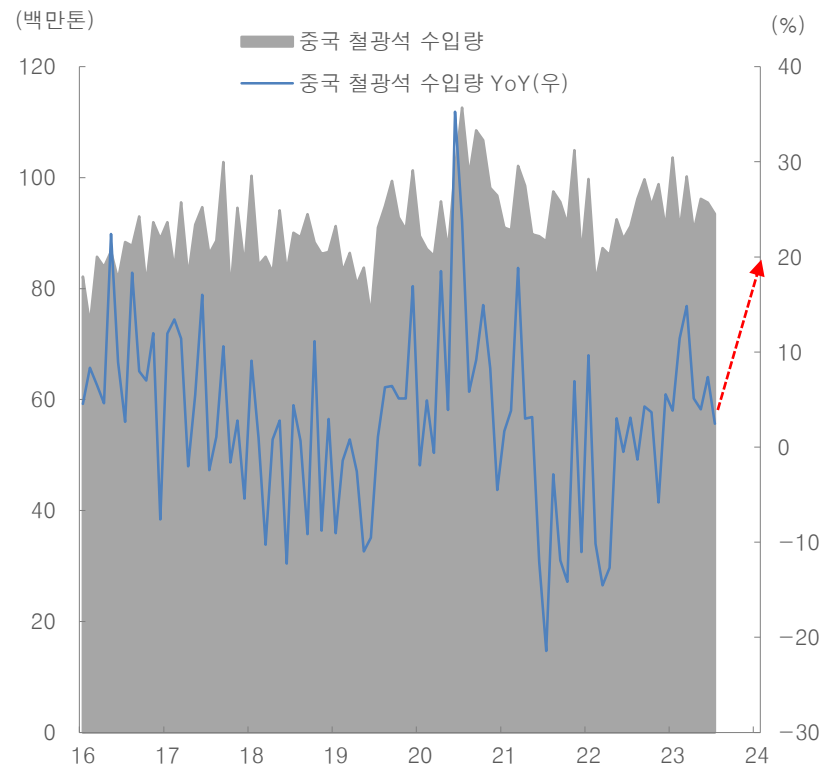
- 중국의 조강생산량이 4월 크게 증가한 것으로 확인되면서 리오프닝에 대한 기대감을 키웠지만 5월 재차 전년동기 수준으로 하락,
- 7월 중국 조강생산량은 91백만톤(+0.4% yoy), YTD로는 694백만톤(-14.8% yoy) 기록
- 철광석 수입량은 2월~3월 두 자리수의 증가세를 기록했지만, 4월 이후 다시 한 자리 수의 성장률로 복귀. 7월 철광석 수입량은 93.5백만톤(+2.5% yoy) 기록

하반기 중국의 경기 따른 조강생산 증가 기대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

조강생산 증가는 철광석 수입량을 증가시킬 전망



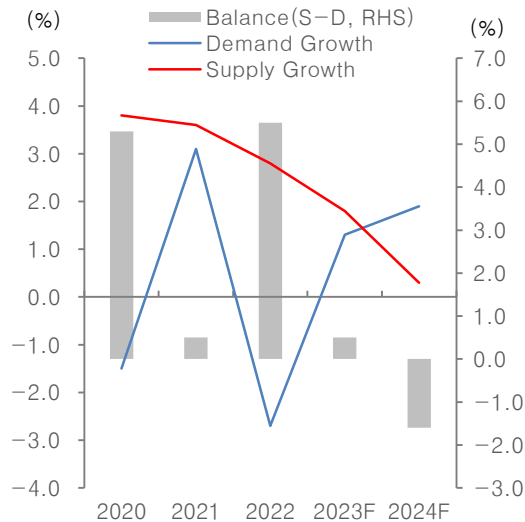
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[상선별 수급] Tanker, Bulker 중고, Container는 악화

선종별 수급 전망으로 볼 때, Tanker와 Bulker는 공급 부족에 따른 발주 증가 전망

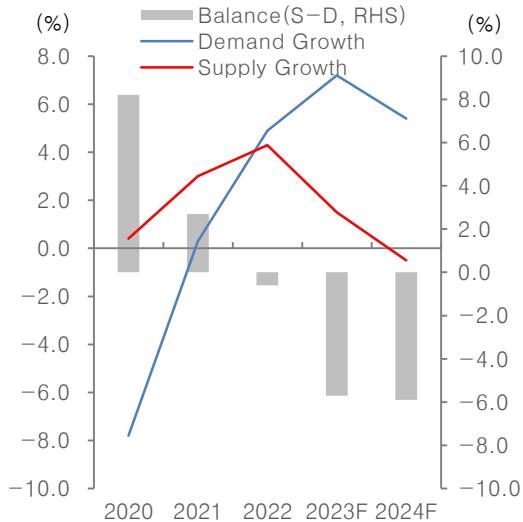
- 2023~24년 선종별 해운 업황을 감안한 발주 환경은 Tanker > Bulker > Container 순임
- Tanker 시황은 2022년 하반기부터 강세로 진입하였는데, 23~24년에도 공급 증가율이 수요 증가율 대비 낮아 강세가 지속될 전망
- Bulker 시황은 2023년 1분기까지 약세가 예상되나, 23년 2분기 이후 중국의 리오프닝에 따른 건설 경기 개선으로 강세로 진입 예상
- Container 시황은 2022년부터 1)공급 압력 증가 2)경기 및 소비 둔화에 따른 물동량 감소로 Down Cycle 진입. 23~24년에도 수요 대비 공급 증가율이 워낙 높아 시황 약세 지속될 것으로 전망

Bulker S/D Balance 전망



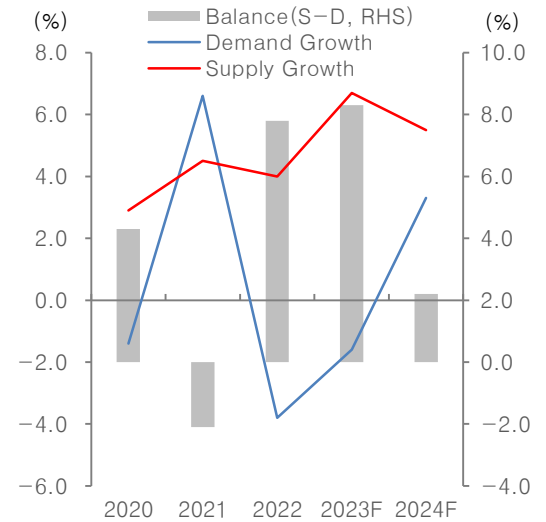
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

Tanker S/D Balance 전망



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

Container S/D Balance 전망



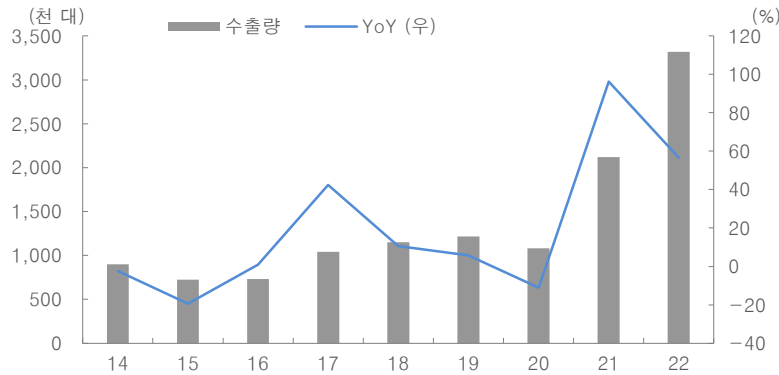
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

[해상운송-PCTC] 용선료 및 운임 추가 상승보다는 강세 유지 전망

완성차 해상운송 용선료 및 운임 상승은 중국의 완성차 수출 물량 증대에 따른 선박 수요 증가 때문

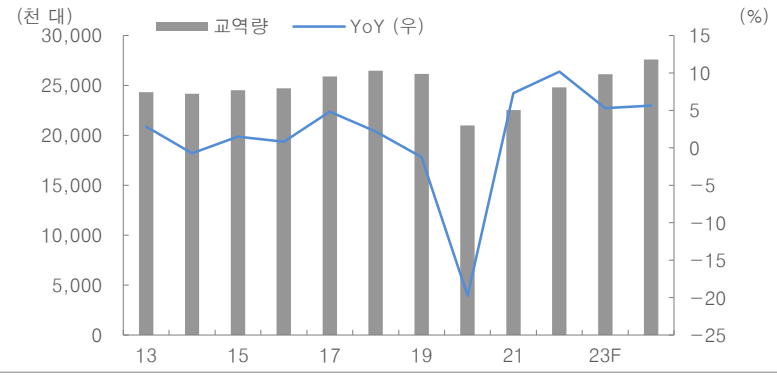
- 유럽, 미국, 그리고 한국과 일본이 과점 하던 글로벌 완성차 해상 운송 시장에 중국이라는 새로운 변수가 2021년부터 완성차 수출물량 증대와 함께 부각되기 시작
- 코로나 국면 글로벌 교역량 감소로 인해 PCC 폐선이 나타난 가운데, 중국이라는 새로운 수출국의 등장으로 전세계적으로 완성차 수송선박이 부족한 현상 심화
- 2023년까지 높은 용선 및 운임이 유지될 가능성 높고, 향후에도 과거보다 레벨업 운임 유지 전망

