



운송/자동차 이한준

hanlee@ktb.co.kr

### Companies on our radar

종목명	투자의견	목표가	Top pick
현대글로비스	BUY	18.0만원	
CJ대한통운	HOLD	15.0만원	
대한항공	BUY	4.5만원	●
아시아나항공	BUY	5.3천원	
제주항공	HOLD	3.6만원	
진에어	BUY	2.7만원	
팬오션	BUY	6.5천원	

## 운송 (Overweight)

### 볼 거리가 많은 2019년

#### Issue

글로벌 경기 둔화 국면에 경기 민감 섹터인 운송 업종 2019년 전망 보고서

#### Pitch

- 전반적인 top-line 둔화는 맞지만, 업황별 변화가 많은 해이기 때문에 bottom-up 관점의 접근이 필요함. 종목별 선호도는 대한항공(19년 top-pick) > 진에어 > 팬오션 > 현대글로비스 > 아시아나항공 > 제주항공 > CJ대한통운 순

#### Rationale

- 대한항공(003490/BUY/4.5만원)**: Premium 수요 호조로 영업이익은 1.1조원 수준으로 견조한 반면, CAPEX는 1조원대로 감소해 전례 없는 잉여현금흐름(FCF) 창출력 부각. 2019년부터 FCF yield는 10%를 상회하기 시작함. 거버넌스 개선과 맞물려 향후 주주의 입장을 우선시한 경영행보 기대할 수 있는 요인
- 진에어(272450/BUY/2.7만원), 제주항공(089590/HOLD/3.6만원)**: 2018년부터 인천 공항 slot이 포화되며 LCC 점유율 상승세가 멈추었음. 2024년 활주로 확장 전까지는 LCC 성장성과 수익성 둔화 예상
- 다만 slot 부족 국면에서 진에어의 대형기 운용은 차별적 성장세와 수익성 방어 가능케 하므로 premium 부여 요인. 양사 동일하게 19E PER 9.0x 부여하며 제주항공 Hold, 과매도로 주가가 하락해 있는 진에어 Buy 의견
- 팬오션(028670/BUY/6.5천원)**: 2019년 위안화 약세 둔화로 중국의 철광석 수입은 다시 속도가 붙을 전망. 전년과 같이 선적지에서의 일회성 이슈가 없다면 운임 계절성에 근거한 투자전략도 유효할 것으로 판단.
- IMO SOx 규제가 2020년 1월부터 시행 예정. 글로벌 기준 약 1%에 해당하는 벌크선이 올해 중으로 Scrubber 장착을 위해 조선소 입거 예정. 45~80일간의 비가동일수 증가로 수급 개선 효과가 있을 텐데, 하반기에 몰려있을 것으로 전망함
- CJ대한통운(000120/HOLD/15만원)**: 택배 단가 인상의 원년. 2019년 YoY 3.8% 상승을 가정하고 있음. 그러나 현재 주가는 2019년 지배순의 기준 45x 수준으로, 인상 기대감이 반영되어 있음. Valuation 정상화까지 주가 회복 가능성이 있어 보수적 투자의견 견지

# CONTENTS

- 03 I. Summary & Focus Charts
- 11 II. Top-down은 비중축소를 말하지만…
  - II-1. 경기둔화에 따른 Traffic 둔화 우려
  - II-2. 매크로 변수
  - II-3. 올해에는 Bottom-up으로 보자
- 16 III. 항공
  - III-1. 2018년 국제여행객 업황 복기: 상고하자
  - III-2. 4Q18 실적 부진 예상
  - III-3. 2019년 여객수요 전망
  - III-4. 항공 화물: 2018년 수요 성장률 둔화 시작
  - III-5. 2019년에도 화물 성장률은 추가적인 둔화 예상
  - III-6. 대한항공에 주목해야 하는 이유
  - III-7. LCC, 구조적 한계에 직면하는가
  - III-8. 2차전을 준비해야 하는 LCC
- 36 IV. 한진 그룹 이슈
  - IV-1. 진에어
  - IV-2. 한진칼
- 40 V. 벌크 해운
  - 예상을 하회한 2018년
- 45 VI. 택배
  - 단가는 상승할 전망. 그러나…
- 50 VII. 결론
- 57 VIII. 종목별 투자 의견
  - 58 대한항공 (003490) *\_Top-pick*
  - 61 진에어 (272450)
  - 64 팬오션 (028670)
  - 67 현대글로벌비스 (086280)
  - 70 아시아나항공 (020560)
  - 73 제주항공 (089590)
  - 76 CJ대한통운 (000120)

## I. Summary & Focus Charts

Top-down 관점에서 경기 둔화는 2019년 운송 업종 투자에 있어서 우려 요인이 될 수 있다. 그럼에도 불구하고, 올해에도 전통의 경기민감주인 항공, 해운주 투자가 가능하다. 2019년에는 종목별 개별 이슈가 많아 top-down 접근보다는 bottom-up 관점의 투자가 주효할 것으로 전망한다. 운송 업종에 대해 비중확대 의견을 지속한다. 종목별 선호도는 대한항공 > 진에어 > 팬오션 > 현대글로비스 > 아시아나항공 > 제주항공 > CJ대한통운 순이다

업종 top-pick은 대한항공(003490/BUY/4.5만원)이다. 여객은 프리미엄 수요 호조라는 차별적인 때문에 net yield 강세를 예상한다. 화물 P는 유류할증료 감소, Q는 화물기 공급축소로 전년 동기 대비 하락하겠지만 유류비도 절감되므로 감익보다는 증익구간의 종료로 판단한다. 여기에 2018년 일회성 비용 발생으로 상반기에만 약 1,000억원의 기저효과가 확보되어 있는 바, 2019년 연결 영업이익은 1.1조원으로 YoY 51.5% 증가할 전망이다. 2019년부터 CAPEX가 매년 1조원 내외로 감소함에 따라 1.5조원 수준의 FCF가 창출될 예정이고 FCF Yield는 10%에 달한다. 이러한 추세는 향후 5년간 지속될 것이다. 여객 성장이 둔화되기 시작하는데, 이익 체력 대비 저평가되어 있는 동사가 가치주로서 부각될 수 있다.

한편 LCC 산업에 대해서는 보수적인 투자의견이다. 2018년부터 slot이 포화에 이른 인천공항을 포함, 단거리 여행지 주요 공항 slot 부족 현상 때문에 성장성과 수익성이 동반 하락할 우려가 있다. 유가가 하락했지만 할증료의 커버력이 높은 LCC들은 그만큼 yield 손실도 크게 나타날 것이다. 단 지나치게 낮은 valuation까지 하락해 있는 진에어(272450/BUY/2.7만원)는 매수 접근 가능하다고 판단한다. Slot 부족이 심화될수록 동사의 대형기 운용 전략이 빛을 발할 것이다. 국토부 제재가 3월부터 해제된다면 과도한 할인에서 벗어날 것으로 예상된다.

벌크해운은 2018년 예상치 못한 운임 패턴을 보였으나, 대부분 일시적인 이슈였던 것으로 판단한다. 2019년 선적지에서의 개별 이슈가 없다면 계절성에 근거한 투자 패턴은 유효할 것이다. 2018년 예상을 하회한 중국은 철광석 수입은 위안화 약세 속도 둔화와 함께 재개될 것으로 예상하며, 선박 공급은 여전히 속도가 느리고 수주잔고 부담도 낮은 상태이다. IMO의 선박유 황산화물 규제시행이 1년 앞으로 다가왔다. 스크러버 장착을 결정한 선박들은 45~80일간의 조선소 행이 예상된다. 가동불가일수가 늘어나며 공급이 축소될 것이며 주로 하반기에 몰려 있을 것으로 예상된다.

2019년은 택배 ASP 상승의 원년이 될 것이다. 1위 업체인 CJ대한통운의 제값받기 노력이 있을 전망이다. 다만 제값받기를 통한 인상은 2020년까지 효과를 보일 것이며, 이후로는 요율테이블 자체의 인상으로 ASP 상승을 도모해야 한다. 제값받기를 통해 mix가 정상화된 이후에는 다시 소형비중 확대 국면이 시작되므로 YoY 단가 인하 압력이 상존해 이를 상쇄할 만큼의 판가인상이 지속되어야 할 것으로 전망한다. 2019년 단가 인상을 가정하고 있어 이익이 빠르게 성장하겠으나, PER 45x인 현재 주가는 이를 충분히 반영하고 있다는 판단이다. 향후 2년간 동사 택배 영업이익이 빠른 속도로 증가하겠으나 영업이익 기여도는 20% 수준이다. 택배 부문 성장속도를 글로벌 부문이 발 맞추고 있는데, 사실상 추가적인 M&A 여력이 낮아졌기 때문에 2021년부터는 이익의 성장속도가 둔화될 것이다.

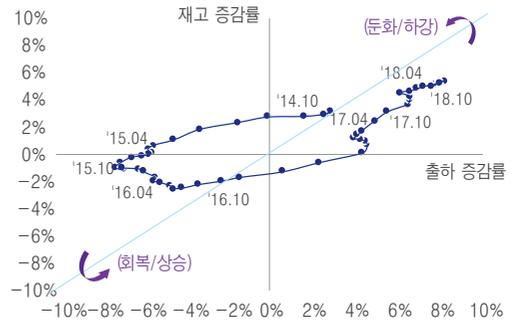
In-Depth ◆ 운송

Focus Chart 01 美 ISM 제조업 PMI와 글로벌 PMI



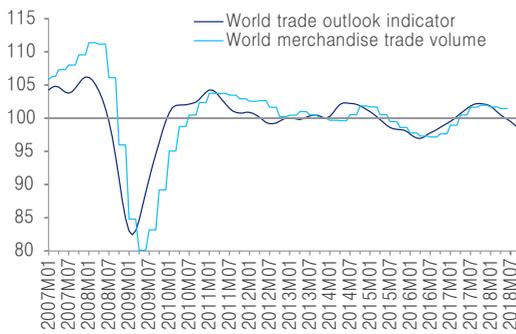
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Focus Chart 02 미국 월별 재고/출하 증감률 Matrix



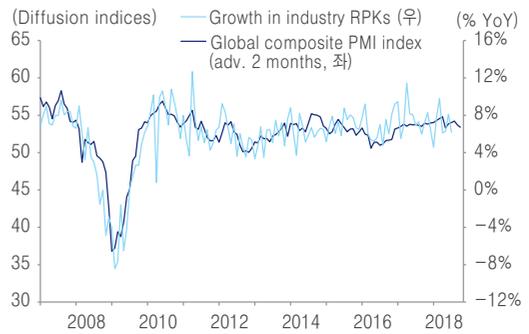
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Focus Chart 03 세계 교역량 및 WTO 선행지표 추이



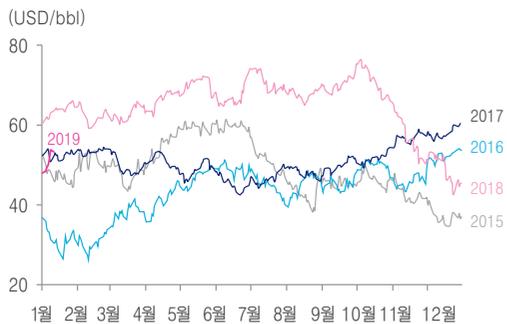
Source: WTO

Focus Chart 04 글로벌 RPK 증감률은 PMI를 후행



Source: IATA, Markit

Focus Chart 05 국제유가 추이(WTI)



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Focus Chart 06 원달러 환율, 원엔 환율 추이



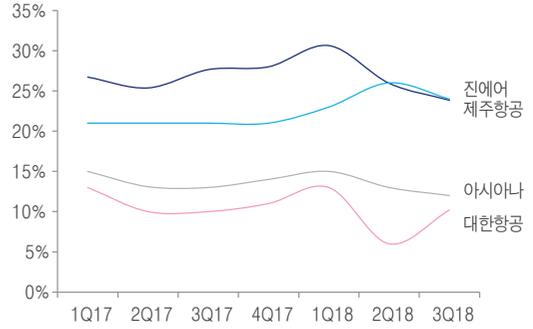
Source: 한국은행, KTB투자증권

**Focus Chart 07** 국내 전공항 국제여객 월별 수송량 및 증감률



Note: 국제여객만 집계, 국적사(8개) 및 외항사 합산 기준  
Source: 항공정보포탈시스템, KTB투자증권

**Focus Chart 08** 주요 국적사 일본노선 매출비중



Source: 각 사, KTB투자증권

**Focus Chart 09** 2018년 노선별 여객수송량 증감률(인천발 국제선)

(YoY)	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18	2018
합계	14.8%	5.4%	17.3%	15.4%	15.5%	14.9%	8.4%	7.9%	3.9%	7.4%	5.9%	5.7%	10.5%
일본	27.9%	19.1%	26.1%	20.5%	20.0%	18.3%	6.9%	8.0%	-1.2%	7.7%	7.0%	11.9%	14.2%
중국	-2.5%	-15.2%	13.7%	24.3%	27.1%	19.2%	12.8%	8.3%	6.1%	4.8%	10.3%	3.5%	9.1%
동남아	19.5%	5.9%	19.5%	13.1%	11.9%	13.6%	8.0%	6.3%	7.3%	14.6%	11.2%	10.6%	11.9%
미주	1.8%	7.0%	7.7%	2.6%	3.7%	8.4%	6.4%	4.9%	2.0%	-2.5%	5.8%	3.3%	4.2%
유럽	16.7%	18.9%	10.6%	12.3%	14.0%	15.7%	18.1%	23.4%	17.5%	16.6%	9.3%	12.2%	16.0%
대양주 및 기타	10.5%	4.0%	1.7%	1.3%	1.9%	4.6%	-1.8%	1.2%	-7.0%	-8.8%	-23.2%	-22.7%	-1.6%

Source: 항공정보포탈시스템, KTB투자증권

**Focus Chart 10** IATA 글로벌 항공 여객수요 전망 및 항공사 이익전망

Traffic	RPK(%, YoY)								ASK(%, YoY)							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019F	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019F		
Global	5.8	6.3	6.9	7.5	8.0	6.5	5.0	5.4	6.1	6.1	7.4	6.6	6.0	5.8		
North America	2.6	3.0	4.3	4.0	3.9	5.0	4.5	2.3	2.8	4.1	4.7	3.8	4.8	4.3		
Europe	4.7	6.5	5.8	5.3	8.9	6.4	5.5	3.4	5.8	4.5	5.3	6.6	5.7	6.1		
Asia-Pacific	8.0	7.8	9.6	11.1	10.9	8.5	7.5	7.9	8.1	7.5	10.1	9.1	7.6	7.1		
Middle East	11.5	11.9	9.9	11.4	6.8	4.6	5.5	12.3	10.9	12.6	13.2	6.7	4.7	4.1		
Latin America	6.3	6.3	6.7	4.5	7.3	6.0	6.0	4.7	4.3	6.5	3.3	5.5	6.5	5.9		
Africa	5.0	0.6	3.4	7.3	7.3	3.6	5.0	5.0	3.5	2.4	6.9	4.0	1.4	4.9		

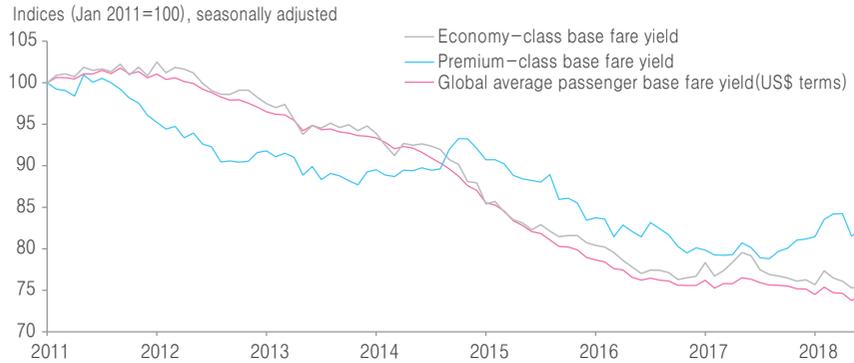
  

Financial	EBIT Margin(%)								Net Profit(\$ billion)							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019F	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019F		
Global	3.5	4.6	8.6	8.5	7.7	6.8	6.8	10.7	13.8	36.0	34.2	37.7	32.3	35.5		
North America	6.8	9.1	14.4	13.7	11.0	9.8	10.0	7.4	11.1	21.7	17.0	18.7	14.7	16.6		
Europe	2.0	3.1	5.5	6.1	6.9	6.0	5.6	1.0	1.9	7.1	8.5	8.2	7.5	7.4		
Asia-Pacific	2.9	2.4	6.9	7.4	6.7	6.1	6.1	2.3	0.5	7.5	7.4	9.9	9.6	10.4		
Middle East	0.9	3.0	6.3	2.2	1.5	1.2	1.4	0.3	1.1	2.1	1.3	0.7	0.6	0.8		
Latin America	2.2	5.0	5.0	5.6	6.9	5.6	5.7	0.2	0.1	-1.6	0.4	0.5	0.4	0.7		
Africa	-0.5	-2.7	-2.1	1.1	0.8	0.6	0.6	-0.5	-0.9	-0.8	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3		

Source: IATA, KTB투자증권

Focus

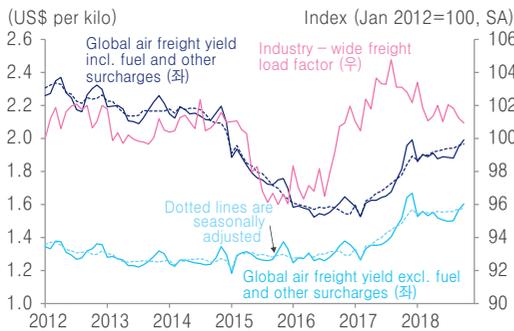
Chart 11 클래스별 글로벌 여객 yield 추이



Source: IATA

Focus

Chart 12 글로벌 화물 L/F와 화물 yield



Source: IATA CASS, KTB투자증권

Focus

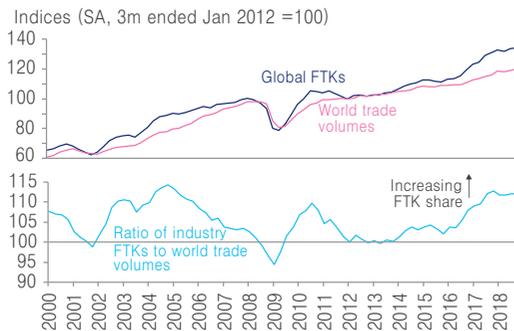
Chart 13 대한항공 한국발 국제화물 월별 유류할증료



Source: 대한항공, KTB투자증권

Focus

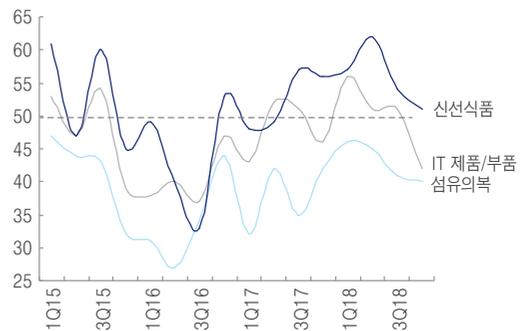
Chart 14 글로벌 항공화물 물동량 비중 상승



Source: IATA

Focus

Chart 15 DHL Air Trade Leading Index(품목별)



Source: DHL, HKPC, KTB투자증권

Focus  
Chart 16 대한항공 FCF Yield 추정

(단위: 십억원)

	비고	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	(1)	372.5	859.2	1,079.0	956.2	744.2	1,088.7	1,179.3	1,241.1	1,285.9
NOPLAT	(2)=(1)*(1-t)	279.4	644.4	809.3	717.1	558.1	816.5	884.5	930.8	964.4
유무형자산상각비	(3)	1,577.1	1,632.0	1,729.4	1,641.4	1,684.2	1,673.9	1,680.8	1,687.9	1,695.0
CAPEX	(4)	2,200.0	3,500.0	1,700.0	2,000.0	1,600.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0
Free Cash Flow(FCFF)	(5)=(2)+(3)-(4)	(343.5)	(1,223.5)	838.7	358.6	642.4	1,490.4	1,565.3	1,618.7	1,659.3
세후순이자비용	(6)	430.1	321.9	357.3	322.0	375.2	385.5	367.1	348.5	330.0
자금조달	(7)	1,031.6	1,596.2	16.0	(763.9)					
차입금 순증(BS)		650.6	760.5	16.0	(1,550.6)					
유상증자		0.0	494.2	0.0	453.3					
신종자본증권 순증		0.0	341.5	0.0	333.4					
자산매각(S-Oil)		381.0	0.0	0.0	0.0					
비영업용자산순취득	(8)	606.0	196.3	445.1	0.0					
한진해운 투자		400.0	0.0	0.0	0.0					
LA호텔 투자		206.0	196.3	445.1	0.0					
과부족(주주의 몫 혹은 차입금 순상환)	(9)=(5)-(6)+(7)-(8)	(348.0)	(145.5)	52.3	(727.3)	838.1	1,104.9	1,198.2	1,270.2	1,329.4
부채총계	(10)	19,440.7	20,752.6	21,052.9	19,750.9	20,000.0	18,895.1	17,696.8	16,426.6	15,097.3
총 차입금	(11)	14,595.2	15,355.7	15,371.8	13,821.2	14,392.2	13,287.2	12,089.0	10,818.8	9,489.4
현금 및 현금성 자산	(12)	419.3	698.9	746.0	575.8	1,081.0	1,081.0	1,081.0	1,081.0	1,081.0
순 차입금	(13)=(11)-(12)	14,175.9	14,656.8	14,625.8	13,245.4	13,311.2	12,206.2	11,008.0	9,737.8	8,408.4
자본총계	(14)	1,979.7	2,296.3	1,653.1	3,672.1	3,458.3	3,869.8	4,393.9	4,996.3	5,663.7
시기총액	(15)	2,784.2	2,017.7	1,992.2	3,210.5	3,134.6	3,177.3	3,177.3	3,177.3	3,177.3
Enterprise Value	(16)=(13)+(15)	16,960.1	16,674.4	16,617.9	16,455.9	16,445.8	15,383.5	14,185.3	12,915.1	11,585.7
부채비율	(17)=(10)/(14)	982%	904%	1274%	538%	578%	488%	403%	329%	267%
Free Cash Flow Yield	(18)=(5)/(16)	-2%	-7%	5%	2%	4%	10%	11%	13%	14%

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 대한항공, KTB투자증권

Focus  
Chart 17 대한항공이 보유한 종로구 송현동 1.1만평 부지



Source: KTB투자증권

In-Depth ◆ 운송

Focus  
Chart 18 인천공항 기준 LCC 점유율 추이



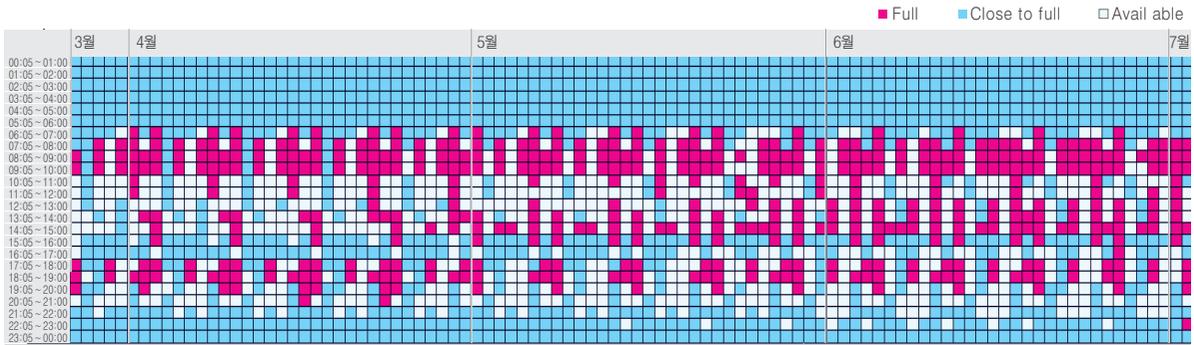
Source: 인천공항, KTB투자증권

Focus  
Chart 19 국내 전공항 LCC 국제여객 점유율 추이



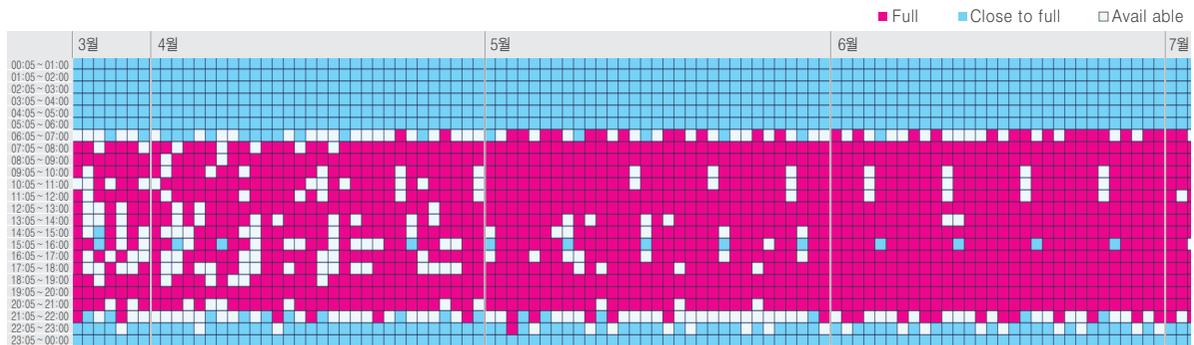
Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권

Focus  
Chart 20 2016년 하계 스케줄 기준 인천공항 slot 상황(출발 기준)



Source: KASO

Focus  
Chart 21 2018년 하계 스케줄 기준 인천공항 slot 상황(출발기준)



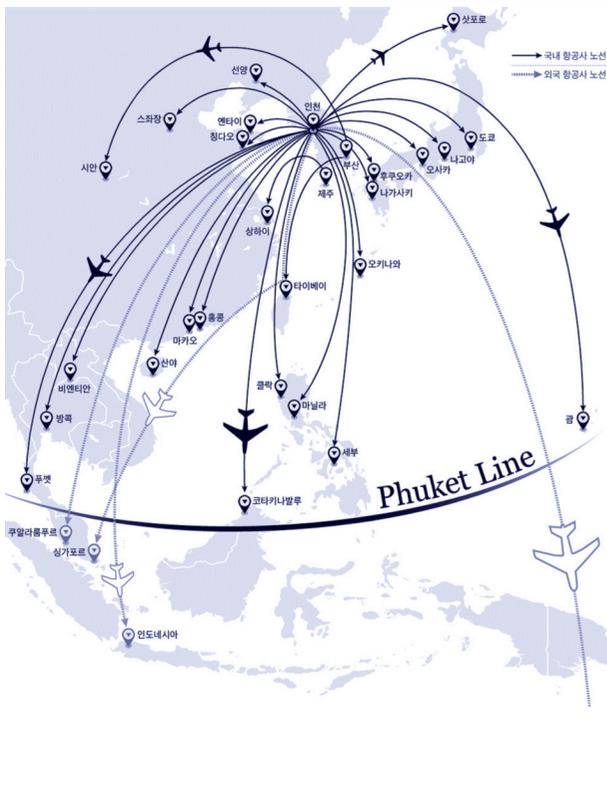
Source: KASO

Focus  
Chart 22 LCC 지방발 국제선 취항노선 변화(2017년 12월 vs 2018년 12월)

항공사명	출발지	노선수			취항지
		Dec-17	Dec-18	YoY	
제주항공	김해	7	11	4	세부, 다낭, 엔타이, 헤네다
	청주	1	3	2	타오위안, 간사이~괌
	무안	0	6	6	간사이, 타오위안, 방콕, 다낭, 세부, 코타키나발루
	대구	0	4	4	마카오, 다낭, 타오위안, 가고시마
진에어	김해	9	9	-	
에어부산	김해	20	22	2	하노이, 블라디보스톡 등
	대구	6	6	-	
티웨이항공	김해	2	5	3	하노이, 사가, 오이타
	대구	9	13	4	하노이, 블라디보스톡, 구마모토, 클락
	무안	3	2	(1)	
이스타항공	김해	3	3	-	
	청주	1	9	8	간사이, 후쿠오카, 푸둥, 타오위안, 삿포로, 심양, 다낭, 하노이

Source: Sibilis Research, KTB투자증권

Focus  
Chart 23 B737-800 항속거리에 따른 인천발 노선의 한계



Source: 중앙일보

Focus  
Chart 24 B737 MAX 8 도입시 취항 후보지

국가	공항	IATA코드	기준거리(Km)
태국	푸켓	HKT	4,313
러시아	니즈네바투브스크	NJC	4,319
키르기스스탄	비슈케크	FRU	4,394
말레이시아	페낭	PEN	4,443
카자흐스탄	아스타나	TSE	4,524
말레이시아	조호바루	JHB	4,601
말레이시아	쿠알라룸푸르	KUL	4,601
싱가폴	싱가폴 창이	SIN	4,614
팔라우	폰페이	PNI	4,657
인도	델리	DEL	4,661
러시아	한티 만시스크	HMA	4,714
우즈베키스탄	타슈켄트	TAS	4,855
아프가니스탄	바그람 공군기지	OAI	5,069
인도	하디라버드	HYD	5,158
러시아	예카테린부르크	SVX	5,184
우즈베키스탄	나보이	NVI	5,224
인도네시아	자카르타 소카르노-하타	CGK	5,245
인도네시아	덴파사르(발리)	DPS	5,248
인도	첸나이(마드라스)	MAA	5,319
러시아	오르스크	OSW	5,418
아프가니스탄	칸다하르	KDH	5,510
인도	뭄바이	BOM	5,554
우즈베키스탄	누쿠스	NCU	5,586
스리랑카	콜롬보	CMB	5,765
미국	쿨릭 레이크	LKK	5,898
러시아	울라노보스크	ULY	5,974
미국	앵커리지	ANC	6,114
투루크메니스탄	투르크메나비	KRW	6,181
아제르바이잔	바쿠 헤이다르	GYD	6,413
몰디브	말레국제공항	MLE	6,508
노르웨이	라크셀브, 바낙	LKL	6,534
이란	이맘 호메이니	IKA	6,563

Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권

In-Depth ◆ 운송

Focus

Chart 25 글로벌 Dry Bulk 수요 및 공급 전망(2018년 11월 전망치)

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
수요(백만톤)	3,683	3,673	3,775	3,887	3,951	4,034	4,135	4,226	4,306	4,385
Iron ore	1,373	1,400	1,463	1,522	1,525	1,556	1,588	1,617	1,645	1,671
Coal	1,112	1,068	1,073	1,101	1,128	1,144	1,164	1,176	1,178	1,178
Grain	301	309	324	336	339	348	363	375	385	396
Minor bulks	897	897	916	928	959	985	1,021	1,059	1,098	1,140
수요(십억톤마일)	16,849	17,039	17,718	18,239	18,743	19,273	19,846	20,382	20,873	21,364
Iron ore	8,010	8,062	8,437	8,638	8,742	9,010	9,239	9,458	9,665	9,871
Coal	4,281	4,189	4,327	4,381	4,528	4,602	4,688	4,749	4,776	4,796
Grain	1,432	1,586	1,629	1,669	1,701	1,758	1,841	1,910	1,974	2,036
Minor bulks	3,126	3,201	3,325	3,552	3,773	3,903	4,078	4,264	4,458	4,662
톤마일수요 증감률	4.2%	1.1%	4.0%	2.9%	2.8%	2.8%	3.0%	2.7%	2.4%	2.4%
Iron ore	7.4%	0.6%	4.7%	2.4%	1.2%	3.1%	2.5%	2.4%	2.2%	2.1%
Coal	-0.7%	-2.2%	3.3%	1.3%	3.3%	1.6%	1.9%	1.3%	0.6%	0.4%
Grain	7.8%	10.8%	2.7%	2.4%	2.0%	3.3%	4.7%	3.7%	3.3%	3.2%
Minor bulks	1.6%	2.4%	3.8%	6.8%	6.2%	3.4%	4.5%	4.6%	4.5%	4.6%
기발선대(백만dwt)	755	776	788	818	837	849	859	866	871	879
인도량	48	47	47	38	19	28	30	30	26	23
폐선량	(15)	(32)	(32)	(15)	(6)	(17)	(20)	(23)	(21)	(16)
Combis Inflow	4	4	3	2	2	2	2	2	2	2
Inactive Outflow	(3)	(3)	(14)	(5)	(5)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
연간공급(톤마일)	23,307	24,211	24,528	25,102	26,022	26,547	26,915	27,215	27,438	27,654
톤마일공급 증감률	5.4%	3.9%	1.3%	2.3%	3.7%	2.0%	1.4%	1.1%	0.8%	0.8%

Source: Drewry, KTB투자증권

Focus

Chart 26 CJ대한통운 택배 평단가 simulation

	1Q17		1Q18		YoY			2Q17		2Q18		YoY	
	단가	물량비중	단가	물량비중	단가	물량비중		단가	물량비중	단가	물량비중	단가	물량비중
소형	1,300	45.1%	1,300	49.0%	0	3.9%pt	소형	1,300	48.3%	1,300	51.1%	0	2.8%pt
중형	2,300	18.0%	2,300	18.0%	0	0.0%pt	중형	2,300	18.0%	2,300	18.0%	0	0.0%pt
대형	2,600	18.0%	2,600	17.0%	0	-1.0%pt	대형	2,600	18.0%	2,600	17.0%	0	-1.0%pt
이형	2,800	18.9%	2,800	16.0%	0	-2.9%pt	이형	2,800	15.7%	2,800	13.9%	0	-1.8%pt
평단가	1,998		1,941		(57)		평단가	1,950		1,910		(40)	

Source: CJ대한통운, KTB투자증권

Focus

Chart 27 CJ대한통운 지배주주순이익전망 및 PER배수 전망

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
영업이익	143.0	64.2	167.1	186.6	228.4	235.7	239.1	319.4	432.9	476.1	522.3
YoY	-55.1%	160.3%	11.7%	22.4%	3.2%	1.5%	33.6%	35.5%	10.0%	9.7%	
지배순이익	82.8	(55.8)	57.3	45.9	55.8	31.5	55.9	84.9	148.3	172.5	198.4
YoY	-167%	-203%	-20%	21%	-44%	77%	52%	75%	16%	15%	
시가총액(기말)	2,293	2,281	4,471	4,357	4,083	3,194	3,627	3,684	3,684	3,684	3,684
PER(x)	27.7	-40.9	78.1	94.8	73.2	101.5	64.9	43.4	24.8	21.4	18.6

Source: KTB투자증권

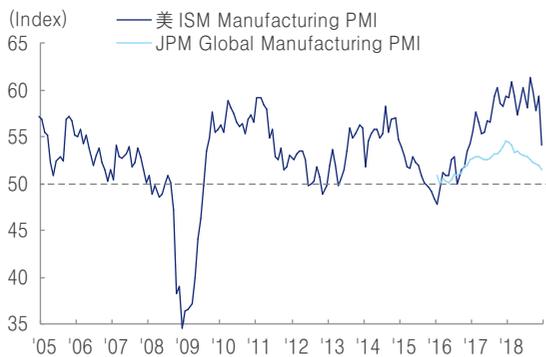
## II. Top-down은 비중축소를 말하지만...

### II-1. 경기둔화에 따른 Traffic 둔화 우려

성장을 둔화 우려 존재

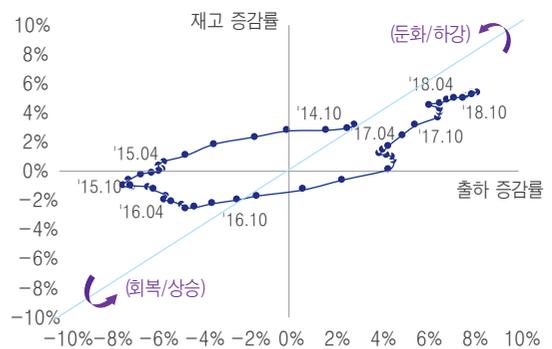
2019년 운송 업종 투자에 있어서 고민은 글로벌 경기 둔화이다. 대표적 경기민감 섹터인 항공, 해운주 투자에 있어서 각종 지표들이 우호적이지 않다. 미국 ISM 제조업 지수는 2018년 8월 61.3pt 고점 기록 후 12월 54.1pt까지 하락했다. 글로벌 제조업 PMI 지수 역시 2017년 12월 54.5pt에서 2018년 12월 51.5pt까지 연중 지속 하락했다. 제조업 경기 둔화는 세계교역량의 둔화로 이어질 것이며, 항공 여객수 송량 또한 비제조업 경기까지 감안한 composite PMI 하락세에서 자유롭지 않을 것이다.

Figure 01 美 ISM 제조업 PMI와 글로벌 PMI



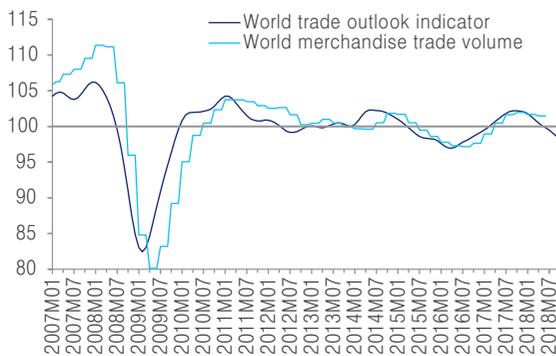
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 02 미국 월별 재고/출하 증감률 Matrix



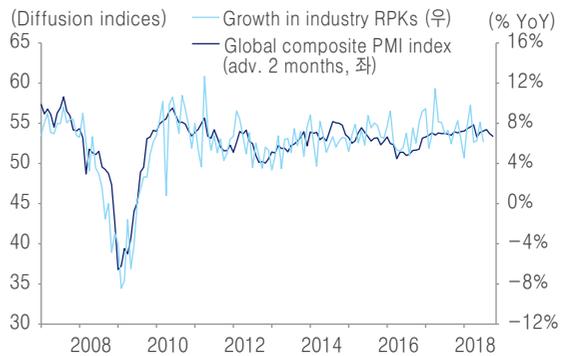
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 03 세계 교역량 및 WTO 선행지표 추이



Source: WTO

Figure 04 글로벌 RPK 증감률은 PMI를 후행



Source: IATA, Markit

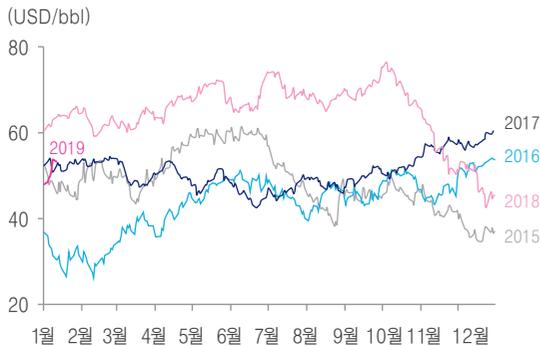
## II-2. 매크로 변수

2019년 상반기, 유가는 YoY 하락, 원달러환율과 금리는 YoY 상승 전망

한편 운송 업종에 모멘텀으로 작용하는 유가와 환율도 살펴야 한다. WTI 기준, 국제유가는 2018년 연평균 \$64.9/bbl을 기록했다. 분기평균으로는 1Q18 \$63/bbl, 2Q18 \$68/bbl, 3Q18 \$69/bbl, 4Q18 \$60/bbl이다. 2018년 10월 초 고점(\$76/bbl) 기록 후 급락한 유가는 2019년 1월 현재 \$45~50/bbl 수준에서 변동성이 높아져 있는 상황이다.

원/달러 환율은 2018년 연평균 1,100원 수준이었고, 상반기는 1,075원, 하반기는 1,125원으로 달러강세가 진행되었다. 현재는 1,110~1,120원 선에서 형성 중인데, 2019년 상반기 YoY로는 원화약세 효과가 있을 것으로 예상된다. 원/100엔 환율은 2018년 평균 996원, 상반기 989원, 하반기 1,004원이었고, 1월 현재 급등하여 1,050원 수준이다. 역시 2019년 상반기 YoY로 엔화 대비 원화의 약세가 예상된다.