중국의 자동차 수출 물량 21년부터 큰 폭 증가



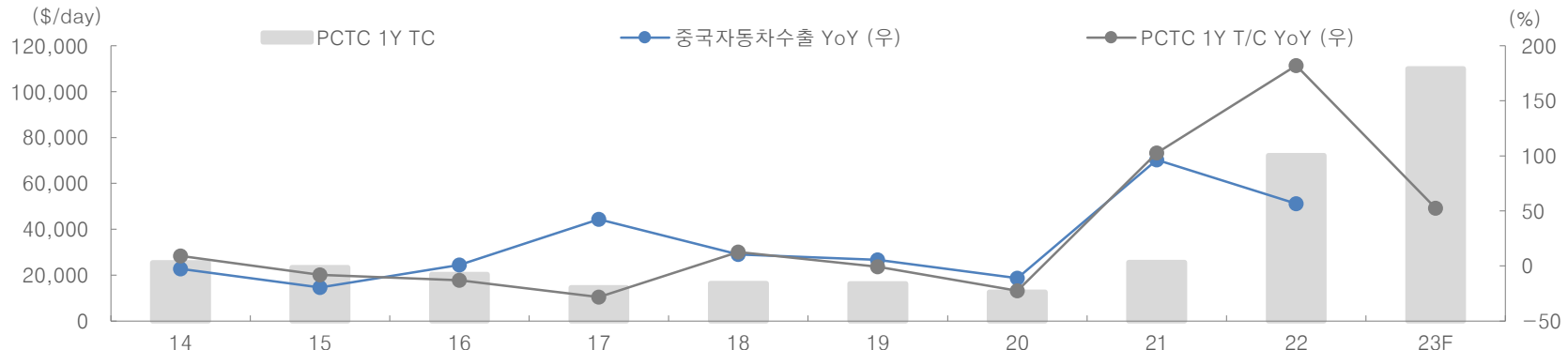
자료: 중국국가통계국, 대신증권 Research Center

글로벌 완성차 교역량 증가세 지속 예상



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

중국의 완성차 수출량이 크게 증가하면서 자동차 운반선 수요가 크게 늘어나며 용선료 상승

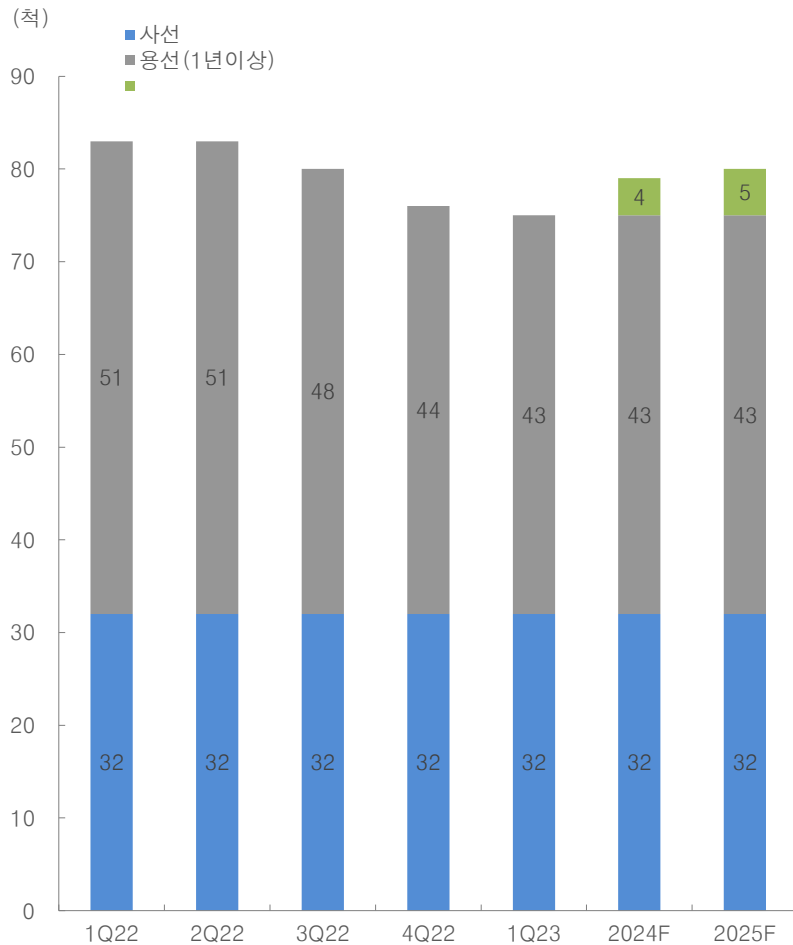


자료: 중국국가통계국, Clarkson, 대신증권 Research Center

[해상운송-PCTC] 용선료 및 운임 추가 상승보다는 강세 유지 전망

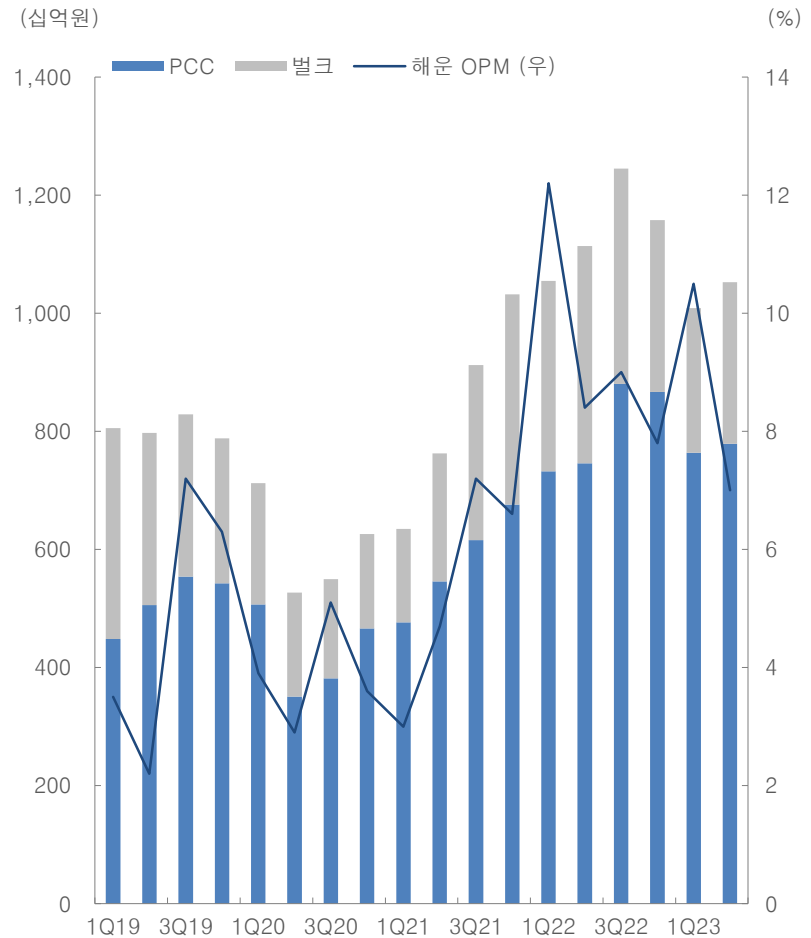
완성차 해상운송 용선료 및 운임 상승은 중국의 완성차 수출 물량 증대에 따른 선박 수요 증가 때문

현대글로벌비스 PCTC 보유 선대



자료: 현대글로벌비스, 대신증권 Research Center

현대글로벌비스 해운 사업부 실적 추이

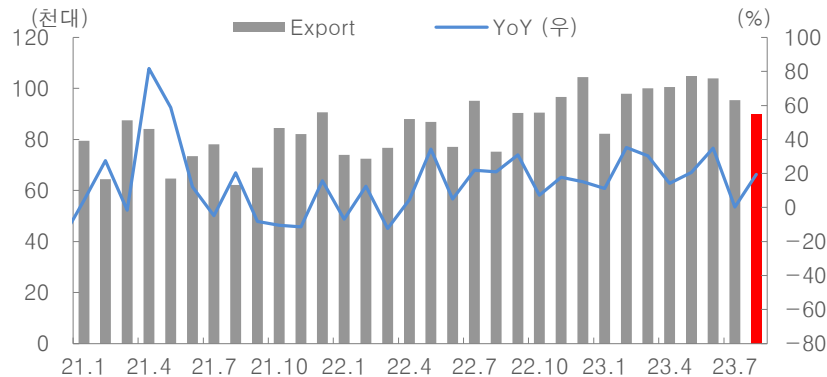


자료: 현대글로벌비스, 대신증권 Research Center

[완성차 판매] 현대, 기아차 완성차 해외공장 판매량 양호

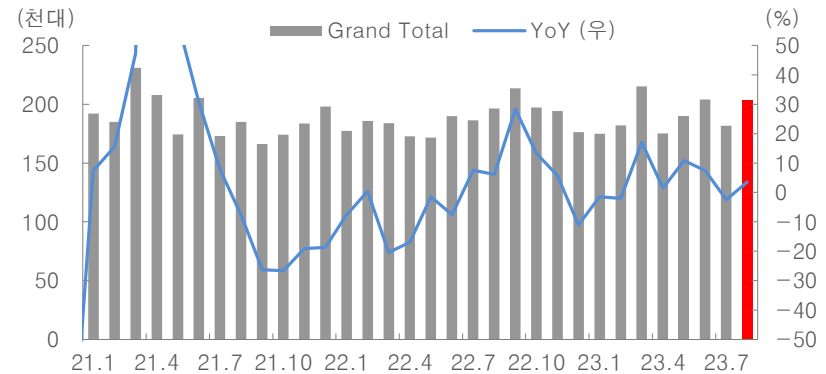
- 8월 현대차와 기아차의 전체 수출량은 각각 90천대(+19.5% yoy), 72천대(+3.7% yoy) 기록
- 8월 현대차와 기아차의 해외공장 출하량 각각 203천대(+3.5% yoy), 127천대(+2.4% yoy) 기록

현대차 전체 수출량



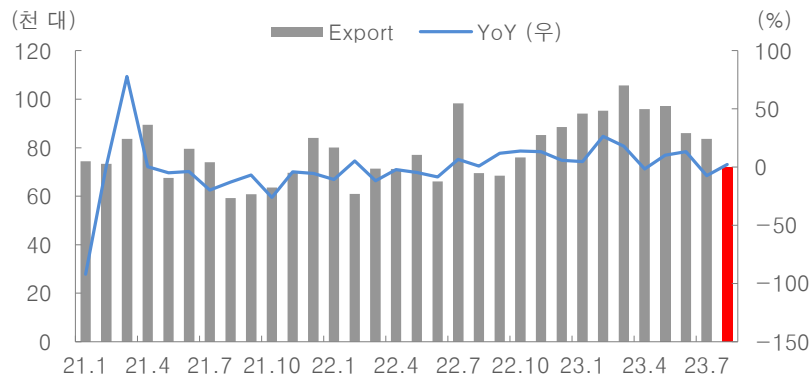
자료: 현대차, 대신증권 Research Center

현대차 해외공장 출하량



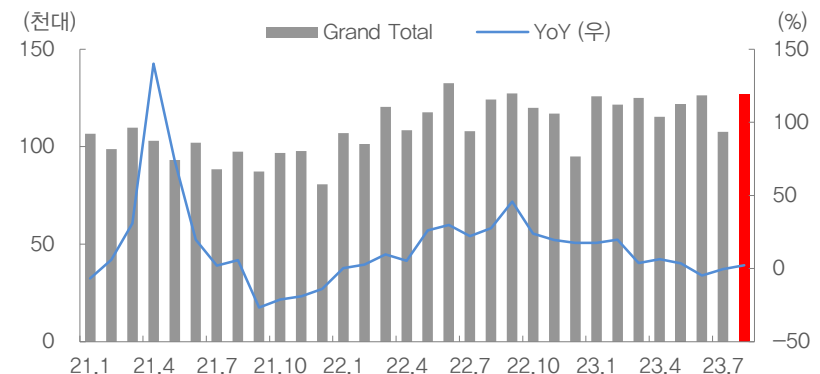
자료: 현대차, 대신증권 Research Center

기아차 전체 수출량



자료: 기아차, 대신증권 Research Center

기아차 해외공장 출하량



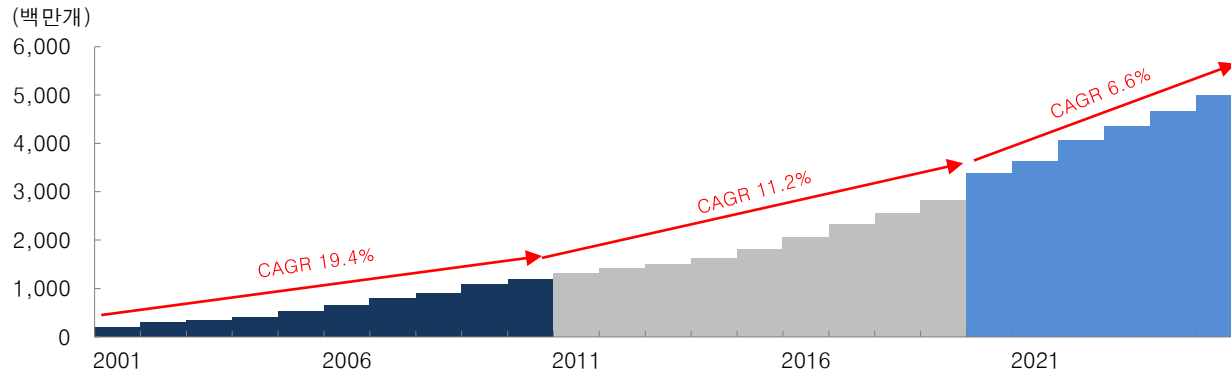
자료: 기아차, 대신증권 Research Center

[육상운송-택배] 2022년 쿠팡이 성장 견인. 23년 경쟁 심화 예상

2022년 택배 물동량 12.1%(yoy), 2023년에는 6.8%(yoy) 성장 전망

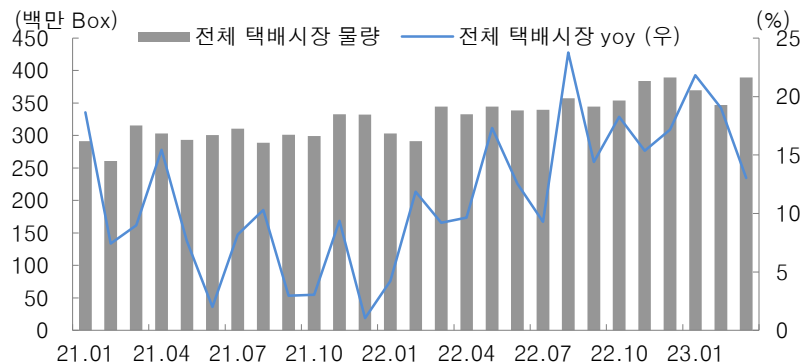
- 2022년 택배 물동량은 4,068백만Box(+12.1% yoy)로 당사 예상을 크게 상회하는 성장 시현. 2023년 택배 물동량은 4,345백만Box로 +6.8%(yoy) 증가 전망
- 2022년 택배 시장 성장은 쿠팡이 견인. 22년 1월 쿠팡의 M/S는 4.9%에서 23년 3월 22.9%로 크게 증가. CJ대한통운, 한진, 그리고 롯데는 M/S 하락세 지속

2022년 택배 물동량은 약 12%, 23년에는 약 6.8% 증가 전망



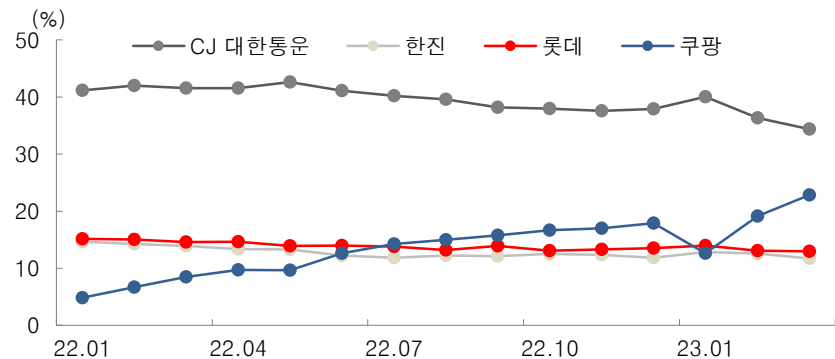
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

전체 택배시장 월별 물량 및 성장률 추이



자료: 통합물류협회, 대신증권 Research Center

쿠팡의 택배 시장 M/S 지속적으로 상승



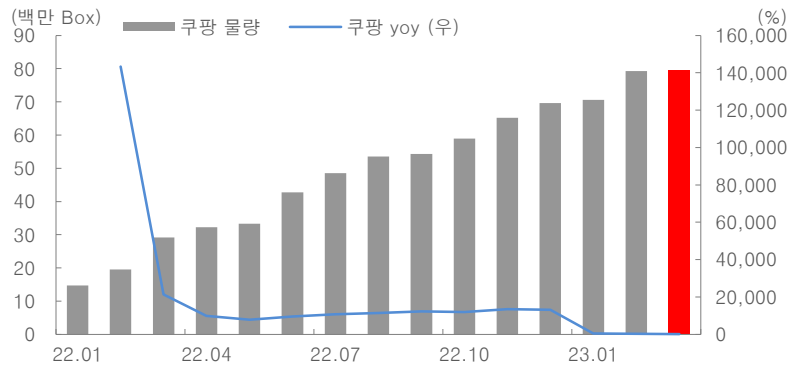
자료: 통합물류협회, 대신증권 Research Center

[육상운송-택배] 쿠팡의 택배 시장 MS 빠른 속도로 증가

CJ대한통운과 한진 등 기존 택배 사업자들의 MS 하락

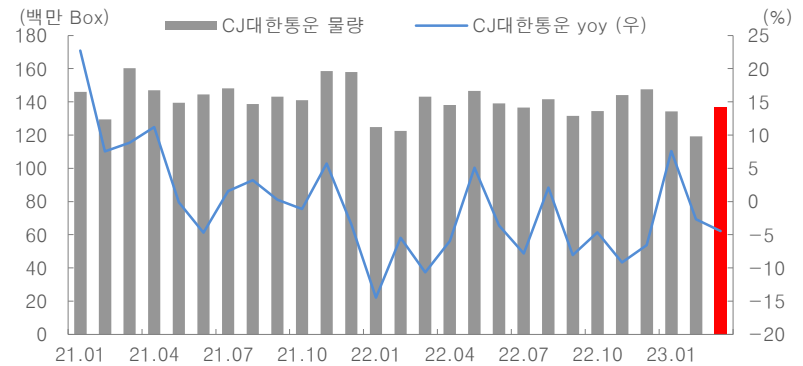
- CJ대한통운과 한진의 택배 처리량은 2023년 1월 +7.6%(yoy), +4.5%(yoy), 2월에는 -2.7%(yoy), -2.1%(yoy), 3월에는 -4.5%(yoy), 0.8%(yoy)를 기록함
- 쿠팡의 택배물량 증가세 지속. 쿠팡은 1월 70백만박스, 2월과 3월 연속 79백만박스를 기록. MS기준으로 3월 22.8%까지 증가

쿠팡 월별 물량 추이



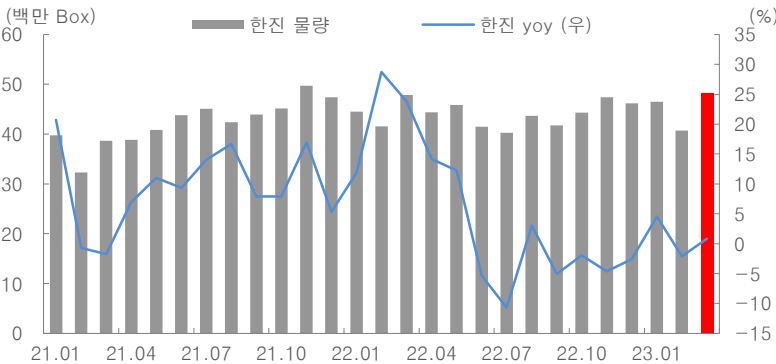
자료: 통합물류협회, 대신증권 Research Center

CJ대한통운 월별 물량 추이



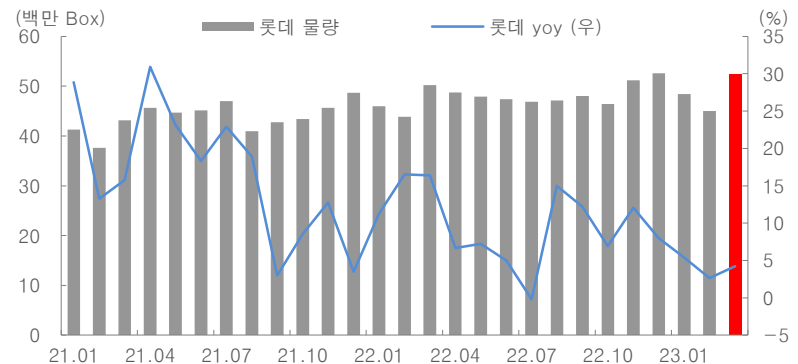
자료: 통합물류협회, 대신증권 Research Center

한진 월별 물량 추이



자료: 통합물류협회, 대신증권 Research Center

롯데로지스틱스 월별 물량 추이



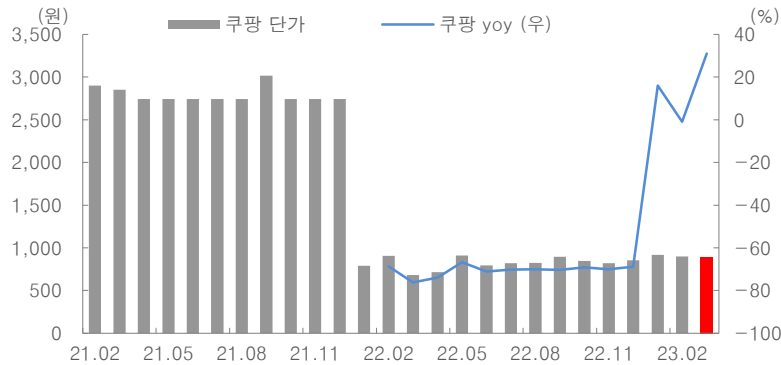
자료: 통합물류협회, 대신증권 Research Center

[육상운송-택배] 택배 단가 상승세는 이어질 전망이나, 상승폭은 전년대비 다소 둔화

CJ대한통운 2023년 연간 약 4~5%의 평균 단가 인상, 한진은 약 3%의 평균 단가 인상을 추진

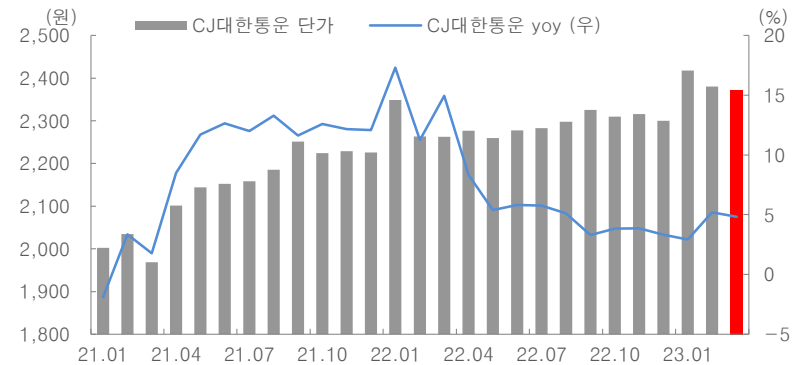
- 2023년 3월 CJ대한통운의 평균 택배단가 상승률은 4.8%(yoy)로 연평균 단가 인상 목표에 부합
- 한진과 롯데의 2023년 3월 단가 상승률은 각각 2.3%(yoy), -0.1%(yoy)로 회사의 목표 인상률에 미치지 못하고 있음
- 쿠팡의 택배시장 점유율 확대 등으로 물량 경쟁이 다소 심화, 경기하강에 따른 E-Commerce 성장 둔화의 영향으로 판단