Figure 05 국제유가 추이(WTI)



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 06 원달러 환율, 원엔 환율 추이



Source: 한국은행, KTB투자증권

Figure 07 국제 유가 하락 시 종목별 이익에 미치는 영향(YoY)

종목	이익에 미치는 영향	이유
현대글로벌비스	중립	유류비 감소한 만큼 PCC와 전용선에서 BAF(유류할증료) 감소로 매출액 감소하며 상해 간접적으로, 비철가격 동반 약세시 trading부문 실적 악화 우려
CJ대한통운	중립	유류비 절감은 긍정적이나 국내 디젤에서 유류세 비중이 약 50% 이므로 원유 가격 등락에 둔감 해외 프로젝트 포워딩 수주 감소는 부정적 요인
대한항공	매우 긍정적	유류비는 영업비용의 약 25~30% 차지. 항공유가 \$1 하락시 연간 유류비 350억원 감소 유류할증료는 유류비 변동분의 약 50~70% 커버. 항공유가 \$1 하락시 연간 매출액 약 200억원 감소
아시아나항공	매우 긍정적	유류비는 영업비용의 약 25~30% 차지. 항공유가 \$1 하락시 연간 유류비 200억원 감소 유류할증료는 유류비 변동분의 약 50~70% 커버. 항공유가 \$1 하락시 연간 매출액 약 120억원 감소
제주항공	긍정적	유류비는 영업비용의 약 25~30% 차지. 항공유가 \$1 하락시 연간 유류비 50억원 감소 유류할증료는 유류비 변동분의 약 50~70% 커버. 항공유가 \$1 하락시 연간 매출액 약 40억원 감소
진에어	긍정적	유류비는 영업비용의 약 25~30% 차지. 항공유가 \$1 하락시 연간 유류비 45억원 감소 유류할증료는 유류비 변동분의 약 70~90% 커버. 항공유가 \$1 하락시 연간 매출액 약 35억원 감소
팬오션	중립	유류비 감소한 만큼 CVC선에서 BAF(유류할증료) 감소로 매출액 감소하며 상해 일부 오픈사선에서 운영비용 절감

Source: KTB투자증권

Figure 08 원달러 환율 상승 시 종목별 이익에 미치는 영향(YoY)

종목	이익에 미치는 영향	이유
현대글로벌비스	긍정적	CKD 마진율(OPM 4.5%~5.5%) 상승. YoY라기보다는 6개월 전 사업시점 대비 판매시점에 원달러 환율 상승시 긍정적 PCC와 벌크 부문에서는 기능통화제 영향으로 YoY 이익규모 증가
CJ대한통운	중립	글로벌 부문 외형 확대되고 있으나 매출-매입간 대체로 matching. 실적에 민감하게 작용하지 않음
대한항공	부정적	영업이익 단에서는 USD short 약 5% 정도로 영향은 크지 않음. 영업비용의 50%, 매출액의 45%가 USD부채에서 대규모 평가손실 발생. 10원 상승시 약 750억원 평가손실 발생 및 부채 상승
아시아나항공	부정적	영업이익 단에서는 USD short 약 5% 정도로 영향은 크지 않음. 영업비용의 50%, 매출액의 45%가 USD부채에서 대규모 평가손실 발생. 10원 상승시 약 750억원 평가손실 발생 및 부채 상승
제주항공	매우 부정적	USD short 약 40%로 환율 상승시 영업이익 훼손. 영업비용의 50% 달러 지출, 매출액의 10% 미만이 USD외화부채 없어 영업외수지 및 부채비율에 영향 없음. 이종통화 대비 전반적인 원화약세 시 출국수요 감소
진에어	매우 부정적	USD short 약 40%로 환율 상승시 영업이익 훼손. 영업비용의 50% 달러 지출, 매출액의 10% 미만이 USD외화부채 없어 영업외수지 및 부채비율에 영향 없음. 이종통화 대비 전반적인 원화약세 시 출국수요 감소
팬오션	긍정적	matching 구조이지만 기능통화제 때문에 원화환산 이익 규모 증가, YoY 실적개선에 긍정적

Source: KTB투자증권

Figure 09 원엔 환율 상승 시 종목별 이익에 미치는 영향(YoY)

종목	이익에 미치는 영향	이유
현대글로벌비스	중립	직접적 영향보다는 일본차 대비 국내 완성차 수출경쟁력 부각될 수 있는 정도
CJ대한통운	중립	영향 없음
대한항공	부정적	일본 노선 출국수요 감소. 별도 기준 전체 매출액에서 일본 노선 여객매출 비중 약 6%
아시아나항공	부정적	일본 노선 출국수요 감소. 별도 기준 전체 매출액에서 일본 노선 여객매출 비중 약 8%
제주항공	매우 부정적	일본 노선 출국수요 감소. 별도 기준 전체 매출액에서 일본 노선 여객매출 비중 약 23%
진에어	매우 부정적	일본 노선 출국수요 감소. 별도 기준 전체 매출액에서 일본 노선 여객매출 비중 약 21%
팬오션	중립	영향 없음

Source: KTB투자증권

Figure 10 금리 상승 시 종목별 이익에 미치는 영향(YoY)

종목	이익에 미치는 영향	이유
현대글로벌비스	부정적	완성차 수요에 부정적. 변동금리차입금 약 9천억원으로 100bp 상승시 연간 이자비용 90억원 증가(+14%)
CJ대한통운	부정적	변동금리차입금 약 0.4조원으로 100bp 상승시 연간 이자비용 38억원 증가(+7%)
대한항공	부정적	변동금리차입금 약 8.6조원으로 100bp 상승시 연간 이자비용 860억원 증가(+17%)
아시아나항공	부정적	변동금리차입금 약 1.7조원으로 100bp 상승시 연간 이자비용 170억원 증가(+12%)
제주항공	중립	일반차입금 없음
진에어	중립	일반차입금 없음
팬오션	부정적	변동금리차입금 약 0.6조원으로 100bp 상승시 연간 이자비용 60억원 증가(+10%)

Source: KTB투자증권

### II-3. 올해에는 Bottom-up으로 보자

<p>개별 이슈로 접근하자</p>	<p>유가 하락 정도를 제외하면 경기민감 업종에게 좋을 것이 없는 해이다. 그러나 당사는 업종 투자의견 비중확대를 유지한다. 종목별 투자 선호도는 대한항공 &gt; 진에어 &gt; 팬오션 &gt; 현대글로벌비스 &gt; 아시아나항공 &gt; 제주항공 &gt; CJ대한통운 순이다. 전년 대비 산업의 구조 변화와 개별 종목 이슈가 많은 해이다. 단순하게 top-down 시각으로 바라보기 보다는, 올해에는 bottom-up 관점의 투자가 유효할 것으로 판단한다. 성장성보다는 내재가치 대비 저평가된 종목의 부각이 가능할 것으로 판단한다.</p>
<p>업종 Top-pick은 대한항공</p>	<p><b>2019년 연간 Top-pick은 대한항공(003490/BUY/4.5만원)</b>이다. 영업환경 측면에서 전년 대비 나빠질 것이 없다. LCC들의 점유율 잠식도 2018년부터 일단락되었으며 Delta와의 JV로 premium class 탑승률 호소가 힘을 보탤 것이다. 전년 일회성 비용 발생도 많았으므로 무난한 증익이 예상된다. 주목해야 할 부분은 회계상 이익이 아닌 cash flow이다. 2019년부터 CAPEX가 감소하므로 올해부터 매년 1조 원 수준의 Free Cash Flow 창출이 가능할 전망이다. 이 정도 규모의 FCF가 창출된 적도 없지만, 행동주의 펀드의 등장이나 국토부의 항공산업 제도개선 방안 등 올해부터 회사를 바라보는 모두의 시선이 곱지 않다는 점이 주주 입장에서 긍정적이다. 과거 한진해운이나 LA호텔 투자 등 사주 일가의 이익을 위해 활용되었던 회사 resource가 이제는 차입금 상황, 배당 확대 등 주주 친화적인 방향으로 활용될 것이다.</p>
<p>LCC는 2018년 인천공항 slot 포화로 성장 둔화</p>	<p><b>LCC는 근 10년간의 고도 성장기가 2018년부터 일단락된 것으로 판단한다.</b> 지금까지 무서운 속도로 FSC의 수송량을 빼앗아 왔지만, 소형기 위주의 극단적인 가동률 제고 전략은 단거리 주요 노선의 slot 포화 문제를 야기했다. 결국 매력적인 시간대에 비행기를 더 띄울 수 없다는 물리적인 한계 때문에 2018년부터 점유율 상승이 멈추었다. 상대적으로 꾸준한 장거리 수요를 바탕으로 하는 FSC 실적이 견조한 가운데, LCC들은 4Q18부터 top-line 부진이 시작될 것으로 예상하며, 엔고 현상도 우려 요인이다. 단거리에서 열심히 실어 나르던 LCC들의 성장이 멈춘다는 것은 승객명수로 집계하는 월별 여객 수송량의 성장 둔화를 의미하기도 한다. 올해부터는 LCC 및 여행주 투자에 유의할 필요가 있다.</p>
<p>벌크해운 수급 개선 여전해 투자 유효</p>	<p>2018년 BDI 변동성이 높았다. 성수기 패턴이 모두 예상을 빚나갔고 연평균 BDI도 상승폭이 크지 못했다. 패턴이 어긋난 이유는 상반기와 하반기 각각 브라질, 호주 등 선적지에서의 일회성 이슈들로 인한 것이었고, 2019년에 반복되지 않는다면 계절성에 근거한 벌크해운주 투자가 유효할 것으로 판단한다. 건화물 수요의 상당 부분은 중국의 원자재 수입 강도가 결정하므로 중미 무역분쟁과는 직접적인 상관관계는 높지 않다. 한편 2018년 내내 위안화 약세가 진행되었는데, 이로 인해 중국 철강사 등 화주들은 수입보다는 재고소진 위주의 전략으로 선회했던 것으로 분석한다. <b>위안화 약세가 위안달러 환율 7.0 선에서 멈출 것으로 본다면 2019년부터는 중국의 원자재 수입 속도가 재차 상승할 수 있을 것으로</b> 전망한다. 정확히 1년 후부터 시행되는 IMO의 선박유 황산화물 규제 때문에 수급은 점차 tight해 질 것이며, 화주들의 선수요도 예상해 볼 수 있어 하반기부터는 BDI 급등세 연출 가능성도 높다고 판단한다.</p>

현대글로벌비스는  
인도 진출 제외하면  
성장은 결여이나  
Downside도 제한적

현대글로벌비스는 상반기까지는 큰 변화가 없을 예정이고, 3Q19 기아차의 인도공장 양산이 시작되는 시점 전후부터 CKD 매출액 증가 가능성이 높다. 동반 진출이 회사 공식입장은 아니지만 과거 멕시코 공장 진출 사례를 동일하게 가정할 것이다. 현대차와 기아차는 2019년 판매목표로 합산 760만대를 설정했는데, 2018년 실적 대비 2.8% 증가한 수준이다. 현대글로벌비스 실적에 있어서 중요하지 않은 중국 판매목표 수치를 확인해야 하겠지만, 현대기아차가 판매목표를 초과 달성하지 않는다면 글로벌비스의 Q 모멘텀도 크지 않을 것으로 예상된다. PCC 배선권 재협상은 2020년 예정되어 있다. 실적은 변동성이 낮은 한편 지배구조 관련 소음에 멀티플 등락이 반복되고 있는데, 2차 개편의 구조를 외부에서 예상하기는 어렵다. 다만 당사는 **정의선 수석부회장의 지분이 많다는 점, 실적 쇼크 등의 악재발생 가능성이 낮고 valuation이 충분히 매력적이라는 점을 들어 현대글로벌비스 투자에 대한 긍정적인 시각을 견지한다.**

택배단가 인상되나  
주가엔 기반영.  
CJ대한통운  
보수적 투자의견 견지

현대글로벌비스와 함께 업종 내 방어주로 묶이는 CJ대한통운이지만, 경기둔화를 앞둔 시점에서 투자 선호도는 여전히 높지 않다. 2019년 단가인상이 본격화될 것이고, 2019년 연평균 3.8%의 인상을 가정해 전자 영업이익의 YoY 34% 증가할 것으로 추정하며, 2020년에도 영업이익이 36% 증가할 것으로 전망하고 있다. 문제는 주가이다. **순이익이 여전히 낮아 현재 주가는 2019E PER 45x, 2020E PER 25x로 이익증가를 충분히 반영하고 있다는 판단이다.** 2020년까지 제값받기 효과로 인한 YoY 인상이 일 단락되면 2021년부터는 요율테이블 자체의 인상을 통해 ASP 상승을 도모해야 한다. 이 때, 최소 50원 이상의 인상통보가 없다면 2021년 이후로는 ASP가 상승할 수 없다. 택배 산업 전체의 ASP가 YoY 50원 하락하고 있기 때문이다. 경쟁 때문이 아니라, 자연적으로 하락하고 있는 것인데, 국내 택배 산업에서 YoY 증분의 약 70%가 1,600원 이하의 소형물량이므로 mix가 악화되기 때문이다.

Figure 11 운송 업종 커버리지 performance & valuation

종목명	시가총액 (억원)	투자의견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)	2019E		Performance					
						PER(배)	PBR(배)	1W	1M	3M	6M	12M	YTD
현대글로벌비스	51,188	BUY	180,000	136,500	31.9	9.2	1.1	(1.1)	14.2	23.5	20.8	(1.8)	5.8
CJ대한통운	38,439	HOLD	150,000	168,500	(11.0)	45.3	4.6	3.1	5.6	20.4	(2.3)	20.8	0.9
대한항공	31,488	BUY	45,000	33,200	35.5	7.2	0.9	2.6	4.7	30.5	15.1	(7.7)	0.5
아시아나항공	8,661	BUY	5,300	4,220	25.6	20.4	1.0	2.6	(1.3)	10.5	(0.1)	(9.8)	2.1
제주항공	8,909	HOLD	36,000	33,800	6.5	8.5	1.9	7.8	(0.9)	7.0	(26.4)	(3.3)	0.8
진에어	5,625	BUY	27,000	18,750	44.0	6.2	1.6	3.0	1.4	1.1	(27.2)	(32.1)	(2.6)
한진칼	17,485	BUY	30,000	29,550	1.5	7.9	1.0	0.3	(1.0)	43.1	68.4	48.1	(0.8)
팬오션	24,697	BUY	6,500	4,620	40.7	12.8	0.9	3.5	3.9	(2.2)	(0.9)	(19.4)	3.9
대한해운	5,655	N/R	N/R	23,150	N/R	5.8	0.7	7.7	7.7	4.3	2.7	(17.3)	6.4

Source: KTB투자증권

### III. 항공

#### III-1. 2018년 국제여객 업황 복기: 상고하저

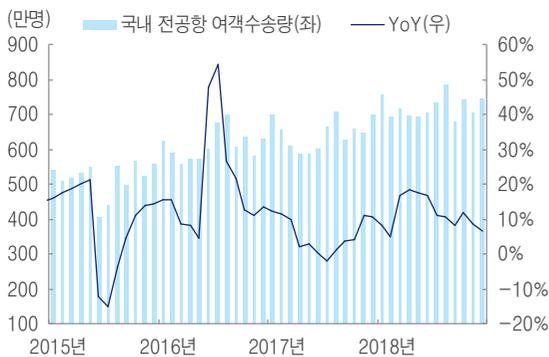
하반기부터 여객 성장률 둔화

2018년 국내 전 공항 기준 국제여객 수송량은 8,638만명으로 YoY 11.5% 성장하였다. 2017년의 YoY+5.5% 대비 개선된 수치이다. 그러나 이는 대부분이 중국 노선에서의 사드 기저효과에 기반한 것이며, 기대 이하의 업황이었던 것으로 판단한다.

사드 기저효과 반감과 일본 노선 수요부진 때문

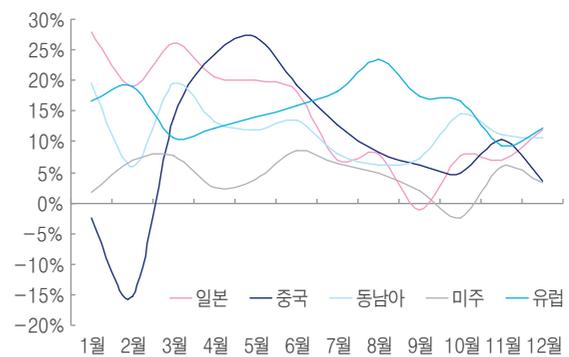
상반기까지 견조하던 traffic 증가율이 6월부로 둔화되기 시작했는데, 이유는 두 가지이다. 2017년 사드 이슈로 부진했던 중국 노선의 기저효과가 하반기 들어 반감되기 시작한 탓이고, 두 번째 이유는 수송량 기여도가 가장 높은 일본 노선의 부진이 6월부터 시작되었기 때문이다. 일본 노선 중에서도 월간 수송량이 가장 많은 오사카 노선에서 6월 지진, 9월 태풍 등으로 여객수요가 급감했다. 10월부터 회복세에 들어섰다고는 하나 그 속도가 기대에 못 미치고 있다. 일본 노선 비중이 높은 항공사들의 4Q18 실적 부진이 예상된다. 중국과 일본을 제외한 동남아, 미주, 유럽 등의 수송량 증가율은 상대적으로 견조한 모습이다.

Figure 12 국내 전공항 국제여객 월별 수송량 및 증감률



Note: 국제여객만 집계, 국적사(8개) 및 외항사 합산 기준  
Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권

Figure 13 2018년 노선별 여객수송량 증감률(인천발 국제선)



Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권

Figure 14 2018년 노선별 여객수송량 증감률(인천발 국제선)

(YoY)	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18	2018
합계	14.8%	5.4%	17.3%	15.4%	15.5%	14.9%	8.4%	7.9%	3.9%	7.4%	5.9%	5.7%	10.5%
일본	27.9%	19.1%	26.1%	20.5%	20.0%	18.3%	6.9%	8.0%	-1.2%	7.7%	7.0%	11.9%	14.2%
중국	-2.5%	-15.2%	13.7%	24.3%	27.1%	19.2%	12.8%	8.3%	6.1%	4.8%	10.3%	3.5%	9.1%
동남아	19.5%	5.9%	19.5%	13.1%	11.9%	13.6%	8.0%	6.3%	7.3%	14.6%	11.2%	10.6%	11.9%
미주	1.8%	7.0%	7.7%	2.6%	3.7%	8.4%	6.4%	4.9%	2.0%	-2.5%	5.8%	3.3%	4.2%
유럽	16.7%	18.9%	10.6%	12.3%	14.0%	15.7%	18.1%	23.4%	17.5%	16.6%	9.3%	12.2%	16.0%
대양주 및 기타	10.5%	4.0%	1.7%	1.3%	1.9%	4.6%	-1.8%	1.2%	-7.0%	-8.8%	-23.2%	-22.7%	-1.6%

Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권

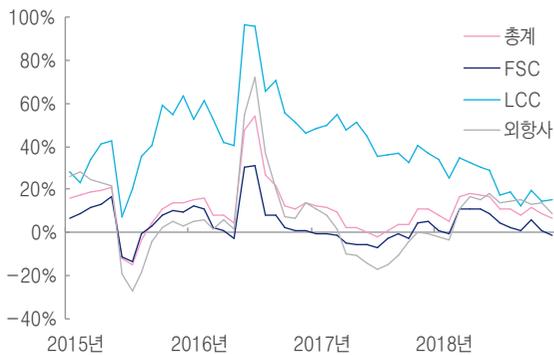
FSC 양호했으나

중국 inbound의 기저효과는 대부분 외항사의 몫으로 돌아갔고, 일부 FSC에게 긍정적인 효과를 가져다 주었던 것으로 보인다. 2017년 -5%를 기록했던 외항사의 여객수송량은 2018년 +11%로 개선되었다. FSC 역시 2017년 -2%에서 2018년 +5%로 개선되었다. 사드 기저효과 종료로 감안했을 때 FSC의 traffic은 양호한 수준으로 판단한다.

LCC 성장률 크게 둔화

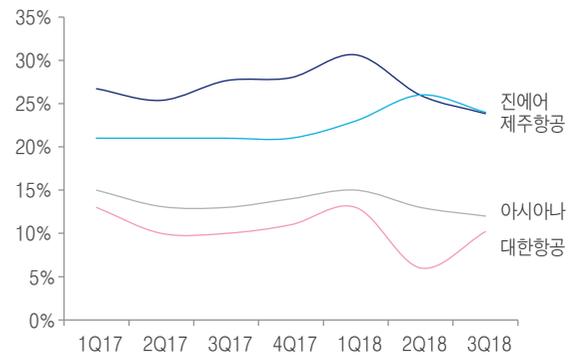
주목해야 할 부분은 LCC이다. 한국 LCC들의 합산 국제여객 수송량은 2018년 YoY +23%를 기록했는데, 이는 2017년 성장률인 +42% 대비 절반 가까이 둔화된 수치이다. 이는 하반기부터의 일본 노선 수요 부진과 맞물려 있다. 단거리 위주인 LCC들의 특성상 일본 노선의 의존도가 높기 때문이다. 국적사들의 3Q18 전체 여객 매출액에서 일본 노선 매출비중은 제주항공 24%, 진에어 24%, 아시아나항공 12%, 대한항공 10% 순이다.

Figure 15 FSC, LCC, 외항사 국제여객수송량 증감률



Note 1: FSC는 대한항공, 아시아나항공  
 Note 2: LCC는 제주항공, 진에어, 에어부산, 이스타항공, 티웨이항공, 에어서울  
 Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권

Figure 16 주요 국적사 일본노선 매출비중



Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 17 국내 전공항 기준 항공사별 국제여객수송량 증감률

YoY	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18	2016	2017	2018
총계	8%	5%	17%	18%	18%	17%	11%	11%	8%	12%	9%	7%	19%	5%	11%
국적사	13%	9%	20%	19%	19%	16%	9%	9%	5%	11%	6%	6%	20%	11%	12%
• FSC	1%	0%	11%	11%	11%	9%	4%	3%	1%	6%	1%	-1%	8%	-2%	5%
대한항공	1%	0%	13%	11%	11%	11%	6%	5%	3%	8%	2%	0%	8%	-1%	6%
아시아나항공	1%	-1%	9%	11%	11%	6%	2%	-1%	-2%	3%	-2%	-3%	8%	-4%	3%
• LCC	34%	26%	34%	32%	31%	29%	17%	19%	12%	19%	14%	16%	59%	42%	23%
제주항공	31%	22%	26%	31%	31%	26%	22%	27%	16%	23%	20%	22%	41%	41%	25%
진에어	16%	8%	19%	18%	11%	21%	12%	5%	7%	12%	-1%	8%	84%	30%	11%
에어부산	40%	30%	38%	35%	32%	18%	10%	12%	9%	12%	13%	6%	36%	36%	20%
이스타항공	36%	29%	22%	14%	16%	15%	-6%	10%	7%	24%	9%	-1%	59%	21%	14%
티웨이항공	45%	34%	57%	41%	38%	38%	16%	14%	3%	10%	23%	22%	88%	62%	27%
에어서울	115%	119%	148%	152%	177%	147%	156%	163%	82%	75%	42%	63%	n/a	600%	109%
외항사	-2%	-3%	11%	17%	16%	18%	14%	15%	16%	13%	14%	9%	17%	-5%	11%

Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권

### III-2. 4Q18 실적 부진 예상

- 4Q18 항공주 miss**      당사가 커버하고 있는 대한항공, 아시아나항공, 제주항공, 진에어 4사 모두 4Q18 영업이익이 시장 예상을 크게 하회할 것으로 전망된다. 공통적으로 작용하는 요인은 유류비 부담이다. 10월 초순부터 유가가 하락했지만, 투입일 기준 유가는 MOPS 유가 변동을 1~2개월 후행하기 때문에 항공사들의 10월과 11월 투입유가는 연고점이었을 것이다.
- 대한항공 P, Q는 호조  
다만 일회성 비용 부담**      일본 노선 수요부진이 시작된 3Q18부터 FSC와 LCC간의 실적차별화가 나타나기 시작했는데, 4Q18에도 이러한 현상은 지속될 것으로 전망한다. 특히 대한항공과 LCC들 간의 top-line 온도차가 벌어지고 있다. 4Q18 대한항공의 국제선 원화 Yield는 mid-single 상승률을 기록할 것으로 예상하며, Load Factor도 low-single 수준으로 동반 상승할 것이다. 일회성 비용들이 800억원 가량 발생하며 대한항공의 영업이익은 예상을 하회할 전망이다이지만, 17년 10월 추석연휴 역기저효과를 감안한다면 top-line 자체는 양호하다는 판단이다. 텃밭인 미주와 유럽 수요가 견조하며, 프리미엄 클래스 탑승률 호조가 지속되고 있어 타 항공사들과 차별적인 data point가 부각될 것이다.
- LCC P, Q 동반 부진**      반면 LCC들은 국제선 Load Factor와 Yield가 동반 하락하며 top-line 부진이 겹칠 전망이다. 단거리 일본 수요 회복이 더뎠는데, 단순히 일시적인 이슈로 치부할 문제는 아니다. 지방발 수요 확보에 어려움을 겪고 있는 상황인데, LCC들의 구조적 성장 한계가 다가온 것으로 분석한다. 이는 후술할 예정이다.

Figure 18 항공주 4Q18 실적전망

		당사 추정치	1개월 전 추정치 대비		전년 동기 대비 (YoY)		직전 분기 대비 (QoQ)		시장 컨센서스 대비	
		4Q18E	4Q18E	차이	4Q17	차이	3Q18	차이	4Q18E	차이
대한항공	매출액	3,259.4	3,279.3	-0.6%	3,107.1	4.9%	3,517.9	-7.3%	3,333.1	-2.2%
	영업이익	94.1	222.1	-57.6%	220.0	-57.2%	401.8	-76.6%	158.7	-40.7%
	순이익	(66.5)	6.0	적전	381.4	적전	257.3	적전	7.1	적전
아시아나항공	매출액	1,786.1	1,821.5	-1.9%	1,647.3	8.4%	1,852.1	-3.6%	1,773.4	0.7%
	영업이익	22.5	54.5	-58.7%	88.2	-74.5%	101.0	-77.7%	55.6	-59.5%
	순이익	(26.3)	7.5	적전	209.6	적전	47.8	적전	30.6	적전
제주항공	매출액	311.9	328.9	-5.2%	261.6	19.2%	350.1	-10.9%	321.8	-3.1%
	영업이익	2.0	12.1	-83.6%	17.5	-88.7%	37.8	-94.8%	14.0	-85.9%
	순이익	4.8	12.5	-61.5%	13.2	-63.6%	31.1	-84.5%	9.5	-49.4%
진에어	매출액	246.9	274.0	-9.9%	232.0	6.4%	275.5	-10.4%	256.7	-3.8%
	영업이익	(6.2)	10.0	적전	19.0	적전	25.7	적전	7.8	적전
	순이익	(3.9)	8.4	적전	15.6	적전	18.7	적전	4.5	적전

Source: FnGuide 컨센서스, KTB투자증권

### III-3. 2019년 여객수요 전망

2019년 국제여객 성장은 지속되거나 성장률은 둔화

2019년의 여객 성장률은 일본 노선 수송량과 LCC들의 수송량 증가율에 달려 있다고 본다. 그렇다면 2018년과 반대로 2019년의 국제여객 traffic 성장률은 상저하고를 예상해 볼 수 있다. 장거리인 미주와 유럽은 FSC 양사의 신규취항이 계획되어 있어 견조한 흐름이 지속될 수 있을 것으로 예상된다. 다만 월간 승객수로 집계되는 여객수송량에는 워낙 단거리 수요 등락이 민감하게 작용하므로 일본 노선 수요의 유의미한 반등이 없다면 2019년 전체 여객성장률은 2018년 수준에 미치지 못할 가능성이 높아 보인다. 여기에 2019년 들어 나타나고 있는 엔화 가치 급등 현상은 일본 출국수요에 있어서 추가적인 악재로 작용할 수 있으므로 유의해야 한다.

글로벌 수요 역시 대부분의 지역에서 성장 둔화를 예상

IATA가 2018년 12월 발표한 2019년 전망에서도 대부분의 지역에서 수요(RPK) 성장률이 둔화될 것으로 나타났다. 글로벌 여객수요는 2018년 6.5% 성장에서 2019년 6.0% 성장할 것으로 전망하고 있고, 아태 지역은 전년 8.5%에서 7.5%로 성장률 둔화를 전망했다. 다행스러운 부분은 이익전망은 그리 어둡지만은 않다는 점이다. 글로벌 항공사들의 합산 영업이익률은 2018년과 동일한 6.8% 수준이고, 아태지역은 6.1% 수준의 이익률이 지켜질 것으로 전망하고 있다. IATA는 2019년 평균 항공유가 가정을 \$81.3/bbl로 하고 있고, 1월 현재 항공유가는 \$70/bbl을 하회하고 있다.

Figure 19 IATA 글로벌 항공 여객수요 전망 및 항공사 이익전망

Traffic	RPK(% YoY)							ASK(% YoY)						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019F	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019F
Results														
Global	5.8	6.3	6.9	7.5	8.0	6.5	5.0	5.4	6.1	6.1	7.4	6.6	6.0	5.8
North America	2.6	3.0	4.3	4.0	3.9	5.0	4.5	2.3	2.8	4.1	4.7	3.8	4.8	4.3
Europe	4.7	6.5	5.8	5.3	8.9	6.4	5.5	3.4	5.8	4.5	5.3	6.6	5.7	6.1
Asia-Pacific	8.0	7.8	9.6	11.1	10.9	8.5	7.5	7.9	8.1	7.5	10.1	9.1	7.6	7.1
Middle East	11.5	11.9	9.9	11.4	6.8	4.6	5.5	12.3	10.9	12.6	13.2	6.7	4.7	4.1
Latin America	6.3	6.3	6.7	4.5	7.3	6.0	6.0	4.7	4.3	6.5	3.3	5.5	6.5	5.9
Africa	5.0	0.6	3.4	7.3	7.3	3.6	5.0	5.0	3.5	2.4	6.9	4.0	1.4	4.9
Financial	EBIT Margin(%)							Net Profit(\$ billion)						
Results														
Global	3.5	4.6	8.6	8.5	7.7	6.8	6.8	10.7	13.8	36.0	34.2	37.7	32.3	35.5
North America	6.8	9.1	14.4	13.7	11.0	9.8	10.0	7.4	11.1	21.7	17.0	18.7	14.7	16.6
Europe	2.0	3.1	5.5	6.1	6.9	6.0	5.6	1.0	1.9	7.1	8.5	8.2	7.5	7.4
Asia-Pacific	2.9	2.4	6.9	7.4	6.7	6.1	6.1	2.3	0.5	7.5	7.4	9.9	9.6	10.4
Middle East	0.9	3.0	6.3	2.2	1.5	1.2	1.4	0.3	1.1	2.1	1.3	0.7	0.6	0.8
Latin America	2.2	5.0	5.0	5.6	6.9	5.6	5.7	0.2	0.1	-1.6	0.4	0.5	0.4	0.7
Africa	-0.5	-2.7	-2.1	1.1	0.8	0.6	0.6	-0.5	-0.9	-0.8	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3

Source: IATA, KTB투자증권

### III-4. 항공 화물: 2018년 수요 성장을 둔화 시작

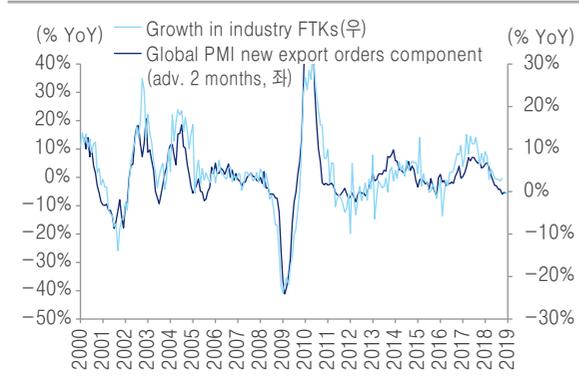
화물은 2017년 높은  
기저가 반영되며  
물동량 성장률 둔화

2016년 하반기부터 시작된 항공화물 호황기는 약 2년 여간 지속되었다. 글로벌 restocking cycle과 함께 항공화물 수요는 2017년 높은 성장률을 지속했고, 2018년들어 수요성장률의 둔화가 지속되었다. 선행지표인 글로벌 PMI 신규수출주문 지수 YoY 증감률의 하락과 동행하는 모습이다. 2017년의 항공 화물 업황은 물량과 운임이 고공행진하며 가히 “대란” 이라 표현할 만 했다. 이러한 높은 기저효과를 반영하여 신규수출주문 지수와 항공화물 수요의 YoY 증감률은 둔화되고 있는 것으로 판단한다.

Load Factor 하락에도  
단가는 상승세

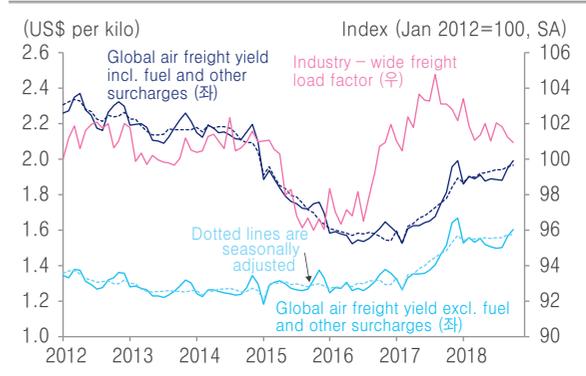
수요 성장률의 둔화와 함께 2017년말부터 글로벌 화물 Load Factor는 하락세를 지속했다. 그런데 주목할 점은 단가는 지속 상승했다는 것이다. 화물 단가는 유가할증료 비중이 여객보다 높는데, 이를 제외한 net yield도 하락하지 않았다. 여전히 업황의 수급이 tight해 carrier' s market이 지속되었음을 보여준다. 실제 11월까지 홍콩발 미주, 유럽 운임은 YoY 10% 이상의 상승세를 지속하고 있다

Figure 20 글로벌 PMI 신규수출주문과 항공화물 수요 YoY



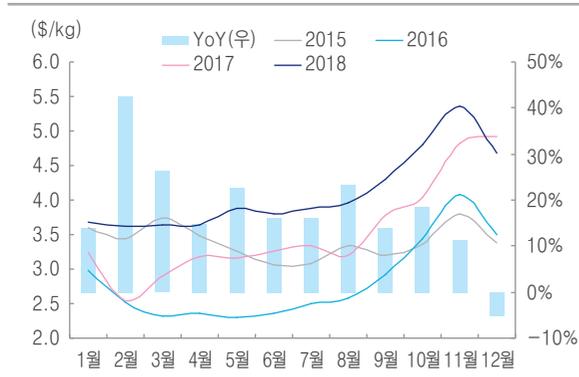
Source: IATA, Markit, KTB투자증권

Figure 21 글로벌 화물 L/F와 화물 yield



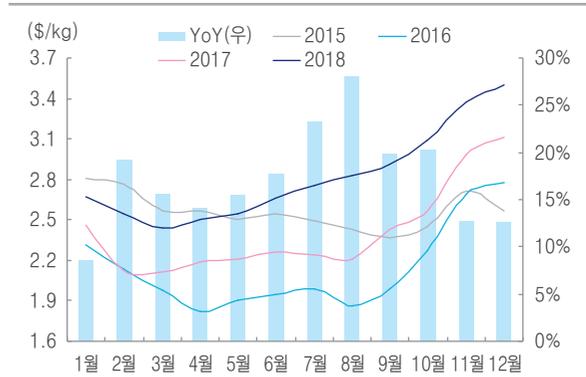
Source: IATA CASS, KTB투자증권

Figure 22 HK-US 항공화물 월별운임 추이 및 상승률



Source: TAC Index, KTB투자증권

Figure 23 HK-EU 항공화물 월별운임 추이 및 상승률



Source: TAC Index, KTB투자증권

### III-5. 2019년에도 화물 성장률은 추가적인 둔화 예상

글로벌 화물업황도  
2019년 성장 둔화 직면

IATA는 2019년 글로벌 항공 화물 수요(FTK)가 YoY 3.7% 증가할 것으로 전망하고 있다. 이는 2017년 +9.7%, 2018년 +4.1%에서 소폭 둔화된 수치이다. Yield는 2017년 +8.1%, 2018년 +10%에서 둔화된 +2.0%를 전망하고 있다. 2019년 상반기부터 수요 증가율이 둔화되어 보이겠지만, 절대적인 물동량 수준은 여전히 높아 우려가 크지 않다고 판단한다.

특히 한국은 물동량이  
감소할 소지가 있음

다만 한국의 경우 수요(FTK)가 YoY 감소할 소지는 있다. 국내 전공항 기준 국제 항공화물 수송량에서 약 40%로 가장 큰 비중을 차지하는 대한항공의 공급(AFTK)이 감소하기 때문이다. 대한항공의 화물기는 2017년말 28대에서 2018년말 23대로 감소해 있다. 시기별로 1Q18 2대, 2Q18 1대, 3Q18 2대를 송출했기 때문에 23대로 온기 반영되는 2019년 전체의 AFTK가 감소하게 된다. 당사는 대한항공의 2019년 AFTK는 YoY 0.7% 감소, FTK는 1.7% 감소할 것으로 전망하고 있다.

단가는 유류할증료를  
반영하여 1월부터  
하락 전환 가능성

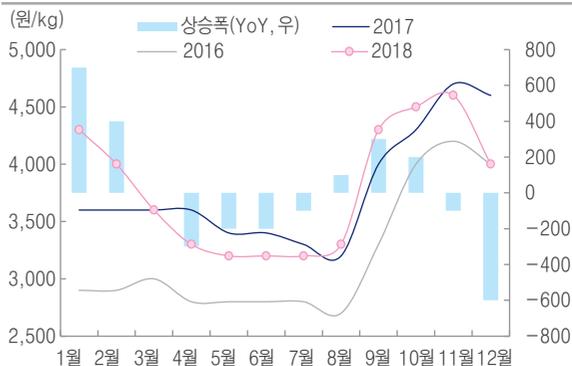
유가가 하락하므로 유류할증료를 포함한 Yield도 동반 하락할 것이다. 화물의 경우 유류할증료가 유류비 증가분을 커버하는 정도가 여객보다 더 높은 것으로 알려져 있다. 또한 여객은 할증료가 반영된 티켓 구매 시점과 실제 매출액에 반영되는 탑승 시점간의 lagging이 있는 반면, spot 항공화물의 경우 lagging 없이 바로 실리게 되므로 1월부터 yield YoY 하락 효과를 가져올 것으로 예상된다. 대한항공 기준 2019년 1월의 장거리 화물 유류할증료는 170원/kg으로, 전년 동기 240원/kg 대비 70원 하락해 있다. 현 수준의 유가가 유지된다면 2Q부터는 대략 300원/kg 하락 효과를 가져올 것이다. 국내발 미주 화물운임이 kg당 3,000~4,000원 수준임을 감안하면 화물yield는 YoY 7.5~10% 하락하는 효과가 있을 것으로 추정한다.