쿠팡 월별 단가 추이



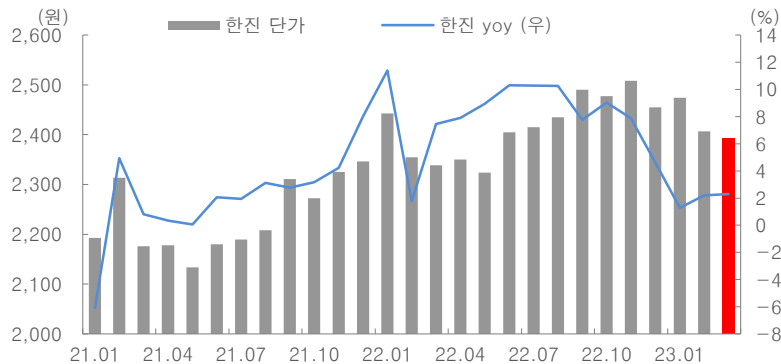
자료: 통합물류협회, 대신증권 Research Center

CJ대한통운 단가 추이



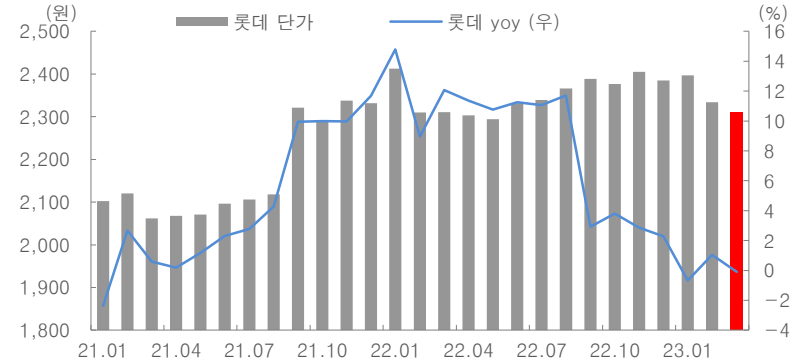
자료: 통합물류협회, 대신증권 Research Center

한진 월별 단가 추이



자료: 통합물류협회, 대신증권 Research Center

롯데로지스틱스 단가 추이



자료: 통합물류협회, 대신증권 Research Center

Top Picks

H. Glovis (086280)

Korean Airline (003490)

Jeju Air (089590)

Jin Air (272450)

HMM (011200)

Pan Ocean(028670)

CJ Logistics (000120)

현대글로비스(086280)

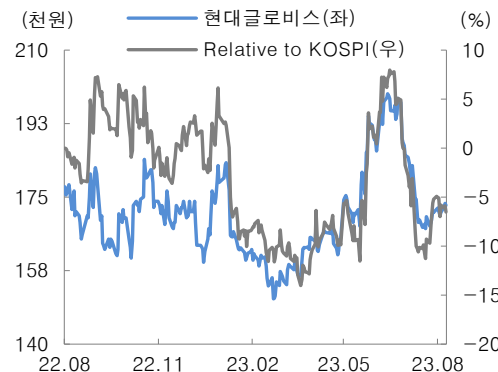
반영될 우려, 쏟아질 호재

투자 의견	BUY
목표주가	240,000원
현재주가 (23.08.31)	172,500원

KOSPI	2256.27
시가총액	6,488십억원
시가총액비중	0.32%
자본금(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	199,600원 / 150,800원
120일 평균거래대금	186억원
외국인지분율	48.45%
주요주주	정익선 외 4인 29.34%
	Den Norske Amerikalinje AS 11.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.2	1.2	9.1	-0.6
상대수익률	-3.5	2.1	2.8	-4.9

- 2분기 실적 발표 이후 1)완성차 업체의 이익 피크아웃 우려, 2)해운사업부문의 수익성 하락, 3)선박 부족에 따른 완성차 해운운송부문의 외형성장 제한 등으로 주가하락. 3분기말~4분기초 주요 고객사의 운임 인상으로 해운사업부문의 수익성 회복 기대되며, 2024년 6척~10척의 PCTC선 용선 확보 전망. 중장기적으로 용선 계약 및 사선 발주를 통한 선대추가확충으로 PCC부문의 추가 성장 발판 마련 전망. 현 주가 23~24년 PER 5배 수준이나, 현대차그룹내에서 배터리 재활용(Recycling) 및 재사용(Re-use) 사업 포지셔닝을 통해 Valuation Multiple 확장 가능할 것으로 판단
- 현대글로비스의 PCTC운용선박은 2021년말 사선 32척, 용선 52척에서 2023년 2분기 사선 32척, 용선 40척으로 12척 감소. 2020년 코로나 발발 이후 주요 고객사의 완성차 생산 차질 및 판매 감소로 운영 선대를 감축해왔으나, 완성차 수출시장에서 중국이 급부상하며 PCC시장은 21년부터 호황이 지속되고 있음. 중국의 완성차 수출물량은 19년 922천대에서 21년 164만대, 22년에는 267만대로 급증, 23년 상반기 월평균 32.7만대로 연간 약 400만대의 수출 기록 전망. PCC시장의 호황은 용선료 및 Spot 운임상승으로 이어지고 있으나, 동사는 선대 부족 및 낮은 장기계약운임으로 수익성이 시장 기대를 하회하는 결과 초래. 하지만 23년 3분기말~4분기초를 기점으로 장기계약운임 인상을 통해 수익성 회복에 나설 전망이며, 24년 6척~10척의 용선 확보를 시작으로 선대 확충에 나설 계획
- 현대글로비스는 폐배터리를 셀단위에서 분해하여 희유금속을 추출 및 재활용(Recycle) 혹은 폐배터리 재사용(Re-Use, ESS 등) 등으로 사업 추진 계획. 사업이 구체화될수록 Valuation Multiple 확장 가능 전망



(십억원, 원, 배, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	21,780	26,982	25,936	27,620	29,443
영업이익	1,126	1,799	1,641	1,732	1,834
세전순이익	985	1,597	1,615	1,673	1,790
총당기순이익	783	1,193	1,206	1,249	1,337
지배지분순이익	783	1,190	1,203	1,246	1,333
EPS	20,877	31,729	32,074	33,230	35,554
PER	8.0	5.2	5.4	5.2	4.9
BPS	154,732	183,094	209,470	236,650	265,804
PBR	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
ROE	14.4	18.8	16.3	14.9	14.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 현대글로비스, 대신증권 Research Center

현대글로비스(086280) 분기 및 연간 별도 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022F	2023F	2024F
매출액	6,293	6,863	7,014	6,812	6,301	6,535	6,516	6,585	26,982	25,936	27,620
Change(yoy %)	24.3	25.5	29.8	16.6	0.1	-4.8	-7.1	-3.3	23.9	-3.9	6.5
매출원가	5,765	6,307	6,415	6,194	5,780	5,992	5,972	6,039	24,680	23,783	25,377
% of 매출액	91.6	91.9	91.5	90.9	91.7	91.7	91.7	91.7	91.5	91.7	91.9
Change(yoy %)	20.6	23.7	28.4	14.4	0.3	-5.0	-6.9	-2.5	21.6	-3.6	6.7
매출총이익	528	556	599	618	520	543	544	546	2,302	2,153	2,243
GPM	8.4	8.1	8.5	9.1	8.3	8.3	8.3	8.3	8.5	8.3	8.1
Change(yoy %)	84.5	50.8	46.6	44.5	-1.5	-2.4	-9.3	-11.6	54.3	-6.5	4.2
판매비	102	108	121	172	114	130	130	138	503	512	511
% of 매출액	1.6	1.6	1.7	2.5	1.8	2.0	2.0	2.1	1.9	2.0	1.9
Change(yoy %)	32.4	17.0	28.9	68.1	11.7	20.9	7.0	-19.7	37.6	1.8	-0.2
영업이익	426	449	478	446	407	413	414	408	1,799	1,641	1,732
OPM	6.8	6.5	6.8	6.5	6.5	6.3	6.4	6.2	6.7	6.3	6.3
Change(yoy %)	103.7	62.0	51.8	37.1	-4.6	-8.0	-13.4	-8.5	59.7	-8.8	5.5
사업부문별 매출액											
국내물류	407	437	438	491	476	500	494	532	1,774	2,003	2,096
해외물류	2,820	3,046	3,281	3,130	2,684	2,810	2,808	2,795	12,277	11,096	11,881
PCC	732	746	880	867	764	779	805	810	3,225	3,158	3,342
벌크	323	368	365	291	245	274	292	300	1,346	1,110	1,166
기타해외물류	1,765	1,933	2,036	1,972	1,675	1,757	1,711	1,685	7,706	6,828	7,374
CKD	2,466	2,662	2,662	2,667	2,645	2,690	2,689	2,723	10,457	10,746	11,472
중고차경매	191	212	204	188	170	181	189	182	796	722	760
기타유통	409	505	430	335	327	354	335	353	1,679	1,369	1,410
사업부문별 매출액 증감(yoy %)											
국내물류	1.3	1.9	14.8	18.4	16.9	14.4	13.0	8.3	9.0	12.9	4.7
해외물류	50.2	41.9	43.7	22.4	-4.8	-7.8	-14.4	-10.7	38.5	-9.6	7.1
PCC	53.7	36.7	43.0	28.2	4.3	4.4	-8.5	-6.5	39.4	-2.1	5.8
벌크	103.5	69.6	22.9	-18.3	-24.1	-25.5	-20.0	3.0	30.9	-17.5	5.0
기타해외물류	42.0	39.5	48.5	29.4	-5.1	-9.1	-16.0	-14.6	39.5	-11.4	8.0
CKD	7.3	15.6	25.1	20.6	7.3	1.0	1.0	2.1	17.0	2.8	6.8
중고차경매	14.5	17.1	14.6	-8.9	-11.4	-14.4	-7.3	-3.4	8.6	-9.3	5.3
기타유통	27.8	24.5	-0.9	-26.2	-20.2	-29.9	-22.0	5.4	4.0	-18.5	3.0

자료: 현대글로비스, 대신증권 Research Center

대한항공(003490)

늘어난 인건비. 늘어날 사업량

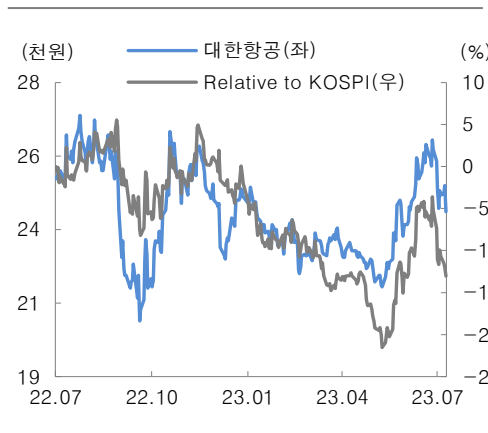
투자의견	BUY
목표주가	33,000원
현재주가 (23.08.02)	24,050원

KOSPI	2616.47
시가총액	8,886십억원
시가총액비중	0.44%
자본금(보통주)	1,841십억원
52주 최고/최저	27,000원 / 20,700원
120일 평균거래대금	270억원
외국인지분율	16.25%

주요주주	한진칼 외 22 인 27.04% 국민연금공단 7.32%
------	-----------------------------------

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.2	4.1	0.2	-3.8
상대수익률	-3.2	0.4	-5.4	-10.3

- 목표주가는 2023년 추정 BPS에 Target PBR 1.2x 적용. 2023년 2분기 대한항공의 별도 영업이익은 4,680억원으로 당사의 직전 추정인 5,180억원을 약 500억원 하회하였으나, 높아진 시장 컨센서스(연결기준 4,904억원)에는 부합한 것으로 판단. 항공 사업량과 운임은 추정과 유사하였으나, 인건비가 6,230억원(+1,035억원 yoy, +1,101억원 qoq)으로 당사의 추정치 5,650억원을 크게 상회함. 성수기 공급 증가를 위한 휴직자 전원 복귀 및 임금인상 때문
- 대한항공의 2분기 실적은 별도기준 매출액 3조 5,354억원(+6.1% yoy), 영업이익 4,680억원(-36.4% yoy), 당기순이익 3,715억원(-17.5% yoy)을 시현함. 여객 및 화물 사업량은 시장 예상에 부합
- 2분기 국제여객 Yield는 130.1원(+2.9% qoq)을 기록하여, 계절적 비수기와 유가하락(할증료 하락)에도 굳건한 흐름을 보였음. 반면, 화물 Yield는 467.9원(-10% qoq)로 Belly Space 증가의 직격탄을 받음. 3분기에도 화물 Yield의 하락세는 지속될 것으로 예상되나, 국제선 여객수요 회복세와 Yield의 강한 흐름이 화물 부진을 상쇄해줄 것으로 전망
- 2023년 3분기 대한항공의 별도 영업이익은 4,830억원(-42.4% yoy)로 추정. 추정의 주요 가정은 1)Jet유 \$102/bbl, 2)평균환율 1,270원, 3)국제여객 Yield 134.4원/km(+3.3% qoq), 4)항공화물 Yield 409.3원/km(-12.5% qoq)임. 3분기 주요 영업비용은 1)유류비 1.12조원(+14.5% qoq), 2)인건비 6,267억원(+0.6% qoq)로 예상



(십억원, 원, 배, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,017	14,096	15,668	16,532	17,011
영업이익	1,418	2,831	2,016	1,623	1,690
세전순이익	843	2,562	2,053	1,478	1,487
총당기순이익	579	1,730	1,386	997	1,004
지배지분순이익	578	1,728	1,358	978	983
EPS	1,905	4,798	3,677	2,647	2,663
PER	15.4	4.8	6.8	9.4	9.3
BPS	22,266	24,969	27,279	29,176	31,089
PBR	1.3	0.9	0.9	0.8	0.8
ROE	11.6	22.0	14.2	9.4	8.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

대한항공(003490) 별도 기준 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 원/달러, \$/bbl, 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
환율평균	1,205.3	1,261.1	1,340.0	1,370.0	1,276.8	1,315.0	1,270.0	1,235.0	1,294.1	1,274.2	1,225.7
Jet Fuel Mops	105.0	143.0	133.0	118.0	106.0	92.0	102.0	110.0	124.8	102.5	109.1
매출액	2,805	3,332	3,668	3,607	3,196	3,535	3,738	3,804	13,413	14,274	15,107
% yoy	60.3	70.8	64.7	27.6	13.9	6.1	1.9	5.5	53.2	6.4	5.8
국내여객	77	128	131	138	111	111	122	124	475	469	469
국제여객	282	746	1,323	1,527	1,667	2,110	2,404	2,345	3,879	8,526	9,604
화물	2,149	2,171	1,856	1,548	1,049	964	805	907	7,725	3,724	3,311
항공우주	97	113	122	159	118	122	152	167	491	559	684
기타	200	174	236	235	252	229	255	260	844	996	1,038
영업비용	2,017	2,597	2,829	3,087	2,781	3,067	3,255	3,354	10,529	12,457	13,620
% yoy	24.1	42.7	58.2	50.1	37.9	18.1	15.1	8.6	44.5	18.3	9.3
영업이익	788	736	839	520	415	468	483	451	2,884	1,817	1,486
OPM	28.1	22.1	22.9	14.4	13.0	13.2	12.9	11.8	21.5	12.7	9.8
% yoy	533.4	273.7	91.3	-26.2	-47.4	-36.4	-42.4	-13.3	96.9	-37.0	-18.2
ASK (백만인km)											
국제여객	5,670	6,946	12,117	14,717	16,034	19,351	20,962	22,076	39,450	78,423	93,230
%yoy	11.0	42.1	127.4	159.5	182.8	178.6	73.0	50.0	87.9	98.8	18.9
RPK (백만인km)											
국제여객	2,254	5,492	9,670	11,726	13,191	16,223	17,890	18,762	29,142	66,065	79,009
%yoy	114.7	321.2	364.5	409.6	485.2	195.4	85.0	60.0	332.6	126.7	19.6
화물											
AFTK (백만인km)	3,097	3,064	2,920	2,923	2,744	2,935	2,762	2,777	12,004	11,218	10,851
%yoy	7.4	-2.3	-10.0	-12.1	-11.4	-4.2	-5.4	-5.0	-4.6	-6.5	-3.3
RFTK (백만인km)	2,572	2,535	2,300	2,210	2,016	2,060	1,967	2,144	9,617	8,186	8,331
%yoy	5.2	-6.0	-16.0	-21.1	-21.6	-18.7	-14.5	-3.0	-10.0	-14.9	1.8
Load Factor (%)											
국내여객	76.0	88.7	84.5	89.2	86.6	87.9	85.0	89.2	84.8	87.1	86.8
국제여객	39.8	79.1	79.8	79.7	82.3	83.8	85.3	85.0	73.9	84.2	84.7
화물	83.0	82.7	78.8	75.6	73.5	70.2	71.2	77.2	80.1	73.0	76.8
Yield (cent)											
국내여객	12.5	14.7	15.0	16.2	15.1	13.5	15.5	16.5	14.6	15.2	16.4
% yoy	14.0	16.5	21.0	12.9	21.3	-7.6	3.4	2.1	16.1	4.1	8.0
국제여객	10.4	10.8	10.2	9.5	9.9	9.9	10.6	10.1	10.2	10.1	10.3
% yoy	3.7	8.6	-5.7	-7.9	-4.8	-8.2	3.6	6.5	-0.5	-1.0	1.7
화물	69.3	67.9	60.2	51.1	40.7	35.6	32.2	34.3	62.1	35.7	33.0
% yoy	39.7	35.9	15.7	-22.3	-41.2	-47.6	-46.5	-33.0	14.3	-42.6	-7.5
Yield (원)											
국내여객	150.3	185.0	201.4	222.1	193.2	178.2	197.3	204.3	189.7	193.2	195.2
% yoy	23.3	31.1	40.0	30.8	28.5	-3.7	-2.0	-8.0	31.6	1.9	1.0
국제여객	125.3	135.8	136.9	130.2	126.4	130.1	134.4	125.0	133.1	129.1	121.6
% yoy	12.1	22.1	9.1	6.6	0.9	-4.2	-1.8	-4.0	11.4	-3.0	-5.8
화물	835.4	856.5	807.1	700.6	520.1	467.9	409.3	423.1	803.2	454.9	397.4
% yoy	51.0	52.9	33.9	-10.0	-37.7	-45.4	-49.3	-39.6	28.2	-43.4	-12.6

제주항공(089590)

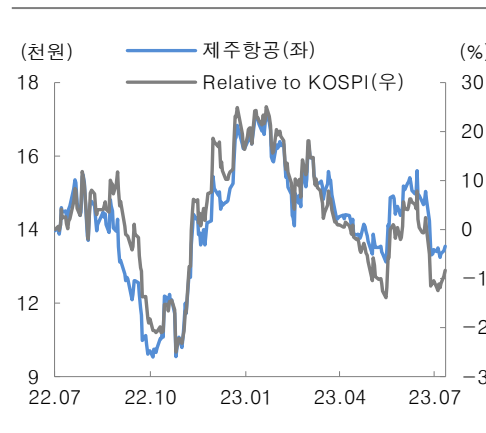
비용 증가로 실적 예상 하회

투자의견	BUY
목표주가	16,000원
현재주가 (23.08.08)	13,210원

KOSPI	2,573.98
시가총액	1,017십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	77십억원
52주 최고/최저	17,080원 / 9,970원
120일 평균거래대금	53억원
외국인지분율	34.40
주요주주	AK홀딩스 외 2 인 51.40% 국민연금공단 8.11%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.0	-6.4	-22.1	-7.3
상대수익률	-12.6	-8.6	-24.8	-10.2

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 16,000원으로 15.8% 하향
- 목표주가 하향은 2023년 2분기 실적이 당사 추정을 하회함에 따라 2023~24년 연간 영업이익 전망을 각각 20%, 22% 하향 조정하였기 때문임. 목표주가는 2023년 추정 EPS 1,594원에 Target PER 10x 적용
- 제주항공의 2분기 별도 영업이익은 231억원을 기록하여, 당사 추정인 370억을 크게 하회. 주된 이유는 인건비 및 정비비 증가 때문임. 인건비 증가는 임직원 격려금 50억원(일회성) 및 임금인상(10%)때문이며, 정비비는 정비충당부채 약 2억불에 대한 환산손실(상반기 약 100억원) 인식으로 크게 증가함
- 23년 2분기 실적 매출액 3,698억원, 영업이익 231억원 시현. 사업 부문별로(증감은 yoy) [국내여객] 매출액은 766억원(-23.5%), ASK 632백만km(-27.6%), RPK 610백만km(-26.2%), L/F 96.4%, Yield 125.7원/km (+3.6%), [국제여객] 매출액 2,545억원(+1,730.9%), ASK 42.6억km(+1,718%), RPK 35.7억km(+2,034%), L/F 83.8%, Yield 71.2원/km(-14.2%), [부가매출] 325억원(+127.4%)을 기록. 우려했던 국제선 여객 Yield는 전분기 대비 15.7% 하락하여 예상보다 견고한 수준을 유지함
- 3분기 실적은 매출액 4,069억원, 영업이익 548억원으로 전망. 3분기 성수기 및 코로나 이연수요의 증가로 3분기 기준 사상최대 매출 및 영업이익 달성 전망. 3분기 국제선 ASK는 45.3억km(+6.1% qoq), RPK 40.3억km(+12.6% qoq), Yield 73.3원(+2.9% qoq)을 기록할 것으로 추정함



(십억원, 원, 배, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	273	703	1,600	1,640	1,701
영업이익	-317	-178	172	122	116
세전순이익	-355	-217	157	109	104
총당기순이익	-272	-174	123	85	81
지배지분순이익	-272	-174	123	85	81
EPS	-5,419	-2,816	1,592	1,100	1,055
PER	NA	NA	8.2	11.9	12.4
BPS	3,664	4,967	5,575	6,674	7,730
PBR	4.4	3.0	2.4	2.0	1.7
ROE	-135.8	-70.9	33.3	18.0	14.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 제주항공, 대신증권 Research Center