Figure 24 대한항공 한국발 국제화물 월별 유류할증료



Source: 대한항공, KTB투자증권

Figure 25 한국발 미주착 항공화물 월별운임 추이

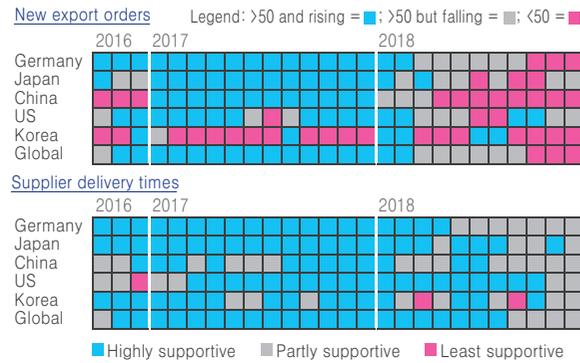


Source: 무역협회, KTB투자증권

한국이 유독 부진한 이유는 수출물량이 IT 위주이기 때문이며, 글로벌 업황을 대변하지는 않음

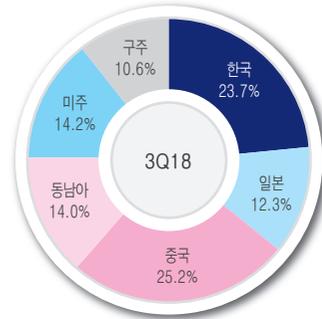
한국-미주의 화물운임과 홍콩-미주 운임의 온도차가 눈에 띈다. 한국발 운임은 2Q18에 YoY 하락했고, 홍콩발 운임은 10~15%대의 상승률을 지속했다. 이는 국내발 수출물량이 IT 제품군에 치중되어 있다 보니 해당 산업의 출하량 둔화를 민감하게 반영하기 때문인 것으로 추정한다. 글로벌 PMI 신규수출주문 지수도 한국의 지표가 상대적으로 좋지 않게 집계되고 있다. 그러나 대한항공의 화물매출액에서 한국발 물량의 비중은 3Q18 기준 24%에 불과하다. 중국의 비중이 25%로 가장 크며, 미주 14%, 동남아 14%, 일본 12%, 유럽 11% 등으로 분산되어 있다. 따라서 국내 공항의 화물 수송량 증감률이나 한국발 항공화물 운임은 대한항공 실적에 있어서 대표성이 떨어진다고 볼 수 있다. 한국발 운임 추세와 달리 대한항공의 화물 yield는 2Q18 YoY 12.4% 상승했고, 3Q18 12.9% 상승했다. 2018년 12월 yield도 두 자리수의 상승률을 기록한 것으로 파악된다. 한편 물동량 추이와 관계 없이 운임이 상승한 데에는 구조적 요인도 있다. E-commerce 붐으로 항공편으로 물량이 쏠리고 있고, 신선식품 등의 고단가 화물 수요가 지속되고 있기 때문이다(당사 “[화물 르네상스, 누가 즐길 것인가\(2018.4.23\)](#)” 보고서 참조).

Figure 26 글로벌 PMI: 국가별 신규수출주문 지수



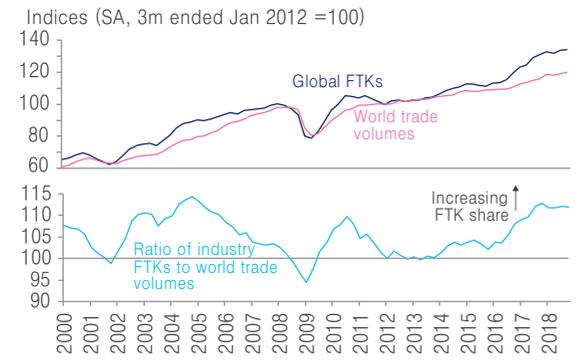
Source: IATA, KTB투자증권

Figure 27 대한항공 화물사업 지역별 매출비중(3Q18)



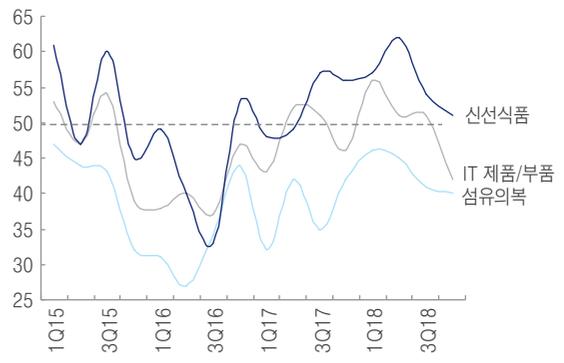
Source: 대한항공

Figure 28 글로벌 항공화물 물동량 비중 상승



Source: IATA

Figure 29 DHL Air Trade Leading Index(품목별)



Source: DHL, HKPC, KTB투자증권

### III-6. 대한항공에 주목해야 하는 이유

#### 첫째, 유류할증료를 제외한 net yield 호조를 예상한다.

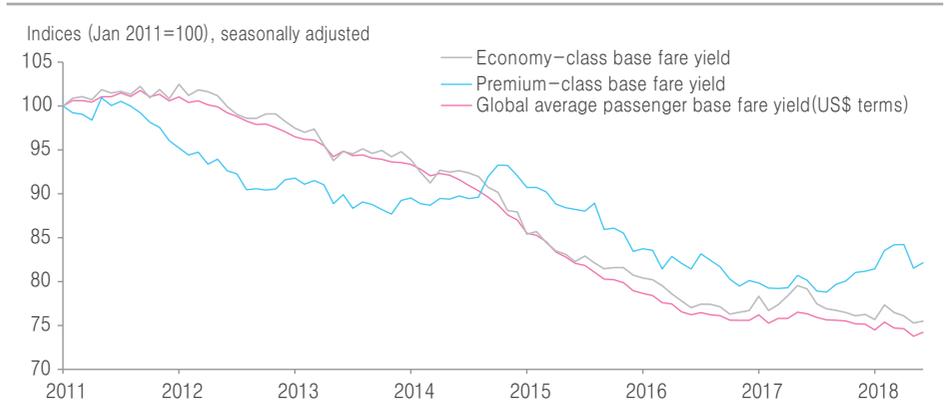
유일한 yield 호조:  
프리미엄 클래스 때문

4Q18, 항공사들 중에서 유일하게 대한항공의 yield만이 전년 동기 대비 상승할 수 있을 것으로 추정하는데, 이는 타 항공사들과는 차별적인 프리미엄 수요층을 확보하고 있기 때문이라고 판단한다. IATA에 따르면, 프리미엄클래스 여객수는 전체 여객의 약 5%에 불과하지만, 2018년 3분기 누적 기준 여객 매출액의 30%를 차지한 것으로 나타났다. 프리미엄 클래스의 일드 추이를 살펴보면, 이코노미 클래스 일드 대비 상대적으로 견조한 것을 확인할 수 있다. 글로벌 경기 회복과 유의미한 상관관계가 있을 것으로 추정한다. 델타항공의 3Q18 프리미엄 클래스 매출액은 YoY \$592m 증가했다. 이는 전체 매출액 증분의 약 3분의 2 수준의 규모이다. 유나이티드항공의 3Q18 프리미엄 클래스 매출액은 YoY 19% 증가했는데, 이코노미 클래스 매출액의 +3% 증가 대비 매우 높은 수준이다. 프리미엄 yield 상승률이 이코노미 대비 3.7%pt 높았기 때문이다.

델타항공과의 JV 효과

대한항공의 미주 노선 yield 및 비즈니스 클래스 탑승률이 큰 폭으로 상승하기 시작한 것은 3Q18부터인데, 2018년 5월 체결된 델타항공과의 JV 영향도 한 몫하고 있는 것으로 추정한다. 델타항공은 미국 항공사들 중에 비즈니스 수요에 가장 잘 대응하고 있다고 평가 받는다. 양사간의 JV는 Q 보다는 P 측면에서 질적인 개선을 가져다 줄 수 있다. 먼저 델타항공의 미국 내 상용수요를 별도의 마케팅 없이 흡수할 수 있기 때문에, 대한항공의 비즈니스 클래스 탑승률이 동반 상승하게 된다. 그리고 양사간의 완전 통합운영으로 한-미 노선에서 스케줄 최적화가 가능하게 된다. 이는 각 노선별로 보다 좋은 시간대에 효율적으로 공급력을 배분하게 되어 yield가 상승하는 효과가 있을 것이다.

Figure 30 클래스별 글로벌 여객 yield 추이



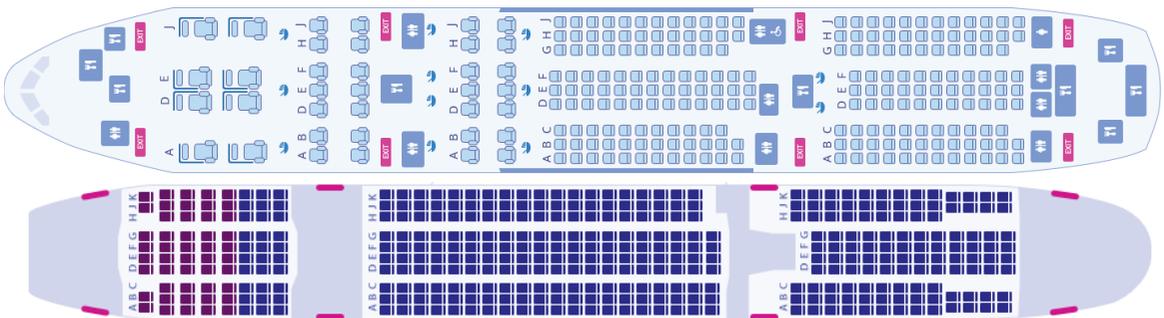
Source: IATA

**두번째, 유가 하락이다.**

유가 하락 시엔  
LCC보다는 FSC가 수혜

유가 하락 시기에 이익측면에서의 수혜는 FSC가 LCC 대비 더 크게 마련이다. LCC와 FSC의 가장 근본적인 차이점은 좌석밀도(seat density)이다. 같은 기종의 항공기라도 저비용항공사의 좌석수가 더 많다. 예를 들어 대한항공의 B772 기종은 248석이 배치되며, 동일한 기재를 재리스해서 사용하는 진에어는 393석으로 배치한다. 거리당 부과되는 인당 유류할증료는 FSC와 LCC 간 차이가 없어서 좌석밀도가 높은 LCC들의 유류할증료 징수 총액이 유류비 변동에 비해 상대적으로 많아지게 된다. 결국 유가 상승기에는 할증료를 통한 LCC들의 실적 방어력이 우수하다. 반면 하락기에는 유류비 절감은 동일한데 할증료 손실이 적은 FSC의 실적개선이 더 돋보이게 된다. 한편 화물은 이익 성장이 멈출 뿐, 급격한 감의 국면으로의 진입이 아니다. P 하락, Q 감소 때문에 매출액 감소가 아쉽겠으나, 유류비 절감만으로도 전년 대비 화물 영업이익이익은 유사할 것으로 전망한다.

Figure 31 B777-200ER 기종 대한항공(248석) vs 진에어(393석)



Note: 상단이 대한항공, 하단이 진에어 좌석배치. 진에어는 대한항공으로부터 재리스하여 3-4-3 좌석배치로 개량하여 운영  
Source: 대한항공, 진에어

대한항공 19E 영업이익  
1.1조원 (YoY +51.5%)

올해 상반기에 무시 못할 저저효과가 대기 중이다. 1Q18에 안전장려금 534억원, 2Q18에 오너리스크 관련 임직원 격려금 300억원, 매년 2분기 지급하던 임금인상 소급적용분 300억원이 4Q18에 선반영되면서 상반기 인건비에서만 합산 1,134억원이 YoY 감소한다. 인건비 자연증가를 감안해도 1,000억원 이상의 증익 효과이다. 당사는 상기한 모든 근거를 토대로 **대한항공의 2019년 영업이익이 1.1조원 (YoY +51.5%)을 기록할 것으로 전망한다.** 국제여객 매출액은 YoY -2.7%(RPK +1.0%, yield -2.5%), 화물 매출액은 YoY -8.8%(FTK -1.7%, yield -3.3%), 연평균 MOPS \$75/bbl, 원달러 환율 1,120원을 가정하였다.

**세번째, 현금흐름이다.**

2019년부터 FCF 1.5조원  
창출

2019년 주목해야 할 대한항공의 투자포인트이다. 대형기 도입이 2018년부터 마무리 되고, 올해부터 중소형기 도입만이 남아 CAPEX가 약 1조원 수준으로 감소하게 된다. 당사의 추정대로 향후 1조원 대의 영업이익이 지켜진다는 가정을 한다면 올해부터 1.5조원 수준의 Free Cash Flow가 매년 발생한다. 약 4,500억원의 연간 순이자비용을 제하더라도 남는 1조원의 현금 은 온전히 차입금 상환, 혹은 주주의 몫으로 돌아오게 될 것이다.

Free Cash Flow Yield  
(= FCF/EV)  
에 주목하자!

대한항공의 현재 시가총액과 2018년말 예상 순차입금 기준으로 FCF Yield는 10%에 달한다. FCF Yield는 FCF를 EV로 나눈 지표이다. FCF Yield가 10%라는 것은, 현재의 1.5조원 규모의 FCF가 지속 될 시 10년이면 모든 채권자와 주주에 대한 Payback이 완료된다는 의미이다. 물론 매년 유사한 규모의 FCF가 창출되어야 하겠지만, 적어도 향후 5년간은 CAPEX 규모가 확정적이고, 1조원 내외의 영업이익이 지켜진다면 FCF 추정치에 대한 신뢰도가 높은 편이다. 대한항공은 순운전자본 변동이 크지 않은 회사이므로 OCF과 EBITDA가 거의 일치한다. 항공사들의 CAPEX는 금융리스 특성상 투자현금흐름과 재무현금흐름으로 나뉘어 계상되고, 일부는 상계되기도 하여 현금흐름표 상으로는 알아낼 수 없다. 회사측 제공 자료를 활용하였다.

Figure 32 대한항공 FCF Yield 추정

(단위: 십억원)

	비고	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	(1)	372.5	859.2	1,079.0	956.2	744.2	1,088.7	1,179.3	1,241.1	1,285.9
NOPLAT	(2)=(1)×(1-t)	279.4	644.4	809.3	717.1	558.1	816.5	884.5	930.8	964.4
유무형자산상각비	(3)	1,577.1	1,632.0	1,729.4	1,641.4	1,684.2	1,673.9	1,680.8	1,687.9	1,695.0
CAPEX	(4)	2,200.0	3,500.0	1,700.0	2,000.0	1,600.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0
Free Cash Flow(FCFF)	(5)=(2)+(3)-(4)	(343.5)	(1,223.5)	838.7	358.6	642.4	1,490.4	1,565.3	1,618.7	1,659.3
세후순이자비용	(6)	430.1	321.9	357.3	322.0	375.2	385.5	367.1	348.5	330.0
자금조달	(7)	1,031.6	1,596.2	16.0	(763.9)					
차입금 순증(BS)		650.6	760.5	16.0	(1,550.6)					
유상증자		0.0	494.2	0.0	453.3					
신증자본증권 순증		0.0	341.5	0.0	333.4					
자산매각(S-Oil)		381.0	0.0	0.0	0.0					
비영업용자산순취득	(8)	606.0	196.3	445.1	0.0					
한진해운 투자		400.0	0.0	0.0	0.0					
LA호텔 투자		206.0	196.3	445.1	0.0					
과부족(주주의 몫 혹은 차입금 순상환)	(9)=(5)-(6)+(7)-(8)	(348.0)	(145.5)	52.3	(727.3)	838.1	1,104.9	1,198.2	1,270.2	1,329.4
부채총계	(10)	19,440.7	20,752.6	21,052.9	19,750.9	20,000.0	18,895.1	17,696.8	16,426.6	15,097.3
총 차입금	(11)	14,595.2	15,355.7	15,371.8	13,821.2	14,392.2	13,287.2	12,089.0	10,818.8	9,489.4
현금 및 현금성 자산	(12)	419.3	698.9	746.0	575.8	1,081.0	1,081.0	1,081.0	1,081.0	1,081.0
순 차입금	(13)=(11)-(12)	14,175.9	14,656.8	14,625.8	13,245.4	13,311.2	12,206.2	11,008.0	9,737.8	8,408.4
자본총계	(14)	1,979.7	2,296.3	1,653.1	3,672.1	3,458.3	3,869.8	4,393.9	4,996.3	5,663.7
시가총액	(15)	2,784.2	2,017.7	1,992.2	3,210.5	3,134.6	3,177.3	3,177.3	3,177.3	3,177.3
Enterprise Value	(16)=(13)+(15)	16,960.1	16,674.4	16,617.9	16,455.9	16,445.8	15,383.5	14,185.3	12,915.1	11,585.7
부채비율	(17)=(10)/(14)	982%	904%	1274%	538%	578%	488%	403%	329%	267%
Free Cash Flow Yield	(18)=(5)/(16)	-2%	-7%	5%	2%	4%	10%	11%	13%	14%

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 대한항공, KTB투자증권

10% 라는 FCF Yield는 매우 높은 수치이다. S&P500의 GICS 분류 기준 산업별 FCF Yield는 대부분의 경우 10%를 초과하지 못한다. EV/EBITDA 배수외도 유사한 결과를 보이겠지만, CAPEX 감소를 반영하려 한다면 FCF Yield가 보다 유용한 지표라고 생각한다. 늘 자금 과부족 여부를 살피던 동사에 게 있어 대규모 잉여현금흐름이 발생하기 시작한다는 것은 큰 변화이다.

Figure 33 S&P500 섹터별 FCF Yield

FCF Yields	Jun-18	Dec-17	Jun-17	Dec-16	Jun-16	Dec-15	Jun-15
Communications	3.9%	5.1%	4.1%	4.7%	4.8%	4.6%	4.4%
Consumer Discretionary	2.8%	4.3%	4.3%	4.2%	3.8%	3.8%	3.8%
Consumer Staples	4.8%	4.6%	4.6%	5.2%	4.3%	4.6%	4.8%
Energy	2.5%	2.2%	2.0%	-	-	-	-
Financials	6.8%	5.8%	6.4%	7.2%	11.4%	11.5%	8.0%
Health Care	5.4%	5.1%	5.3%	6.3%	5.3%	4.9%	4.6%
Industrials	3.6%	3.1%	3.1%	4.2%	5.1%	5.4%	5.0%
Information Technology	5.2%	5.0%	5.6%	6.1%	6.9%	7.1%	6.9%
Materials	4.4%	3.7%	3.9%	3.4%	3.8%	4.6%	4.0%
Utilities	-	-	-	-	-	0.2%	-

Source: Siblis Research, KTB투자증권

과거 5년간의 대한항공  
재무구조 관련 이슈들

2013년 분할 상장 이후부터 현재까지 5년 동안 재무구조 관련 많은 이벤트가 있었다. 2014년까지는 영업이익이 이자비용에도 미치지 못했고 현금흐름도 CAPEX에 미치지 못했다. S-Oil 매각 대금으로 차입금 증가를 막을 수 있었지만, 당시 어려워진 한진해운에 4,000억원을 투자하며 대주주가 되었고 LA 월셔그랜드 호텔 투자도 이 때 시작되었다. 현금 부족으로 차입금이 증가하며 14년말 부채비율은 982%를 기록했고 2015년 1월 유상증자를 단행하게 된다. 유가 하락으로 2015년 호실적을 기록했지만 대형기 인도가 몰리며 3.5조원이라는 기록적인 CAPEX 지출이 있었다. 여전히 현금 부족에 차입금이 순증했고 LA호텔투자는 지속되었다. 3Q15에 기말환율 급등으로 부채비율이 상승하자 영구채로 대응했다.

2016년에는 자회사 한진해운이 법정관리를 가면서 8,000억원 이상의 손상차손이 발생, 기말 부채비율이 1,274%를 기록하게 된다. 정확히 2년 만인 2017년 1월에 또 다시 유상증자로 대응했다. 대한항공의 주가가 한 단계 올라선 것은 이 때부터이다. 이익체력이 영업이익 1조원 수준이 되었고, CAPEX 부담도 경감되기 시작했다. 유상증자 대금과 영업현금으로 차입금을 줄이는 모습을 보여주었다. 부채비율도 600% 이하로 안정화 되었다. 올해부터 크게 증가하는 잉여현금 덕에 재무구조가 더욱 개선될 수 있다. 국면마다 유가, 환율, 업황의 모멘텀이 작용하겠지만, 주가가 한 단계 더 올라서야 할 차례이다.

**네번째, 오너 일가를 향한 모두의 시선이 끈지 않다**

정부가 지켜보고 있다

“물컵 사건”에서 시작되어 진에어 면허 취소 논란, 그리고 행동주의 펀드의 등장에 이르기까지 한진 그룹은 지난 1년 내내 바람 잘 날 없었다. 2018년 11월 국토부는 “항공산업 제도개선 방안”을 들고 나왔다. 기존과 달리 항공관련법 이외의 형법, 공정거래법, 조세범처벌법, 관세법 등의 법률을 위반할 경우에도 항공사 임원을 제한하겠다는 방안이 담겼다. 여기에는 그간 오너 일가의 위법 소지가 있는 사안들이 여럿 포함되어 있어 사실상 한진 그룹을 겨냥한 조치로 해석된다. 그 중에서도 배임, 횡령, 불공정거래 관련 이슈는 대부분 대한항공이 배경이 되었기 때문에, 올해부터 증가하는 동사의 잉여현금의 가치가 더욱 부각될 수 있을 것으로 판단한다. 적어도 과거의 경우처럼 주주가 원치 않는 비관련 투자 결정은 쉽지 않을 것이다.

행동주의 펀드의 등장

KCGI라는 행동주의 펀드의 한진칼에 대한 지분 확보 공시가 있었다. KCGI는 유휴자산, 저평가, 지배구조 개선을 통한 가치 증대 등의 언급을 했다. 이에 한진칼의 보유자산도 주목이 되고 있으나, 엄연히 NAV에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 대한항공의 가치이다. 대한항공의 경영 효율화 및 주주가치 증대를 생각해 볼 수 있다. 한진 그룹의 유휴자산이라면 가장 가치가 커 보이는 것이 대한항공이 보유한 송현동 부지이다. 2008년에 삼성생명으로부터 2,900억원에 매입한 경북궁 옆 1.1만평의 부지인데, 특급호텔 건립이 무산된 이후 사실상 용처 불명의 상태로 남아 있다. 정부도 매입의사가 있는 것으로 보도되고 있어 귀추가 주목된다.

Figure 34 한진칼 SOTP

(단위: 십억원)

								평가액	비고
A) 영업가치 (브랜드 가치+자회사업)								154.0	DCF로 산출(g=0%, WACC 8%적용)
- '17 배당수입 제외 조정 NOPLAT 154억원을 영구적 현금흐름으로 가정									
- 할인율을 8%에서 10%로 상향. 그룹 전반 리스크 상승 반영									
B) 비영업가치								1,733.2	
비상장기업 지분가액	보유주식 수	지분율(%)	순자산	17 NP	장부가액	multiple	ROE	412.4	
토파스여행정보㈜	755,924	94.35	26.2	9.5	22.0	DCF	43.2%	110.4	17.8월 주식취득 추가 취득가 적용
㈜칼호텔네트워크	25,645,439	100.00	250.4	-31.9	292.5	PBR 1x	-10.9%	250.4	ROE 낮으나, 마진 sustainability와 성장성
㈜제동관광	600,000	100.00	8.2	-6.2	17.4	PBR 2.1x		17.4	17년말 장부가
㈜제동레저	2,800,000	100.00	26.8	0.2	26.6	PBR 1.0x		26.6	17년말 장부가
와이키키 호텔		100.00			7.6			7.6	17년말 장부가
상장기업 지분가치	보유주식 수	지분율(%)			할인율	주가		1,320.8	
㈜진에어	18,000,000	60.0				1.5 30%	27,000	340.2	목표주가 적용, 보유 지분의 30% 할인
대한항공	28,375,505	29.9				1,045.2 30%	45,000	893.8	목표주가 적용, 보유 지분의 30% 할인
㈜한진	2,590,179	21.6				76.7 30%	47,850	86.8	현 주가 적용, 보유 지분의 30% 할인
C) 우선주 가치								6.6	우선주 시가총액 차감
D) 순차입금								191.6	3Q18 말 별도 기준
유동성차입금								235.0	
비유동차입금								149.7	
현금 및 단기금융상품								193.1	
E) 총 기업가치(E = A+B-C-D)								1,689.0	
F) 주식수								59,170,458	
총 주식수								59,170,458	
자사주(보통주)								0	
<b>G) 적정주가(주당 NAV)</b>								<b>28,544</b>	
현재주가(원)								29,550	
상승여력(%)								-3%	

Source: 한진칼, KTB투자증권

### III-7. LCC, 구조적 한계에 직면하는가

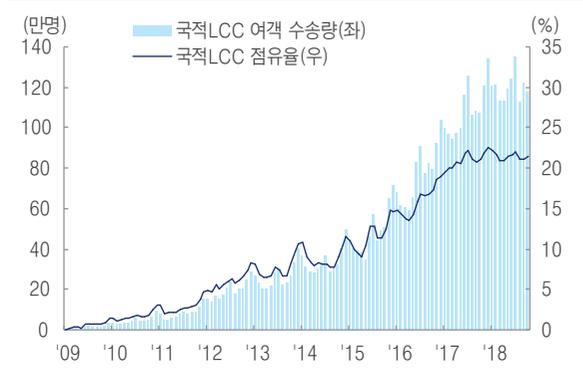
4Q18 실적부진, 일시적일까?

LCC들의 4Q18 실적 부진이 우려된다. FSC와 마찬가지로 유류비 부담이 있는 가운데 제주항공과 진에어 모두 L/F와 yield가 동반하락 할 것으로 추정한다. 단순히 일본 일부 지역과 사이판에서의 자연재해 등 일시적 수요 공백 보다는 한국 여객 산업의 구조적인 변화를 보아야 한다.

LCC 점유율 상승세가 멈추었다

2018년 들어 나타난 가장 큰 변화는 LCC들의 점유율 상승세가 멈추었다는 것이다. 이는 단거리 수요 부진이 부각되기 이전인 상반기부터 나타난 현상이다. 인천공항 기준으로 보면 국적 LCC들의 월간 국제 여객수송량 점유율이 2017년 하반기 들어 21~22% 수준에서 정체되기 시작했다. 국내 전공항 기준으로도 LCC들의 국제선 점유율은 2018년부터 30% 내외에서 정체되기 시작했다.

Figure 35 인천공항 기준 LCC 점유율 추이



Source: 인천공항, KTB투자증권

Figure 36 국내 전공항 LCC 국제여객 점유율 추이



Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권

Figure 37 국내 전공항 기준 항공사별 국제여객 점유율

점유율	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18	2016	2017	2018
총계	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
<b>국적사</b>	69.3%	69.0%	69.3%	68.4%	68.5%	68.6%	68.4%	68.6%	67.5%	67.8%	67.9%	68.7%	64.7%	68.4%	68.5%
• FSC	39.3%	39.5%	40.4%	40.3%	39.9%	39.9%	39.3%	39.0%	39.6%	39.2%	38.4%	37.2%	45.1%	41.9%	39.3%
대한항공	23.2%	23.5%	24.0%	23.7%	23.5%	23.7%	23.3%	23.3%	23.7%	23.3%	23.0%	22.2%	26.1%	24.6%	23.4%
아시아나항공	16.1%	16.0%	16.4%	16.6%	16.3%	16.3%	16.0%	15.7%	15.9%	15.9%	15.4%	15.0%	19.0%	17.3%	16.0%
• LCC	30.0%	29.5%	29.0%	28.1%	28.7%	28.7%	29.1%	29.6%	27.9%	28.6%	29.5%	31.6%	19.7%	26.5%	29.2%
제주항공	8.2%	8.0%	7.8%	8.2%	8.7%	8.5%	8.7%	8.9%	8.4%	8.5%	8.7%	9.2%	5.7%	7.6%	8.5%
진에어	6.8%	6.7%	6.6%	5.9%	5.8%	6.3%	6.4%	6.3%	6.0%	6.1%	6.0%	6.7%	5.2%	6.3%	6.3%
에어부산	4.4%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.0%	4.0%	4.2%	4.0%	4.1%	4.4%	4.4%	3.0%	3.9%	4.2%
이스타항공	3.8%	3.8%	3.4%	3.1%	3.1%	3.0%	3.1%	3.5%	3.3%	3.3%	3.2%	3.4%	2.8%	3.3%	3.3%
티웨이항공	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%	4.9%	5.0%	4.9%	4.8%	4.4%	4.5%	5.0%	5.5%	2.8%	4.3%	4.9%
에어인천	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
에어서울	1.7%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	2.0%	1.8%	2.0%	2.1%	2.4%	0.2%	1.1%	2.0%
<b>외항사</b>	30.7%	31.0%	30.7%	31.6%	31.5%	31.4%	31.6%	31.4%	32.5%	32.2%	32.1%	31.3%	35.3%	31.6%	31.5%

Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권

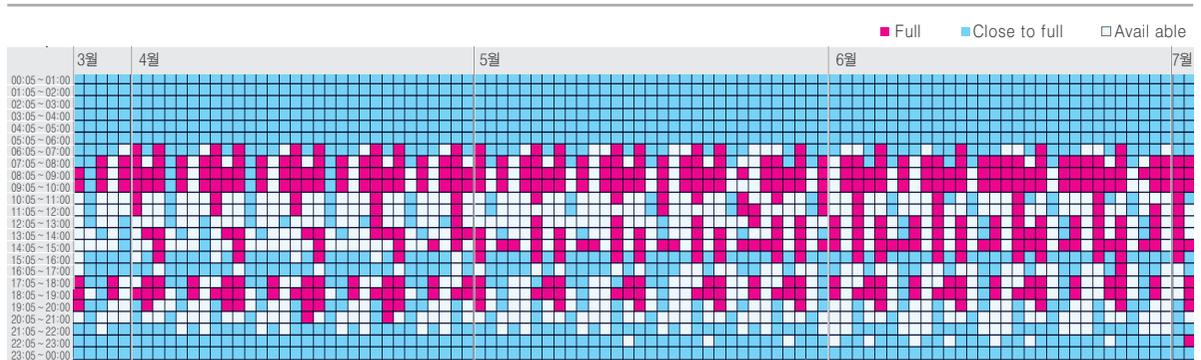
인천공항,  
2018년부터 포화

LCC 성장이 둔화되고 점유율이 정체되기 시작한 배경에는 인천공항의 slot 포화 이슈가 있을 것으로 추정한다. 2016년 당시만 해도 인기 시간대인 아침, 저녁 출발 시간대를 제외하면 slot 확보가 가능했었지만, 불과 2년만에 slot이 포화되었다. LCC들의 공격적인 기단확대 전략 때문이다. LCC BM은 소형기 위주의 극단적인 가동률이 특징이므로 운항편수가 공항이 감당할 수 없는 수준까지 늘어나게 된다.

물론 심야~새벽 시간대 slot은 여유가 있지만 수요를 확보하기 힘들어 대부분 환승 연계 또는 수요를 미리 확보한 부정기편에 활용되고 “부진시간대”로 분류된다. 가장 수요가 많은 시간대인 08~10시, 17~19시 slot은 가장 yield가 높을 것이므로 이익률이 가장 좋고, 이 외의 시간대 slot으로 갈수록 RM 차원에서 yield가 하락할 것이므로 이익률이 하락할 소지가 있다.

2018년 1월부터 인천공항 제2여객터미널이 개장했는데, 터미널 수는 대기시간 축소 등 입출국객 처리 측면에서의 혼잡도를 줄여주는 역할을 할 뿐 slot과는 관련이 없다. 2단계 확장으로 제3활주로 증설이 있었던 2008년에 slot이 46회에서 63회로 증가했다. 3단계 확장이 완료된 2018년에는 활주로 증설이 없고 터미널만 추가되었기 때문에 현재의 slot은 시간당 63회로 동일하다. 4단계 확장이 완료되는 2024년이 되어야 제4활주로가 신설되어 slot이 증가하게 된다.

Figure 38 2016년 하계 스케줄 기준 인천공항 slot 상황(출발 기준)



Source: KASO

Figure 39 2018년 하계 스케줄 기준 인천공항 slot 상황(출발기준)



Source: KASO

LCC들은 이제 지방발 노선으로 눈을 돌린다

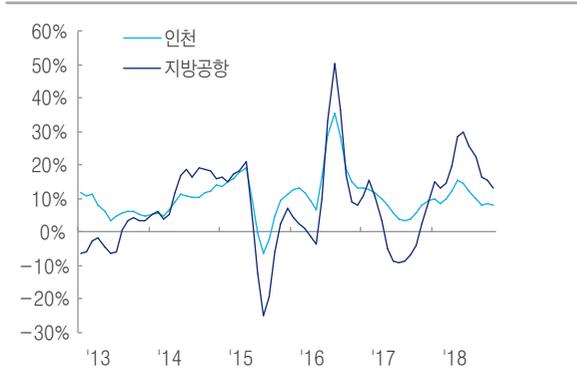
LCC들이 2018년부터 신규 취항노선의 출발지로 지방공항을 택하는 것도 이러한 이유 때문이라고 판단한다. 제주항공은 서남부권의 무안공항을 제3의 허브공항으로 선택했다. 인천-엔타이, 인천-치앙마이 정도를 제외하면 2018년의 신규취항 노선은 무안, 대구, 김해, 청주 등에서 출발한다. 진에어는 국토부 제재로 인해 신규취항이 지연 중에 있는데, 본 계획은 청주 및 김해발 국제선이었다. 인천, 김해, 제주를 제외한 지방노선의 점유율은 인천공항의 포화가 시작된 2017년 하반기부터 지속 상승세를 보이고 있다. 김해공항을 제외한 것은 김해의 맹주인 에어부산이 LCC로서 고성장중이기 때문에 점유율 추세가 왜곡되고, 제주공항은 이미 포화 상태에 이르러 지방 내륙공항의 M/S 추이를 명확하게 보기 어렵게 만든다.

Figure 40 LCC 지방발 국제선 취항노선 변화(2017년 12월 vs 2018년 12월)

항공사명	출발지	노선수			취항지
		Dec-17	Dec-18	YoY	
제주항공	김해	7	11	4	세부, 다낭, 엔타이, 하네다
	청주	1	3	2	타오위안, 간사이~괌
	무안	0	6	6	간사이, 타오위안, 방콕, 다낭, 세부, 코타키나발루
	대구	0	4	4	마카오, 다낭, 타오위안, 가고시마
진에어	김해	9	9	-	
에어부산	김해	20	22	2	하노이, 블라디보스톡 등
	대구	6	6	-	
티웨이항공	김해	2	5	3	하노이, 사가, 오이타
	대구	9	13	4	하노이, 블라디보스톡, 구마모토, 클락
	무안	3	2	(1)	
이스타항공	김해	3	3	-	
	청주	1	9	8	간사이, 후쿠오카, 푸둥, 타오위안, 삿포르, 심양, 다낭, 하노이

Source: Sibilis Research, KTB투자증권

Figure 41 인천공항 vs 지방공항 국제여객 수송량 YoY 증감률



Note 1: 3개월 이동평균 기준  
 Note 2: 지방공항은 전국공항에서 인천, 김해, 제주 제외  
 Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권

Figure 42 인천공항 vs 지방공항 국제여객 점유율



Note 1: 3개월 이동평균 기준  
 Note 2: 지방공항은 전국공항에서 인천, 김해, 제주 제외  
 Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권

지방발 내재수요는 아직까지 부족하다

지방발 노선을 확대하는 LCC들의 전략은 합리적으로 보인다. 소비자의 입장에서 환영할 만한 일이다. 예를 들어 베트남 다낭에 가고자 하는 서남부 지방의 국민들은 비행시간(3시간)과 비슷한 시간을 들여 힘겹게 인천까지 이동해야만 했다. 2018년 제주항공의 7C 2911편(무안-다낭, 주4회, 오전 10시) 취항은 이러한 소비자들에게 환호를 받고 있다.

여기에 신규 수요까지 창출되어야 cannibalization이 최소화 될 수 있을 것이다. 예를 들어 인천까지 가기가 귀찮아서 다낭 여행 자체를 포기했던 수요가 충분히 내재되어 있을 경우, southwest effect를 이끌어 낼 수 있고 당사도 이를 기대했었다. 그러나 제주항공과 진에어 등의 4Q18 국제선 load factor와 yield가 동반하락세라는 점에서 아직까지는 지방발 해외여행 내재수요가 기대에 미치지 못하는 듯 하다.

제주항공의 다낭행 티켓가격을 비교해보자. 출발이 임박하면 요일별 수요 상황에 따라 dynamic pricing이 이루어지므로 단순 비교를 위해 현재로부터 먼 3월 1일 금요일을 기준으로 삼았다. 인천-다낭 7C2901편 할인 티켓가격은 34.5만원이고, 무안-다낭 7C2911편 할인 티켓가격은 29.5만원이다. 무안-다낭 직항노선은 경쟁이 전혀 없음에도 인천발 보다 티켓가격이 낮다는 것은 그만큼 편당 탑승률을 올리기가 어렵다는 의미일 것이다. 결국 지방발 수요가 충분치 않으면 전반적인 yield 하락이 불가피할 것이다. 단 지방공항은 공항사용료가 낮아 고정비 부담을 덜 수 있으므로 BEP load factor가 인천발보다 낮은 것으로 추정한다.

Figure 43 제주항공 서울(ICN)-다낭(DAD) 3/1일자 항공권 가격

편명	출발시간	도착시간	특가운임 (무료 위탁수하물 없음)	할인운임	정규운임
7C2901	10:40	13:45	마감	○ 345,000 KRW	○ 701,600 KRW
7C2903	21:20	00:35 +1	마감	○ 235,000 KRW	○ 701,600 KRW

Source: 제주항공

Figure 44 제주항공 무안(MWX)-다낭(DAD) 3/1일자 항공권 가격

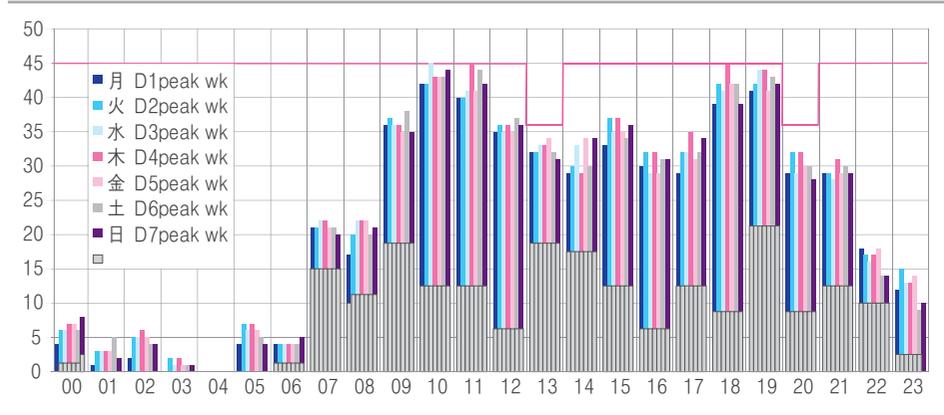
편명	출발시간	도착시간	특가운임 (무료 위탁수하물 없음)	할인운임	정규운임
7C2911	10:00	12:50	마감	○ 295,000 KRW	○ 607,000 KRW

Source: 제주항공

주요 도착지도  
Slot이 빠르게 소진 중

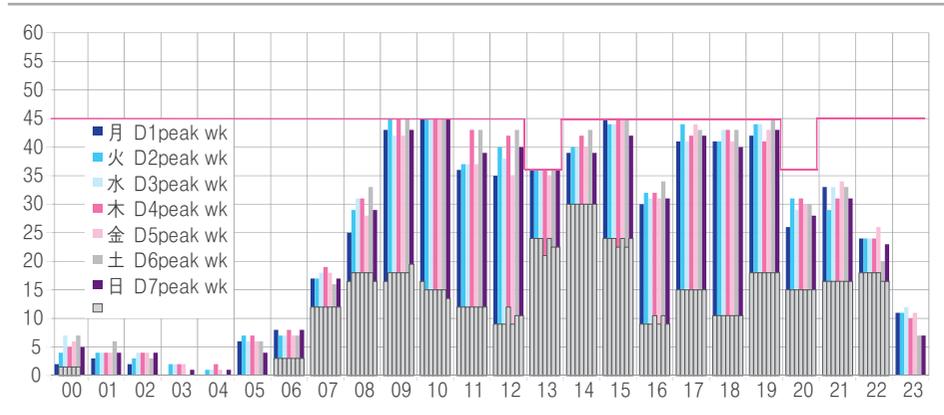
결국 당사는 지방발 수요가 충분하지 않다면 국적LCC들의 고성장세는 한계를 맞이할 것으로 전망한다. 적어도 인천공항의 slot이 확대되는 2024년까지는 이익성장률의 둔화가 우려된다. 그러나 slot의 문제는 출발지뿐 만이 아닌 도착지에서도 동일하게 나타난다. 한국인들의 최대 여행지인 오사카 간사이 공항의 slot도 아직은 여유가 있지만 2016년 하계 대비 2018년까지 빠르게 slot이 채워지고 있는 모습이다. 홍콩 공항은 이미 포화되었고, 타이페이 공항 정도가 활주로 증설을 통해 slot에 여유가 있는 상황이다.