제주항공(089590) 별도 기준 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 원/달러, \$/bbl, 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
환율평균 (원/달러)	1,210	1,261	1,340	1,358	1,278	1,315	1,270	1,235	1,292	1,275	1,190
Jet Fuel (\$/bbl)	105	143	133	118	106	92	102	110	125	103	1,165
매출액	81	125	194	296	422	370	407	388	696	1,587	1,627
% yoy	95.9	66.5	186.6	241.0	422.7	195.6	110.0	31.0	156.9	128.1	2.5
국내여객	67	100	102	86	68	77	79	79	355	302	313
국제여객	5	11	67	181	317	255	295	273	266	1,139	1,175
부대매출	9	14	25	30	31	33	33	36	75	132	139
영업비용	159	180	254	277	354	347	352	365	871	1,418	1,431
% yoy	24.7	23.9	60.8	79.5	123.3	92.5	38.4	31.6	48.7	62.9	0.9
영업이익	-78	-55	-61	19	71	23	55	23	-175	171	122
OPM	-96.4	-43.9	-31.3	6.3	16.7	6.2	13.5	5.9	-25.1	10.8	7.5
% yoy	-9.4	-21.7	-33.1	-127.3	-190.8	-142.0	-190.5	22.7	-44.4	-198.0	-29.1
ASK (백만인km)											
국내여객	885	874	848	719	634.8	632.3	610.3	632.4	3,325.4	2,509.9	2,477.8
% yoy	38.8	-9.0	0.8	-22.7	-28.3	-27.6	-28.0	-12.0	-1.3	-24.5	-1.3
국제여객	80	235	1,363	2,787	4,148.9	4,263.0	4,524.7	4,738.4	4,465.1	17,675.0	21,258.4
% yoy	168	383	2,215	3,267	5055.4	1717.7	232.0	70.0	1927.5	295.8	20.3
RPK (백만인km)											
국내여객	781	826	782	687	614.9	609.6	586.2	621.3	3,075.2	2,432.1	2,388.6
% yoy	39.5	-5.2	6.1	-17.6	-21.3	-26.2	-25.0	-9.5	62.0	-14.8	3.4
국제여객	36	167	1,027	2,415	3,749.2	3,573.5	4,025.1	4,226.7	3,645.1	15,574.5	18,969.5
% yoy	196	767	4,847	6,545	10457.6	2033.6	292.0	75.0	1809.9	328.0	3.2
Load Factor (%)											
국내여객	88.2	94.5	92.2	95.5	96.9	96.4	96.1	98.2	92.5	96.9	96.4
국제여객	44.1	71.4	75.3	86.7	90.4	83.8	89.0	89.2	81.6	88.1	89.2
Yield (원)											
국내여객	86.3	121.2	130.0	124.7	110.3	125.7	134.7	127.2	115.3	124.3	130.8
% yoy	50.8	70.6	80.8	44.3	27.8	3.6	3.6	2.0	58.1	7.8	5.2
국제여객	140.8	63.9	65.0	74.7	84.5	71.2	73.3	64.6	73.0	73.1	62.0
% yoy	-29.8	-62.7	-64.7	-38.3	-40.0	-14.2	12.8	-13.6	-53.7	0.2	-15.3
Yield (cent)											
국내여객	7.1	9.6	9.7	9.2	8.6	9.6	10.6	10.3	9.7	11.1	11.7
% yoy	38.9	51.7	56.2	25.7	21.0	-0.6	9.3	12.2	62.3	14.6	5.5
국제여객	11.6	5.1	4.8	5.5	6.6	5.4	5.8	5.2	6.1	6.5	5.6
% yoy	-35.3	-66.8	-69.5	-46.2	-43.2	-17.7	19.0	-5.0	-52.4	6.5	-15.1

진에어(272450)

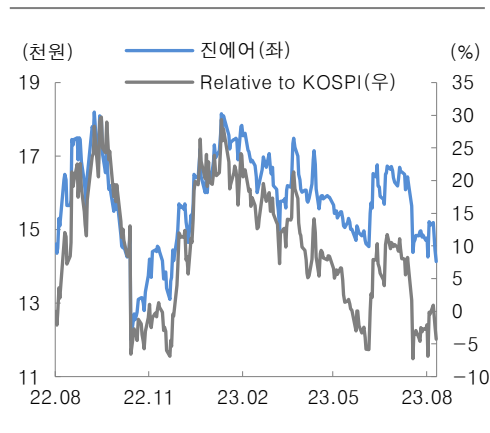
충분히 매수해 볼 만한 주가

투자 의견	BUY
목표주가	20,000원
현재주가 (23.08.17)	14,130원

KOSPI	2,519.85
시가총액	738십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	52십억원
52주 최고/최저	18,200원 / 12,000원
120일 평균거래대금	33억원
외국인지분율	3.48%
주요주주	대한항공 외 1인 54.93% 국민연금공단 9.37%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.4	-7.6	-16.3	-14.4
상대수익률	-11.0	-8.6	-18.6	-14.5

- 투자의견 매수 유지하나, 목표주가 20,000원으로 20% 하향
- 2023년 2분기 진에어의 실적은 인건비 상승과 예상보다 국제여객 Yield 하락 영향으로 당사 및 시장 추정치를 큰 폭으로 하회함. 인건비 상승요인을 반영해 2023~24년 영업이익 추정치를 각각 16.3%, 7.2% 하향하고 목표주가는 20,000원으로 제시함. 목표주가 20,000원은 12M Forward EPS(1,991원)에 Target PER 10x 적용하여 산출. 2분기 진에어의 인건비는 약 434억원으로 전분기 대비 약 86억 원 증가함. 2분기 국제여객 Yield는 81.2원/km(-24.9% qoq)으로 당사의 추정 87.8원/km대비 6.6원 낮았음
- 진에어의 2분기 실적은 매출액 2,590억원(+105% yoy), 영업이익 178억원(흑전)을 기록하며 기대치 하회. 이유는 1)임금인상(10%) 및 임직원 수 증가에 따른 인건비 증가와 2)국제여객 Yield하락 때문(유류할증료 하락, 비수기 및 괄 영향 등). 국제선 여객 공급은 23.1억Km(+726% yoy), 수송은 19.9억Km(+873% yoy), L/F는 86.2%, Yield는 81.2원/km(-13.6% yoy) 기록
- 3분기 실적은 매출액 3,222억원, 영업이익 498억원 전망. 2분기 실적이 기대를 하회했으나, 이미 관 계사인 대한항공의 실적 발표시 인건비 증가한 점을 통해 예측 가능하여 주가에는 기 반영되었다고 판단. 일드 피크아웃에 대한 우려보다는 중국노선 정상화, 늘어나는 수요, 밸류에이션 매력에 주목



(십억원, 원, 배, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	247	593	1,228	1,260	1,323
영업이익	-185	-67	177	135	153
세전순이익	-221	-90	172	117	125
총당기순이익	-134	-49	131	89	95
지배지분순이익	-134	-49	131	89	95
EPS	-2,815	-947	2,502	1,698	1,821
PER	NA	NA	5.8	8.5	7.9
BPS	3,640	2,089	4,585	6,275	8,085
PBR	4.6	7.9	3.1	2.3	1.7
ROE	-98.6	-35.1	75.0	31.3	25.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 진에어, 대신증권 Research Center

진에어(272450) 별도 기준 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 원/달러, \$/bbl, 십억원t)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
환율평균 (원/달러)	1,210	1,261	1,340	1,358	1,278	1,310	1,250	1,200	1,292	1,259	1,180
Jet Fuel (\$/bbl)	105	145	128	118	107	93	100	100	124	100	113
매출액	68	126	175	223	353	259	322	294	591	1,228	1,260
% yoy	54.4	98.9	187.8	181.4	419.7	105.5	84.6	31.9	139.2	107.6	2.7
국내여객	61	100	102	86	68	79	94	73	349	314	311
국제여객	2	19	61	124	265	162	206	201	207	834	862
부대매출	4	6	10	12	15	15	19	18	33	67	75
영업비용	114	141	192	214	268	241	272	270	661	1,051	1,125
% yoy	9.5	26.0	82.4	92.2	134.9	70.6	42.0	26.4	52.8	59.1	7.0
영업이익	-46	-15	-17	9	85	18	50	24	-69	177	135
OPM	-67.9	-12.2	-9.9	4.2	24.1	6.9	15.4	8.2	-11.7	14.4	10.8
% yoy	-23.3	-68.5	-61.0	-129.4	흑전	흑전	흑전	157.4	-62.5	흑전	-23.3
ASK (백만인km)											
국내여객	628	684	664	544	455	500	564	479	2,520	1,998	2,010
% yoy	15.9	-3.4	0.6	-21.4	-27.5	-26.9	-15.0	-12.0	-3.2	-20.7	0.6
국제여객	38	280	1,031	1,563	2,759	2,313	2,990	3,126	2,912	11,188	13,254
% yoy	-15.6	551.2	1677.6	2462.3	7,160.5	726.1	190.0	100.0	1,306.8	284.2	18.5
RPK (백만인km)											
국내여객	493	603	557	476	399	451	507	421	2,129	1,778	1,797
% yoy	14.4	5.6	7.5	-17.4	-19.1	-25.2	-9.0	-11.5	1.6	-16.5	1.0
국제여객	14	205	778	1,312	2,458	1,994	2,606	2,690	2,309	9,748	11,543
% yoy	16.7	1266.7	3604.8	5366.7	17,457.1	872.7	235.0	105.0	3,106.9	322.2	18.4
Load Factor (%)											
국내여객	78.5	88.2	83.9	87.5	87.7	90.2	89.8	88.0	84.5	89.0	89.4
국제여객	36.8	73.2	75.5	83.9	89.1	86.2	87.2	86.0	79.3	87.1	87.1
Yield (cent)											
국내여객	10.1	13.1	13.7	13.4	13.4	13.4	14.8	14.4	13.8	15.8	15.5
% yoy	33.2	46.1	63.3	30.5	32.3	2.2	8.3	7.5	64.8	14.7	-1.8
국제여객	12.8	7.4	5.8	7.0	8.5	6.2	6.3	6.2	6.0	6.7	5.8
% yoy	-52.1	-1.9	-61.1	-37.4	-33.9	-16.8	9.0	-11.0	29.4	11.8	-12.6
Yield (원)											
국내여객	122.7	165.6	183.7	181.4	171.5	175.8	185.5	172.3	163.9	176.8	173.3
% yoy	44.6	64.3	89.0	49.9	39.7	6.2	1.0	-5.0	60.4	7.8	-2.0
국제여객	154.6	93.9	77.9	94.9	108.0	81.2	79.2	74.6	70.9	74.6	65.1
% yoy	-48.0	10.3	-55.0	-28.1	-30.2	-13.6	1.7	-21.4	26.0	5.2	-12.8

HMM(011200)

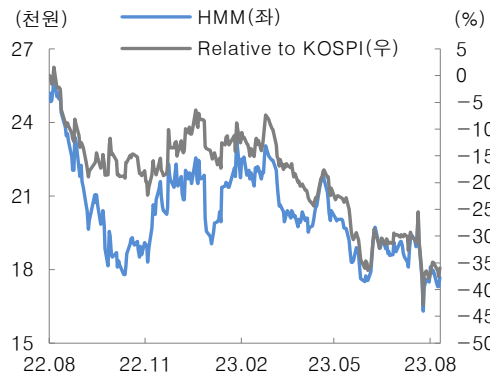
실적은 기대이상이나 영구채 물량 감안 목표가 하향

투자의견	Marketperform
목표주가	18,000원
현재주가 (23.08.10)	17,680원

KOSPI	2,601
시가총액	8,646십억원
시가총액비중	0.43%
자본금(보통주)	2,445십억원
52주 최고/최저	25,300원 / 16,300원
120일 평균거래대금	368억원
외국인지분율	11.44%
주요주주	한국산업은행 20.69% 한국해양진흥공사 19.96%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.4	-10.2	-19.5	-29.1
상대수익률	-6.4	-13.8	-23.5	-32.4