Figure 45 2016년 하계 스케줄 기준 오사카 간사이(KIX) 공항 slot 상황



Source: Japan Schedule Coordination (JSC)

Figure 46 2018년 하계 스케줄 기준 오사카 간사이(KIX) 공항 slot 상황



Source: Japan Schedule Coordination (JSC)

### III-8. 2차전을 준비해야 하는 LCC

그간 잘해 온 단거리에서  
수익성 하락에 직면

결국 LCC들은 직항노선에서 수익성을 maximize할 수 있는 slot간의 조합이 점차 줄어들게 된다. 향후 성장을 가져와야 하는 신규 취항 노선은 물론, 기존 노선의 증편도 기존 대비 편당 수익성이 하락할 수 있다. 여행 수요의 포화라고 단정지을 수는 없다. LCC들이 peak수요 시간대에 지속적으로 항공기를 투입할 수 있다면 FSC의 점유율을 추가로 빼앗아 올 수 있는 형태가 될 것이다. 지금은 공항 인프라 수용능력의 한계로 보아야 한다. 인프라의 한계로 수요가 저조한 시간대 혹은 지역 조합만이 남았다는 의미이다.

LCC 중장거리 진출  
행보가 이어지는 이유

LCC들이 최근 들어 속속들이 장거리 진출을 선언하고 있는 것은 이러한 이유 때문일 것이다. 상장 이후 B737-800 단일기재 운용의 효율성을 강조했던 제주항공도 737-8MAX라는, 싱가포르, 말레이시아까지 운항이 가능한 차세대 항공기 도입을 발표했다. 제주항공은 보잉으로부터 40대+10대 옵션으로 2022년부터 인도 받기로 보잉사와 구매계약을 체결하였다. 이스타젯은 이미 동일 기종을 들여왔다. 진에어는 2016년부터 하와이 취항을 시작으로 하이브리드 항공사를 표방하고 있다.

장거리에서도  
성공할 지 여부는  
낙관할 수 없어

한국의 경우 LCC가 본격적으로 진입한 2008년부터 2018년까지 약 10여년간 LCC들의 고도성장기가 펼쳐졌다. 초기에는 LCC 사업모델에 의문부호가 따라다녔으나, 지금은 점유율 침투 측면에서 LCC들이 승리했음에 그 누구도 의심을 품지 않는다. 그러나 2018년, 마침내 고도 성장기가 멈춘 것이다. LCC들이 승리한 1차전은 2018년까지이고, 이제는 중장거리 진출이라는 2차전을 앞두고 있다. 그러나 장거리 LCC(LHLCC: Long Haul LCC)라는 사업모델은 아직 미지의 영역이다. 본질적으로 장거리에서도 LCC들이 FSC의 점유율을 빼앗아 올 수 있는지의 여부인데, 낙관할 수 만은 없다.

첫번째 이유는 수요가 제한적이라는 것이다. 1차전에 LCC가 승리할 수 있었던 이유는 4시간권 이내의 단거리였기 때문이다. 상용수요가 아닌 이상 비행시간이 짧을수록 여행지에서의 체류기간도 짧아지므로 소비 총액이 작게 마련이다. 이럴 경우 소비자들은 항공권 가격에 민감해지며, 짧은 시간 동안 기꺼이 불편을 감수할 용의가 있을 것이다. LCC들의 저가침투 전략이 매우 잘 통했다. 그러나 장거리의 경우 여행 자체의 duration이 길어지면서 소비자들의 항공권 가격에 대한 민감도가 하락한다. 예를 들어 대한항공의 경우 하와이 왕복 티켓가격이 \$1,000를 넘어가고 진에어의 특가를 구하면 \$400이지만 일반적인 경우 \$500~600 수준이다. 대체로 5일 이상을 현지에서 체류하는데, \$400~500 절감을 위해 왕복 17시간 동안의 불편을 감내할 수 있는 소비자들이 많아야 한다. 분명히 이러한 수요가 존재하겠지만, 편도 2~4시간권 단거리 노선의 압도적이었던 LCC 수요에 비하면 상대적으로 적을 것으로 생각해 볼 수 있다. 진에어의 하와이 노선이 실적에 많은 큰 기여를 하지 못하고 있다는 점과, 대한항공 입장에서 별 다른 간섭효과를 받지 않았다는 점을 반증으로 들 수 있겠다.

두번째는 이종항공기 운영 이슈이다. 장거리를 간다면 다른 종류의 항공기를 들여 와야 하는데, 이종 항공기를 운영시 교육비, 정비비, 훈련비 등 추가적인 비용 부담이 발생한다. 또한 예비기 운용 이슈도 있다. 대형기 4기를 추가로 운용한다면 1기는 예비기로 총 5기 도입을 해야 하는데, 이럴 경우 LCC의 생명인 가동률이 하락하게 되는 문제가 있다.

중장거리 2차전은  
FSC의 자회사형 LCC들이  
유리할 것

이러한 BM 한계 때문에 장거리 2차전에서는 독립형 LCC들이 어려움을 겪을 것으로 예상된다. FSC를 모회사로 두고 있는 LCC들은 하이브리드 BM을 운용함에 있어 적어도 두번째의 문제에서 자유롭게 마련이다. 진에어의 경우 대한항공의 정비능력과 예비기를 활용할 수 있으므로 ASK 증분 만큼만의 비용을 지불할 수 있다는 장점은 잘 알려져 있다.

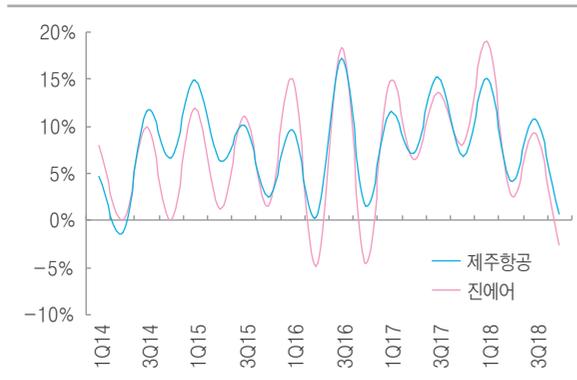
1차전에서는 독립형인 Southwest식의 순수LCC 모델이 이미 검증되었고, 단거리 없이 장거리만 취항하는 LH LCC 모델은 실패했다. 말레이시아 칼라룸푸르를 기반으로 A330 24를 운영중인 Airasia X가 대표적이다. 태국 방콕을 기반으로 B777 5기를 운영하는 NokScoot도 있다. Airasia 그룹의 회장인 Tony Fernandes는 2018년 9월 장거리 LCC 모델의 실패를 언급했다. 현실적으로 6~8시간권의 중거리 모델로 바뀌어야 한다고 언급했다. 또한 소형기인 A321 neo를 40기 주문하며 하이브리드 형태로의 전환을 예고했다. NokScoot는 2015년부터 2018년 2분기까지의 누적 순손실이 \$460m에 달하는데 순이익률로는 -15%에 해당한다.

후발 모델인 하이브리드 LCC 모델은 어느 정도 의구심이 해소되는 단계까지 왔다고 판단한다. 진에어의 경우가 그렇다. 대한항공의 자회사이기 때문에 이종항공기 운영에 있어 비용 부담이 크지 않았고, 기 확보한 탄탄한 단거리 수요에 대형기 운용의 묘를 살리며 영업이익률은 1위 업체인 제주항공 대비 우위를 보이기도 하였다.

진에어는 오히려  
스텝이 꼬였으나  
Slot 포화 국면에서  
빛날 수 있는 LCC

사실 진에어의 특징이라면 장거리를 떠올리겠지만, 앞서 언급한 바와 같이 장거리 노선의 실적 기여도는 높지 않다. 진에어가 제주항공과 가장 차별화될 수 있는 부분은 장거리 취항이 아니라 대형기를 보유하고 있다는 것이다. 같은 노선이라도 가장 수익성이 높은 시간대의 slot이 한정적이라면, 해당 slot에 737-800대비 2배 이상의 승객을 태울 수 있는 대형기 B777을 투입할 수 있기 때문에 이익률이 우위로 나타난 것으로 판단한다. Slot 부족 이슈가 점점 심각해지고 있는 작금의 상황에서는 제주항공 대비 수익성 방어력이 뛰어난 진에어가 valuation 프리미엄을 받아야 마땅할 것이나, 오히려 이 이슈로 주가는 크게 하락해 있다.

Figure 47 제주항공과 진에어의 분기OPM 추이



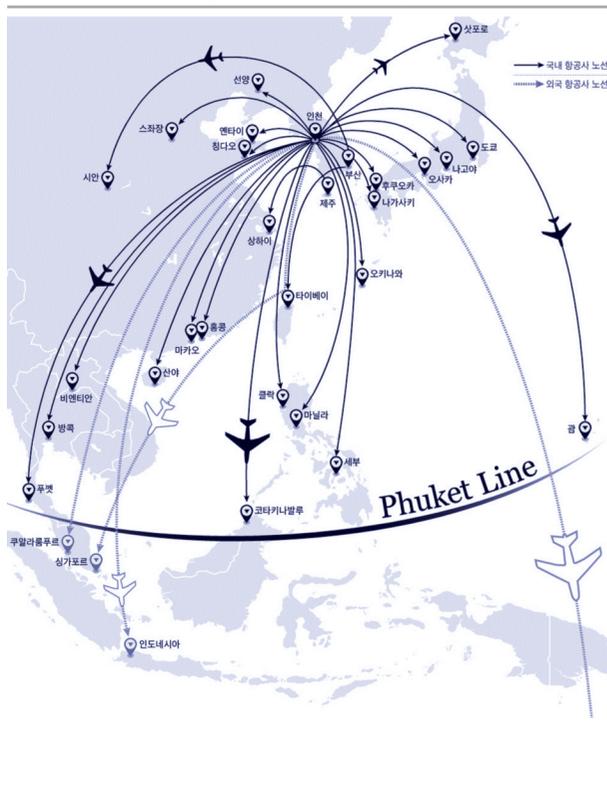
Source: 제주항공, 진에어, KTB투자증권

Figure 48 항공기 제원 비교

	B737-800	B737-8 MAX	B777-200ER
좌석수	189	210	393
최대 항속거리(km)	5,452	6,510	14,305
순항 속도(km/hr)	836	842	1,028
최대 이륙 중량(kg)	79,015	82,190	297,550
길이 (m)	39.5	39.5	63.7
날개폭 (m)	35.8	35.9	60.9
높이 (m)	12.5	12.3	18.5

Source: Boeing, KTB투자증권

Figure 49 B737-800 항속거리에 따른 인천발 노선의 한계



Source: 중앙일보

Figure 50 B737 MAX 8 도입시 취항 후보지

국가	공항	IATA코드	기준거리(Km)
태국	푸켓	HKT	4,313
러시아	니즈네바투브스크	NJC	4,319
키르기스스탄	비슈케크	FRU	4,394
말레이시아	페낭	PEN	4,443
카자흐스탄	아스타나	TSE	4,524
말레이시아	조호바루	JHB	4,601
말레이시아	쿠알라룸푸르	KUL	4,601
싱가폴	싱가폴 창이	SIN	4,614
팔라우	폰페이	PNI	4,657
인도	델리	DEL	4,661
러시아	한티 만시스크	HMA	4,714
우즈베키스탄	타슈켄트	TAS	4,855
아프가니스탄	바그람 공군기지	OAI	5,069
인도	하디라버드	HYD	5,158
러시아	예카테린부르크	SVX	5,184
우즈베키스탄	나보이	NVI	5,224
인도네시아	자카르타 소카르노-하타	CGK	5,245
인도네시아	덴파사르(발리)	DPS	5,248
인도	첸나이(마드라스)	MAA	5,319
러시아	오르스크	OSW	5,418
아프가니스탄	칸다하르	KDH	5,510
인도	뭄바이	BOM	5,554
우즈베키스탄	누쿠스	NCU	5,586
스리랑카	콜롬보	CMB	5,765
미국	쿨릭 레이크	LKK	5,898
러시아	울라노브스크	ULY	5,974
미국	앵커리지	ANC	6,114
투르크메니스탄	투르크멘바시	KRW	6,181
아제르바이잔	바쿠 헤이다르	GYD	6,413
몰디브	말레국제공항	MLE	6,508
노르웨이	라크셀브, 바낙	LKL	6,534
이란	이맘 호메이니	IKA	6,563

Source: 항공정보포탈시스템, KTB투자증권

## IV. 한진 그룹 이슈

### IV-1. 진에어

안타까웠던 2018년

2018년 연초만 해도 진에어의 주가는 한껏 기대를 모았다. 2017년 연간 영업이익률도 11%를 기록하며 국내 항공사중 가장 높은 수익성을 보였다. 2017년 대형기를 단거리에 투입하며 재미를 보았던 동사는 이종기재 운용 방법에 노하우를 터득한 듯 했다. 1Q18 영업이익도 531억원(YoY +56%, OPM 19%)을 기록하며 대호조였으나, 4월 오너 리스크 발생으로 면허취소 위기론이 부각되었다. 주가는 4월 3.2만원에서 지속하락 했고 8월 17일 면허 유지 결론이 났다. 당시 주가가 2.3만원이었다. 당시 12MF PER로 보자면 7.0x 이하까지 하락한 것이었고, 당시 경쟁사 제주항공의 PER이 10.0x 였다. 오너리스크를 30% 정도 할인으로 반영한 듯 하다.

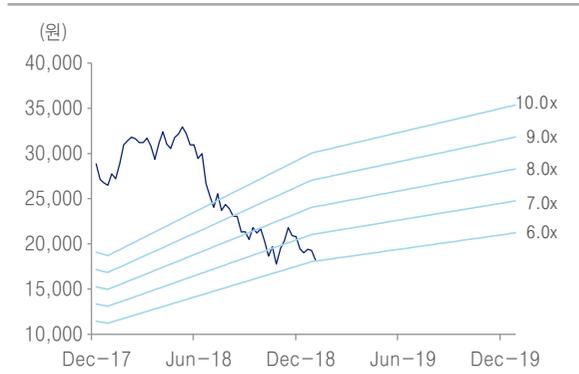
오너리스크의 후폭풍이 있었으나

면허 유지결정에도 주가는 전혀 회복되지 못했는데, 신규기재 도입에 대한 규제 조치 때문이었다. 2018년말까지 30기 운용이 목표였고, 하반기 4기(대형기 2+소형기 2) 도입이 예정되어 있었는데, 결국 26대로 마무리가 되었다. 2Q~3Q 실적도 부진했는데, 이는 신기재 도입 지연과는 관계가 없고 불미스러운 사건에 적극적 마케팅이 곤란했기 때문이다. RM(Revenue Management)이 망가지며 탑승률이 급락했다.

접근해볼 만한 주가

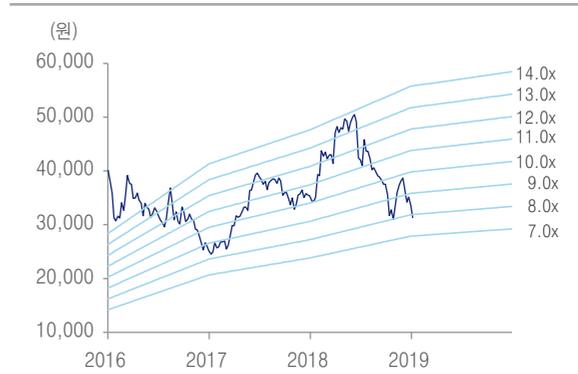
4Q18 실적을 앞둔 현재는 업황 우려에 주가가 추가 하락해 19E PER 6.2x인 1.9만원 선에 형성되어 있다. 이는 글로벌 LCC peer중 가장 낮은 valuation으로 보인다. 아무리 LCC 업황 둔화가 우려된다 한들 과도한 할인이라고 판단한다. 신규기재가 도입되지 못한 것에 따른 기회비용은 3Q19가 가장 크다. 국토부의 제재는 동사가 제출한 경영문화개선방안 이행이 완료되는 3월 주총시즌 이후 해제될 가능성이 높다. 대한항공 주기장에 있는 항공기 4대가 하반기 성수기 전에 도입된다면 다시 실적 성장세가 재개될 것이다. 앞서 언급한 바와 같이 slot 부족 현상이 심해지는 국면에서는 대형기 운용이 수익성 유지에 보탬이 될 것이다. 오너리스크도 이제 개선되는 상황에서 제주항공 대비 할인의 이유는 사라져야 마땅할 것이다. 당사는 LCC 업황 둔화에도 불구하고 진에어의 현재 주가는 매수 접근 할 만한 수준이라고 판단한다.

Figure 51 진에어 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

Figure 52 제주항공 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

## IV-2. 한진칼

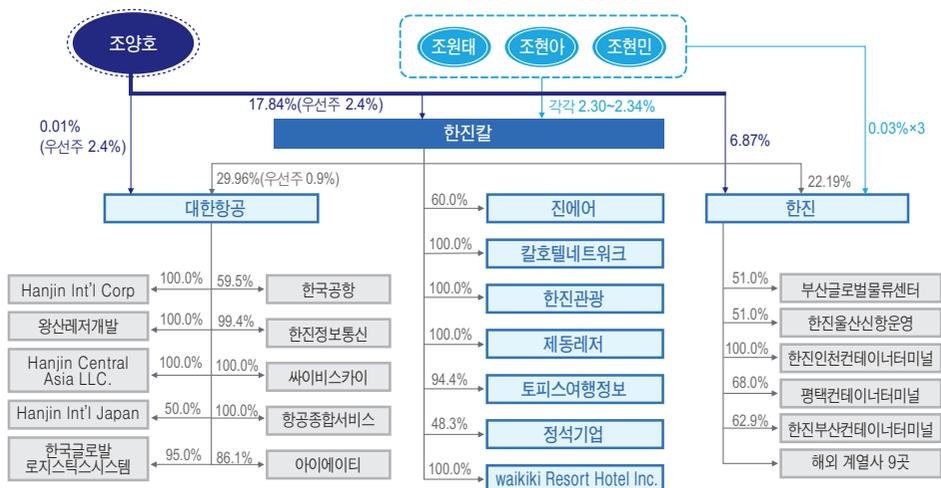
자연스럽게  
관심이 쏠리는  
보유 자산

KCGI의 10.71% 지분공시 이후, 한진칼의 주가는 3만원까지 상승했다. 이는 주당NAV에 근접한 수준으로 적정 주가로 판단한다. 추가적인 upside에 대한 고민이 있을 텐데, 동사가 보유한 유휴자산에 대해 살펴야 한다. 한진칼의 보유자산으로는 별도 투자부동산 계정의 서소문 대한항공 빌딩(장부가 653억원 추정), 칼호텔네트워크 순자산 2,505억원, 48% 관계회사인 정석기업의 투자부동산 소공동 한진빌딩 외 2곳(인천, 부산), 장부가 76억원의 하와이 Waikiki Resort 호텔, 제동레저의 양평 토지(골프장 건설 검토 추정) 등이다. 2018년 하와이의 경쟁 호텔인 Aston Waikiki Beach 호텔(693실)이 \$200m에 매각된 바 있다. 275실인 Waikiki Resort 호텔에 동일한 valuation을 적용한다면 약 \$80m 수준의 가치가 있다는 추정이 가능할 것이다. 일부 언론 등에서 언급되고 있는 제주도 제동목장은 공익법인인 일우재단의 보유 자산으로서 매각 가능한 자산은 아니다. 한진칼 등가입원진은 총 7명이다. 감사를 제외한 이사진 6명중 3명의 임기는 2019년 3월 17일부이고, 다른 3명은 2020년 3월 23일 만료이다. 즉 이사회 구성에 변화를 꾀할 수 있는 기회는 올해와 내년 2차례이다. 감사의 임기도 19년 3월인데, 3% rule 때문에 이사 선임보다는 어렵지 않은 일이다.

㈜한진은 왜?

한편 KCGI는 ㈜한진에 대한 지분도 8.03% 확보했는데, 동사가 보유한 비영업용 유휴자산이 없어 지분 확보 배경을 추측하기가 쉽지 않다. 다만 조양호 회장이 동사의 6.87% 지분을 보유하고 있는데, 한진칼에 현물출자 가능성을 생각해볼 수 있다. 현재 시가총액 기준 ㈜한진 지분 6.87%는 한진칼 지분 2.2%에 해당한다. 이에 KCGI도 ㈜한진에 대한 지분 8%를 미리 확보함으로써 이러한 스왑딜 가능성을 원천 차단하기 위한 조치일 수도 있다고 추측할 뿐이다.

Figure 53 한진 그룹 지배구조 현황



Source: 전자공시시스템, KTB투자증권

한진칼, (주)한진 주가  
충분히 상승해 있음

현재의 fundamental 대비 적정 수준까지 주가가 상승해 있는 한진칼, 고평가되어 있는 (주)한진 투자를 추천하지 않는다. 추가 상승 가능성이 물론 있다. 그러나 한진칼 이사회 장악이 가능해야 하는데, 아무런 힌트가 없는 외부 투자자의 입장에서는 무리한 전제이다. 경영권 방어 시의 주가 하락 risk도 높다.

아직 저평가인  
대한항공, 진에어 추천

다만 대한항공과 진에어를 살 수 있다. 두 종목 자체의 저평가 매력에 대해서는 충분히 언급한 바 있고, 경영효율화 압박에 대한 간접적인 수혜까지 예상해 볼 수 있다. Capital gain만으로는 exit을 가정한다면 KCGI는 한진칼 NAV를 적극적으로 높이고자 할 것이다. 동사 NAV에서 대한항공의 지분가치가 절반이다. 자산 재평가 외에 NAV를 높일 수 있는 가장 쉬운 방법이 대한항공의 가치 상승이다.

대한항공의 Resource  
편취 차단은 긍정적.  
송현동 부지까지  
매각된다면?

지금껏 오너일가의 사익 편취로 논란이 있었던 경영의사 결정은 현금 창출력이 뛰어난 대한항공을 통해서인 경우가 많았다. 가장 큰 것은 주주의 입장이 전혀 고려되지 않았던 한진해운, LA호텔 투자이겠고, 1994~1999년 항공기 도입과정에서의 리베이트를 통한 1,095억원 비자금 조성 사건도 알려져 있다. 관심은 2008년 삼성생명으로부터 매입한 경북궁 인근의 송현동 1.1만평 부지이다. 7성호텔 건립을 위한 부지였는데, 역시 주주 가치를 우선에 둔 의사결정은 아니었다. 기정사실이었던 7성호텔 건립이 2014년 무산되고 한류 복합문화단지 건립 쪽으로 방향이 바뀌었다. 당시 국정농단 사건과 관련이 되어 있는 것으로 의혹이 제기되고 있는데 현재는 정권이 바뀌며 용처 불명의 상태로 남아 있다. 서울시 혹은 중앙정부의 매입 의사가 있음이 보도되고 있고, 매각 시 지가 상승에 따른 대규모 매각차익은 물론, 특별배당까지도 연결될 수 있는 부분이다. 물론 매각까지 기대하는 것보다는 올해부터 창출되는 대규모 잉여현금 흐름이 오너 일가가 아닌 주주와 채권자의 몫으로 오롯이 돌아갈 수 있다는 것만 해도 긍정적이라 할 수 있다.

Figure 54 대한항공이 보유한 종로구 송현동 1.1만평 부지



Source: KTB투자증권

Figure 55 한진칼 종속기업별 재무상태표

(단위: 십억원)

2017년말 기준	토파스여행정보(주)	(주)칼호텔네트웍스	정석기업(주)	(주)진에어	(주)제동레저	(주)한진관광
<b>자산총계</b>	<b>33.9</b>	<b>495.7</b>	<b>258.4</b>	<b>498.3</b>	<b>30.3</b>	<b>41.6</b>
유동자산	30.5	34.2	9.1	399.2	1.2	39.4
비유동자산	3.4	461.5	249.3	99.1	29.2	2.2
- 유형자산 합계	0.0	460.9	7.5	51.9	0.0	0.0
토지		100.8				
건물		345.1				
건축물		2.9				
기계장치		2.1				
차량운반구		0.1				
비품		8.9				
건설중인자산		0.9				
항공기리스자산				43.4		
- 투자부동산 합계	0.0	0.0	219.6	0.0	28.4	0.2
토지			168.5		28.4	
건물			51.1			
<b>부채계</b>	<b>7.8</b>	<b>245.2</b>	<b>45.3</b>	<b>266.5</b>	<b>3.5</b>	<b>33.4</b>
유동부채	7.5	18.3	22.1	232.7		30.2
비유동부채	0.2	226.9	23.2	33.8	3.5	3.2
<b>자본계</b>	<b>26.2</b>	<b>250.5</b>	<b>213.1</b>	<b>231.8</b>	<b>26.8</b>	<b>8.2</b>

Source: KTB투자증권

Figure 56 Waikiki Resort Hotel 입지



Source: KTB투자증권

Figure 57 Waikiki Resort Hotel 객실 전경



Source: KTB투자증권

## V. 벌크 해운

### 예상을 하회한 2018년

2018년 BDI 1,353pt  
(YoY +18.11%)

2018년 BDI는 연평균 1,353pt를 기록했다. 이는 전년 1,145pt 대비 18.11% 상승한 것인데, 당시의 연초 예상치였던 1,400pt를 소폭 하회했다. 연평균 BDI 상승속도가 느려진 이유는 공급보다는 물동량 둔화 때문이고, 시기적으로는 벌크 업황 최성수기로 볼 수 있는 3월과 11월에 운임 강세가 나타나지 않았기 때문이다. 이에 따라 계절성에 근거한 벌크해운주 투자 전략도 통하지 않았던 해였다.

선적지에서의  
일회성 이슈로  
물동량 부진

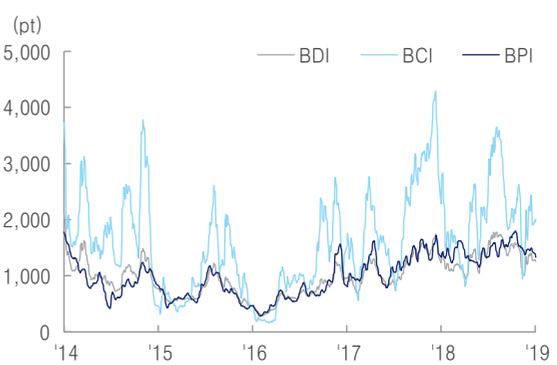
하지만 2018년 운임의 계절성이 어긋난 원인은 구조적 수요 둔화라기보다는 일시적인 선적 수요의 부진 때문이었다. 3월에는 브라질의 기록적인 폭우가 있었기 때문에 Vale 등의 철광석 생산량 miss, 이에 따른 선적량 감소가 있었다. 이에 Capesize 선형의 운임이 준질 직후인 3월에도 예상과 달리 부진했고, 밀어내기 물량으로 4월 급반등하다가 5월 기니 보크사이트 광산의 Force Majeure와 함께 상반기는 허무하게 끝이 났다. 운임 강세를 예상했던 10월에는 호주 BHP Billiton의 수송열차 탈선 사고로 선적이 지연되며 또 다시 3월과 같은 급락을 보였다. 당시 대형선인 capsize 운임이 더 작은 선형인 panamax 운임 이하까지 하락했었고, 이후 밀어내기 물량으로 낙폭을 회복하며 1,271pt로 해를 마감했다.

Figure 58 BDI 추이



Source: Baltic Exchange, KTB투자증권

Figure 59 선형별 운임 추이

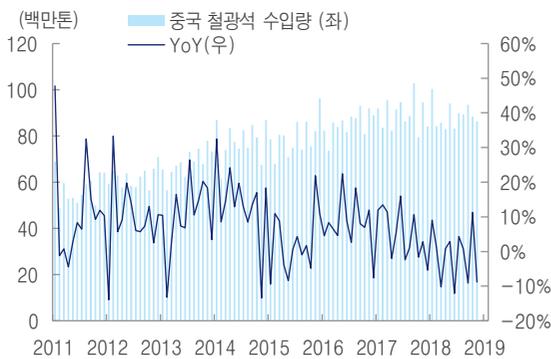


Source: Baltic Exchange, KTB투자증권

위안화 약세로  
중국 철강사들은  
수입보다는 재고소진 전략

물론 선적단에서의 이슈 외에도 2018년 중국의 철광석 수입량은 그리 좋지 못했다. 항만 재고량 부담에도 수입량이 YoY 5.0% 증가했던 2017년 대비, 2018년의 수입량은 11월 누적으로 YoY 1.3% 감소했다. 전망 수요의 둔화 혹은 경기 둔화 우려가 있다곤 하지만 사상 최대 수준까지 지속 증가한 조강생산량을 볼 때 경기 문제는 아닌 것 같다. 9월 말 중국의 철강 감산정책 완화 소식에 중국 내수 철강 가격이 급락하며 철강사들의 마진도 급격하게 하락했다. 그러나 그 전까지는 롤마진도 톤당 \$300을 상회하는 등 나쁘지 않은 수준이었다. 수입량 감소는 선적 이슈 외에, 연중 가파르게 진행된 위안화 약세가 하나의 원인이 될 수 있다. 구매력이 저하된 중국 철강사들은 수입보다는 재고 소진 위주의 전략으로 선회한 것으로 추정한다. 2017년에는 반대로 연중 내내 위안화가 강세를 보였기 때문에 높은 항만 재고부담에도 수입을 지속할 수 있었던 것으로 보인다.

Figure 60 중국의 철광석 수입량 및 YoY 증감률



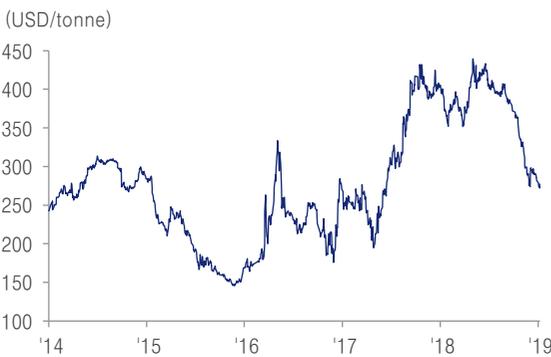
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 61 중국 철광석 항만 재고



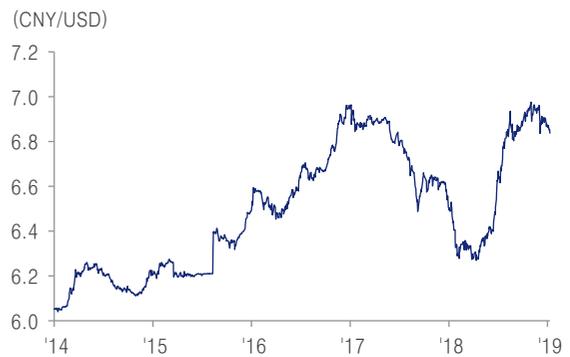
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 62 HRC 롤마진 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 63 위안/달러 환율



Source: Bloomberg, KTB투자증권

견조한  
철광석 수요  
지속될 것

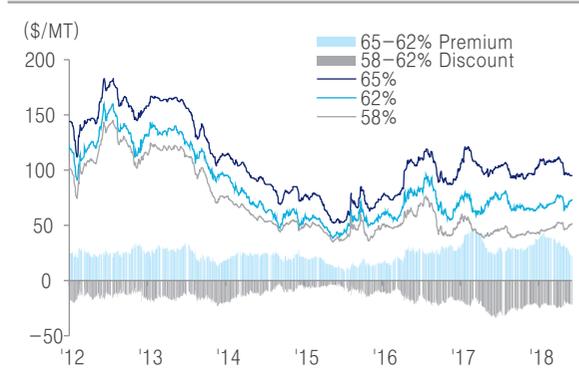
2019년에는 보다 양호한 철광석 물동량을 전망한다. 2018년 9월의 감산 완화 정책 발표, 2019년 1월 4일 기준을 50bp 인하발표를 하는 등 경기 둔화를 우려하고 있는 중국은 부동산 경기 및 인프라 투자에 소홀할 수 없다. 기준을 인하 발표와 함께 당일 철광석 선물가격은 3.3% 급등했다. 벌크 화물, 특히나 철광석은 오로지 중국의 내수 경기가 좌우한다고 봐도 무방하다. 중국 철강의 명목수요 약 7억톤 중 절반이 부동산, 인프라 등의 건설산업이며 그 다음을 잇는 것이 자동차 산업향 차강판이다. 당연히 수출물량은 제로에 가까운 산업들이다. 무역분쟁으로 인해 다른 산업에서의 수출 둔화 우려가 커지면 중국은 더욱 철강소비를 자극할 수 밖에 없는 구조이다. 무역분쟁 여파는 길어질 것이기에 철광석 물동량의 전방 수요는 견조하게 유지될 것으로 예상된다.

위안화 약세가 멈추면  
수입 모멘텀 강화

위안화 환율 전망에 대한 입장은 분분하지만 대체로 7.0이 붕괴되지 않는다는 의견이 지배적인 것으로 보인다. 중국의 완화적 통화정책이 있겠지만 최근 미국의 금리인상 기조는 속도 조절 국면으로 분위기가 바뀌었다. 추가적인 위안화 절하 압력은 크지 않을 것으로 본다. 따라서 2018년과 같은 재고소진 위주에서 철광석 수입 의존도가 다시 상승세를 보일 가능성이 높다고 판단한다. 여기에 고품위 철광석에 대한 선호는 여전히 지속될 것이므로 브라질산 철광석 수입비중이 상승하며 톤마일 기준 벌크 수요 증가에 힘을 보탬 것으로 전망한다.

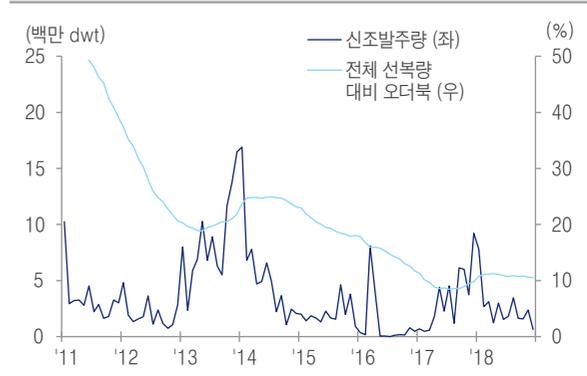
반면 공급 측면에서는 여전히 큰 변화가 없다. 현재 선복량 대비 10% 수준의 수주잔고를 기록하고 있다. 공급 증가 압박은 올해에도 크지 않을 것이다.

Figure 64 품위별 철광석 가격



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 65 Dry Bulk선 선복량 대비 수주잔고 비율



Source: Clarkson's, KTB투자증권

IMO SOx 2020:  
스크러버 장착 기간 때문에  
공급 축소

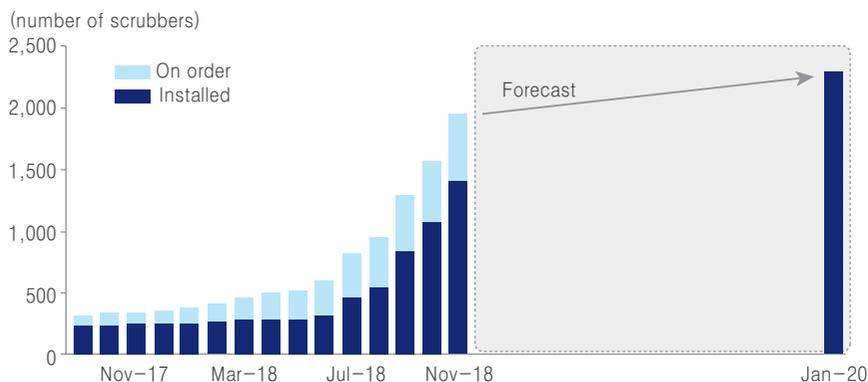
2020년 IMO 황산화물 규제가 이제 1년도 남지 않은 상황이다. 스크러버를 장착하기로 결정한 선박들은 선형별 45일~80일간의 조선소 입거를 해야 한다. 올해 이러한 inactive 선박량의 증가로 공급이 감소하는 효과가 있을 것이다. 글로벌 벌크선 1.1만여척 중 몇 척이나 올해 스크러버를 장착할 지 여부는 정확히 알려진 바가 없다. 다만 2018년 11월까지 스크러버를 장착한 선박은 1,509척으로 집계되었고, 2020년 1월에는 2,278척 정도로 Platts에서 예상하고 있다. 대략 700~800척의 선박이 올해 중에 스크러버를 장착할 것이라는 의미이고, 전 세계의 모든 선종을 합산한 선박은 대략 9만여척이다. 결국 평균적으로 1% 남짓한 선박이 올해중에 스크러버를 장착해야 한다고 가정하면, 글로벌 벌크선 1.1만척 중 약 100여 척이 올해중에 각각 45~80일간 조선소에 들어갈 것으로 추정된다. 일본의 Mitsui OSK Line에 따르면 이러한 공급 감소 요인이 하반기에 집중되어 나타날 것이라고 한다.

연말에는 본격적  
운임 상승세 나타날 전망

본 게임은 연말부터 시작된다. 2020년부터 저유황유 투입으로 영업비용이 상승하는 선사들은 마진을 지키기 위해 호가를 높일 것이고, BDI는 급등할 것으로 예상된다. 스크러버를 장착한 선박들은 기존의 고유황유를 계속 투입할 수 있으므로 운임 상승폭만큼의 이익이 발생할 것이다. 정확히는 그 이상의 이익이 발생할 것으로 전망하는데, 기존의 고유황 선박유 수요가 감소함에 따라 BC유 가격이 하락할 가능성이 높기 때문이다. 이를 통해 CAPEX 비용을 수년에 걸쳐 보상받게 되는 구조이다. 우려 요인은 스크러버를 장착한 선사들이 정상마진 수준으로 호가를 유지하면서 운임 상승을 방해하는 경우인데, 상기한 바와 같이 스크러버 장착 선박은 비중이 절대적으로 낮아 업계 전반에 미치는 영향력이 강하지 않을 것으로 예상된다. 또한 스크러버 장착한 벌크선은 화주와의 BAF(유류할증료) 계약이 되어 있는 장기운송계약 형태의 전용선이 주를 이룰 것으로 보이므로, 스팟 운임에 미치는 영향은 더욱 작을 것으로 예상된다. 결국 값비싼 저유황유를 투입해야 하는 스크러버 미장착 선박이 벌크해운업계 표준이 될 가능성이 매우 높다.

화주에게 인상된 운임이 받아들여지지 않을 경우 적자선박이 많아지면서 노후선박 위주의 폐선이 증가할 것이다. 이는 완전경쟁시장에 가까운 벌크시장의 특성상 자연적인 운임상승 요인으로 작용할 것이다. 2020년부터 폐선량이 증가하는 것은 향후 수년간의 공급 축소 요인으로 작용하며 긍정적인 운임 전망을 가능케 한다.