- 투자의견 시장수익률 유지, 목표주가 18,000원으로 하향. 목표주가 하향은 산업은행 및 해양진흥공사의 2023년 하반기 전환사채 및 신주인수권부사채의 권리행사에 따른 신주 2억주의 발행이 예정되어 있는 점을 반영. HMM의 23년 2분기 실적은 당사의 추정 영업이익 1,270억원을 상회한 1,602억을 기록하였으나, 시장 컨센서스인 2,670억은 크게 하회. 당사 추정을 상회한 이유는 동사의 2분기 컨테이너 수송량이 959천 TEU(+7.5% yoy)로 당사의 예상(844천TEU)을 크게 상회하였기 때문임. 수송량은 동사의 BSA(공급량)가 1,420.6천TEU(+21.1% yoy) 증가하였기 때문인데, 공급량에 비해 수송량 증가율이 낮아지면서 화물 적취율은 67.5%로 크게 하락함
- 2023년 2분기 실적 매출액 2.1조원, 영업이익 1,602억원 기록. 23년 2분기 사업부문별 실적은(증감은 yoy) [컨테이너] 매출액 17,828억원(-62.1%), 영업이익 1,335억원(-95.4%), [벌크] 매출액 3,001억원(+10.3%), 영업이익 226억원(+15.5%)을 기록함. 2분기 동사의 평균 컨테이너수익은(ARPT) \$1,413/TEU(-66.2% yoy)로 2분기 평균 SCFI 983.5p(-76.6% yoy)대비 선방
- 3분기 실적 매출액 2.14조원, 영업이익 1,225억원으로 전망. 3Q23 동사의 컨테이너 평균운임은 \$1,424.5/TEU로 추정하며(SCFI는 1,001p), 컨테이너수송량은 981천TEU(+6.9% yoy)로 추정. 성수기임에도 불구하고 성수기 효과는 거의 없을 것으로 전망하며, 업황 회복에는 장기간 시일 소요 예상. 향후 주가는 현재 진행 중인 매각딜의 성공 여부에 따라 좌우될 것으로 판단



(십억원, 원, 배, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	13,794	18,583	8,456	8,463	9,354
영업이익	7,378	9,952	673	415	849
세전순이익	5,327	10,184	730	525	991
총당기순이익	5,337	10,085	686	493	932
지배지분순이익	5,337	10,085	686	493	932
EPS	13,754	20,623	1,404	1,008	1,905
PER	2.0	0.9	12.6	17.5	9.3
BPS	26,692	42,300	42,573	42,453	43,235
PBR	1.0	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	88.6	65.0	3.3	2.4	4.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: HMM, 대신증권 Research Center

HMM(011200) 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 원/달러, 십억원, 천TEU, \$/TEU, %)

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022F	2023F	2024F
KRW/USD	Avg	1,205	1,261	1,333	1,358	1,277	1,315	1,270	1,235	1,289	1,195	1,202
KRW/USD	End	1,212	1,297	1,430	1,266	1,302	1,318	1,250	1,200	1,266	1,302	1,180
BDI	Avg	2,041	2,530	1,653	1,521	1,011	1,313	1,345	1,658	1,936	1,332	2,175
Change(% YoY)		17.4	-9.4	-55.7	-56.5	-50.5	-48.1	-18.6	9.0	-34.2	-31.2	63.3
SCFI		4,851.0	4,211.0	3,279.0	1,374.7	973.5	983.5	1,000.1	992.5	3,428.9	987.4	1,039.5
Change(% YoY)		74.5	29.2	-23.6	-70.7	-79.9	-76.6	-69.5	-27.8	-8.7	-71.2	5.3
VLCC		39.0	46.0	71.6	66.0	58.0	52.0	58.2	61.2	55.7	57.3	61.3
Change(% YoY)		21.9	39.4	117.1	58.8	48.7	13.0	-18.7	-7.3	59.5	3.1	6.8
매출액		4,919	5,034	5,106	3,528	2,082	2,130	2,141	2,103	18,587	8,456	8,463
% yoy		102.6	73.2	27.1	-20.6	-57.7	-57.7	-58.1	-40.4	34.7	-54.5	-5.0
매출원가		1,681	2,007	2,358	2,102	1,681	1,888	1,914	1,913	8,147	7,395	7,597
% of sales		34.2	39.9	46.2	59.6	80.8	88.6	89.4	90.9	43.8	87.5	89.8
% yoy		-37.6	-19.7	14.3	61.2	136.3	122.3	93.6	52.7	34.8	-9.1	2.7
매출총이익		3,238	3,027	2,748	1,426	401	242	227	191	10,440	1,061	866
GPM		65.8	60.1	53.8	40.4	19.2	11.4	10.6	9.1	56.2	12.5	10.2
% yoy		194.7	106.8	14.8	-49.1	-87.6	-92.0	-91.7	-86.6	34.7	-89.8	-18.4
판관비		89	90	147	167	94	82	105	107	494	388	451
% of sales		1.8	1.8	2.9	4.7	4.5	3.9	4.9	5.1	2.7	4.6	5.3
% yoy		12.1	20.5	19.2	63.6	5.7	-8.8	-28.8	-35.9	29.9	-21.4	16.2
영업이익		3,149	2,937	2,601	1,259	306	160	122	83	9,946	672	415
OPM		64.0	58.3	50.9	35.7	14.7	7.5	5.7	4.0	53.5	8.0	4.9
% yoy		208.9	111.5	14.5	-53.3	-90.3	-94.5	-95.3	-93.4	34.8	-93.2	-38.3
사업부문별 매출액												
컨테이너		4,668.3	4,699.9	4,746.6	3,190.2	1,751.6	1,782.8	1,774.6	1,733.0	17,305	7,042	6,977
벌크		209.0	272.0	316.9	301.0	285.4	300.1	321.8	331.9	1,099	1,239	1,303
기타		41.4	62.1	42.7	36.7	44.6	47.0	44.8	38.5	183	175	184
합계		4,919	5,034	5,106	3,528	2,082	2,130	2,141	2,103	18,587	8,456	8,463
사업부문별 영업이익												
컨테이너		3,128.4	2,891.7	2,596.7	1,244.8	228.5	133.5	99.0	57.3	9,862	518	282
벌크		8.4	19.6	18.5	34.0	74.3	22.6	20.6	23.9	81	141	122
기타		11.8	25.8	-14.2	-19.9	3.5	4.1	2.9	2.1	4	13	10
합계		3,148.6	2,937.1	2,601.0	1,258.9	306.4	160.2	122.5	83.2	9,946	672	415
컨테이너 공급량		1,156	1,173	1,181	1,312	1,183	1,421	1,429	1,443	4,822	5,475	5,851
Change (% yoy)		-12.3	-9.5	-7.8	17.8	2.3	21.1	21.0	10.0	-3.7	13.5	6.9
컨테이너 수송량		920	892	918	948	859	959	981	994	3,678	3,793	4,064
Change (% yoy)		-1.9	-10.0	-9.2	8.4	-6.6	7.5	6.9	4.9	-3.6	3.1	7.1
컨테이너 평균운임		4,210	4,176	3,881	2,479	1,597	1,413	1,424	1,412	3,686	1,462	1,441
Change (% yoy)		94.7	71.3	19.8	-38.8	-62.1	-66.2	-63.3	-43.0	24.0	-60.4	-1.4

팬오션(028670)

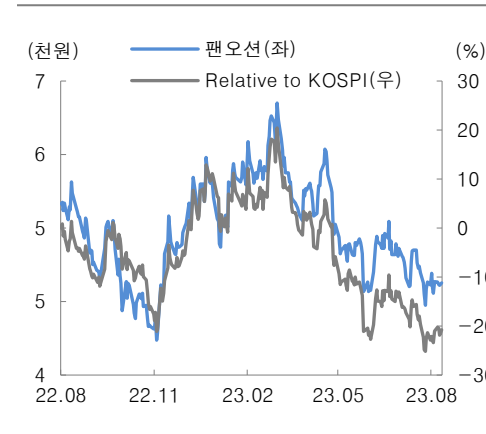
기다리면 기회는 온다

투자의견	BUY
목표주가	7,300원
현재주가 (23.08.11)	4,805원

KOSPI	2,591.26
시가총액	2,569십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	535십억원
52주 최고/최저	6,760원 / 4,180원
120일 평균거래대금	145억원
외국인지분율	15.15%
주요주주	하림지주 외 12 인 54.77% 국민연금공단 8.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.7	-8.0	-19.1	-18.6
상대수익률	-0.4	-11.5	-22.9	-20.7

- 투자의견 매수, 목표주가 7,300원 유지. 목표주가 7,300원은 동사의 23년 추정 BPS에 Target PBR 0.8x 적용. 2023년 2분기 실적은 당사 및 시장 컨센서스를 소폭 하회. 2분기 BDI가 예상보다 부진한 흐름을 보이면서 주가는 이미 선반영하였기 때문에 추가 조정 가능성은 높지 않을 전망. 현 주가는 23~24년 추정 실적 기준 PBR 0.5x, PER 4~6x 수준에 불과. 2023년 하반기 중국 경기 회복 및 24년 IMO의 환경규제가 시작될 경우의 건화물 시장의 Up-Cycle을 기대한다면 오히려 매수 타이밍을 조율할 시점이라 판단
- 2023년 2분기 영업이익 1,250억원으로 당사 추정을 약 9.4% 하회. 팬오션의 23년 2분기 실적은 매출액 1.2조원, 영업이익 1,250억원으로 당사 추정을 매출액은 12.1%, 영업이익은 9.4% 하회. 실적 부진은 Bulk와 컨테이너사업부문의 이익이 당사 추정을 하회하였기 때문. Bulk부문의 영업이익은 773억원(-56.8% yoy)로 업황(BDI) 하락(-48.1%) 대비 이익 감익 폭이 더 컸음. 주요 사업부문별로 [Bulk] 매출액 8,570억원, 영업이익 773억원, [컨테이너] 매출액 966억원, 영업이익 70억원, [유조선] 매출액 869억원, 영업이익 316억원, [LNG] 매출액 179억원, 영업이익 56억원 시현. 2분기말 동사의 운영선 대는 총 301척(Bulk 262척, Non-Bulk 39척)
- 8월 10일까지 3분기 평균 BDI도 1,070p를 기록 중으로 3분기 실적 개선폭은 크지 않을 전망. 하지만 1)9~10월 계절적 성수기 진입에 따른 BDI 상승, 2)중국발 수요 회복, 3)24년 타이탄한 수급 감안할 때, 매수 시점을 고민할 시기라는 판단



(십억원, 원, 배, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	4,616	6,420	4,992	5,657	6,246
영업이익	573	790	544	696	825
세전순이익	550	688	463	613	752
총당기순이익	549	677	456	603	741
지배지분순이익	549	677	456	603	741
EPS	1,028	1,267	852	1,128	1,385
PER	5.3	4.5	6.0	4.5	3.7
BPS	6,728	8,404	9,106	10,084	11,319
PBR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4
ROE	17.2	16.7	9.7	11.8	12.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 팬오션, 대신증권 Research Center

팬오션(028670) 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022F	2023F	2024F
평균KRW/USD		1,205	1,261	1,340	1,358	1,277	1,315	1,270	1,235	1,291	1,274	1,190
평균 BDI		2,041	2,530	1,655	1,521	1,011	1,313	1,345	1,658	1,937	1,332	2,175
매출액		1,441	1,722	1,837	1,421	996	1,225	1,407	1,364	6,420	4,992	5,657
% yoy		111.9	52.4	38.3	-3.9	-30.8	-28.9	-23.4	-4.0	39.1	-22.2	13.3
영업이익		169	239	224	157	113	125	149	158	790	544	696
OPM		11.7	13.9	12.2	11.1	11.3	10.2	10.6	11.6	12.3	10.9	12.3
% yoy		245.9	113.2	17.3	-28.7	-33.4	-47.6	-33.6	0.2	37.8	-31.1	27.8
사업부문별 매출액(십억원)												
해운	벌크	1,055	1,298	1,432	1,038	761	857	971	973	4,824	3,563	4,212
	컨테이너 (한중일, 동남아)	126	131	131	121	98	97	97	93	509	384	359
	유조선(탱커)	51	67	87	100	83	87	107	102	306	378	399
	해운기타(LNG, PCC 등)	99	38	22	13	22	18	41	40	172	121	197
	비벌크 합	276	237	240	235	202	201	245	234	987	883	955
소계		1,331	1,535	1,672	1,272	963	1,058	1,216	1,208	5,811	4,446	5,167
곡물사업		126	211	200	165	49	182	199	162	702	592	596
임대 및 대리점 수익		47	72	70	78	57	68	69	73	267	268	260
합계		1,441	1,722	1,837	1,421	996	1,225	1,407	1,364	6,420	4,992	5,657
사업부문별 영업이익(십억원)												
해운	벌크	124	179	147	90	66	77	91	102	540	337	495
	컨테이너 (한중일, 동남아)	34	40	38	27	13	7	7	6	138	32	33
	유조선(탱커)	7	21	36	43	30	32	39	37	107	138	145
	해운기타	2	1	3	0	6	6	12	12	6	36	22
	비벌크 합	43	62	77	69	49	44	58	55	250	206	200
소계		167	240	223	159	115	121	149	157	790	542	695
곡물사업		3	-3	-1	-3	-1	3	0	0	-2	-1	0
합계		169	239	224	157	113	125	149	158	790	544	696
사업부문별 영업이익률(%)												
해운	벌크	11.8	13.8	10.2	8.7	8.7	9.0	9.4	10.5	11.2	9.5	11.7
	컨테이너 (한중일, 동남아)	26.8	30.3	28.8	21.9	12.8	7.3	6.7	6.0	27.1	8.2	9.3
	유조선(탱커)	13.7	31.5	41.0	42.6	36.4	36.4	36.5	36.4	34.9	36.4	36.4
	해운기타	1.9	1.4	15.4	-1.5	27.7	31.3	30.0	31.0	3.2	30.1	11.1
	비벌크 합	15.4	26.0	32.0	29.5	24.0	22.0	23.6	23.5	25.3	23.3	21.0
소계		12.5	15.7	13.4	12.5	11.9	11.5	12.3	13.0	13.6	12.2	13.5
곡물사업		2.1	-1.2	-0.3	-1.8	-2.5	1.7	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1
합계		11.7	13.9	12.2	11.1	11.3	10.2	10.6	11.6	12.3	10.9	12.3
매출추정												
Dry Bulk(\$mn)		875	1,030	1,069	764	596	652	765	788	3,738	2,801	3,542
Dry Bulk(척)		263	278	233	228	244	262	257	263	1,002	1,026	1,035
Owned Ship	Sub total	82	83	83	83	81	81	81	81	331	324	324
Charterd Ship	Sub total	181	195	150	145	163	181	176	182	671	702	711
운항가능일수												
Bulk	사선	7,380	7,553	7,636	7,636	7,290	7,371	7,452	7,452	30,205	29,565	29,565
	용선	16,290	17,745	13,800	13,340	14,670	16,471	16,192	16,713	61,175	64,046	64,829
	소계	23,670	25,298	21,436	20,976	21,960	23,842	23,644	24,165	91,380	93,611	94,394
실제운항일수												
Bulk	사선	7,380	7,553	7,636	7,636	7,290	7,371	7,452	7,452	30,205	29,565	29,565
	용선	15,930	17,169	15,055	13,130	14,336	15,993	17,214	16,472	61,284	64,014	64,892
	소계	23,310	24,722	22,691	20,766	21,626	23,364	24,666	23,924	91,489	93,579	94,457

CJ대한통운(000120)

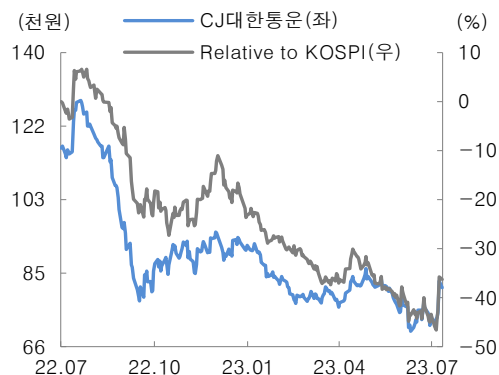
상반기 주가와 실적 저점 확인, 하반기 이커머스 물량 확대 주목

투자의견	BUY
목표주가	105,000원
현재주가 (23.08.07)	80,800원

KOSPI	2,580.71
시가총액	1,843십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	114십억원
52주 최고/최저	128,000원 / 69,800원
120일 평균거래대금	47억원
외국인지분율	15.43%
주요주주	CJ제일제당 외 2 인 40.18% 국민연금 7.96%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.8	1.6	-9.8	-29.4
상대수익률	13.3	-1.5	-14.3	-31.9

- CJ대한통운의 2023년 2분기 실적은 당사의 직전 추정 및 시장컨센서스에 부합한 것으로 판단. 택배와 글로벌 부분의 매출 성장 둔화는 아쉬운 부분이나, CL과 택배 사업에서의 수익성 개선이 지속되고 있는 점은 긍정적인 부분. 하반기 한국과 중국 이커머스 플랫폼 사업자인 N사와 A사와의 물량 증대와 사업부문별 수익성 개선 지속 여부에 주목할 필요가 있다는 판단임
- 2023년 2분기 매출액 2.96조원, 영업이익 1,124억원으로 추정 부합. CJ대한통운의 2023년 2분기 실적은 매출액 2조 9,624억원(-5.6% yoy), 영업이익 1,124억원(-3.2% yoy), 지배주주순이익 539억원(-12.5% yoy)을 시현. 사업부문별로(증감은 yoy) [택배·이커머스] 매출액 9,212억원(-0.3%), 영업이익 616억원(+7.9%), [CL] 매출액 7,136억원(+3.5%), 영업이익 376억원(+37.9%), [글로벌] 매출액 1조 701억원(-21.5%), 영업이익 157억원(-47.3%) 등임
- 2분기 택배처리량은 396백만Box(-6.2%), 단가는 2,326원/박스(+6.3%). 물량 감소는 택배 시장 역성장 및 홈쇼핑 물량 이탈, 그리고 저수익고객 디마케팅 영향이며, 단가 상승은 이커머스 물량 증가 및 차별화된 서비스 과금 영향
- 하반기 NAVER와의 도착보장서비스 및 일요배송 확대와 중국의 A사의 역직구 물량 증가에 주목할 필요. 현재 Fulfillment Capacity 대비 약 20% 이상 추가 확보. 일요배송 확대를 통한 경쟁사인 C사로의 고객 이탈 방지 기대



(십억원, 원, 배, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	11,344	12,131	11,857	12,423	13,099
영업이익	344	412	435	507	535
세전순이익	239	285	314	387	421
총당기순이익	158	197	216	267	291
지배지분순이익	55	182	201	248	270
EPS	2,400	7,959	8,817	10,872	11,843
PER	52.5	11.8	9.4	7.6	7.0
BPS	156,296	156,527	168,732	177,130	189,620
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
ROE	1.6	5.1	5.4	6.3	6.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: CJ대한통운, 대신증권 Research Center

CJ대한통운(000120) 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, 천박스, 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	2,857	3,137	3,113	3,024	2,808	2,962	2,984	3,102	12,131	11,857	12,423
% yoy	6.1	14.2	9.4	-1.1	-1.7	-5.6	-4.1	2.6	6.9	-2.3	4.8
CL	647	690	703	703	679	714	718	717	2,743	2,828	2,932
% yoy	1.1	1.7	5.9	1.7	5.0	3.5	2.1	2.0	2.6	3.1	3.7
택배	847	924	914	961	911	921	935	997	3,646	3,764	3,970
% yoy	2.3	6.7	2.0	-1.7	7.6	-0.3	2.3	3.7	2.2	3.2	5.5
글로벌	1,246	1,363	1,326	1,130	1,036	1,070	1,156	1,153	5,065	4,415	4,645
% yoy	10.3	29.0	18.1	-5.5	-16.8	-21.5	-12.8	2.0	12.4	-12.8	5.2
CJ 건설	118	161	170	229	182	258	176	236	677	850	876
% yoy	23.0	9.3	4.2	19.3	54.5	60.3	3.0	3.0	13.3	25.5	3.0
매출원가	2,602	2,819	2,804	2,720	2,498	2,635	2,660	2,765	10,945	10,558	11,134
% yoy	5.4	14.1	9.1	-1.8	-4.0	-6.5	-5.1	1.7	6.5	-3.5	5.5
CL	578	620	626	632	600	631	635	638	2,456	2,505	2,618
택배	758	800	814	833	790	788	810	863	3,204	3,251	3,438
글로벌	1,158	1,256	1,215	1,041	940	974	1,051	1,047	4,670	4,011	4,273
CJ 건설	108	143	150	213	168	242	164	217	614	790	806
매출총이익	255	318	309	304	310	327	324	338	1,186	1,299	1,289
CL	69	69	77	71	80	82	83	79	287	323	315
택배	89	124	101	128	121	133	125	134	441	512	532
글로벌	88	107	111	89	96	96	105	106	395	404	373
CJ 건설	10	17	21	16	13	16	11	19	63	60	70
GPM%	8.9	10.1	9.9	10.1	11.0	11.1	10.9	10.9	9.8	11.0	10.4
CL	10.7	10.1	11.0	10.1	11.7	11.5	11.5	11.0	10.4	11.4	10.7
택배	10.5	13.4	11.0	11.4	13.3	14.4	13.4	13.4	12.1	13.6	13.4
글로벌	7.0	7.9	8.3	7.9	9.3	9.0	9.1	9.2	7.8	9.1	8.0
CJ 건설	8.2	10.8	12.3	6.8	7.4	6.1	6.5	8.1	9.4	7.0	8.0
판매비	180	202	202	192	211	215	212	226	774	864	783
% yoy	2.5	9.0	18.3	1.3	17.5	6.6	5.2	18.2	7.6	11.6	-9.4
영업이익	75.6	116.1	107.7	112.4	99.0	112.4	112.6	111.1	412	435	507
% yoy	57.1	28.2	2.3	12.6	31.0	-3.2	4.5	-1.1	19.8	5.7	16.4
택배물량	390	422	410	426	393	396	396	417	1,648	1,651	1,625
% yoy	-10.6	-2.1	-4.7	-7.0	0.8	-6.2	-3.5	-2.0	-6.1	0.2	-1.6
택배단가(원)	2,171	2,189	2,230	2,256	2,318	2,326	2,363	2,387	2,211	2,349	2,395
% yoy	14.4	9.0	7.0	5.6	6.8	6.3	6.0	5.8	8.9	6.2	2.0

자료: CJ대한통운, 대신증권 Research Center

Q & A

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
(작성자: 양지환)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.