Figure 66 글로벌 선박 스크러버 2018년 11월 누적 장착 현황 및 2020년 1월 장착대수 전망



Source: S&P Global Platts Analytics

Figure 67 글로벌 Dry Bulk 수요 및 공급 전망(2018년 11월 전망치)

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
수요(백만톤)	3,683	3,673	3,775	3,887	3,951	4,034	4,135	4,226	4,306	4,385
Iron ore	1,373	1,400	1,463	1,522	1,525	1,556	1,588	1,617	1,645	1,671
Coal	1,112	1,068	1,073	1,101	1,128	1,144	1,164	1,176	1,178	1,178
Grain	301	309	324	336	339	348	363	375	385	396
Minor bulks	897	897	916	928	959	985	1,021	1,059	1,098	1,140
수요(십억톤마일)	16,849	17,039	17,718	18,239	18,743	19,273	19,846	20,382	20,873	21,364
Iron ore	8,010	8,062	8,437	8,638	8,742	9,010	9,239	9,458	9,665	9,871
Coal	4,281	4,189	4,327	4,381	4,528	4,602	4,688	4,749	4,776	4,796
Grain	1,432	1,586	1,629	1,669	1,701	1,758	1,841	1,910	1,974	2,036
Minor bulks	3,126	3,201	3,325	3,552	3,773	3,903	4,078	4,264	4,458	4,662
톤마일수요 증감률	4.2%	1.1%	4.0%	2.9%	2.8%	2.8%	3.0%	2.7%	2.4%	2.4%
Iron ore	7.4%	0.6%	4.7%	2.4%	1.2%	3.1%	2.5%	2.4%	2.2%	2.1%
Coal	-0.7%	-2.2%	3.3%	1.3%	3.3%	1.6%	1.9%	1.3%	0.6%	0.4%
Grain	7.8%	10.8%	2.7%	2.4%	2.0%	3.3%	4.7%	3.7%	3.3%	3.2%
Minor bulks	1.6%	2.4%	3.8%	6.8%	6.2%	3.4%	4.5%	4.6%	4.5%	4.6%
기말선대(백만dwt)	755	776	788	818	837	849	859	866	871	879
인도량	48	47	47	38	19	28	30	30	26	23
폐선량	(15)	(32)	(32)	(15)	(6)	(17)	(20)	(23)	(21)	(16)
Combis Inflow	4	4	3	2	2	2	2	2	2	2
Inactive Outflow	(3)	(3)	(14)	(5)	(5)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
연간공급(톤마일)	23,307	24,211	24,528	25,102	26,022	26,547	26,915	27,215	27,438	27,654
톤마일공급 증감률	5.4%	3.9%	1.3%	2.3%	3.7%	2.0%	1.4%	1.1%	0.8%	0.8%

Source: Drewry, KTB투자증권

## VI. 택배

### 단가는 상승할 전망. 그러나...

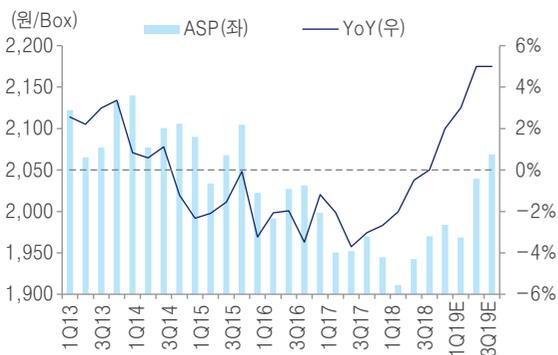
2019년 단가 3~4% 상승

CJ대한통운의 주가가 2018년 3월부로 하락세를 멈추었다. 오버행 우려로 작용했던 아시아나항공의 지분 매각이 계기로 주가가 15~17만원 선에 안착해 있다. 하반기부터는 택배 단가 인상에 대한 기대감이 본격적으로 반영되기 시작했다. CJ대한통운의 택배단가 “제값 받기”는 2018년 연초부터 시작되었고 10월경 ITS라는 체적측정장비 도입과 함께 본격화되기 시작했다. 이로 인해 YoY 하락세를 지속하는 CJ대한통운의 택배단가는 4Q18 YoY flat 수준을 기록할 것으로 예상된다. 이러한 제값받기 노력의 지속으로 2019년 연간 평균 택배단가는 3~4% 인상되는 효과가 있을 것으로 예상되며, 2019년 말 기준 2,100원의 ASP 달성이 동사의 목표이다. 점진적인 인상이므로 2020년까지도 YoY 인상 효과가 있을 것이다.

택배 단가의 의미

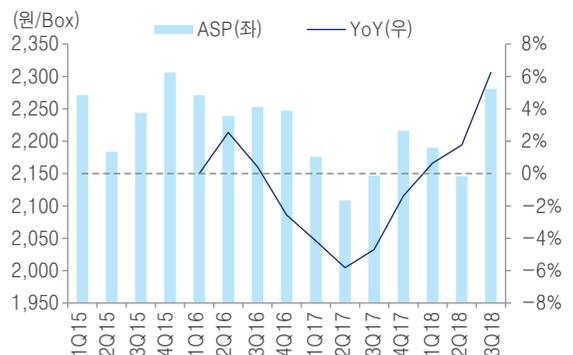
택배 단가는 모든 물량에 같은 요율을 적용하는 것이 아닌 평균단가 개념이다. 택배 물량의 부피와 무게 기준으로 Console, 소형, 중형, 대형 등으로 세분화되어 있고, 형태간의 단가 차이가 매우 크다. 즉 mix라는 개념이 중요하다는 의미이다. CJ대한통운의 단가가 (주)한진의 택배단가보다 낮는데, 이는 CJ대한통운이 단가가 낮은 소형물량을 더 많이 처리하고 있기 때문에 그런 것이고, 동일한 물량이라면 단가 차이는 미미하다. 한진은 2017년 하반기 농협의 물량을 유치했는데, 산간도서 지방의 경우 추가적인 네트워크 비용이 발생한다. 당연히 단가는 2,800원 이상으로 높다고 알려져 있다. 이러한 효과로 (주)한진의 택배단가는 YoY 상승세를 보였다.

Figure 68 CJ대한통운의 택배ASP와 YoY 증감률



Source: CJ대한통운, KTB투자증권

Figure 69 (주)한진 택배ASP와 YoY 증감률



Source: 한진, KTB투자증권

**제값받기는 Mix 개선효과 동반**

ITS 측정장비는 mix의 개선 효과를 가져온다. 예를 들면 중형으로 분류되어야 할 물량들에 단가가 낮은 소형 송장을 붙여서 보내는 등, 지금까지 화주들의 mix는 실제보다 소형 비중이 높게 처리되고 있었다. 관행적으로 택배사들이 이를 묵인하는 것도 있었지만, 연간 11억 박스이상의 처리량을 일일이 작업자가 따져볼 수도 없는 노릇이다. 그러나 3D스캐너인 ITS 도입 이후로는 분류 작업시 자동으로 이를 적발할 수 있어 단가 인상 통보의 명분이 된다. 이러한 노력 들을 토대로 하여 2019년까지는 물량과 사이즈별 요율 테이블에 미달하는 화주를 대상으로 단가 인상이 있을 예정이다. 이 효과가 상기한 연평균ASP 3~4% 인상이다. 다만 요율 인상에 비례하여 택배기사의 수수료도 인상되므로, 단가 인상의 약 50% 정도가 택배사의 영업이익에 기여하게 된다.

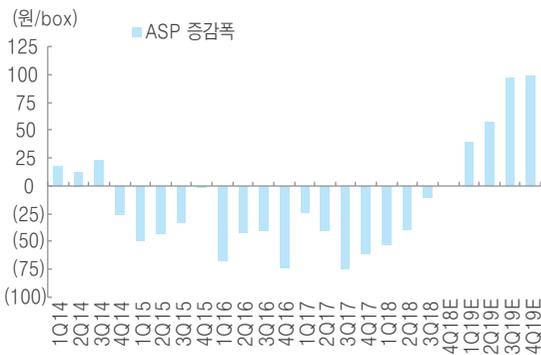
**이후로는 판가인상**

2020년부터는 요율 테이블 자체를 인상하는 방식으로 단가 인상을 시도할 것으로 예상된다. 이 때부터는 “제값 받기”가 아닌 “판가 인상”의 개념이 될 것이다. 올바른 요율로 ASP가 맞춰진 다음부터는 오롯이 판가인상만으로 ASP 상승을 도모해야 한다. 당사는 판가인상은 적어도 50원 이상이 되어야 ASP YoY flat을 지킬 수 있을 것으로 전망한다.

**소형택배 위주로 성장하는산업 구조 때문에 평단가는 하락압력 존재**

2015년 들어 하락속도가 빨라진 택배단가는 2016년과 2017년까지 매 분기 YoY 50원 내외의 하락폭을 보여왔다. 한편 국내 택배 물동량은 2015년들어 갑자기 성장 속도가 빨라졌다. 소셜커머스가 오프라인 유통업체를 위협하는 구도가 형성된 것이 이 때이다. 택배를 통한 온라인 구매가 일상화되기 시작하면서 택배시장의 성장속도는 빨라진 것이다. 그런데 유의해야 할 것은 물동량은 소형, 중형, 대형이건 모두 1 box로 집계된다는 것이다. 온라인 택배 이용의 일상화는 곧 택배 평균 사이즈의 소형화를 불러 왔다. CJ대한통운의 경우에도 마찬가지인데, 점유율을 적극적으로 확대하다 보니 저단가인 소형 물량의 비중이 높아졌다. 이에 따라 단가가 약 50원 내외로 지속 하락하는 것으로 분석하고 있다.

Figure 70 CJ대한통운의 택배ASP YoY 증감폭



Source: CJ대한통운, KTB투자증권

Figure 71 국내 택배 물동량 및 YoY 증감률



Source: 통합물류협회, KTB투자증권

매년 증가하는 Box의 70%가 소형 물량

2018년 CJ대한통운의 분기별 택배처리량은 약 3억 box 정도이며, 매 분기 약 4,500만 box 정도가 전년 동기 대비 증가하고 있다. 그런데 분기별 증분인 4,500만 box 중에 소형택배가 70%인 3,000만 box 정도이다. 결국 소형물량의 비중은 YoY 4%pt씩 상승하는 추세를 보인다. CJ대한통운의 평단가에는 소형물량 단가인 1,300원을 향해 하락하는 압력이 작용하고 있는 것이다. 그 YoY 하락폭이 약 50원 내외였던 것으로 분석한다.

경쟁이 아니라 Mix 때문에 자연스럽게 하락하고 있다

이를 simulation해 보면 1Q18에는 소형비중이 YoY 3.9%pt 늘었기 때문에 평단가가 약 57원 하락한 것으로 볼 수 있고, 2Q18에는 소형비중 상승폭이 YoY 2.8%pt였으므로 평단가는 40원 정도 하락한 것으로 추정할 수 있다. 두번 다 단가 자체의 하락은 전혀 없었다고 가정했다. 분기별 소형물량의 비중은 회사측 제공수치로서 fact이고 각 사이즈별 단가와 비중은 이해를 돕기 위해 당사가 임의로 가정한 수치이다. 비중 하락폭은 성장률이 가장 낮은 이형물량이 클 것으로 가정했다. CJ대한통운의 제값 받기가 진행되면 2020년까지 소형물량 비중의 상승속도가 둔화되는 효과가 있을 것으로 본다. 만약 제값을 못받고 있는 물량이 정말 많았다면 소형비중의 축소도 가능할 것이다. 2020년까지 mix가 제자리를 찾아 현실화가 되고 나면, 다시 소형비중은 YoY 4%pt씩 상승하기 시작할 것이다. 50원 내외의 하락압력이 다시 발생한다는 의미이다. 물론 택배사와 화주간의 단가 계약은 이처럼 쉽고 명확하게 진행되는 것이 아니지만, 산업 구조상 단가가 하락하는 압력이 존재한다는 것을 유의해야 한다. 회사간 경쟁강도가 높아져서 아니다.

Figure 72 CJ대한통운 분기별 택배 물동량

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
택배처리량(백만개)	209.2	224.3	220.4	250.0	239.6	261.3	272.0	282.0	286.2	306.7	302.6
소형	86.6	98.0	97.4	111.5	108.1	126.2	132.2	137.6	140.2	156.7	154.3
중형/대형/이형	122.6	126.3	123.0	138.5	131.5	135.1	139.8	144.4	146.0	150.0	148.3
비중	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
소형	41.4%	43.7%	44.2%	44.6%	45.1%	48.3%	48.6%	48.8%	49.0%	51.1%	51.0%
중형/대형/이형	58.6%	56.3%	55.8%	55.4%	54.9%	51.7%	51.4%	51.2%	51.0%	48.9%	49.0%
YoY					14.5%	16.5%	23.4%	12.8%	19.4%	17.4%	11.3%
소형					24.8%	28.8%	35.7%	23.4%	29.8%	24.2%	16.7%
중형/대형/이형					7.3%	7.0%	13.7%	4.2%	11.0%	11.0%	6.1%
증분(백만개)					30.4	37.0	51.6	32.0	46.6	45.4	30.6
소형					21.5	28.2	34.8	26.1	32.2	30.5	22.1
중형/대형/이형					8.9	8.8	16.8	5.9	14.4	14.9	8.5

Source: CJ대한통운, KTB투자증권

Figure 73 CJ대한통운 택배 평단가 simulation

	1Q17		1Q18		YoY			2Q17		2Q18		YoY	
	단가	물량비중	단가	물량비중	단가	물량비중		단가	물량비중	단가	물량비중	단가	물량비중
소형	1,300	45.1%	1,300	49.0%	0	3.9%pt	소형	1,300	48.3%	1,300	51.1%	0	2.8%pt
중형	2,300	18.0%	2,300	18.0%	0	0.0%pt	중형	2,300	18.0%	2,300	18.0%	0	0.0%pt
대형	2,600	18.0%	2,600	17.0%	0	-1.0%pt	대형	2,600	18.0%	2,600	17.0%	0	-1.0%pt
이형	2,800	18.9%	2,800	16.0%	0	-2.9%pt	이형	2,800	15.7%	2,800	13.9%	0	-1.8%pt
평단가	1,998		1,941		(57)		평단가	1,950		1,910		(40)	

Source: CJ대한통운, KTB투자증권

㈜한진, 단가 상승에도 증익폭 미미

단가인상으로 인해 증가한 매출액의 약 50%가 영업이익 증분으로 이어질 것으로 기대하고 있는데, 과도한 추정이다. 예를 들어 이형물량의 기여로 ASP가 올라간 경우이다. 물량 handling이 어려운 이형물량은 이익률이 소형보다 낮다. 단가가 높은 농협물량 기여로 ㈜한진 3Q18 ASP는 YoY 108원 상승한 바 있다. 분기 물량인 8천만 box에 적용하면 단가인상 효과로만 YoY 87억원의 매출액이 증가한 것으로 볼 수 있다. 이 중의 절반인 43억원이 영업이익 증분으로 기여했어야 하는데 ㈜한진의 3Q18 영업이익은 5억원 증가에 그쳤다.

순이익이 낮아 여전히 부담스러운 Valuation

단가인상 효과의 50%를 이익으로 모두 반영한다고 해도, 이는 현재 주가에 이미 반영이 되어 있다고 생각한다. 동사의 현재 시가총액 3.7조원은 2019년 예상 지배주주 순이익 849억원의 43배에 해당한다. EV/EBITDA valuation으로는 19E 12x 수준으로 PER 43x보다는 덜 부담스럽다. 그러나 CJ대한통운은 순이익에 주목해야 하는 회사이다. 택배 기사들이 직접 고용관계가 아니기 때문에 복지비용 성격의 인건비가 영업외손익에 기부금으로 계상이 되고 있다. 또한 배송 차질 관련 화주들의 claim도 매년 기 유사한 규모로 발생한다. 즉 CJ대한통운의 기타손익은 경상적으로 발생하는 현금성 지출이 대부분이다. 이러한 요인을 반영하지 못하는 EV/EBITDA 지표는 동사의 가치평가에 있어 왜곡을 일으킬 수 있다.

Valuation이 충분히 낮아져 있지 않은 지금은 단가인상 thesis에 근거한 택배주 투자에 있어 다소 이른 시점이라고 생각한다. 당사 역시 단가 인상(19년 +3.8%, 20년 +5.0%)을 가정하여 영업이익이 빠르게 증가할 것으로 전망하고 있다. 2019년 영업이익은 3,194억원(YoY +33.6%), 20년 영업이익은 4,329억원(YoY +35.5%)으로 추정한다. 실적의 증가로 인해 peer 들의 수준인 PER 20x 내외까지 valuation 현실화 과정이 필요하다고 생각한다. 즉 현 수준에서 주가가 장기 횡보할 가능성이 있다는 의미이다. 구간별로 YoY 증익 속도라든지 단가 인상 결과 등에 의해 주가가 상승압력을 받을 수 있겠으나, 절대적으로 높은 valuation이 상방을 가로막는 요인이 될 것으로 전망한다. 단가가 예상대로 인상되었는데도 실적 개선이 미진할 경우는 주가 하락을 유발할 것이다.

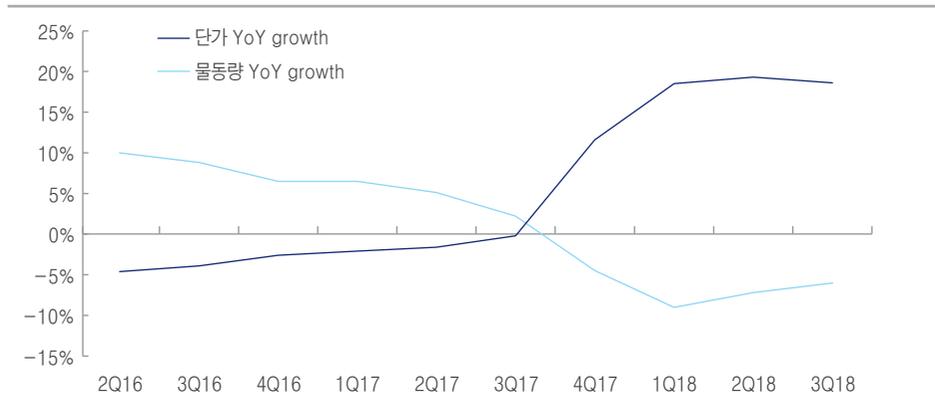
일본 야마토홀딩스의 경우에도 주가가 12MF PER 22x 수준까지 주가가 장기 횡보하다가 단가 20% 인상과 함께 주가가 상승한 바 있다. 야마토의 경우 급격한 인력난 때문에 택배 시장에 더 이상 한계마진을 낼 수 있는 물량이 없었고, 자사 물량 마저 Japan Post로 이양하면서 취급물량이 YoY 10% 가까이 하락하고 있다. 반면 단가가 20% 가까이 상승하게 되는데, CJ대한통운의 경우에도 물동량 조절에 대한 언급이 있는 순간이 주가 변곡점이 될 수 있을 것이라고 전망한다.

Figure 74 CJ대한통운 지배주주순이익전망 및 PER배수 전망

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
영업이익	143.0	64.2	167.1	186.6	228.4	235.7	239.1	319.4	432.9	476.1	522.3
YoY	-55.1%	160.3%	11.7%	22.4%	3.2%	1.5%	33.6%	35.5%	10.0%	9.7%	
지배순이익	82.8	(55.8)	57.3	45.9	55.8	31.5	55.9	84.9	148.3	172.5	198.4
YoY	-167%	-203%	-20%	21%	-44%	77%	52%	75%	16%	15%	
시가총액(기말)	2,293	2,281	4,471	4,357	4,083	3,194	3,627	3,684	3,684	3,684	3,684
PER(x)	27.7	-40.9	78.1	94.8	73.2	101.5	64.9	43.4	24.8	21.4	18.6

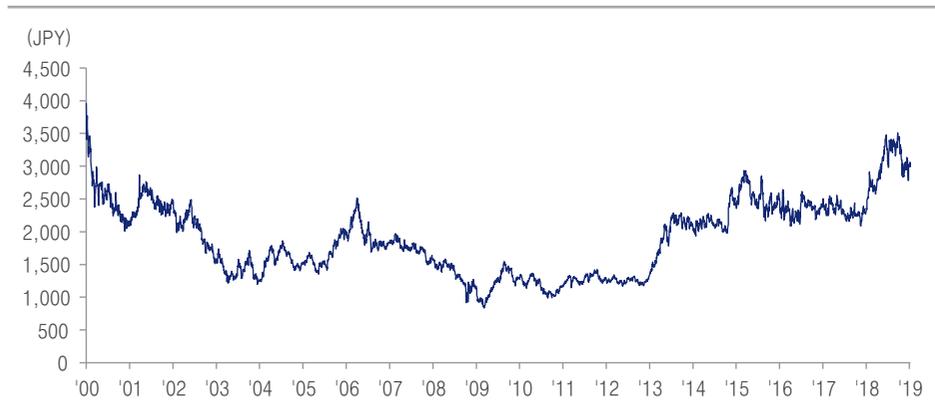
Source: KTB투자증권

Figure 75 일본 야마토 택배 단가 및 물동량 YoY 증감률



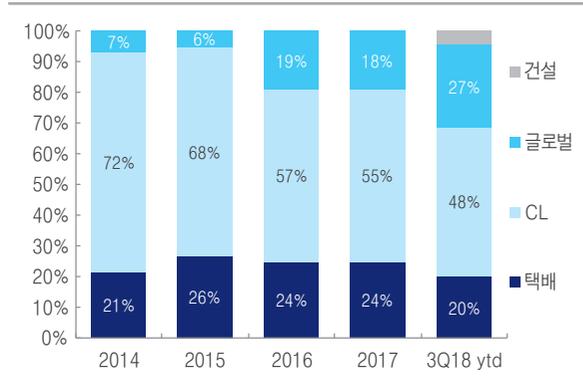
Source: Yamato Holdings, KTB투자증권

Figure 76 야마토홀딩스 주가 추이(장기)



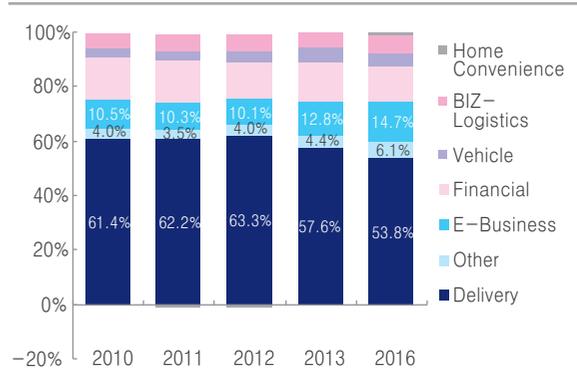
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 77 CJ대한통운 부문별 영업이익 기여도



Source: CJ대한통운, KTB투자증권

Figure 78 Yamato Holdings 영업이익 기여도



Source: Yamato Holdings, KTB투자증권

## VII. 결론

Top-down 관점에서의 경기 둔화는 2019년 운송 업종 투자에 있어서 우려 요인이 될 수 있다. 그럼에도 불구하고, 올해에도 전통의 경기민감주인 항공, 해운주 투자가 가능하다. 2019년에는 종목별 개별 이슈가 많아 top-down 접근보다는 bottom-up 관점의 투자가 주효할 것으로 전망한다. 운송 업종에 대해 비중확대 의견을 지속한다. 종목별 선호도는 대한항공 > 진에어 > 팬오션 > 현대글로비스 > 아시아나항공 > 제주항공 > CJ대한통운 순이다

업종 top-pick은 대한항공(003490/BUY/4.5만원)이다. 여객은 프리미엄 수요 호조라는 차별적인 때문에 net yield 강세를 예상한다. 화물 P는 유류할증료 감소, Q는 화물기 공급축소로 전년 동기 대비 하락하겠지만 유류비도 절감되므로 감익보다는 증익구간의 종료로 판단한다. 여기에 2018년 일회성 비용 발생으로 상반기에만 약 1,000억원의 기저효과가 확보되어 있는 바, 2019년 연결 영업이익은 1.1조원으로 YoY 51.5% 증가할 전망이다. 2019년부터 CAPEX가 매년 1조원 내외로 감소함에 따라 1.5조원 수준의 FCF가 창출될 예정이고 FCF Yield는 10%에 달한다. 이러한 추세는 향후 5년간 지속될 것이다. 여객 성장이 둔화되기 시작하는데, 이익 체력 대비 저평가되어 있는 동사가 가치주로서 부각될 수 있다. 올해부터 기대되는 한진그룹의 지배구조 개선은 대한항공 주주의 입장에서 환영할 만한 일이다.

한편 LCC 산업에 대해서는 보수적인 투자의견이다. 2018년부로 slot이 포화에 이른 인천공항을 포함, 단거리 여행지 주요 공항 slot 부족 현상 때문에 성장성과 수익성이 동반 하락할 우려가 있다. 유가가 하락했지만 할증료의 커버력이 높은 LCC들은 그만큼 yield 손실도 크게 나타날 것이다. 단 지나치게 낮은 valuation까지 하락해 있는 진에어(272450/BUY/2.7만원)는 매수 접근 가능하다고 판단한다. Slot 부족이 심화될수록 동사의 대형기 운용 전략이 빛을 발할 것이다. 국토부 제재가 3월부터 해제된다면 과도한 할인에서 벗어날 것으로 예상된다.

벌크해운은 2018년 예상치 못한 운임 패턴을 보였으나, 대부분 일시적인 이슈였던 것으로 판단한다. 2019년 선적지에서의 개별 이슈가 없다면 계절성에 근거한 투자 패턴은 유효할 것이다. 2018년 예상치를 하회한 중국은 철광석 수입은 위안화 약세 속도 둔화와 함께 재개될 것으로 예상하며, 선박 공급은 여전히 속도가 느리고 수주잔고 부담도 낮은 상태이다. IMO의 선박유 황산화물 규제시행이 1년 앞으로 다가왔다. 스크러버 장착을 결정한 선박들은 45~80일간의 조선소 행이 예상된다. 가동불가일수가 늘어나며 공급이 축소될 것이며 주로 하반기에 몰려 있을 것으로 예상된다. 2020년 1월부터 유류비 상승 때문에 2019년 연말 경부터는 spot 운임의 급등 현상도 나타날 수 있다.

2019년은 택배 ASP 상승의 원년이 될 것이다. 1위 업체인 CJ대한통운의 제값받기 노력이 있을 전망이다. 다만 제값받기를 통한 인상은 2020년까지 효과를 보일 것이며, 이후로는 요율데이블 자체의 인상으로 ASP 상승을 도모해야 한다. 제값받기를 통해 mix가 정상화된 이후에는 다시 소형비중 확대 국면이 시작되므로 YoY 단가 인하 압력이 상존해 이를 상쇄할 만큼의 판가인상이 지속되어야 할 것으로 전망한다. 2019년 단가 인상을 가정하고 있어 이익이 빠르게 성장하겠으나, PER 45x인 현재 주가는 이를 충분히 반영하고 있다는 판단이다. 향후 2년간 동사 택배 영업이익이 빠른 속도로 증가하겠으나 영업이익 기여도는 20% 수준이다. 택배 부문 성장속도를 글로벌 부문이 발 맞추고 있는데, 사실상 추가적인 M&A 여력이 낮아졌기 때문에 2021년부터는 이익의 성장속도가 둔화될 것이다.

Figure 79 종목별 투자의견, 목표주가 및 4Q18 실적 전망 (단위: 원)

	회사명	현대글로벌비스	CJ대한통운	대한항공	아시아나항공	제주항공	진에어	팬오션
	코드	(086280)	(000120)	(003490)	(020560)	(089590)	(272450)	(028670)
	회계기준	(K-IFRS 연결)	(K-IFRS 별도)	(K-IFRS 연결)				
	투자의견	BUY	HOLD	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY
		유지	유지	유지	유지	하향	유지	유지
	목표주가	180,000	150,000	45,000	5,300	36,000	27,000	6,500
		유지	유지	유지	유지	하향	하향	유지
	상승여력	31.9	-11.0	35.5	25.6	6.5	44.0	40.7
변경 후	매출액	4,737.3	2,582.1	3,259.4	1,786.1	311.9	246.9	672.4
	영업이익	192.7	83.8	94.1	22.5	2.0	(6.2)	52.7
	순이익	143.4	23.1	(66.5)	(26.3)	4.8	(3.9)	40.0
변경 전	매출액	4,437.8	2,582.7	3,279.3	1,821.5	328.9	283.1	675.3
	영업이익	197.6	67.1	222.1	54.5	12.1	34.9	50.7
	순이익	147.1	18.4	6.0	7.5	12.5	26.3	38.0
컨센서스	매출액	4,273.1	2,428.9	3,333.1	1,773.4	321.8	256.7	687.3
	영업이익	181.4	72.1	158.7	55.6	14.0	7.8	53.1
	순이익	146.2	15.3	7.1	30.6	9.5	4.5	36.6
변경전 · 후	매출액	6.7	0.0	-0.6	-1.9	-5.2	-12.8	-0.4
	영업이익	-2.5	24.9	-57.6	-58.7	-83.6	적전	3.9
	순이익	-2.5	25.6	적전	적전	-61.5	적전	5.2
전년동기 대비	매출액	19.4	33.5	4.9	8.4	19.2	6.4	12.6
	영업이익	12.9	39.6	-57.2	-74.5	-88.7	적전	-0.8
	순이익	-33.0	흑전	적전	적전	-63.5	적전	-15.8
전분기 대비	매출액	8.3	6.8	-7.3	-3.6	-10.9	-10.4	-12.8
	영업이익	3.0	58.6	-76.6	-77.7	-94.8	적전	-8.3
	순이익	-6.8	347.6	적전	적전	-84.5	적전	-6.8

Source: KTB투자증권

Figure 80 운송 업종 Global Peer Valuation

	국가	시가총액 (USD mil.)	Relative Performance(%)					PER (X)		PBR(X)		EV/EBITDA(X)		배당수익률(%)		
			1W	1M	3M	6M	YTD	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	
FSC	대한항공	한국	2,822.4	2.6	4.7	30.5	15.1	0.5	7.6	6.8	0.8	0.7	11.5	11.7	6.0	5.9
	아시아나항공	한국	776.3	2.6	(1.3)	10.5	(0.1)	2.1	9.0	7.8	0.7	0.6	7.2	8.2	5.7	5.5
	JAL	일본	12,640.1	3.4	0.6	3.8	0.8	0.9	11.2	10.7	1.1	1.0	10.2	10.4	3.4	3.3
	ANA	일본	12,608.1	1.2	0.3	6.6	(0.9)	(0.5)	11.3	9.9	1.1	1.0	10.6	11.1	5.2	4.8
	Air China(H)	중국	16,242.9	17.3	0.3	11.8	2.4	7.3	10.0	8.1	0.9	0.8	9.3	10.4	5.1	4.5
	China Eastern Airlines(H)	중국	10,144.4	13.4	0.9	11.2	(8.5)	6.7	9.2	7.3	0.9	0.8	9.7	11.1	4.5	3.9
	China Southern Airlines(H)	중국	11,889.8	16.9	4.2	30.8	(4.3)	11.3	9.0	6.9	0.8	0.7	9.5	11.9	5.1	4.3
	Singapore Airlines	싱가폴	8,507.9	4.7	4.1	5.8	(7.1)	3.1	14.8	14.4	0.8	0.8	5.8	5.8	5.3	4.8
	Cathay Pacific	홍콩	5,859.4	6.4	8.8	6.0	(3.3)	4.8	12.2	9.5	0.7	0.7	5.4	6.8	6.1	5.7
	Delta Airlines	미국	33,410.2	6.8	(12.8)	(5.3)	(2.2)	(2.3)	7.3	6.9	1.9	1.5	28.2	23.6	4.6	4.6
	American Airlines	미국	14,757.0	6.6	(6.0)	2.5	(10.9)	(0.2)	5.5	5.3	4.1	2.5	239.9	61.8	5.2	5.6
	United Airlines	미국	22,170.4	1.7	(7.7)	1.6	18.1	(2.8)	7.4	6.8	1.7	1.3	27.2	22.6	4.7	4.5
	Lufthansa	독일	10,725.5	(0.9)	2.2	4.3	(2.5)	(0.6)	4.9	4.5	0.7	0.6	15.8	15.3	2.5	2.4
	Air France	프랑스	4,466.7	(0.6)	(1.5)	13.1	26.7	(4.7)	6.1	5.3	1.0	0.9	16.3	18.3	2.8	2.7
LCC	제주항공	한국	798.1	7.8	(0.9)	7.0	(26.4)	0.7	8.5	8.1	1.9	1.6	23.2	20.2	3.7	3.3
	진에어	한국	503.9	3.0	1.4	1.1	(27.2)	(2.6)	6.2	5.3	1.6	1.3	27.8	25.6	1.1	0.4
	SPRING AIRLINES	중국	4,244.3	(0.9)	(8.3)	(6.2)	(7.2)	(1.8)	14.6	12.0	2.0	1.8	20.5	18.2	17.1	11.6
	IndiGo	인도	5,828.6	(6.6)	4.1	40.4	(0.5)	(8.3)	36.5	15.5	4.4	3.5	13.7	21.0	9.5	10.8
	JET AIRWAYS	인도	398.7	0.8	(1.6)	29.3	(27.0)	(10.9)	(1.0)	(4.7)	-	-	6.7	-	10.2	-
	VIETJET AVIATION	베트남	2,730.2	1.7	(9.2)	(17.0)	(10.6)	(2.6)	9.7	7.1	3.1	2.4	4.7	5.5	8.4	5.5
	CEBU AIR	필리핀	930.9	2.7	10.7	22.0	19.2	10.2	7.0	5.9	1.0	0.9	14.5	16.5	12.0	12.3
	AIRASIA X	말레이	288.6	9.6	21.3	16.3	(14.9)	21.3	66.4	22.1	1.3	1.2	7.6	8.7	6.2	5.9
	SOUTHWEST AIRLINES	미국	27,547.4	7.4	(4.1)	(14.1)	(6.7)	5.4	10.3	9.9	2.0	1.8	14.0	12.3	7.5	7.8
	JETBLUE AIRWAYS	미국	5,227.1	7.7	(4.3)	5.8	(11.1)	6.8	9.1	7.6	0.9	0.8	7.3	27.3	3.2	4.8
	SPIRIT AIRLINES	미국	4,147.1	12.6	(1.1)	30.6	68.1	4.9	10.1	9.2	1.8	1.5	-	-	15.1	10.2
	WESTJET AIRLINES	캐나다	1,535.3	(0.6)	(3.1)	(1.5)	(0.4)	(1.2)	13.1	8.1	0.9	0.8	8.7	11.1	5.9	6.9
	ALLEGIANTRAVEL	미국	1,943.8	18.6	(3.9)	2.1	(13.5)	20.0	9.8	9.3	2.4	2.0	86.4	-	9.7	8.2
	RYANAIR HOLDINGS	영국	13,835.5	2.3	(2.1)	(7.4)	(29.6)	(1.5)	10.6	8.9	2.0	1.7	17.4	56.5	-	5.0
EASYJET	영국	5,786.3	5.2	7.2	(3.1)	(27.6)	3.3	9.0	8.0	1.2	1.1	13.2	8.7	3.2	2.4	
WIZZ AIR HOLDINGS	헝가리	3,821.1	5.1	(0.2)	25.4	(17.2)	4.2	9.3	7.6	1.9	1.5	-	-	-	-	
벌크	팬오션	한국	2,214	3.5	3.9	(2.2)	(0.9)	3.9	13.5	11.4	0.9	0.8	6.9	7.6	8.5	7.7
	대한해운	한국	507	7.7	7.7	4.3	2.7	6.4	5.4	4.6	0.6	0.6	11.9	12.2	8.8	7.8
	GOLDEN OCEAN	노르웨이	977	13.6	(1.9)	(22.6)	(19.6)	9.9	7.1	4.4	0.6	0.6	7.5	13.0	7.3	5.8
	PACIFIC BASIN	홍콩	913	8.2	(9.7)	(9.7)	(21.4)	6.0	7.8	5.2	0.8	0.6	9.9	12.2	5.6	4.6
	STAR BULK CARRIERS	그리스	933	8.0	5.6	(26.8)	(21.9)	10.5	5.1	2.2	0.6	0.4	7.9	20.1	5.6	3.4
	D/S NORDEN	덴마크	623	5.8	(1.1)	5.4	(14.2)	3.5	11.3	4.9	0.6	0.6	5.8	12.1	5.8	4.0
	PRECIOUS SHIPPING	태국	425	0.6	(22.3)	(30.4)	(25.6)	0.6	16.4	12.0	1.1	1.0	5.7	7.5	9.9	8.9
	GENCO SHIPPING & TRADING	미국	375	7.3	9.9	(27.7)	(41.8)	14.1	4.8	2.7	0.3	0.3	8.3	8.9	4.3	3.2
	SCORPIO BULKERS	미국	426	5.1	(5.4)	(9.0)	(17.2)	7.8	10.4	4.6	0.5	0.4	3.6	9.5	7.3	-
	DIANA SHIPPING	그리스	356	5.2	0.0	(10.2)	(27.8)	7.9	7.4	3.3	0.5	0.4	7.5	15.1	6.3	4.3
	SAFE BULKERS	그리스	203	1.5	2.0	(21.9)	(42.2)	12.4	4.0	3.0	0.4	0.4	6.9	8.0	5.3	4.4
	NAVOS MARITIME PARTNERS	그리스	205	20.2	0.0	(26.8)	(42.0)	41.3	3.4	1.9	0.2	0.2	6.2	11.1	4.2	3.3
	TAIWAN NAVIGATION	대만	250	0.8	(6.1)	(9.8)	11.8	(2.9)	9.8	6.9	-	-	16.7	10.4	0.3	-
	WILSON ASA	노르웨이	99.8	8.1	11.1	(6.5)	(9.1)	8.1	-	-	-	-	-	-	-	-
육운	현대글로벌비스	한국	4,588	(1.1)	14.2	23.5	20.8	5.8	9.3	8.7	1.1	1.0	12.1	11.9	6.0	5.6
	CJ대한통운	한국	3,446	3.1	5.6	20.4	(2.3)	0.9	35.0	20.7	1.4	1.3	4.0	6.6	13.5	11.7
	Yamato	일본	11,371	0.1	(0.7)	(9.9)	0.4	(0.9)	23.5	20.3	1.9	1.8	8.5	9.3	8.4	7.6
	일본통운	일본	5,700	0.5	4.2	(10.3)	(13.3)	1.1	12.1	11.6	1.0	0.9	8.4	8.3	6.4	6.2
	히타치물류	일본	3,254	0.8	4.3	5.8	17.2	1.1	14.4	13.7	1.4	1.3	10.2	9.8	8.6	8.3
	미쓰이소고	일본	427	(1.0)	0.2	(3.7)	12.0	(1.9)	8.3	7.6	0.9	0.8	10.9	10.6	8.7	8.5
	Sinotrans	홍콩	2,561	(0.9)	10.7	14.5	(12.2)	(2.4)	6.7	5.8	0.7	0.6	10.7	10.9	5.2	4.7
	UPS	미국	84,986	4.7	(4.5)	(13.1)	(7.8)	1.4	12.7	11.8	11.4	7.6	124.4	75.4	9.8	9.1
	Fedex	미국	44,409	8.2	(10.3)	(21.8)	(26.1)	5.4	9.5	8.7	1.9	1.6	20.2	19.6	6.2	5.7
	Expeditors	미국	11,862	5.8	(3.7)	3.4	(5.2)	0.9	20.1	18.8	6.1	6.2	29.4	32.0	12.2	11.6
	CH Robinson	미국	11,748	6.9	(3.0)	(6.2)	(0.5)	1.6	17.2	16.2	6.6	5.7	40.6	37.9	12.0	11.5
	DP DHL	독일	35,717	6.4	(0.9)	(11.1)	(9.6)	4.8	11.1	9.9	2.1	1.9	20.2	19.8	6.0	5.5
	Kuehne & Nagel	스위스	16,171	2.9	1.3	(6.6)	(11.3)	4.8	18.8	17.5	6.2	5.8	34.4	35.3	11.9	11.1
	DSV	덴마크	13,771	10.6	(4.2)	(12.5)	(5.5)	10.5	19.1	17.2	5.3	4.9	28.9	31.9	14.1	13.2
Singapore Post	싱가폴	1,576	2.2	1.1	(10.8)	(26.7)	3.3	18.5	17.5	1.3	1.2	7.1	7.3	12.1	11.5	

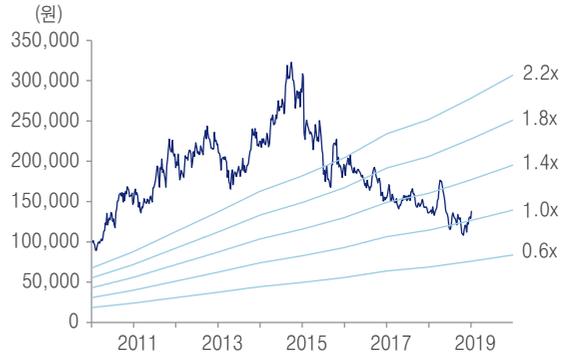
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 81 현대글로비스의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

Figure 82 현대글로비스의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Figure 83 CJ대한통운의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

Figure 84 CJ대한통운의 12MF PBR Band



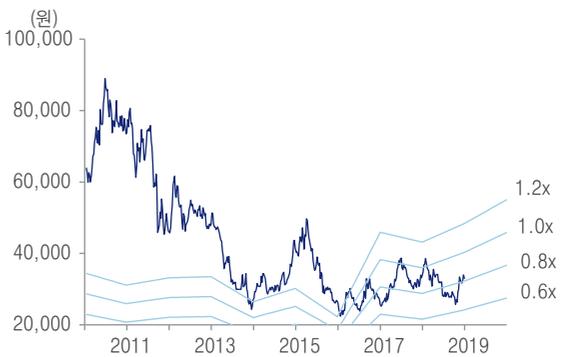
Source: KTB투자증권

Figure 85 대한항공의 12MF PER Band



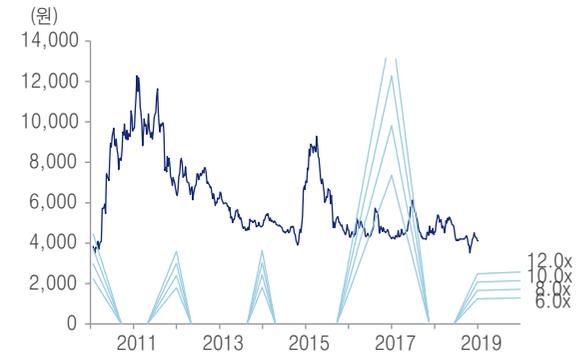
Source: KTB투자증권

Figure 86 대한항공의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Figure 87 아시아나항공의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

Figure 88 아시아나항공의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Figure 89 제주항공의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

Figure 90 제주항공의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

Figure 91 진에어의 12MF PER Band



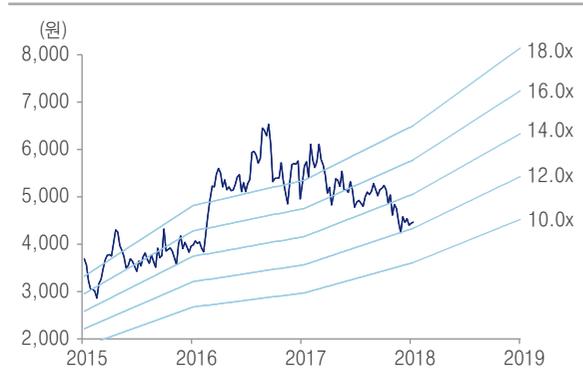
Source: KTB투자증권

Figure 92 진에어의 12MF PBR Band



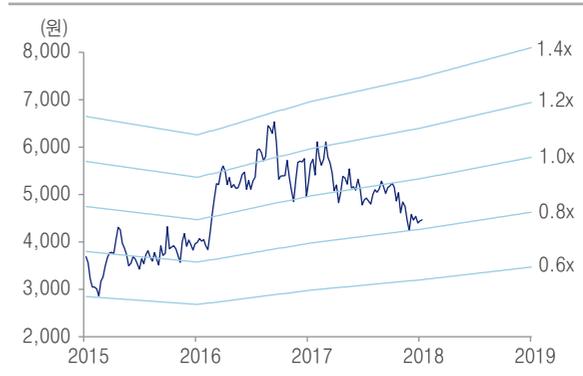
Source: KTB투자증권

Figure 93 팬오션의 12MF PER Band



Source: KTB투자증권

Figure 94 팬오션의 12MF PBR Band



Source: KTB투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다.

## VIII. 종목별 투자의견

대한항공 (003490) *\_ Top pick*

진에어 (272450)

팬오션 (028670)

현대글로비스 (086280)

아시아나항공 (020560)

제주항공 (089590)

CJ대한통운 (000120)



# 대한항공

(003490)

**BUY**

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	45,000		유지
Earnings			유지

### Stock Information

현재가(1/11)	33,200원
예상 주가상승률	35.5%
시가총액	31,488억원
비중(KOSPI내)	0.23%
발행주식수	94,845천주
52주 최저가/최고가	25,450 - 38,550원
3개월 일평균거래대금	185억원
외국인 지분율	21.1%
주요주주지분율(%)	
한진칼 (외 9인)	33.4
국민연금공단	11.7

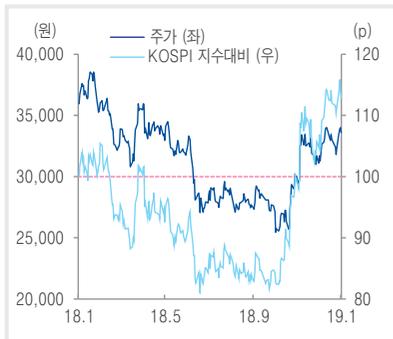
### Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	4.0	n/a	7.2
PBR(배)	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	5.9	6.4	5.2
배당수익률(%)	0.7	0.9	0.9

### Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	4.7	15.1	(7.6)	0.5
KOSPI대비 상대수익률	3.6	24.1	8.9	(1.2)

### Price Trend



## 내재 가치 부각의 원년

### Issue

2019년 투자의견 점검 및 4Q18 preview

### Pitch

- 올해부터 CAPEX 축소되며 대규모 잉여현금흐름이 향후 5년간 발생. FCF Yield 측면에서 저평가 매력 부각. 거버넌스 개선에 따른 주주친화적 경영행보도 기대 요인
- 4Q18 실적은 예상을 하회할 전망이다, 일회성 비용 계상 때문이며 top-line은 국적사중 유일하게 호조. 실적 부진 또는 유가 반등 모멘텀에 주가 하락시 가격 merit 더욱 부각될 전망. 2019년 업종 top-pick으로 추천. TP 4.5만원은 2019E PER 9.6x, PBR 1.08x(ROE 12.3%)에 해당

### Rationale

- 2019년 연결영업이익 1.1조원(YoY +51%), 순이익 4,447억원(흑전) 전망. 국제RPK +1%, L/F flat, yield -2.5%, 화물FTK -1.7%, L/F -1%pt, yield -3.3%. 연평균 MOPS는 \$75/bbl(YoY -13%), 원달러 환율은 1,120원 가정중
- 유가 하락에 따라 별도매출액이 -3.4% 감소하겠으나, 여객에서 할증료를 제외한 net yield 호조 전망. 프리미엄 수요 호조에 델타와의 JV 효과까지 작용하며 차별적 여객 yield 호조를 보일 전망. 화물 부문의 실적 감소는 유류비 절감과 상쇄
- 가장 중요한 포인트는 올해부터 매년 FCF가 1.5조원이 발생한다는 점. B737 MAX 8 등의 소형기 도입만이 남아 올해부터 향후 5년간 CAPEX는 1조원 수준까지 축소되고, EBITDA는 2.8조원 예상. FCF yield가 10%를 상회하기 시작
- 잉여현금 발생에 때 맞추어 그룹 거버넌스 개선 국면. 과거와 달리 주주의 입장을 우선시한 현금 활용 기대. 극단적인 경우 유류자산 가치까지 부각될 수 있음
- 4Q18E OP 921억원(YoY -61%)으로 예상 하회할 전망. 정비비 300억원, 인건비 300억원 포함, 약 800억원의 일회성 비용 계상. traffic 가정은 fig.01 참조

### Earnings Forecasts

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	11,732	12,092	12,985	12,594	12,755	12,883	12,992
영업이익	1,121	940	729	1,104	1,216	1,294	1,354
EBITDA	2,872	2,633	2,503	2,894	3,009	3,090	3,155
순이익	(557)	802	(124)	445	559	638	703
순차입금	13,307	12,320	12,766	11,954	10,972	9,915	8,794
매출증가율	1.6	3.1	7.4	(3.0)	1.3	1.0	0.8
영업이익률	9.6	7.8	5.6	8.8	9.5	10.0	10.4
순이익률	(4.7)	6.6	(1.0)	3.5	4.4	4.9	5.4
EPS증가율	적지	흑전	적전	흑전	25.6	14.1	10.3
ROE	(26.9)	29.8	(3.5)	12.3	13.7	13.7	13.3

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 대한항공 별도기준 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>주요기정</b>											
평균환율	1,155.0	1,128.0	1,132.1	1,105.7	1,072.3	1,155.0	1,121.6	1,127.5	1,130.2	1,119.1	1,120.0
기말환율	1,116.1	1,140.0	1,146.7	1,071.4	1,066.5	1,122.0	1,112.7	1,118.1	1,071.4	1,118.1	1,120.0
항공유가(\$/bbl)	64.9	61.5	63.0	70.3	80.0	87.0	87.0	90.0	64.9	86.0	75.0
<b>매출액</b>	<b>2,810.7</b>	<b>2,851.3</b>	<b>3,126.1</b>	<b>3,014.8</b>	<b>3,017.3</b>	<b>3,013.8</b>	<b>3,409.7</b>	<b>3,163.3</b>	<b>11,802.9</b>	<b>12,604.1</b>	<b>12,181.3</b>
YoY	0.0%	3.1%	2.3%	5.1%	7.3%	5.7%	9.1%	4.9%	2.6%	6.8%	-3.4%
국내여객	105.2	143.7	136.5	121.3	98.0	131.6	125.0	117.1	506.8	471.6	448.0
YoY	2.9%	8.8%	-3.6%	3.2%	-6.9%	-8.4%	-8.5%	-3.5%	2.7%	-6.9%	-5.0%
RPK 증감률	6.0%	4.0%	-3.5%	-3.4%	-12.0%	-12.2%	-17.4%	-7.0%	0.5%	-12.3%	-7.0%
Yield 증감률(원화)	-2.5%	5.0%	-0.4%	6.2%	5.1%	4.9%	11.1%	4.0%	2.1%	6.3%	2.0%
국제여객	1,573.9	1,553.8	1,786.5	1,624.3	1,754.0	1,715.2	2,003.1	1,767.6	6,538.5	7,239.9	7,041.5
YoY	-2.6%	1.6%	-3.2%	9.8%	11.4%	10.4%	12.1%	8.8%	1.0%	10.7%	-2.7%
RPK 증감률	-0.4%	2.7%	3.2%	5.1%	4.8%	5.2%	0.9%	4.0%	2.6%	3.6%	1.0%
Yield 증감률(원화)	-2.0%	-0.9%	-6.2%	4.5%	3.0%	2.8%	11.3%	4.7%	-1.5%	5.6%	-2.5%
화물	639.7	672.6	700.4	795.1	697.6	712.5	754.2	776.1	2,807.8	2,940.4	2,681.1
YoY	14.0%	13.2%	20.3%	12.7%	9.1%	5.9%	7.7%	-2.4%	14.9%	4.7%	-8.8%
FTK 증감률	7.9%	2.6%	7.6%	3.4%	-0.5%	-4.3%	-4.6%	-4.0%	5.3%	-3.4%	-1.7%
Yield 증감률(원화)	6.3%	12.0%	24.7%	10.2%	10.5%	12.4%	12.9%	10.9%	13.2%	11.6%	-3.3%
기타	491.9	481.2	502.6	474.1	467.7	454.4	527.5	502.5	1,949.8	1,952.1	2,010.7
<b>영업비용</b>	<b>2,625.9</b>	<b>2,689.6</b>	<b>2,747.2</b>	<b>2,784.0</b>	<b>2,840.5</b>	<b>2,931.3</b>	<b>3,016.9</b>	<b>3,071.2</b>	<b>10,846.8</b>	<b>11,859.9</b>	<b>11,092.6</b>
유류비	634.3	616.8	657.6	707.5	729.3	796.1	879.3	910.2	2,616.2	3,314.8	2,964.1
노무비	439.9	500.5	470.8	485.3	518.4	539.7	490.1	516.7	1,896.5	2,065.0	1,997.5
감가상각비	409.7	416.0	413.5	402.3	409.1	421.0	424.4	429.8	1,641.4	1,684.2	1,673.9
공항관련비	288.8	286.2	306.9	303.7	295.7	297.8	312.2	317.6	1,185.5	1,223.3	1,228.8
화객비	105.0	107.6	137.4	111.4	113.6	117.3	130.0	115.9	461.3	476.8	451.4
정비비	105.0	107.6	82.4	111.4	113.6	87.9	85.6	136.1	406.4	423.3	337.0
판매수수료	77.1	79.6	84.5	86.1	108.0	109.7	114.3	77.6	327.4	409.7	351.4
임차료	90.4	87.8	85.3	88.2	84.4	83.9	85.0	86.4	351.6	339.7	334.5
기타	472.7	487.6	508.9	488.3	468.3	478.0	496.1	480.8	1,957.5	1,923.2	1,754.1
<b>영업이익</b>	<b>184.8</b>	<b>161.7</b>	<b>378.8</b>	<b>230.8</b>	<b>176.8</b>	<b>82.4</b>	<b>392.8</b>	<b>92.1</b>	<b>956.1</b>	<b>744.2</b>	<b>1,088.7</b>
YoY	-40.0%	9.0%	-15.4%	31.7%	-4.3%	-49.0%	3.7%	-60.1%	-11.4%	-22.2%	46.3%
OPM	6.6%	5.7%	12.1%	7.7%	5.9%	2.7%	11.5%	2.9%	8.1%	5.9%	8.9%

Source: 대한항공, KTB투자증권

## 재무제표 (대한항공)

### 대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,328.0	3,582.3	3,649.0	3,812.9	4,219.0
현금성자산	1,285.7	1,333.8	1,458.1	1,669.7	2,051.5
매출채권	874.1	908.1	776.5	748.9	757.8
재고자산	564.7	682.7	750.1	723.5	732.1
비유동자산	20,628.5	21,066.4	21,427.0	21,282.1	21,029.6
투자자산	2,300.5	1,699.7	1,679.5	1,747.6	1,818.6
유형자산	17,873.3	18,907.3	19,449.4	19,271.6	18,979.2
무형자산	405.0	363.5	298.2	262.9	231.8
<b>자산총계</b>	<b>23,956.5</b>	<b>24,648.7</b>	<b>25,076.0</b>	<b>25,095.1</b>	<b>25,248.6</b>
유동부채	9,131.1	6,638.1	6,376.9	5,988.7	5,614.2
매입채무	319.9	320.2	288.3	278.0	281.3
유동성이자부채	6,679.3	4,143.1	3,892.1	3,492.1	3,092.1
비유동부채	12,951.1	14,259.4	15,161.7	15,157.7	15,161.6
비유동이자부채	7,913.3	9,510.8	10,331.5	10,131.5	9,931.5
<b>부채총계</b>	<b>22,082.2</b>	<b>20,897.6</b>	<b>21,538.6</b>	<b>21,146.3</b>	<b>20,775.7</b>
자본금	369.8	479.8	479.8	479.8	479.8
자본잉여금	602.9	946.2	946.2	946.2	946.2
이익잉여금	(192.9)	576.7	383.6	795.0	1,319.1
자본조정	430.5	743.0	1,602.5	1,602.5	1,602.5
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>1,874.4</b>	<b>3,751.1</b>	<b>3,537.3</b>	<b>3,948.8</b>	<b>4,472.9</b>
투하자본	14,886.7	15,766.9	16,125.8	15,718.5	15,253.3
순차입금	13,306.9	12,320.0	12,765.5	11,953.9	10,972.1
ROA	(2.3)	3.3	(0.5)	1.8	2.2
ROE	(26.9)	29.8	(3.5)	12.3	13.7
ROIC	5.3	4.4	3.3	5.3	6.0

### 손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>11,731.9</b>	<b>12,092.2</b>	<b>12,985.0</b>	<b>12,593.9</b>	<b>12,755.2</b>
증가율 (Y-Y,%)	1.6	3.1	7.4	(3.0)	1.3
<b>영업이익</b>	<b>1,120.8</b>	<b>939.8</b>	<b>729.0</b>	<b>1,104.2</b>	<b>1,215.8</b>
증가율 (Y-Y,%)	26.9	(16.2)	(22.4)	51.5	10.1
EBITDA	2,872.3	2,632.8	2,503.5	2,893.9	3,008.6
<b>영업외손익</b>	<b>(1,838.2)</b>	<b>181.9</b>	<b>(851.5)</b>	<b>(526.6)</b>	<b>(490.4)</b>
순이자수익	(374.2)	(421.9)	(500.3)	(514.0)	(489.5)
외화관련손익	(273.1)	995.5	(375.0)	(11.7)	0.0
지분법손익	(454.6)	(14.7)	1.3	2.3	2.3
<b>세전계속사업손익</b>	<b>(717.4)</b>	<b>1,121.7</b>	<b>(122.5)</b>	<b>577.6</b>	<b>725.4</b>
<b>당기순이익</b>	<b>(556.8)</b>	<b>801.9</b>	<b>(124.0)</b>	<b>444.7</b>	<b>558.6</b>
지배기업당기순이익	(564.9)	791.5	(128.2)	440.3	553.0
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	적전	흑전	25.6
<b>NOPLAT</b>	<b>812.6</b>	<b>671.8</b>	<b>528.5</b>	<b>850.2</b>	<b>936.1</b>
(+) Dep	1,751.5	1,693.0	1,774.5	1,789.7	1,792.8
(-) 운전자본투자	(7.0)	162.9	(47.4)	(59.3)	(1.3)
(-) Capex	1,145.1	1,876.5	1,475.7	1,576.6	1,469.2
OpFCF	1,426.0	325.4	874.8	1,122.7	1,261.0
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	(0.3)	0.5	4.0	2.4	1.8
영업이익증가율(3Yr)	n/a	33.5	(6.2)	(0.5)	9.0
EBITDA증가율(3Yr)	20.5	9.8	(0.4)	0.2	4.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	(11.4)
영업이익률(%)	9.6	7.8	5.6	8.8	9.5
EBITDA마진(%)	24.5	21.8	19.3	23.0	23.6
순이익률(%)	(4.7)	6.6	(1.0)	3.5	4.4

### 현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업현금</b>	<b>2,806.3</b>	<b>2,806.8</b>	<b>2,413.5</b>	<b>2,303.2</b>	<b>2,350.3</b>
당기순이익	(556.8)	801.9	(124.0)	444.7	558.6
자산상각비	1,751.5	1,693.0	1,774.5	1,789.7	1,792.8
운전자본증감	(97.2)	(41.1)	(128.5)	59.3	1.3
매출채권감소(증가)	(62.8)	(19.5)	(104.1)	27.6	(8.9)
재고자산감소(증가)	(73.4)	(116.0)	161.8	26.6	(8.6)
매입채무증가(감소)	(128.5)	5.5	126.9	(10.2)	3.3
<b>투자현금</b>	<b>(873.5)</b>	<b>(2,041.2)</b>	<b>(858.5)</b>	<b>(1,654.7)</b>	<b>(1,550.5)</b>
단기투자자산감소	7.0	(402.2)	355.8	(12.1)	(12.6)
장기투자증권감소	(89.9)	5.8	1.0	(4.9)	(5.2)
설비투자	(1,145.1)	(1,876.5)	(1,475.7)	(1,576.6)	(1,469.2)
유무형자산감소	273.1	82.5	65.7	(0.1)	(0.1)
<b>재무현금</b>	<b>(1,829.3)</b>	<b>(1,036.2)</b>	<b>(306.9)</b>	<b>(428.8)</b>	<b>(428.9)</b>
차입금증가	(2,794.1)	(1,836.1)	(1,090.0)	(400.0)	(400.0)
자본증가	(19.8)	419.6	1,068.3	(28.8)	(28.9)
배당금지급	23.3	33.6	24.0	28.8	28.9
현금 증감	122.4	(328.7)	398.7	199.5	369.3
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>2,892.3</b>	<b>2,819.5</b>	<b>2,538.5</b>	<b>2,243.9</b>	<b>2,349.1</b>
(-) 운전자본증가(감소)	(7.0)	162.9	(47.4)	(59.3)	(1.3)
(-) 설비투자	1,145.1	1,876.5	1,475.7	1,576.6	1,469.2
(+) 자산매각	273.1	82.5	65.7	(0.1)	(0.1)
Free Cash Flow	1,921.6	737.1	1,551.5	648.5	799.8
(-) 기타투자	89.9	(5.8)	(1.0)	4.9	5.2
잉여현금	1,831.7	742.9	1,552.6	643.6	794.6

### 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Per share Data</b>					
EPS	(7,291)	8,451	(1,356)	4,638	5,826
BPS	17,213	34,036	32,452	37,107	42,894
DPS	0	250	300	300	300
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	n/a	4.0	n/a	7.2	5.7
PBR	1.5	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.3	5.9	6.4	5.2	4.7
배당수익률	0.0	0.7	0.9	0.9	0.9
PCR	0.7	1.1	1.3	1.4	1.4
PSR	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2
<b>재무건전성(%)</b>					
부채비율	1,178.1	557.1	608.9	535.5	464.5
Net debt/Equity	710.0	328.4	360.9	302.7	245.3
Net debt/EBITDA	463.3	467.9	509.9	413.1	364.7
유동비율	36.4	54.0	57.2	63.7	75.1
이자보상배율	3.0	2.2	1.5	2.1	2.5
이자비용/매출액	3.5	3.8	4.2	4.5	4.2
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	80.6	83.9	83.7	82.1	79.8
현금+투자자산(%)	19.4	16.1	16.3	17.9	20.2
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	88.6	78.4	80.1	77.5	74.4
자기자본(%)	11.4	21.6	19.9	22.5	25.6

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

# 진에어

(272450)

## BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	27,000	36,000	하향
Earnings			하향

### Stock Information

현재가(1/11)	18,750원
예상 주가상승률	44.0%
시가총액	5,625억원
비중(KOSPI내)	0.04%
발행주식수	30,000천주
52주 최저가/최고가	17,000 - 33,800원
3개월 일평균거래대금	28억원
외국인 지분율	5.8%
주요주주지분율(%)	
한진칼	60.0

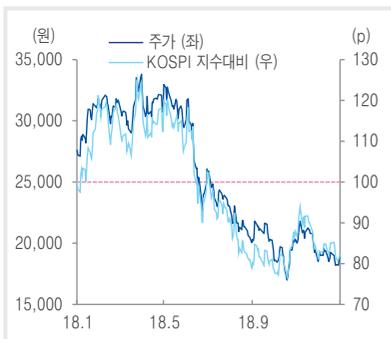
### Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	10.7	10.0	6.2
PBR(배)	3.4	2.1	1.6
EV/EBITDA(배)	4.3	2.2	1.1
배당수익률(%)	0.9	1.3	1.3

### Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	1.4	(27.2)	(32.1)	(2.6)
KOSPI대비 상대수익률	0.3	(18.2)	(15.5)	(4.3)

### Price Trend



## 반등 기회는 남아 있다

### Issue

2019년 투자 의견 점검 및 4Q18 preview

### Pitch

- 대형기재 운송이 공항 slot 부족 국면에서 premium 요인으로 작용해야 하나, 국토부 규제에 단거리 수요 부진까지 겹치며 주가는 반등하지 못하고 있음
- LCC 업황 전반에 걸친 성장 둔화 우려에 Target PER을 19E 9.0x로 하향하지만, 현재 주가는 19E PER 6.3x에 불과한 수준으로 글로벌 LCC중 가장 저평가되어 있음
- 성수기인 하반기 전에 기재도입 규제 해소시 주가 반등 가능할 것으로 전망하며, 오너리스크가 실적에 부정적 영향을 미쳤던 2018년 4월~8월의 기저효과까지 작용할 수 있음. 현 수준의 주가에서 더 이상의 하방 risk는 낮아 보임. 투자 의견 Buy 유지

### Rationale

- 4Q18 영업이익 -62억원(YoY 적자전환)으로 부진할 전망. 3Q18까지는 오너리스크 여파로 RM이 망가졌기 때문에 부진한 실적을 시현한 바 있음. 4Q18부터 영업은 정상화되기 시작했으나, 마침 유류비 부담 가중에 더해 일본 노선 자연재해 등 수요 부진이 겹쳤던 것이 배경
- 2016년 제주공항에 이어 2018부로 인천공항의 slot도 포화. 동북아 주요공항도 유사한 상황에 놓여 있음. 신규로 개설되는 Origin-Destination 조합은 과거만 못한 수익성을 보일 가능성이 있는데, 동사는 B738(189석) 대비 좌석수가 2배 이상인 B772(393석) 운용 중에 있어 수익성 하락 없이 성장을 도모할 수 있음
- 다만 국토부의 기재 도입 규제가 지속되고 있어 프리미엄 요소가 부각되지 못하고 있는데, 동사 경영문화개선 방안의 이행이 완료될 3월 추경시준 전후로 규제가 해소되기를 기대함. 기회비용이 큰 3Q19 이전에 기재도입이 완료되느냐 여부가 중요. 2Q18~3Q18 오너리스크에 따른 영업 곤란으로 실적이 부진한 바 있어 기저효과 대기 중. 규제 해소 시 YoY 실적 개선 모멘텀이 커질 전망

### Earnings Forecasts

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	720	888	1,029	1,233	1,566	1,838	2,100
영업이익	52	97	79	115	137	155	190
EBITDA	62	114	98	136	163	186	226
순이익	39	74	56	90	106	120	146
순차입금	(129)	(304)	(347)	(412)	(490)	(583)	(701)
매출증가율	56.0	23.4	15.8	19.9	27.0	17.3	14.3
영업이익률	7.3	10.9	7.7	9.3	8.7	8.4	9.0
순이익률	5.5	8.3	5.5	7.3	6.8	6.5	6.9
EPS증가율	-	-	(24.2)	60.6	17.7	12.8	21.7
ROE	60.9	47.8	21.8	27.8	25.6	23.0	22.6

Source: K-IFRS 별도 기준, KTB투자증권

Figure 01 진에어 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>Assumptions</b>											
Total Fleet	22	22	24	24	25	26	26	26	23	25.75	31
B737-800 (189)	18	18	20	20	21	22	22	22	19	22	25
B777-200ER (393)	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	6
* Total Seats	4,974	4,974	5,352	5,352	5,541	5,730	5,730	5,730	5,163	5,683	7,083
%YoY	13.3%	13.3%	7.6%	7.6%	11.4%	15.2%	7.1%	7.1%	10.2%	10.1%	24.6%
Jet Fuel(MOPS) (\$/bbl)	65	61	64	73	79	87	89	89	66	86	75
%YoY	50.5%	11.2%	15.0%	18.9%	22.3%	43.6%	39.5%	22.1%	22.3%	31.3%	-12.8%
KRWUSD avg.	1,155.0	1,128.0	1,132.1	1,105.7	1,072.3	1,078.0	1,121.6	1,127.5	1,130.2	1,099.9	1,120.0
Total Revenue	232.7	191.2	232.5	232.0	279.8	226.5	275.5	246.9	888.4	1,028.7	1,233.2
%YoY	29.3%	31.5%	6.0%	32.6%	20.3%	18.4%	18.5%	6.4%	23.4%	15.8%	19.9%
Domestic PAX	32.1	55.8	49.2	40.4	30.9	55.2	44.1	37.9	177.5	168.1	169.0
%YoY	7.0%	9.8%	-8.4%	-0.2%	-3.9%	-1.1%	-10.4%	-6.1%	1.4%	-5.3%	0.5%
ASK(M-km)	333.0	479.0	413.0	355.0	298.0	456.0	376.0	333.7	1,580.0	1,463.7	1,463.7
%YoY	2.1%	-0.2%	-13.1%	-21.1%	-10.5%	-4.8%	-9.0%	-6.0%	-8.7%	-7.4%	0.0%
RPK(M-km)	317.0	453.0	392.0	338.0	275.0	423.0	347.0	314.3	1,500.0	1,359.3	1,359.3
%YoY	2.6%	-1.3%	-12.7%	-21.4%	-13.2%	-6.6%	-11.5%	-7.0%	-8.9%	-9.4%	0.0%
Load Factor	95.2%	94.6%	94.9%	95.2%	92.3%	92.8%	92.3%	94.2%	94.9%	92.9%	92.9%
%ptYoY	0.4%pt	-1.1%pt	0.4%pt	-0.3%pt	-2.9%pt	-1.8%pt	-2.6%pt	-1.0%pt	-0.2%pt	-2.1%pt	0.0%pt
Yield(KRW)	101.3	123.2	125.5	119.5	112.2	130.5	127.1	120.7	118.3	123.7	124.3
%YoY	4.3%	11.3%	4.9%	26.9%	10.8%	6.0%	1.2%	1.0%	11.4%	4.5%	0.5%
International PAX	188.8	124.8	172.0	179.2	236.9	153.0	214.9	194.9	664.8	799.7	998.0
%YoY	32.0%	47.3%	9.8%	44.9%	25.5%	22.6%	25.0%	8.8%	30.9%	20.3%	24.8%
ASK(M-km)	3,220.0	2,540.0	3,182.0	3,355.0	3,532.0	2,910.0	3,725.0	3,724.1	12,297.0	13,891.1	17,383.1
%YoY	21.2%	15.3%	15.3%	21.5%	9.7%	14.6%	17.1%	11.0%	18.4%	13.0%	25.1%
RPK(M-km)	2,867.0	2,133.0	2,732.0	2,851.0	3,142.0	2,374.0	3,037.0	3,164.6	10,583.0	11,717.6	14,905.8
%YoY	30.3%	25.4%	14.7%	22.0%	9.6%	11.3%	11.2%	11.0%	22.8%	10.7%	27.2%
Load Factor	89.0%	84.0%	85.9%	85.0%	89.0%	81.6%	81.5%	85.0%	86.1%	84.4%	85.7%
%ptYoY	6.2%pt	6.8%pt	-0.4%pt	0.4%pt	-0.1%pt	-2.4%pt	-4.3%pt	0.0%pt	3.0%pt	-1.7%pt	1.4%pt
Yield(KRW)	65.9	58.5	63.0	62.9	75.4	64.4	70.8	61.6	62.8	62.2	67.0
%YoY	1.4%	17.5%	-4.2%	18.7%	14.5%	10.2%	12.4%	-2.0%	6.6%	8.6%	-1.9%
Cargo Revenue	1.6	2.0	2.0	1.9	1.6	3.5	3.0	2.3	7.5	10.4	15.5
%YoY	14.3%	17.6%	42.9%	-5.0%	-3.1%	76.5%	51.6%	22.6%	15.4%	39.2%	48.8%
% of Total Revenue	0.7%	1.0%	0.9%	0.8%	0.6%	1.6%	1.1%	0.9%	0.8%	1.0%	1.3%
Ancillary Revenue	10.2	8.7	9.3	10.4	10.5	14.8	13.5	14.0	38.6	52.8	66.2
%YoY	82.1%	6.1%	22.4%	18.2%	3.3%	69.7%	45.2%	34.4%	27.8%	36.7%	25.5%
% of Total Revenue	4.4%	4.5%	4.0%	4.5%	3.8%	6.5%	4.9%	5.7%	4.3%	5.1%	5.4%
Operating Expense	198.6	178.8	201.0	213.0	226.7	220.3	249.9	253.1	791.4	949.9	1,118.7
%YoY	30.0%	17.2%	12.2%	16.5%	14.1%	23.2%	24.3%	18.8%	18.6%	20.0%	17.8%
Fuel cost	56.6	46.7	53.2	60.2	69.6	65.2	81.2	85.4	216.7	301.4	342.3
%YoY	71.2%	31.4%	17.5%	30.1%	22.9%	39.7%	52.6%	41.8%	35.3%	39.1%	13.6%
Airport charges	35.2	34.3	37.4	36.5	38.5	37.4	41.2	41.0	142.5	158.2	189.3
%YoY	12.5%	20.8%	6.6%	8.0%	9.5%	9.2%	10.3%	12.4%	12.3%	11.1%	19.6%
Labor	24.1	24.3	27.2	32.4	31.7	30.8	35.5	33.0	110.8	131.1	150.7
%YoY	28.2%	20.9%	23.1%	20.9%	31.7%	26.9%	30.4%	1.9%	27.7%	18.3%	15.0%
Rentals & Depreciation	27.3	25.2	27.6	28.3	27.2	30.9	31.0	30.8	110.8	119.9	142.1
%YoY	4.6%	1.2%	3.0%	5.2%	-0.4%	22.6%	12.2%	8.8%	3.8%	8.2%	18.5%
Maintenance	23.0	22.2	24.5	26.2	24.9	24.2	27.3	29.9	95.0	106.3	126.0
%YoY	13.3%	13.3%	7.5%	17.5%	8.4%	9.1%	11.3%	14.1%	1.6%	12.0%	18.6%
In-flight service	6.1	4.9	6.2	6.1	6.8	6.6	7.5	7.4	23.7	28.3	34.4
%YoY	32.6%	22.5%	19.2%	15.1%	11.5%	34.9%	20.8%	21.5%	18.6%	19.2%	21.6%
Other operation	26.3	21.1	24.9	23.3	27.2	26.4	26.2	25.6	95.0	105.4	133.9
%YoY	37.7%	7.7%	14.7%	8.4%	3.4%	25.3%	5.3%	9.7%	18.6%	11.0%	27.0%
Operating Profit	34.1	12.5	31.4	19.0	53.1	6.2	25.7	(6.2)	97.0	78.8	114.5
%YoY	25.2%	-272.4%	-21.7%	-339.6%	55.8%	-50.0%	-18.4%	-132.7%	85.5%	-18.8%	45.3%
%OPM	14.7%	6.5%	13.5%	8.2%	19.0%	2.8%	9.3%	-2.5%	10.9%	7.7%	9.3%
Net Income	25.4	8.1	24.1	15.6	40.3	1.0	18.7	(3.9)	73.3	56.1	90.1
%YoY	23.6%	-249.4%	-26.1%	-285.3%	58.8%	-87.8%	-22.6%	-124.7%	86.2%	-23.4%	60.6%
%NIM	10.9%	4.2%	10.4%	6.7%	14.4%	0.4%	6.8%	-1.6%	11.0%	7.0%	9.0%

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: KTB투자증권

## 재무제표 (진어)

### 대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	215.1	399.2	441.9	516.9	606.3
현금성자산	176.2	349.4	385.5	451.2	528.8
매출채권	25.4	29.8	35.9	45.0	56.4
재고자산	0.4	0.4	0.6	0.8	1.0
비유동자산	87.2	99.1	103.4	115.9	130.7
투자자산	45.8	46.3	53.2	55.3	57.6
유형자산	40.7	51.9	40.5	47.0	56.6
무형자산	0.7	0.9	9.7	13.6	16.5
<b>자산총계</b>	302.3	498.3	545.3	632.8	737.0
<b>유동부채</b>	185.4	232.7	233.3	237.9	243.1
매입채무	10.1	12.9	9.9	12.4	15.5
유동성이자부채	13.1	17.5	19.1	19.1	19.1
비유동부채	38.9	33.8	29.0	29.4	29.8
비유동이자부채	34.1	28.1	19.7	19.7	19.7
<b>부채총계</b>	224.3	266.5	262.3	267.2	272.8
자본금	27.0	30.0	30.0	30.0	30.0
자본잉여금	0.0	91.8	91.8	91.8	91.8
이익잉여금	51.0	110.3	161.4	244.1	342.7
자본조정	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	77.9	231.8	282.9	365.6	464.2
투하자본	(54.0)	(75.6)	(67.8)	(51.0)	(30.2)
순차입금	(129.0)	(303.7)	(346.6)	(412.3)	(490.0)
ROA	15.6	18.5	10.8	15.3	15.5
ROE	60.9	47.8	21.8	27.8	25.6
ROIC	na	na	na	na	na

### 현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업현금</b>	69.4	124.7	69.9	106.2	124.8
당기순이익	39.3	74.1	56.1	90.1	106.1
자산상각비	9.8	17.4	19.1	21.6	26.1
운전자본증감	10.5	17.6	(8.1)	(4.9)	(6.6)
매출채권감소(증가)	(5.1)	(3.4)	(6.5)	(9.0)	(11.4)
재고자산감소(증가)	0.1	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
매입채무증가(감소)	2.5	2.7	(3.0)	2.5	3.1
<b>투자현금</b>	(77.3)	(171.3)	(48.2)	(19.6)	(26.9)
단기투자자산감소	(72.0)	(154.0)	(31.0)	13.3	12.8
장기투자증권감소	(1.5)	(9.3)	0.5	1.0	1.0
설비투자	(0.9)	(7.7)	(10.9)	(24.7)	(31.3)
유무형자산감소	(0.4)	(0.2)	(5.7)	(7.3)	(7.3)
<b>재무현금</b>	(23.2)	58.8	(17.7)	(7.5)	(7.5)
차입금증가	(9.1)	(17.5)	(8.6)	0.0	0.0
자본증가	(10.8)	81.3	(7.5)	(7.5)	(7.5)
배당금지급	10.8	13.5	7.5	7.5	7.5
현금 증감	(31.5)	10.7	5.0	79.0	90.4
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	64.9	120.6	94.8	111.0	131.4
(-) 운전자본증가(감소)	(26.4)	(32.0)	7.6	4.9	6.6
(-) 설비투자	0.9	7.7	10.9	24.7	31.3
(+) 자산매각	(0.4)	(0.2)	(5.7)	(7.3)	(7.3)
Free Cash Flow	(2.0)	(33.2)	38.6	86.5	97.9
(-) 기타투자	1.5	9.3	(0.5)	(1.0)	(1.0)
잉여현금	(3.5)	(42.5)	39.0	87.5	98.9

Source: K-IFRS 별도 기준, KTB투자증권

### 손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	719.7	888.4	1,028.7	1,233.2	1,566.1
증가율 (Y-Y,%)	56.0	23.4	15.8	19.9	27.0
<b>영업이익</b>	52.3	96.9	78.8	114.5	136.5
증가율 (Y-Y,%)	76.2	85.4	(18.7)	45.3	19.2
EBITDA	62.0	114.3	97.9	136.1	162.6
<b>영업외손익</b>	(1.7)	(0.4)	(3.0)	4.1	3.1
순이자수익	(0.1)	(0.3)	5.8	6.2	5.2
외화관련손익	(0.5)	2.6	0.7	0.0	0.0
지분법손익	0.6	0.3	0.7	1.1	1.1
<b>세전계속사업손익</b>	50.5	96.5	75.8	118.6	139.6
<b>당기순이익</b>	39.3	74.1	56.1	90.1	106.1
증가율 (Y-Y,%)	73.3	88.4	(24.2)	60.6	17.7
<b>NOPLAT</b>	40.7	74.4	58.3	87.0	103.7
(+) Dep	9.8	17.4	19.1	21.6	26.1
(-) 운전자본투자	(26.4)	(32.0)	7.6	4.9	6.6
(-) Capex	0.9	7.7	10.9	24.7	31.3
OpFCF	75.9	116.1	58.9	79.1	91.9
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	36.4	36.3	30.6	19.7	20.8
영업이익증가율(3Yr)	94.5	79.0	38.5	29.9	12.1
EBITDA증가율(3Yr)	84.4	80.0	44.5	29.9	12.5
순이익증가율(3Yr)	110.4	78.3	35.2	31.8	12.7
영업이익률(%)	7.3	10.9	7.7	9.3	8.7
EBITDA마진(%)	8.6	12.9	9.5	11.0	10.4
순이익률(%)	5.5	8.3	5.5	7.3	6.8

### 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Per share Data</b>					
EPS	0	2,469	1,871	3,005	3,536
BPS	0	7,696	9,107	11,734	14,922
DPS	0	250	250	250	250
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	n/a	10.7	10.0	6.2	5.3
PBR	n/a	3.4	2.1	1.6	1.3
EV/EBITDA	n/a	4.3	2.2	1.1	0.4
배당수익률	0.0	0.9	1.3	1.3	1.3
PCR	n/a	6.6	5.9	5.1	4.3
PSR	n/a	0.9	0.5	0.5	0.4
<b>재무건전성(%)</b>					
부채비율	287.9	115.0	92.7	73.1	58.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	116.0	171.5	189.4	217.3	249.5
이자보상배율	446.9	367.9	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	(32.1)	(23.6)	(18.3)	(11.2)	(5.4)
현금+투자자산(%)	132.1	123.6	118.3	111.2	105.4
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	37.7	16.5	12.1	9.6	7.7
자기자본(%)	62.3	83.5	87.9	90.4	92.3

# 팬오션

(028670)

**BUY**

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
목표주가			신규
Earnings			

## Stock Information

현재가(1/11)	4,620원
예상 주가상승률	40.7%
시가총액	24,697억원
비중(KOSPI내)	0.18%
발행주식수	534,569천주
52주 최저가/최고가	4,155 - 6,130원
3개월 일평균거래대금	58억원
외국인 지분율	9.8%
주요주주지분율(%)	
허림지주 (외 29인)	54.9
국민연금공단	6.0

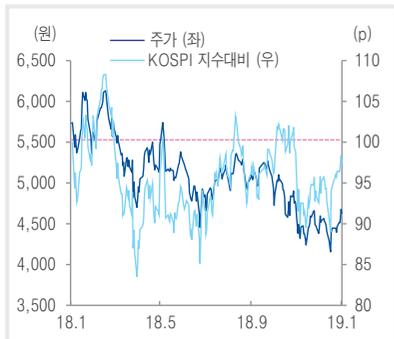
## Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	19.7	15.5	12.8
PBR(배)	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	10.4	9.0	7.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

## Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	3.9	(0.9)	(19.4)	3.9
KOSPI대비 상대수익률	2.8	8.1	(2.8)	2.2

## Price Trend



## 견조한 수급에 여전히 선호 관점 유지

### Issue

2019년 투자의견 점검 및 4Q18 preview

### Pitch

- 2018년 연중 진행된 위안화 약세는 중국의 철광석 수입 수요 둔화 배경이 되었으나, 2019년부로 재차 수입 수요 증가할 것으로 전망함. 공급압박 여전히 적어 2019년에도 수급전망 양호. BDI YoY 상승세 지속될 전망
- 전년과 같이 선적지에서의 일회성 이슈가 없다면 춘절 전후 V자 패턴 등 운임 계절성에 근거한 투자 유효할 것. 하반기로 갈수록 IMO SOx 규제 효과도 서서히 발현

### Rationale

- 2018년 11월 누적 기준으로 중국의 철광석 수입은 YoY -1.3% 기록. 2017년 연간 수입량이 YoY 5.0% 증가한 것 대비 둔화되었으며, 항만 철광석 재고는 2018년 초 1.4억톤에서 연말 1.2억톤으로 감소했음
- 수입보다 재고소진 전략으로 선회한 배경에는 위안화 약세가 한 몫. 연초 6.5위안에서 10월 연고점 6.97위안까지, 위안/달러 환율은 연중 내내 상승했음. 올해부터 7.0위안 이하에서 약세가 진정된다면 수입수요 다시 커질 전망
- 2018년 3월과 10월 예상외의 BDI 약세는 각각 브라질 폭우, 호주 열차 탈선 사고 등에 의한 것이었으며, 올해 동일한 이슈가 반복되지 않는다면 정상적인 계절적 패턴을 보일 전망. 성약수요 부진한 춘절 전후 V자 반등, 10~11월 연고점 패턴
- 4Q18 연결 영업이익 527억원 (YoY -0.8%) 전망. 벌크부문 영업이익이 501억원으로 YoY 16% 감소하기 때문인데, 분기평균 BDI가 YoY 9.6% 하락했음을 감안하면 정상적인 수준의 실적. 물동량은 전년 동기와 유사한 2,300백만톤 수준일 것으로 예상함
- 2020년 1월 IMO SOx 규제 시행에 대비하여 약 1%의 선복량이 올해 중 스크러버 장착 예정. 입거수리 기간 45~80일로 비가동일수 증가, 수급 개선 전망

## Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	1,874	2,336	2,688	2,853	3,181	3,493	3,811
영업이익	168	195	204	242	292	326	362
EBITDA	337	363	371	413	464	501	542
순이익	97	141	157	189	238	272	308
순차입금	1,256	965	860	704	520	320	103
매출증가율	3.0	24.7	15.1	6.1	11.5	9.8	9.1
영업이익률	9.0	8.3	7.6	8.5	9.2	9.3	9.5
순이익률	5.2	6.0	5.8	6.6	7.5	7.8	8.1
EPS증가율	24.9	45.3	11.1	21.0	25.8	14.1	13.3
ROE	3.9	5.7	6.2	6.9	8.0	8.4	8.7

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 팬오션 연결기준 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E	2020E
<b>BDI 평균</b>	945	1,006	1,137	1,509	1,175	1,260	1,607	1,364	1,149	1,352	1,482	1,612
YoY	160.1%	64.6%	54.9%	51.8%	24.3%	25.2%	41.3%	-9.6%	70.1%	17.6%	9.6%	8.8%
QoQ	-4.9%	6.5%	13.0%	32.7%	-22.1%	7.2%	27.5%	-15.1%				
<b>매출액</b>	522.9	632.5	583.8	597.0	565.5	678.8	771.5	672.4	2,336.2	2,688.2	2,852.6	3,181.3
YoY	15.6%	42.8%	25.3%	16.5%	8.1%	7.3%	32.1%	12.6%	24.7%	15.1%	6.1%	11.5%
별크	405.7	438.7	446.8	451.4	435.2	512.3	556.4	518.6	1,742.5	2,022.6	2,189.4	2,538.6
YoY	7.3%	45.2%	37.3%	18.7%	7.3%	16.8%	24.5%	14.9%	25.8%	16.1%	8.2%	16.0%
장기운송계약 사선(CVC)	121.4	113.7	111.2	110.7	121.5	117.0	121.5	118.8	457.0	478.8	519.2	607.2
오픈사선+COA	74.3	95.0	105.6	120.7	83.7	115.3	144.9	140.4	395.6	484.4	571.6	622.2
SPOT 용선	210.0	230.0	230.0	220.0	230.0	280.0	290.0	259.4	890.0	1,059.4	1,098.5	1,309.2
비별크	84.3	88.3	86.6	89.5	86.6	94.2	97.6	95.9	348.6	374.3	386.1	385.9
탱커	37.2	35.4	32.4	33.8	31.6	30.5	29.4	29.9	138.8	121.3	118.9	119.0
컨테이너	40.9	47.8	49.2	50.9	47.9	56.2	60.5	58.3	188.8	222.9	236.4	236.2
가스선 및 특수선	6.1	5.1	4.9	4.8	7.1	7.5	7.8	7.6	20.9	30.0	30.8	30.7
선박관리 및 곡물사업	67.1	154.6	95.2	99.0	81.3	115.7	161.5	104.6	415.9	463.1	474.2	485.3
연결조정	-34.2	-49.0	-44.7	-42.9	-37.5	-43.5	-44.1	-46.7	-170.8	-171.8	-197.0	-228.5
<b>영업이익</b>	40.9	48.8	52.2	53.1	44.0	50.1	57.5	52.7	195.0	204.3	242.2	291.6
YoY	2.8%	18.4%	41.9%	5.9%	7.6%	2.6%	10.2%	-0.8%	16.1%	4.7%	18.6%	20.4%
별크	34.1	41.0	47.2	59.4	37.6	45.3	57.0	50.1	181.8	190.0	231.8	275.8
CVC	31.6	29.6	30.0	29.9	31.6	30.4	31.6	30.9	121.0	124.5	140.2	157.9
OPM	26.0%	26.0%	27.0%	27.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.5%	26.0%	27.0%	26.0%
오픈사선+COA	-1.7	4.5	10.3	23.4	1.4	9.3	19.6	14.0	36.6	44.3	58.7	78.7
OPM	-2.2%	4.8%	9.8%	19.4%	1.7%	8.0%	13.5%	10.0%	9.2%	9.1%	10.3%	12.6%
SPOT 용선	4.2	6.9	6.9	6.2	4.6	5.6	5.8	5.2	24.2	21.2	33.0	39.3
OPM	2.0%	3.0%	3.0%	2.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.7%	2.0%	3.0%	3.0%
비별크	6.4	7.9	4.1	4.7	5.7	5.3	0.6	3.0	23.1	14.6	16.1	19.3
탱커	3.6	1.6	0.1	0.9	1.1	0.6	-1.0	-0.2	6.2	0.4	5.6	8.7
컨테이너	2.1	4.9	3.0	3.4	3.5	3.1	1.1	2.1	13.4	9.8	7.0	7.1
가스선 및 특수선	0.8	1.3	3.2	-1.9	1.2	1.6	0.5	1.0	3.4	4.3	3.4	3.5
선박관리 및 곡물사업	0.1	0.9	0.1	-0.2	0.8	-0.4	0.4	0.4	0.9	1.2	1.5	1.5
연결조정	0.0	-0.7	0.8	-10.9	-0.1	-0.1	-0.5	-0.7	-10.7	-1.5	-7.3	-5.1
세전이익	33.4	21.2	43.1	45.5	36.8	37.6	43.4	40.4	143.2	158.2	191.6	241.0
순이익	31.9	20.0	41.9	47.5	36.4	37.3	42.9	40.0	141.3	156.7	189.4	238.3
<b>Total Fleet</b>	221	203	211	204	237	207	217	217	204	217	249	281
별크 선대	193	175	184	177	210	180	190	190	177	190	222	254
사선	58	61	61	61	60	60	60	60	61	60	64	69
CVC	27	27	27	27	27	26	27	27	27	27	31	36
오픈사선	31	34	34	34	33	34	33	33	34	33	33	33
용선	135	114	123	116	150	120	130	130	116	130	158	185
탱커 선대	19	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
컨테이너 선대	5	7	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
LNG	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
중량물 운반	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2

Source: KTB투자증권

## 재무제표 (팬오션)

### 대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	573.3	613.2	717.0	813.1	939.8
현금성자산	265.3	257.3	346.6	422.9	526.8
매출채권	99.2	105.0	112.1	124.0	137.8
채고자산	47.8	50.3	55.6	61.5	68.4
비유동자산	3,757.3	3,281.2	3,438.0	3,469.4	3,521.9
투자자산	69.0	47.9	56.3	58.6	61.0
유형자산	3,678.0	3,223.6	3,373.2	3,403.4	3,454.6
무형자산	10.3	9.6	8.5	7.4	6.3
<b>자산총계</b>	<b>4,330.6</b>	<b>3,894.4</b>	<b>4,155.1</b>	<b>4,282.5</b>	<b>4,461.7</b>
유동부채	523.9	545.5	598.5	572.2	548.0
매입채무	91.9	113.4	118.5	131.0	145.7
유동성이자부채	326.1	320.2	367.1	327.1	287.1
비유동부채	1,240.9	939.2	878.1	839.7	801.3
비유동이자부채	1,195.0	902.5	839.6	799.6	759.6
<b>부채총계</b>	<b>1,764.8</b>	<b>1,484.6</b>	<b>1,476.6</b>	<b>1,411.9</b>	<b>1,349.3</b>
자본금	534.4	534.5	534.5	534.5	534.5
자본잉여금	1,940.5	1,941.1	1,941.2	1,941.2	1,941.2
이익잉여금	(209.8)	(66.1)	90.6	282.8	524.6
자본조정	275.6	(20.6)	91.5	91.5	91.5
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>2,565.9</b>	<b>2,409.8</b>	<b>2,678.4</b>	<b>2,870.6</b>	<b>3,112.4</b>
투하자본	3,819.6	3,373.0	3,531.6	3,567.2	3,624.8
순차입금	1,255.7	965.4	860.1	703.8	519.8
ROA	2.2	3.4	3.9	4.5	5.4
ROE	3.9	5.7	6.2	6.9	8.0
ROIC	4.4	5.4	5.9	6.7	8.0

### 손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,874.0</b>	<b>2,336.2</b>	<b>2,688.2</b>	<b>2,852.6</b>	<b>3,181.3</b>
증가율 (Y-Y,%)	3.0	24.7	15.1	6.1	11.5
<b>영업이익</b>	<b>167.9</b>	<b>195.0</b>	<b>204.3</b>	<b>242.2</b>	<b>291.6</b>
증가율 (Y-Y,%)	(26.8)	16.2	4.7	18.6	20.4
EBITDA	336.9	363.0	371.1	412.6	464.0
<b>영업외손익</b>	<b>(68.8)</b>	<b>(51.8)</b>	<b>(46.1)</b>	<b>(50.6)</b>	<b>(50.6)</b>
순이자수익	(40.9)	(48.3)	(24.4)	(50.4)	(50.4)
외화관련손익	(3.0)	4.4	(0.1)	0.0	0.0
지분법손익	0.4	0.3	(0.0)	(0.2)	(0.2)
<b>세전계속사업손익</b>	<b>99.1</b>	<b>143.2</b>	<b>158.2</b>	<b>191.6</b>	<b>241.0</b>
<b>당기순이익</b>	<b>97.1</b>	<b>141.3</b>	<b>156.7</b>	<b>189.4</b>	<b>238.3</b>
지배기업당기순이익	97.9	143.1	158.9	192.2	241.8
증가율 (Y-Y,%)	113.2	45.5	10.9	20.9	25.8
<b>NOPLAT</b>	<b>164.4</b>	<b>192.4</b>	<b>202.3</b>	<b>239.4</b>	<b>288.3</b>
(+) Dep	169.0	168.0	166.8	170.4	172.4
(-) 운전자본투자	0.7	20.5	8.3	6.1	7.0
(-) Capex	99.4	106.5	166.8	199.7	222.7
OpFCF	233.3	233.4	194.0	204.1	231.0
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	(11.3)	12.4	13.9	15.0	10.8
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(3.3)	(3.8)	13.0	14.3
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	(1.1)	(1.8)	7.0	8.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	(43.6)	51.0	25.0	19.0
영업이익률(%)	9.0	8.3	7.6	8.5	9.2
EBITDA마진(%)	18.0	15.5	13.8	14.5	14.6
순이익률(%)	5.2	6.0	5.8	6.6	7.5

### 현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업현금</b>	<b>251.0</b>	<b>261.6</b>	<b>326.7</b>	<b>358.3</b>	<b>409.0</b>
당기순이익	97.1	141.3	156.7	189.4	238.3
자산상각비	169.0	168.0	166.8	170.4	172.4
운전자본증감	(31.1)	(45.8)	1.9	(6.1)	(7.0)
매출채권감소(증가)	31.8	(14.5)	21.6	(11.9)	(13.9)
채고자산감소(증가)	(6.2)	(8.3)	(2.3)	(5.9)	(6.9)
매입채무증가(감소)	(2.5)	10.7	(29.8)	12.5	14.6
<b>투자현금</b>	<b>(92.4)</b>	<b>(117.2)</b>	<b>(141.8)</b>	<b>(203.2)</b>	<b>(226.3)</b>
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.6)	(1.2)	(1.2)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.2)	(0.4)	(0.5)
설비투자	(99.4)	(106.5)	(166.8)	(199.7)	(222.7)
유무형자산감소	21.6	(0.9)	7.5	0.1	0.1
<b>재무현금</b>	<b>(197.9)</b>	<b>(155.0)</b>	<b>(83.9)</b>	<b>(80.0)</b>	<b>(80.0)</b>
차입금증가	(197.9)	(155.0)	(83.9)	(80.0)	(80.0)
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(33.1)	(37.4)	110.0	75.1	102.7
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>331.2</b>	<b>359.6</b>	<b>351.6</b>	<b>364.4</b>	<b>416.0</b>
(-) 운전자본증가(감소)	0.7	20.5	8.3	6.1	7.0
(-) 설비투자	99.4	106.5	166.8	199.7	222.7
(+) 자산매각	21.6	(0.9)	7.5	0.1	0.1
Free Cash Flow	207.8	196.7	211.7	155.1	182.7
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.2	0.4	0.5
잉여현금	207.8	196.7	211.5	154.7	182.2

### 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Per share Data</b>					
EPS	184	268	297	360	452
BPS	4,735	4,451	4,956	5,318	5,772
DPS	0	0	0	0	0
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	21.6	19.7	15.5	12.8	10.2
PBR	0.8	1.2	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.0	10.4	9.0	7.7	6.4
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	6.4	7.8	7.0	6.8	5.9
PSR	1.1	1.2	0.9	0.9	0.8
<b>재무건전성(%)</b>					
부채비율	68.8	61.6	55.1	49.2	43.4
Net debt/Equity	48.9	40.1	32.1	24.5	16.7
Net debt/EBITDA	372.7	266.0	231.8	170.6	112.0
유동비율	109.4	112.4	119.8	142.1	171.5
이자보상배율	4.1	4.0	8.4	4.8	5.8
이자비용/매출액	2.4	2.2	1.2	2.2	2.0
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	92.0	91.7	89.8	88.1	86.0
현금+투자자산(%)	8.0	8.3	10.2	11.9	14.0
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	37.2	33.7	31.1	28.2	25.2
자기자본(%)	62.8	66.3	68.9	71.8	74.8

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

# 현대글로벌비스

(086280)

## BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	180,000		유지
Earnings			유지

### Stock Information

현재가(1/11)	136,500원
예상 주가상승률	31.9%
시가총액	51,188억원
비중(KOSPI내)	0.38%
발행주식수	37,500천주
52주 최저가/최고가	105,500 - 188,000원
3개월 일평균거래대금	110억원
외국인 지분율	32.7%
주요주주지분율(%)	
정의선 (외 5인)	51.4
국민연금공단	10.2

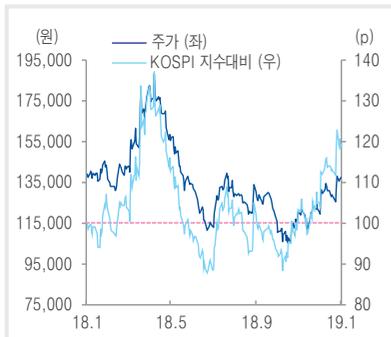
### Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	7.5	11.5	9.2
PBR(배)	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	6.4	7.1	6.6
배당수익률(%)	2.2	2.2	2.2

### Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	14.2	20.8	(1.8)	5.8
KOSPI대비 상대수익률	13.1	29.8	14.8	4.1

### Price Trend



## 올해부터는 증익으로 돌아설 전망

### Issue

2019년 투자의견 점검 및 4Q18 preview

### Pitch

- 3년 연속 하락한 영업이익은 2019년 반등 가능할 것으로 보임. 2019년 완성차 사업목표가 보수적임을 감안하면 동사 Q 증가율도 mid-single 수준일 것으로 전망
- PCC 부문에서는 배선비율이 YoY 동일해 큰 기대를 할 수 없으나, 하반기 완성차 해외 신규공장 동반 진출이 가능할 경우 CKD 매출 증가 가능해 보임
- 실적은 견조하지만, valuation이 밴드 최하단에 형성. 그룹 지배구조 개편 시 어떠한 구조로 진행될지 여부는 알 수 없으나, 오너 지분이 많다는 frame에서 본다면 큰 폭의 기업가치 하락 또한 상상하기 어려움. 현 주가는 19E PER 9.2x인데 추가 하락 가능성 낮아 Buy & Hold 추천

### Rationale

- 4Q18 영업이익 1,927억원(YoY +13%)로 예상 상회할 전망. 동사 실적에 민감도가 낮은 중국을 제외하면 완성차 글로벌 출하가 YoY, QoQ 모두 16% 증가했기 때문
- 국내발 수출은 현대차 YoY 32%, QoQ 23% 증가, 기아차 YoY 26%, QoQ 29% 증가. PCC 매출액 YoY 22% 증가 추정
- 원달러 환율이 6개월 전 대비 약 5% 상승, CKD 마진에 긍정적 영향이 있을 전망. CKD 영업이익 1.032억원(YoY +7%, OPM 5.5%) 예상
- 부정적인 부분은 메탈가격 약세에 따른 기타유통 부문 실적 부진 정도인데, 트레이딩 영업 손실 약 50억원을 가정하고 있음
- 기아차 아난타푸르 공장 양산시작 시점이 3Q19 중으로 예상. 회사측 공식입장은 아니지만, 2015년 멕시코 공장 당시처럼 동반 진출시 2Q18부터 CKD 매출액 기여가 시작될 전망

### Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	15,341	16,358	17,089	18,266	19,059	19,512	20,080
영업이익	729	727	711	752	806	831	855
EBITDA	885	894	890	937	1,002	1,038	1,073
순이익	506	680	447	559	600	620	637
순차입금	787	604	1,245	1,053	888	677	467
매출증가율	4.6	6.6	4.5	6.9	4.3	2.4	2.9
영업이익률	4.8	4.4	4.2	4.1	4.2	4.3	4.3
순이익률	3.3	4.2	2.6	3.1	3.1	3.2	3.2
EPS증가율	34.1	34.6	(34.3)	25.2	7.3	3.2	2.9
ROE	15.4	18.2	10.8	12.4	12.0	11.3	10.6

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 현대글로벌비스 연결기준 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	3,977.3	4,188.9	4,225.8	3,966.3	3,747.9	4,231.2	4,373.0	4,737.3	16,358.3	17,089.4	18,265.7
YoY	5.7%	9.1%	10.6%	1.2%	-5.8%	1.0%	3.5%	19.4%	6.6%	4.5%	6.9%
국내물류(별도only)	309.5	317.5	309.9	315.7	311.7	334.1	329.7	361.3	1,252.6	1,336.9	1,383.6
YoY	5.0%	3.9%	14.1%	-6.0%	0.7%	5.2%	6.4%	14.5%	3.7%	6.7%	3.5%
해외물류	1,588.6	1,722.4	1,709.8	1,674.2	1,540.9	1,667.8	1,788.0	1,886.7	6,695.0	6,883.4	7,370.5
YoY	3.4%	9.8%	11.1%	6.1%	-3.0%	-3.2%	4.6%	12.7%	7.6%	2.8%	7.1%
별도법인	906.9	1,002.0	985.1	966.7	897.6	976.3	1,095.4	1,114.8	3,860.7	4,084.2	4,291.5
YoY	0.4%	17.4%	12.2%	6.9%	-1.0%	-2.6%	11.2%	15.3%	9.1%	5.8%	5.1%
PCC	341.4	365.6	354.6	348.4	337.1	370.4	373.6	423.7	1,410.0	1,504.8	1,582.4
YoY	6.8%	13.2%	10.6%	8.5%	-1.3%	1.3%	5.4%	21.6%	9.8%	6.7%	5.2%
벌크	283.1	336.4	340.1	342.5	288.7	297.3	394.7	407.5	1,302.1	1,388.2	1,513.3
YoY	-3.4%	28.8%	16.0%	8.4%	2.0%	-11.6%	16.1%	19.0%	11.9%	6.6%	9.0%
기타(포워딩)	282.4	300.0	290.4	275.8	271.8	308.6	327.1	283.7	1,148.6	1,191.2	1,195.9
YoY	-2.7%	11.3%	9.9%	3.1%	-3.7%	2.8%	12.7%	2.8%	5.2%	3.7%	0.4%
해외법인	681.7	720.4	724.7	707.5	643.3	691.5	692.6	771.9	2,834.3	2,799.2	3,079.0
YoY	7.7%	0.7%	9.7%	5.0%	-5.6%	-4.0%	-4.4%	9.1%	5.7%	-1.2%	10.0%
CKD	1,574.0	1,572.5	1,633.2	1,419.1	1,301.8	1,589.7	1,666.0	1,876.8	6,198.8	6,434.3	6,872.1
YoY	4.4%	5.8%	6.2%	-3.4%	-17.3%	1.1%	2.0%	32.3%	3.3%	3.8%	6.8%
별도법인	1,522.5	1,510.4	1,548.6	1,327.1	1,227.2	1,502.7	1,569.3	1,776.4	5,908.6	6,075.5	6,471.6
YoY	5.7%	4.8%	3.9%	-6.5%	-19.4%	-0.5%	1.3%	33.9%	2.0%	2.8%	6.5%
해외법인	51.6	62.0	84.6	92.0	74.6	87.0	96.7	100.4	290.2	358.7	400.5
YoY	-23.4%	35.4%	74.8%	89.3%	44.7%	40.3%	14.3%	9.1%	38.1%	23.6%	11.6%
중고차(별도only)	97.4	101.0	96.6	92.1	102.0	115.5	110.3	101.3	387.1	429.1	444.1
YoY	8.6%	-5.6%	9.4%	-5.8%	4.8%	14.4%	14.2%	10.0%	1.1%	10.9%	3.5%
기타유통	407.7	475.5	476.3	465.2	491.4	524.1	479.0	511.2	1,824.7	2,005.7	2,195.5
YoY	21.5%	28.5%	24.5%	6.0%	20.5%	10.2%	0.6%	9.9%	19.5%	9.9%	9.5%
별도법인	347.3	412.0	412.1	405.9	430.7	454.4	408.8	446.4	1,577.2	1,740.2	1,937.2
YoY	21.3%	29.0%	24.0%	3.6%	24.0%	10.3%	-0.8%	10.0%	18.6%	10.3%	11.3%
해외법인	60.5	63.5	64.2	59.3	60.8	69.7	70.2	64.8	247.6	265.5	258.3
YoY	23.1%	25.2%	27.3%	25.0%	0.5%	9.8%	9.4%	9.1%	25.2%	7.2%	-2.7%
영업이익	191.8	181.6	183.0	170.7	150.5	180.6	187.0	192.7	727.1	710.8	752.0
YoY	-0.4%	-7.5%	-0.3%	9.0%	-21.5%	-0.5%	2.2%	12.9%	-0.2%	-2.2%	5.8%
OPM	4.8%	4.3%	4.3%	4.3%	4.0%	4.3%	4.3%	4.1%	4.4%	4.2%	4.1%
물류	89.3	99.6	85.6	71.9	80.6	95.0	84.6	90.5	346.4	350.7	357.4
OPM	4.7%	4.9%	4.2%	3.6%	4.4%	4.7%	4.0%	4.0%	4.4%	4.3%	4.1%
CKD	98.3	72.8	86.3	96.4	66.1	71.9	95.4	103.2	353.8	336.5	376.8
OPM	6.2%	4.6%	5.3%	6.8%	5.1%	4.5%	5.7%	5.5%	5.7%	5.2%	5.5%
기타	4.1	9.2	11.1	2.4	3.8	13.7	7.1	-1.1	26.9	23.5	17.8
OPM	0.8%	1.6%	1.9%	0.4%	0.6%	2.1%	1.2%	-0.2%	1.2%	1.0%	0.7%
영업외손익	110.2	-32.4	-3.5	87.9	8.9	-94.4	31.2	-4.0	162.3	-58.3	-16.0
금융손익	-7.4	-11.2	-11.5	-11.7	-10.4	-14.0	-15.3	-14.0	-41.7	-53.6	-56.0
기타손익	109.4	-36.6	-5.3	91.7	10.0	-94.8	32.8	0.0	159.2	-51.9	0.0
자본법손익	8.2	15.4	13.3	7.9	9.2	14.3	13.7	10.0	44.8	47.2	40.0
세전이익	302.0	149.2	179.5	258.6	159.3	86.2	218.2	188.7	889.3	652.4	736.0
법인세	55.3	54.4	54.6	44.6	44.5	51.4	64.3	45.3	208.9	205.5	176.6
%유효세율	18.3%	36.5%	30.4%	17.3%	27.9%	59.6%	29.5%	24.0%	23.5%	31.5%	24.0%
순이익	246.8	94.8	125.0	214.0	114.8	34.8	153.9	143.4	680.5	446.9	559.3
YoY	37.6%	-8.0%	-42.9%	4508.2%	-53.5%	-63.3%	23.2%	-33.0%	34.6%	-34.3%	25.2%
NPM	6.2%	2.3%	3.0%	5.4%	3.1%	0.8%	3.5%	3.0%	4.2%	2.6%	3.1%

Source: KTB투자증권

## 재무제표 (현대글로벌비스)

### 대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,935.8	3,872.0	4,683.7	4,893.4	5,188.2
현금성자산	1,099.2	1,012.1	1,231.6	1,423.8	1,588.6
매출채권	2,022.4	2,082.8	2,363.0	2,374.6	2,465.9
재고자산	690.3	660.7	971.6	976.3	1,013.9
비유동자산	4,031.6	4,313.7	4,320.9	4,584.0	4,855.5
투자자산	850.8	885.0	886.4	922.3	959.8
유형자산	3,108.9	3,356.0	3,309.2	3,547.6	3,791.8
무형자산	70.1	71.6	125.4	114.0	103.9
<b>자산총계</b>	<b>7,967.5</b>	<b>8,185.7</b>	<b>9,004.6</b>	<b>9,477.4</b>	<b>10,043.7</b>
유동부채	2,617.9	2,539.4	3,038.2	3,049.0	3,111.6
매입채무	1,319.4	1,311.4	1,536.7	1,544.2	1,603.6
유동성이자부채	1,060.2	907.9	1,178.2	1,178.2	1,178.2
비유동부채	1,872.1	1,656.7	1,673.9	1,689.2	1,705.0
비유동이자부채	825.9	708.2	1,298.6	1,298.6	1,298.6
<b>부채총계</b>	<b>4,490.0</b>	<b>4,196.1</b>	<b>4,712.2</b>	<b>4,738.2</b>	<b>4,816.7</b>
자본금	18.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	153.6	153.6	153.6	153.6	153.6
이익잉여금	3,231.4	3,803.7	4,133.1	4,579.9	5,067.7
자본조정	73.5	13.2	(13.3)	(13.3)	(13.3)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>3,477.4</b>	<b>3,989.5</b>	<b>4,292.4</b>	<b>4,739.2</b>	<b>5,227.0</b>
투하자본	3,561.7	3,867.7	4,818.6	5,044.1	5,336.7
순차입금	786.9	603.9	1,245.2	1,053.0	888.2
ROA	6.5	8.4	5.2	6.1	6.2
ROE	15.4	18.2	10.8	12.4	12.0
ROIC	15.5	15.0	11.2	11.6	11.8

### 손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>15,340.6</b>	<b>16,358.3</b>	<b>17,089.4</b>	<b>18,265.7</b>	<b>19,058.8</b>
증가율 (Y-Y, %)	4.6	6.6	4.5	6.9	4.3
<b>영업이익</b>	<b>728.8</b>	<b>727.1</b>	<b>710.8</b>	<b>752.0</b>	<b>805.8</b>
증가율 (Y-Y, %)	4.4	(0.2)	(2.2)	5.8	7.2
EBITDA	884.9	893.7	890.5	937.1	1,001.9
<b>영업외손익</b>	<b>(24.9)</b>	<b>162.3</b>	<b>(58.4)</b>	<b>(16.0)</b>	<b>(16.0)</b>
순이자소득	(38.3)	(41.7)	(14.7)	(56.0)	(56.0)
외화관련손익	(39.6)	166.4	(48.1)	0.0	0.0
지분법손익	53.8	44.8	47.3	40.0	40.0
<b>세전계속사업손익</b>	<b>703.9</b>	<b>889.3</b>	<b>652.4</b>	<b>736.0</b>	<b>789.8</b>
<b>당기순이익</b>	<b>505.7</b>	<b>680.5</b>	<b>446.9</b>	<b>559.3</b>	<b>600.3</b>
지배기업당당기순이익	505.6	680.5	446.9	559.3	600.3
증가율 (Y-Y, %)	34.2	34.6	(34.3)	25.2	7.3
<b>NOPLAT</b>	<b>523.6</b>	<b>556.3</b>	<b>486.9</b>	<b>571.5</b>	<b>612.4</b>
(+) Dep	156.1	166.7	179.7	185.2	196.0
(-) 운전자본투자	123.7	(50.6)	363.8	6.8	67.4
(-) Capex	389.1	367.5	247.7	410.3	428.1
OpFCF	166.9	406.1	55.0	339.6	313.0
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	6.1	5.5	5.2	6.0	5.2
영업이익증가율(3Yr)	4.6	4.1	0.6	1.0	3.5
EBITDA증가율(3Yr)	7.3	6.3	2.5	1.9	3.9
순이익증가율(3Yr)	1.7	8.3	5.9	3.4	(4.1)
영업이익률(%)	4.8	4.4	4.2	4.1	4.2
EBITDA마진(%)	5.8	5.5	5.2	5.1	5.3
순이익률(%)	3.3	4.2	2.6	3.1	3.1

### 현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업현금</b>	<b>606.3</b>	<b>602.7</b>	<b>373.9</b>	<b>713.0</b>	<b>704.8</b>
당기순이익	505.7	680.5	446.9	559.3	600.3
자산상각비	156.1	166.7	179.7	185.2	196.0
운전자본증감	(31.9)	(129.0)	(277.9)	(6.8)	(67.4)
매출채권감소(증가)	(257.9)	(77.5)	(455.9)	(11.6)	(91.3)
재고자산감소(증가)	83.3	27.4	(152.6)	(4.8)	(37.5)
매입채무증가(감소)	139.6	(59.4)	330.4	7.5	59.4
<b>투자현금</b>	<b>(517.5)</b>	<b>(341.1)</b>	<b>(203.0)</b>	<b>(425.5)</b>	<b>(445.5)</b>
단기투자자산감소	(108.7)	9.7	52.3	(17.2)	(17.9)
장기투자증권감소	0.0	0.0	2.9	10.8	9.6
설비투자	(389.1)	(367.5)	(247.7)	(410.3)	(428.1)
유무형자산감소	(1.0)	5.9	(1.6)	(2.0)	(2.0)
<b>재무현금</b>	<b>(185.2)</b>	<b>(297.7)</b>	<b>98.9</b>	<b>(112.5)</b>	<b>(112.5)</b>
차입금증가	(72.7)	(185.2)	211.4	0.0	0.0
자본증가	(112.5)	(112.5)	(112.5)	(112.5)	(112.5)
배당금지급	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5
현금 증감	(80.9)	(65.9)	278.0	175.0	146.8
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>904.9</b>	<b>911.4</b>	<b>837.4</b>	<b>719.7</b>	<b>772.2</b>
(-) 운전자본증가(감소)	123.7	(50.6)	363.8	6.8	67.4
(-) 설비투자	389.1	367.5	247.7	410.3	428.1
(+) 자산매각	(1.0)	5.9	(1.6)	(2.0)	(2.0)
Free Cash Flow	355.5	441.3	356.5	287.5	259.3
(-) 기타투자	0.0	0.0	(2.9)	(10.8)	(9.6)
잉여현금	355.5	441.3	359.4	298.3	268.9

### 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Per share Data</b>					
EPS	13,483	18,147	11,916	14,916	16,007
BPS	90,856	104,471	111,114	123,332	136,610
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	11.5	7.5	11.5	9.2	8.5
PBR	1.7	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.4	6.4	7.1	6.6	6.0
배당수익률	1.9	2.2	2.2	2.2	2.2
PCR	6.4	5.6	6.1	7.1	6.6
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>재무건전성(%)</b>					
부채비율	129.1	105.2	109.8	100.0	92.1
Net debt/Equity	22.6	15.1	29.0	22.2	17.0
Net debt/EBITDA	88.9	67.6	139.8	112.4	88.7
유동비율	150.3	152.5	154.2	160.5	166.7
이자보상배율	19.0	17.4	48.3	13.4	14.4
이자비용/매출액	0.4	0.4	0.2	0.4	0.4
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	64.6	67.1	69.5	68.3	67.7
현금+투자자산(%)	35.4	32.9	30.5	31.7	32.3
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	35.2	28.8	36.6	34.3	32.2
자기자본(%)	64.8	71.2	63.4	65.7	67.8

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

# 아시아나항공

(020560)

**BUY**

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	5,300		유지
Earnings			하향

## Stock Information

현재가(1/11)	4,220원
예상 주가상승률	25.6%
시가총액	8,661억원
비중(KOSPI내)	0.06%
발행주식수	205,235천주
52주 최저가/최고가	3,350 - 5,460원
3개월 일평균거래대금	32억원
외국인 지분율	14.9%
주요주주지분율(%)	
금호산업(주) (외 4인)	33.5
금호석유화학(주)	12.0
엔에이치큐씨피 (외 2인)	0.2

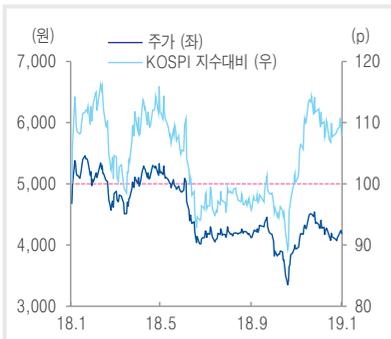
## Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	3.7	n/a	20.4
PBR(배)	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	7.1	12.1	5.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

## Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(1.3)	(0.1)	(9.8)	2.1
KOSPI대비 상대수익률	(2.4)	8.9	6.7	0.4

## Price Trend



## 자본확충 후에 다시 보자

### Issue

2019년 투자의견 점검 및 4Q18 preview

### Pitch

- 2018년 떠들썩하게 했던 유동성 이슈는 해소되었고, 2019년 단기차입금 부담이 크지 않아 큰 위기는 지나갔음. 재무구조 관련 이슈는 한 가지 남아 있는데, 1Q19부터의 부채비율 상승에 대비한 자본확충임. 영구채 발행 추진중
- 현 주가는 목표주가 대비 상승여력이 발생한 상태로 매수 추천 유지. 목표주가는 19E PBR 0.9x에 해당

### Rationale

- LCC 처럼 성장세가 급격히 둔화되지는 않지만, 대한항공처럼 premium yield 강세도 없음. 구조적 변화요인 없이 2019년 실적은 여객업황 성장 둔화, 화물 둔화, 유류비 하락 만을 반영할 예정
- 2019년 영업이익은 2,345억원(YoY +3.8%) 전망하는데, 아직 순상환국면으로 가기는 부족한 수준임. 다만 차환 여력은 증대되며 유동성 위기 등의 단어는 등장하지 않을 전망
- 1Q19부터 리스회계 변경으로 부채비율이 약 200%pt 내외 증가를 예상하는데, 18년말 부채비율 560%를 추정하고 있어 800% 수준에 근접하게 될 전망. 원달러 환율 추이를 예상할 수 없으므로 선제적인 부채비율 감소가 필요한데, 순상환 여력이 없으므로 자본확충 방향으로 시도가 있을 전망. 지난해부터 추진중인 영구채 발행 시도, 1,000억원 CB전환(@5,000원) 등이 옵션
- 액면가인 5,000원 이상의 주가에서 CB전환이나 증자 가능성 등이 부담스럽다는 점이 동사 주가가 안되는 이유인데, 자본확충이 일단락 되어야 실적에 따른 투자가 가능해질 것으로 예상함. 다만 아직까지 실적 자체의 체력은 높지 않은 편이라 회석을 감수해가며 선제적인 투자에 나설 필요는 없어 보임

## Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	5,764	6,227	6,884	6,841	6,945	7,056	7,168
영업이익	256	276	226	234	241	260	279
EBITDA	658	723	345	698	709	733	757
순이익	53	248	(33)	42	44	57	71
순차입금	4,312	4,207	3,315	3,276	3,245	3,204	3,151
매출증가율	4.0	8.0	10.5	(0.6)	1.5	1.6	1.6
영업이익률	4.5	4.4	3.3	3.4	3.5	3.7	3.9
순이익률	0.9	4.0	(0.5)	0.6	0.6	0.8	1.0
EPS증가율	흑전	400.7	적전	흑전	3.5	30.9	24.2
ROE	6.1	24.3	(2.9)	3.7	3.6	4.6	5.4

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 아시아나항공 별도기준 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>주요가정</b>											
평균환율	1,154.3	1,129.4	1,132.2	1,105.7	1,072.3	1,078.6	1,121.6	1,128.0	1,130.6	1,099.4	1,120.0
기말환율	1,116.1	1,139.6	1,146.7	1,071.4	1,066.5	1,121.7	1,112.7	1,125.0	1,071.4	1,125.0	1,120.0
항공유가(\$/bbl)	64.9	61.5	63.0	70.0	79.0	87.0	89.0	90.0	64.9	86.3	75.0
<b>매출액</b>	1,356.9	1,384.4	1,520.7	1,526.8	1,461.2	1,501.2	1,691.2	1,637.5	5,788.8	6,291.1	6,323.1
YoY	5.6%	8.1%	3.8%	11.4%	7.7%	8.4%	11.2%	7.2%	1.5%	1.5%	1.5%
<b>국내여객</b>	62.3	87.4	88.4	82.1	68.7	94.9	87.9	84.0	320.1	335.5	345.6
YoY	-1.7%	11.0%	6.2%	29.7%	10.3%	8.7%	-0.6%	2.4%	10.9%	4.8%	3.0%
RPK YoY	2.6%	9.5%	12.9%	6.6%	9.3%	4.4%	-2.9%	0.0%	8.1%	2.4%	0.0%
Yield(KRW) YoY	-4.2%	1.4%	-5.9%	21.7%	0.9%	4.0%	2.4%	2.4%	2.6%	2.4%	3.0%
<b>국제여객</b>	810.1	766.3	900.1	843.3	872.6	850.0	998.0	895.4	3,319.8	3,615.9	3,626.7
YoY	0.1%	0.4%	-2.7%	11.3%	7.7%	10.9%	10.9%	6.2%	2.0%	8.9%	0.3%
RPK YoY	1.5%	2.7%	5.0%	6.1%	10.1%	9.7%	3.8%	4.2%	3.9%	6.8%	1.8%
Yield(KRW) YoY	-1.4%	-2.2%	-7.3%	5.0%	-2.1%	1.1%	6.8%	1.9%	-1.8%	2.0%	-1.4%
<b>화물</b>	280.4	318.0	320.3	385.8	318.0	337.9	375.6	434.9	1,304.6	1,466.4	1,451.0
YoY	16.6%	23.7%	20.8%	12.5%	13.4%	6.2%	17.3%	12.7%	18.0%	12.4%	-1.1%
FTK YoY	12.6%	11.4%	10.8%	1.6%	3.3%	-1.8%	1.5%	1.5%	8.8%	1.1%	2.0%
Yield(KRW) YoY	3.6%	9.8%	7.8%	10.7%	9.8%	9.5%	16.9%	11.0%	8.5%	11.2%	-3.0%
<b>기타</b>	204.1	212.8	211.9	215.6	201.9	218.4	229.8	223.3	844.3	873.3	899.8
<b>영업비용</b>	1,332.5	1,348.4	1,417.1	1,438.4	1,408.0	1,474.1	1,609.9	1,620.4	5,536.4	6,112.4	6,070.3
유류비	356.7	337.8	356.5	386.2	398.2	437.8	502.4	505.7	1,437.2	1,844.1	1,637.9
정비비	94.3	112.9	124.7	104.3	99.6	102.6	105.5	104.3	436.2	412.0	416.1
노무비	184.6	181.3	187.2	187.9	190.1	188.1	197.1	191.7	741.0	767.0	774.6
감가상각비	96.1	101.1	106.9	111.7	107.6	100.5	109.0	110.6	415.8	427.7	432.0
임차료	144.3	150.8	155.6	157.0	153.5	156.7	173.5	165.6	607.7	649.3	688.9
기타	456.6	464.5	486.2	491.3	459.0	488.4	522.4	542.5	1,898.6	2,012.3	2,120.9
<b>영업이익</b>	24.4	36.0	103.6	88.4	53.2	27.1	81.3	17.2	252.4	178.8	252.7
YoY	-22.0%	105.5%	-24.3%	80.8%	118.0%	-24.7%	-21.5%	-80.6%	7.6%	-29.2%	41.4%
OPM	1.8%	2.6%	6.8%	5.8%	3.6%	1.8%	4.8%	1.0%	4.4%	2.8%	4.0%

Source: KTB투자증권

## 재무제표 (아시아나항공)

### 대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,196.6	1,221.2	1,253.9	1,333.4	1,377.3
현금성자산	303.7	318.5	284.9	373.1	404.0
매출채권	439.5	465.3	499.7	492.6	499.8
재고자산	210.0	233.7	263.6	259.8	263.6
비유동자산	7,032.6	7,329.4	6,517.5	6,593.0	6,673.1
투자자산	1,630.9	1,703.2	1,093.7	1,138.1	1,184.3
유형자산	5,155.5	5,363.7	5,159.4	5,187.7	5,218.9
무형자산	246.2	262.5	264.4	267.1	269.9
<b>자산총계</b>	<b>8,229.2</b>	<b>8,550.6</b>	<b>7,771.4</b>	<b>7,926.3</b>	<b>8,050.4</b>
유동부채	3,273.7	3,544.5	3,002.1	3,054.4	3,071.9
매입채무	460.7	448.3	531.0	523.4	531.0
유동성이자부채	1,925.5	2,123.6	1,488.8	1,538.8	1,538.8
비유동부채	3,913.7	3,763.7	3,592.5	3,652.7	3,715.3
비유동이자부채	2,689.9	2,401.9	2,110.6	2,110.6	2,110.6
<b>부채총계</b>	<b>7,187.4</b>	<b>7,308.1</b>	<b>6,594.6</b>	<b>6,707.1</b>	<b>6,787.2</b>
자본금	1,026.2	1,026.2	1,026.2	1,026.2	1,026.2
자본잉여금	0.5	0.5	9.1	9.1	9.1
이익잉여금	(120.6)	155.5	122.6	165.1	209.0
자본조정	(14.2)	(31.5)	(22.3)	(22.3)	(22.3)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>1,041.9</b>	<b>1,242.5</b>	<b>1,176.8</b>	<b>1,219.3</b>	<b>1,263.2</b>
투하자본	4,904.7	5,124.3	4,312.2	4,309.1	4,314.5
순차입금	4,311.6	4,207.0	3,314.6	3,276.4	3,245.4
ROA	0.6	3.0	(0.4)	0.5	0.5
ROE	6.1	24.3	(2.9)	3.7	3.6
ROIC	3.8	3.9	3.5	4.0	4.1

### 손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>5,763.6</b>	<b>6,227.1</b>	<b>6,883.9</b>	<b>6,840.6</b>	<b>6,945.1</b>
증가율 (Y-Y,%)	4.0	8.0	10.5	(0.6)	1.5
<b>영업이익</b>	<b>256.5</b>	<b>275.9</b>	<b>225.9</b>	<b>234.5</b>	<b>241.0</b>
증가율 (Y-Y,%)	456.6	7.6	(18.1)	3.8	2.8
EBITDA	657.8	722.9	344.6	698.3	709.4
<b>영업외손익</b>	<b>(186.2)</b>	<b>75.2</b>	<b>(274.7)</b>	<b>(176.6)</b>	<b>(181.1)</b>
순이자수익	(134.0)	(169.4)	(155.2)	(140.2)	(140.4)
외화관련손익	(62.0)	136.1	(74.8)	3.8	0.0
지분법손익	57.9	141.8	15.7	1.9	1.9
<b>세전계속사업손익</b>	<b>70.3</b>	<b>351.0</b>	<b>(48.9)</b>	<b>57.8</b>	<b>59.9</b>
<b>당기순이익</b>	<b>52.6</b>	<b>247.9</b>	<b>(33.3)</b>	<b>42.2</b>	<b>43.7</b>
지배기업당기순이익	49.3	251.9	(35.1)	42.4	43.9
증가율 (Y-Y,%)	흑전	371.6	흑전	흑전	3.5
<b>NOPLAT</b>	<b>185.9</b>	<b>194.8</b>	<b>163.7</b>	<b>171.2</b>	<b>175.9</b>
(+) Dep	401.3	447.1	118.7	463.8	468.5
(-) 운전자본투자	141.2	(62.9)	(26.0)	(11.1)	(4.5)
(-) Capex	374.9	448.0	364.4	492.1	499.6
OpFCF	71.1	256.8	(55.8)	153.9	149.3
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	0.2	2.2	7.5	5.9	3.7
영업이익증가율(3Yr)	n/a	41.2	69.9	(2.9)	(4.4)
EBITDA증가율(3Yr)	32.0	16.4	(10.0)	2.0	(0.6)
순이익증가율(3Yr)	n/a	57.6	n/a	(7.0)	(43.9)
영업이익률(%)	4.5	4.4	3.3	3.4	3.5
EBITDA마진(%)	11.4	11.6	5.0	10.2	10.2
순이익률(%)	0.9	4.0	(0.5)	0.6	0.6

### 현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업현금</b>	<b>658.8</b>	<b>660.3</b>	<b>631.2</b>	<b>575.5</b>	<b>577.6</b>
당기순이익	52.6	247.9	(33.3)	42.2	43.7
자산상각비	401.3	447.1	118.7	463.8	468.5
운전자본증감	11.6	37.5	(27.3)	11.1	4.5
매출채권감소(증가)	(51.5)	(26.4)	41.4	7.1	(7.2)
재고자산감소(증가)	(8.6)	(23.1)	13.4	3.7	(3.8)
매입채무증가(감소)	41.8	(30.9)	(63.0)	(7.5)	7.6
<b>투자현금</b>	<b>(55.1)</b>	<b>(654.7)</b>	<b>292.4</b>	<b>(539.3)</b>	<b>(548.7)</b>
단기투자자산감소	46.0	(17.4)	(12.4)	(2.0)	(2.1)
장기투자증권감소	5.4	41.0	155.3	(5.3)	(5.6)
설비투자	(374.9)	(448.0)	(364.4)	(492.1)	(499.6)
유무형자산감소	179.1	9.2	412.8	(2.7)	(2.7)
<b>재무현금</b>	<b>(511.6)</b>	<b>(8.2)</b>	<b>(964.9)</b>	<b>50.0</b>	<b>0.0</b>
차입금증가	(561.5)	85.9	(931.6)	50.0	0.0
자본증가	49.9	(0.2)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
현금 증감	88.0	5.4	(41.3)	86.2	28.8
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>754.4</b>	<b>808.3</b>	<b>773.7</b>	<b>564.5</b>	<b>573.0</b>
(-) 운전자본증가(감소)	141.2	(62.9)	(26.0)	(11.1)	(4.5)
(-) 설비투자	374.9	448.0	364.4	492.1	499.6
(+) 자산매각	179.1	9.2	412.8	(2.7)	(2.7)
Free Cash Flow	710.9	191.1	1,038.9	36.2	28.8
(-) 기타투자	(5.4)	(41.0)	(155.3)	5.3	5.6
잉여현금	716.3	232.1	1,194.2	30.9	23.2

### 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Per share Data</b>					
EPS	245	1,227	(171)	207	214
BPS	3,146	4,328	4,245	4,438	4,639
DPS	0	0	0	0	0
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	17.2	3.7	n/a	20.4	19.7
PBR	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.9	7.1	12.1	5.9	5.8
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	1.1	1.2	1.1	1.5	1.5
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>재무건전성(%)</b>					
부채비율	689.9	588.2	560.4	550.1	537.3
Net debt/Equity	413.8	338.6	281.7	268.7	256.9
Net debt/EBITDA	655.4	581.9	961.9	469.2	457.5
유동비율	36.6	34.5	41.8	43.7	44.8
이자보상배율	1.9	1.6	1.5	1.7	1.7
이자비용/매출액	2.5	2.8	2.3	2.1	2.1
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	71.7	71.7	75.8	74.0	73.1
현금+투자자산(%)	28.3	28.3	24.2	26.0	26.9
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	81.6	78.5	75.4	75.0	74.3
자기자본(%)	18.4	21.5	24.6	25.0	25.7

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

# 제주항공

(089590)

## BUY

	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	BUY	하향
목표주가	36,000	47,000	하향
Earnings			하향

### Stock Information

현재가(1/11)	33,800원
예상 주가상승률	6.5%
시가총액	8,909억원
비중(KOSPI내)	0.07%
발행주식수	26,357천주
52주 최저가/최고가	28,800 - 51,000원
3개월 일평균거래대금	37억원
외국인 지분율	9.7%
주요주주지분율(%)	
AK홀딩스 (외 7인)	59.6
제주특별자치도청	7.6
제주항공 자사주	0.2

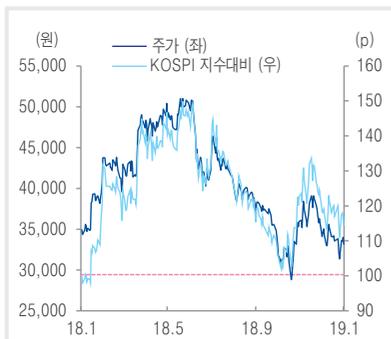
### Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	12.0	9.9	8.5
PBR(배)	3.0	2.3	1.9
EV/EBITDA(배)	5.1	4.6	3.7
배당수익률(%)	1.7	1.8	1.8

### Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(0.9)	(26.4)	(3.3)	0.7
KOSPI대비 상대수익률	(2.0)	(17.4)	13.3	(0.9)

### Price Trend



## 성장 둔화에 대한 걱정

### Issue

2019년 투자의견 점검 및 4Q18 preview

### Pitch

- 인천공항이 포화된 상황에서 2019년 간의 성장률을 지켜낼 수 있을 지 우려. 일단 4Q18 top-line은 부진한데, 주요 노선의 일시적 자연재해 영향인지, 지방발 수요의 부족 때문인지 불분명. 동북아 737-800 취항권의 주요 공항도 slot 부족 심화 이슈가 있어 성장성 뿐만 아니라 수익성 하락도 우려. 이러한 우려를 해소할 수 있는 737 MAX 8 항공기는 2022년부터 도입 예정
- 진에어와 같이 LCC 실적 성장을 둔화를 반영하여 target multiple을 9.0x로 하향, 목표주가 3.6만원으로 하향, 투자의견 Hold. 19E PER 9.0x는 글로벌 LCC 최하단 수준의 valuation

### Rationale

- 국내 전공항 기준 LCC 합산 국제여객 점유율이 30% 내외에서 횡보중. 인천공항 slot 포화 이후 지방발 수요로 눈을 돌리고 있으나 성장속도가 눈에 띄게 둔화. 출발지(O) 뿐만 아니라 도착지(D) slot도 인기 시간대 포화가 임박해 신규 OD pair의 수익성을 담보하기 어려울 전망
- 4Q18 영업이익 20억원 (YoY -89%) 예상. 국제 RPK YoY +29%, L/F 86.9%, yield -4.0%로 가정
- 유류비 부담은 10~11월 연고점 수준. 4Q 유류비 953억원으로 YoY 57% 증가할 전망. 영업 실적 부진에 따라 인센티브 환입가능성 존재하며, 그 여부에 따라 전체 영업이익은 적자 ~50억원 수준의 밴드일 것으로 추정함
- 항공기리를 늘릴 수 있는 B737 MAX 8 기종은 총 50기(40기+10기 옵션) 도입 예정인데, 2022년부터 평균 8~10대씩 인도

### Earnings Forecasts

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	748	996	1,254	1,479	1,678	1,891	2,110
영업이익	58	101	98	124	134	148	158
EBITDA	72	127	130	158	175	195	211
순이익	53	78	90	105	110	120	128
순차입금	(326)	(292)	(298)	(310)	(320)	(332)	(342)
매출증가율	23.0	33.3	25.8	17.9	13.5	12.7	11.6
영업이익률	7.8	10.2	7.8	8.4	8.0	7.8	7.5
순이익률	7.1	7.8	7.2	7.1	6.6	6.4	6.1
EPS증가율	11.6	44.9	15.2	17.0	4.8	9.2	6.7
ROE	21.0	25.8	24.2	23.2	20.2	18.7	17.0

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 제주항공 연결기준 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
Assumptions											
원달러 평균	1,154.3	1,129.4	1,132.1	1,105.7	1,072.3	1,078.0	1,121.6	1,127.5	1,130.4	1,099.9	1,120.0
MOPS 항공유가 (\$/bbl)	64.9	61.5	63.0	70.0	79.0	84.7	89.0	92.0	64.9	86.2	75.0
매출액	240.2	228.0	266.6	261.5	308.5	283.3	350.1	311.9	996.3	1,253.8	1,478.5
YoY	38.7%	40.7%	20.3%	37.1%	28.4%	24.2%	31.3%	19.3%	33.3%	25.8%	17.9%
국내여객매출액	43.8	60.9	61.7	56.8	47.0	63.4	59.8	56.8	223.2	227.0	229.3
YoY	4.8%	14.0%	-0.6%	24.6%	7.3%	4.1%	-3.1%	0.0%	10.0%	1.7%	1.0%
ASK YoY 증감률	-6.4%	0.0%	-6.9%	0.1%	8.1%	4.3%	1.6%	1.6%	-3.4%	3.8%	1.0%
RPK YoY 증감률	-0.4%	1.7%	-3.4%	3.4%	6.8%	3.9%	-1.2%	0.0%	0.3%	2.2%	1.0%
L/F	94.9%	95.8%	95.9%	95.6%	93.7%	95.4%	93.2%	94.1%	95.6%	94.1%	94.1%
Yield(KRW) YoY 증감률	5.2%	12.1%	2.9%	20.5%	0.5%	0.2%	-1.9%	0.0%	9.7%	-0.5%	0.0%
국제여객매출액	180.0	146.4	184.6	183.1	239.7	196.3	263.6	226.8	694.1	926.4	1129.1
YoY	50.9%	52.3%	26.7%	45.8%	33.2%	34.1%	42.8%	23.8%	42.6%	33.5%	21.9%
ASK YoY 증감률	53.1%	42.0%	30.5%	24.6%	22.9%	30.0%	35.2%	31.0%	36.4%	29.9%	24.5%
RPK YoY 증감률	59.9%	48.9%	36.1%	26.0%	24.9%	32.7%	30.8%	29.0%	41.1%	29.3%	25.8%
L/F	88.8%	85.9%	89.7%	88.2%	90.2%	87.6%	86.8%	86.9%	88.2%	87.8%	88.7%
Yield(KRW) YoY 증감률	-5.6%	2.3%	-6.9%	15.7%	6.6%	1.1%	9.2%	-4.0%	1.1%	3.2%	-3.1%
기타(부가매출)	16.4	20.7	20.3	21.5	21.8	23.6	26.1	28.4	78.9	99.9	120.2
% of Revenue	6.8%	9.1%	7.6%	8.2%	7.1%	8.3%	7.5%	9.1%	7.9%	8.0%	8.1%
영업비용	212.9	211.8	226.2	243.8	262.1	271.6	312.3	309.9	894.8	1,156.0	1,354.7
종업원급여	34.0	39.0	39.3	43.5	49.4	47.1	51.2	55.1	155.8	202.8	256.8
감가상각비	6.1	6.1	6.2	6.9	7.4	7.5	8.4	8.2	25.2	31.4	38.1
임차료	29.8	30.8	31.3	32.7	32.3	33.2	34.5	36.8	124.7	136.8	161.2
연료유류비	55.2	48.7	53.3	60.6	71.2	78.4	98.1	95.3	217.8	342.9	371.8
정비비	20.9	20.7	21.8	23.8	21.1	25.4	26.4	28.1	87.2	100.9	123.2
공항관련비	40.1	41.3	45.7	46.5	47.5	51.3	57.5	56.0	173.6	212.3	261.2
판매수수료	2.8	2.7	2.7	3.2	3.0	2.7	3.1	3.0	11.3	11.8	14.0
기타	24.0	22.6	26.0	26.6	30.2	26.1	33.2	27.5	99.2	117.1	128.4
영업이익	27.3	16.2	40.4	17.7	46.4	11.6	37.8	2.0	101.5	97.7	123.8
OPM	11.4%	7.1%	15.2%	6.8%	15.0%	4.1%	10.8%	0.6%	10.2%	7.8%	8.4%
YoY	63.2%	2,447.2%	5.8%	506.5%	70.0%	-28.2%	-6.5%	-88.8%	73.8%	-3.8%	26.7%

Source: KTB투자증권

## 재무제표 (제주항공)

### 대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	437.8	450.1	504.5	526.2	544.9
현금성자산	346.4	350.3	402.8	415.5	425.2
매출채권	28.9	45.0	45.0	51.9	58.8
재고자산	8.3	9.4	10.9	12.6	14.2
비유동자산	162.6	350.3	482.1	570.0	666.2
투자자산	91.7	161.2	197.3	205.3	213.7
유형자산	58.9	170.6	259.5	335.9	421.2
무형자산	11.9	18.5	25.3	28.8	31.4
<b>자산총계</b>	<b>600.3</b>	<b>800.4</b>	<b>986.5</b>	<b>1,096.3</b>	<b>1,211.2</b>
유동부채	260.9	368.2	355.1	369.3	383.5
매입채무	55.4	71.4	77.1	89.0	100.7
유동성이자부채	20.3	58.2	37.0	37.0	37.0
비유동부채	67.5	100.7	223.0	229.3	235.9
비유동이자부채	0.0	0.0	68.1	68.1	68.1
<b>부채총계</b>	<b>328.4</b>	<b>469.0</b>	<b>578.1</b>	<b>598.6</b>	<b>619.3</b>
자본금	131.5	131.8	131.8	131.8	131.8
자본잉여금	89.4	89.6	89.8	89.8	89.8
이익잉여금	50.9	114.9	188.8	278.0	372.2
자본조정	0.1	(4.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
자기주식	0.0	(4.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
<b>자본총계</b>	<b>271.9</b>	<b>331.4</b>	<b>408.5</b>	<b>497.6</b>	<b>591.8</b>
투하자본	(55.1)	37.0	108.4	184.7	269.1
순차입금	(326.1)	(292.1)	(297.7)	(310.4)	(320.1)
ROA	9.8	11.1	10.0	10.1	9.5
ROE	21.0	25.8	24.2	23.2	20.2
ROIC	na	na	103.1	64.7	45.4

### 손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>747.6</b>	<b>996.4</b>	<b>1,253.8</b>	<b>1,478.5</b>	<b>1,677.9</b>
증가율 (Y-Y, %)	23.0	33.3	25.8	17.9	13.5
<b>영업이익</b>	<b>58.4</b>	<b>101.3</b>	<b>97.8</b>	<b>123.8</b>	<b>134.4</b>
증가율 (Y-Y, %)	13.6	73.4	(3.5)	26.6	8.6
EBITDA	72.5	126.5	130.1	158.5	175.1
<b>영업외손익</b>	<b>10.4</b>	<b>(0.1)</b>	<b>19.3</b>	<b>13.2</b>	<b>9.2</b>
순이자수익	1.9	2.7	7.6	16.0	12.0
외화관련손익	3.1	(0.7)	(2.9)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업손익</b>	<b>68.8</b>	<b>101.2</b>	<b>117.1</b>	<b>137.0</b>	<b>143.6</b>
<b>당기순이익</b>	<b>53.0</b>	<b>77.8</b>	<b>89.7</b>	<b>104.9</b>	<b>110.0</b>
지배기업당기순이익	53.0	77.8	89.7	104.9	110.0
증가율 (Y-Y, %)	12.3	46.9	15.3	17.0	4.8
<b>NOPLAT</b>	<b>45.0</b>	<b>77.9</b>	<b>74.9</b>	<b>94.8</b>	<b>103.0</b>
(+) Dep	14.1	25.2	32.3	34.6	40.7
(-) 운전자본투자	(56.5)	(61.1)	(6.1)	(5.2)	(5.2)
(-) Capex	30.4	133.2	120.1	103.5	117.5
OpFCF	85.1	31.0	(6.8)	31.2	31.4
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	19.9	25.0	27.3	25.5	19.0
영업이익증가율(3Yr)	50.8	50.8	23.9	28.5	9.9
EBITDA증가율(3Yr)	43.0	49.4	28.6	29.8	11.4
순이익증가율(3Yr)	39.2	34.5	23.9	25.6	12.2
영업이익률(%)	7.8	10.2	7.8	8.4	8.0
EBITDA마진(%)	9.7	12.7	10.4	10.7	10.4
순이익률(%)	7.1	7.8	7.2	7.1	6.6

### 현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업현금</b>	<b>110.2</b>	<b>144.6</b>	<b>119.1</b>	<b>151.1</b>	<b>162.4</b>
당기순이익	53.0	77.8	89.7	104.9	110.0
자산상각비	14.1	25.2	32.3	34.6	40.7
운전자본증감	33.1	23.1	6.6	5.2	5.2
매출채권감소(증가)	1.2	(7.8)	1.9	(6.9)	(6.8)
재고자산감소(증가)	(2.2)	(1.1)	(1.5)	(1.7)	(1.7)
매입채무증가(감소)	(0.0)	0.0	9.3	11.9	11.7
<b>투자현금</b>	<b>(61.8)</b>	<b>(223.4)</b>	<b>(157.2)</b>	<b>(134.9)</b>	<b>(149.7)</b>
단기투자자산감소	(26.1)	(68.7)	(45.6)	(12.4)	(12.9)
장기투자증권감소	(1.0)	(1.4)	(1.0)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(30.4)	(133.2)	(120.1)	(103.5)	(117.5)
유무형자산감소	(1.3)	(5.7)	(6.4)	(11.1)	(11.1)
<b>재무현금</b>	<b>(7.3)</b>	<b>20.2</b>	<b>33.1</b>	<b>(15.8)</b>	<b>(15.8)</b>
차입금증가	0.2	37.8	48.8	0.0	0.0
자본증가	(7.7)	(12.7)	(15.7)	(15.8)	(15.8)
배당금지급	10.4	13.1	15.7	15.8	15.8
현금 증감	42.4	(64.7)	(5.2)	0.3	(3.1)
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>78.7</b>	<b>139.2</b>	<b>144.1</b>	<b>145.9</b>	<b>157.2</b>
(-) 운전자본증가(감소)	(56.5)	(61.1)	(6.1)	(5.2)	(5.2)
(-) 설비투자	30.4	133.2	120.1	103.5	117.5
(+) 자산매각	(1.3)	(5.7)	(6.4)	(11.1)	(11.1)
Free Cash Flow	50.0	(61.1)	(6.6)	16.2	12.7
(-) 기타투자	1.0	1.4	1.0	0.1	0.1
잉여현금	49.0	(62.5)	(7.6)	16.1	12.6

### 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Per share Data</b>					
EPS	2,040	2,954	3,402	3,982	4,175
BPS	9,889	11,871	14,538	17,789	21,263
DPS	500	600	600	600	600
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	12.3	12.0	9.9	8.5	8.1
PBR	2.5	3.0	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	4.6	5.1	4.6	3.7	3.3
배당수익률	2.0	1.7	1.8	1.8	1.8
PCR	8.3	6.7	6.2	6.1	5.7
PSR	0.9	0.9	0.7	0.6	0.5
<b>재무건전성(%)</b>					
부채비율	120.8	141.5	141.5	120.3	104.6
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	167.8	122.2	142.1	142.5	142.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.0	n/a	n/a	n/a
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	(14.4)	6.7	15.3	22.9	29.6
현금+투자자산(%)	114.4	93.3	84.7	77.1	70.4
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	7.0	14.9	20.5	17.4	15.1
자기자본(%)	93.0	85.1	79.5	82.6	84.9

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

# CJ대한통운

(000120)

## HOLD

	현재	직전	변동
투자의견	HOLD		유지
목표주가	150,000		유지
Earnings			상향

### Stock Information

현재가(1/11)	168,500원
예상 주가상승률	-11.0%
시가총액	38,439억원
비중(KOSPI내)	0.28%
발행주식수	22,812천주
52주 최저가/최고가	122,000 - 175,000원
3개월 일평균거래대금	110억원
외국인 지분율	15.2%
주요주주지분율(%)	
CJ제일제당 (외 1인)	40.2
CJ대한통운 자사주	20.4
국민연금공단	8.2

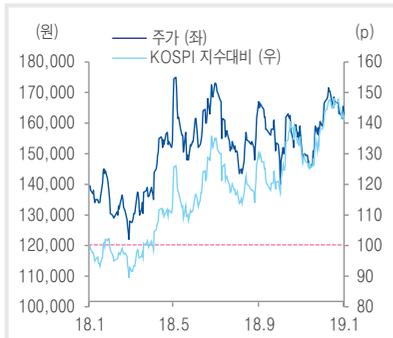
### Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	101.4	68.8	45.3
PBR(배)	3.5	5.3	4.6
EV/EBITDA(배)	13.2	15.3	12.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

### Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	5.6	(2.3)	20.8	0.9
KOSPI대비 상대수익률	4.5	6.7	37.4	(0.8)

### Price Trend



## 단가 상승으로 이익 증가 기대

### Issue

2019년 투자의견 점검 및 4Q18 preview

### Pitch

- 2019년은 택배 단가 상승의 원년. 이로 인한 택배 부문 이익증가와 DSC M&A 온기 반영 효과로 영업이익이 YoY 34% 증가할 전망
- 단 이미 높아져 있는 valuation에 단가 인상 기대감은 기반영. 2019년 크게 개선된 지배순익 기준으로 PER은 45x에 달함. 기타손실의 대부분이 영업과 관련있는 현금성 지출이며 경영상적으로 발생하기 때문에 EBITDA 배수보다는 순이익에 집중해야 함
- 투자의견 Hold 유지. 국면별로 모멘텀에 의한 등락이 있겠으나, 실적 개선으로 valuation이 정상화 될 때까지 주가 장기 횡보 예상함. 이미 글로벌 택배사 주가는 시장 대비 할인 거래중

### Rationale

- 4Q18 영업이익 838억원 (YoY+40%)으로 예상을 상회할 전망. 택배 쪽에서 대전HUB와 파업관련 비용이 예상보다 적은 80억원 규모로 발생. 직전분기와 다르게 완전폐쇄였기 때문에 대체배송을 위한 인건비 부담이 오히려 적었음. 총당금 환입 관련 일회성 이익도 기여
- 택배 ASP는 YoY flat 내지 3Q18 때와 유사한 수준으로 소폭 하락할 전망. 추석물량이 없는 4Q는 고단가 이행물량 비중이 낮고, 영업망 교란으로 고단가 물량 위주의 집하가 감소했던 것으로 추정. 반면 조업일수 증가로 물동량은 YoY 15% 증가, 3Q의 YoY 11% 대비 성장률 개선
- CL부문은 GWCT exit 완료된 영향으로 영업이익 20억원 내외의 개선을 전망. 건설 부문은 3Q18과 유사한 규모의 이익을 예상함
- 영업외손실은 500억원 이상 발생하며 순이익 부진 전망. 4Q 회계 특성상 경성적인 수준 약 400억원 대비 증가를 가정하였음

### Earnings Forecasts

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	6,082	7,110	9,287	11,160	12,852	14,151	15,548
영업이익	228	236	239	319	433	476	522
EBITDA	373	397	447	565	685	732	781
순이익	68	39	70	106	185	216	248
순차입금	1,638	2,048	2,977	3,137	3,192	3,148	3,081
매출증가율	20.3	16.9	30.6	20.2	15.2	10.1	9.9
영업이익률	3.8	3.3	2.6	2.9	3.4	3.4	3.4
순이익률	1.1	0.5	0.8	1.0	1.4	1.5	1.6
EPS증가율	21.4	(43.6)	77.4	51.9	74.7	16.3	15.0
ROE	2.9	1.6	2.9	4.2	7.0	7.7	8.3

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 CJ대한통운 연결기준 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,594.9	1,707.8	1,873.2	1,934.5	2,001.5	2,284.6	2,418.4	2,582.1	7,110.4	9,286.7	11,160.4	12,851.8
YoY	10.4%	12.8%	25.7%	18.5%	25.5%	33.8%	29.1%	33.5%	16.9%	30.6%	20.2%	15.2%
택배	478.8	509.7	531.0	555.5	556.6	586.2	587.8	638.3	2,075.0	2,368.9	2,760.2	3,206.7
YoY	13.2%	14.1%	18.8%	9.4%	16.2%	15.0%	10.7%	14.9%	13.7%	14.2%	16.5%	16.2%
물량(백만Box)	239.6	261.3	272.0	282.0	286.2	306.7	302.6	324.0	1,054.9	1,219.5	1,368.9	1,514.7
YoY	14.5%	16.5%	23.4%	12.8%	19.4%	17.4%	11.3%	14.9%	16.7%	15.6%	12.3%	10.7%
ASP(원/Box)	1,998.3	1,950.6	1,952.2	1,969.9	1,944.8	1,911.3	1,942.5	1,970.0	1,967.0	1,942.5	2,016.4	2,117.1
YoY	-1.2%	-2.1%	-3.7%	-3.0%	-2.7%	-2.0%	-0.5%	0.0%	-2.5%	-1.2%	3.8%	5.0%
CL	585.4	602.9	620.1	619.4	615.5	641.0	649.2	662.8	2,427.8	2,568.5	2,683.5	2,790.8
YoY	3.0%	3.0%	4.8%	0.7%	5.1%	6.3%	4.7%	7.0%	2.9%	5.8%	4.5%	4.0%
글로벌	530.7	595.2	722.1	759.6	773.3	861.6	1,011.1	1,146.1	2,607.6	3,792.1	5,116.7	6,054.2
YoY	16.9%	23.6%	59.8%	48.9%	45.7%	44.8%	40.0%	50.9%	37.4%	45.4%	34.9%	18.3%
건설					56.0	195.8	134.0	135.0		520.8	600.0	800.0
YoY					n/a	n/a	n/a	n/a		n/a	15.2%	33.3%
매출총이익	173.0	185.8	199.8	197.6	175.3	208.3	206.5	238.8	756.2	828.9	1,044.8	1,268.2
GPM	10.8%	10.9%	10.7%	10.2%	8.8%	9.1%	8.5%	9.2%	10.6%	8.9%	9.4%	9.9%
택배	44.9	57.4	50.5	52.7	43.9	58.6	35.9	56.2	205.5	194.6	265.1	361.5
GPM	9.4%	11.3%	9.5%	9.5%	7.9%	10.0%	6.1%	8.8%	9.9%	8.2%	9.6%	11.3%
CL	67.3	66.4	70.8	69.6	60.5	60.0	67.6	70.3	274.1	258.4	284.5	295.8
GPM	11.5%	11.0%	11.4%	11.2%	9.8%	9.4%	10.4%	10.6%	11.3%	10.1%	10.6%	10.6%
글로벌	60.8	62.0	78.5	75.3	69.6	75.3	87.1	94.8	276.6	326.8	435.2	530.9
GPM	11.5%	10.4%	10.9%	9.9%	9.0%	8.7%	8.6%	8.3%	10.6%	8.6%	8.5%	8.8%
건설	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3	14.4	15.9	17.6	0.0	49.2	60.0	80.0
GPM	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	7.4%	11.9%	13.0%	0.0%	9.4%	10.0%	10.0%
판매비	121.9	124.0	137.1	137.6	130.0	151.2	153.6	154.9	520.5	589.7	725.4	835.4
YoY	15.5%	11.9%	22.9%	19.8%	6.7%	22.0%	12.0%	12.6%	17.6%	13.3%	23.0%	15.2%
% of Revenue	7.6%	7.3%	7.3%	7.1%	6.5%	6.6%	6.4%	6.0%	7.3%	6.4%	6.5%	6.5%
영업이익	51.1	61.9	62.6	60.0	45.3	57.1	52.9	83.8	235.7	239.1	319.4	432.9
YoY	-3.9%	3.7%	3.8%	8.7%	-11.4%	-7.7%	-15.5%	39.6%	3.2%	1.5%	33.6%	35.5%
OPM	3.2%	3.6%	3.3%	3.1%	2.3%	2.5%	2.2%	3.2%	3.3%	2.6%	2.9%	3.4%
영업외손익	-38.2	-23.9	-42.2	-58.2	-1.9	-37.1	-44.5	-50.8	-162.5	-134.3	-167.8	-168.0
금융손익	-15.5	-9.8	-20.8	-18.5	-17.2	-20.8	-23.3	-23.8	-64.6	-85.1	-99.8	-100.0
기타손익	-20.2	-16.9	-19.1	-21.4	17.6	-15.3	-18.6	-25.0	-77.5	-41.2	-60.0	-60.0
지분법손익	-2.5	2.7	-2.3	-18.2	-2.4	-1.0	-2.6	-2.0	-20.4	-8.0	-8.0	-8.0
세전이익	12.9	37.9	20.4	1.9	43.4	20.0	8.4	33.0	73.1	104.8	151.6	264.9
법인세비용	8.5	13.4	9.6	2.8	8.5	13.3	3.2	9.9	34.2	35.0	45.5	79.5
T/R	65.7%	35.3%	47.0%	146.6%	19.7%	66.4%	38.1%	30.0%	46.8%	33.3%	30.0%	30.0%
당기순이익	4.4	24.5	10.8	-0.9	34.8	6.7	5.2	23.1	38.9	69.9	106.1	185.4
YoY	-83.2%	-13.8%	1851.6%	적전	685.8%	-72.5%	-51.9%	흑전	-43.0%	79.7%	51.8%	74.7%
NPM	0.3%	1.4%	0.6%	0.0%	1.7%	0.3%	0.2%	0.9%	0.5%	0.8%	1.0%	1.4%
지배순이익	3.8	22.3	9.3	-3.8	32.9	4.6	-0.2	18.5	31.5	55.9	84.9	148.3

Source: KTB투자증권

## 재무제표 (CJ대한통운)

### 대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,511.1	1,803.5	2,139.4	2,492.8	2,878.4
현금성자산	160.4	193.7	131.8	201.6	276.2
매출채권	1,207.0	1,425.4	1,811.0	2,088.9	2,393.8
재고자산	15.2	15.7	26.1	30.1	34.5
비유동자산	4,010.1	4,505.4	5,635.9	5,786.5	5,885.4
투자자산	605.4	607.5	602.9	612.0	621.2
유형자산	2,036.5	2,429.5	3,271.7	3,435.4	3,546.7
무형자산	1,368.1	1,468.4	1,761.3	1,739.1	1,717.4
<b>자산총계</b>	<b>5,521.2</b>	<b>6,308.9</b>	<b>7,775.3</b>	<b>8,279.3</b>	<b>8,763.7</b>
유동부채	1,362.4	1,890.1	2,494.5	2,703.7	2,899.1
매입채무	740.5	1,019.5	1,094.1	1,262.0	1,446.2
유동성이자부채	516.5	742.9	1,271.5	1,311.5	1,321.5
비유동부채	1,419.6	1,636.1	2,326.7	2,536.6	2,677.3
비유동이자부채	1,281.8	1,498.9	1,836.9	2,026.9	2,146.9
<b>부채총계</b>	<b>2,781.9</b>	<b>3,526.2</b>	<b>4,821.2</b>	<b>5,240.3</b>	<b>5,576.4</b>
자본금	114.1	114.1	114.1	114.1	114.1
자본잉여금	2,248.7	2,248.4	2,260.3	2,260.3	2,260.3
이익잉여금	541.6	573.5	627.9	712.8	861.1
자본조정	(558.2)	(564.3)	(515.5)	(515.5)	(515.5)
자기주식	(508.7)	(508.7)	(456.8)	(456.8)	(456.8)
<b>자본총계</b>	<b>2,739.3</b>	<b>2,782.7</b>	<b>2,954.1</b>	<b>3,039.0</b>	<b>3,187.3</b>
투하자본	4,244.2	4,731.3	5,810.8	6,051.0	6,249.6
순차입금	1,637.8	2,048.1	2,976.6	3,136.8	3,192.1
ROA	1.4	0.7	1.0	1.3	2.2
ROE	2.9	1.6	2.9	4.2	7.0
ROIC	4.4	2.8	3.0	3.8	4.9

### 현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업현금</b>	<b>208.4</b>	<b>246.4</b>	<b>(110.9)</b>	<b>243.6</b>	<b>303.6</b>
당기순이익	68.2	38.9	69.8	106.1	185.4
자산상각비	145.0	161.3	207.9	245.2	252.1
운전자본증감	(73.8)	(53.0)	(357.4)	(114.4)	(125.5)
매출채권감소(증가)	48.2	(223.2)	(139.3)	(277.9)	(304.8)
재고자산감소(증가)	(0.4)	(0.1)	(6.0)	(4.0)	(4.4)
매입채무증가(감소)	(15.2)	84.8	(19.4)	167.9	184.2
<b>투자현금</b>	<b>(705.5)</b>	<b>(689.6)</b>	<b>(801.0)</b>	<b>(405.2)</b>	<b>(360.5)</b>
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.4)	(1.5)	(1.5)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(3.2)	(12.9)	(13.1)
설비투자	(233.2)	(484.6)	(462.6)	(360.0)	(315.0)
유무형자산감소	0.7	(27.0)	2.3	(26.7)	(26.7)
<b>재무현금</b>	<b>543.2</b>	<b>456.5</b>	<b>835.3</b>	<b>230.0</b>	<b>130.0</b>
차입금증가	355.1	455.7	805.8	230.0	130.0
자본증가	(0.4)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.4	0.7	0.0	0.0	0.0
현금 증감	38.6	15.6	(58.3)	68.3	73.1
<b>총현금흐름 (Gross CF)</b>	<b>336.0</b>	<b>374.3</b>	<b>329.2</b>	<b>358.0</b>	<b>429.1</b>
(-) 운전자본증가(감소)	(26.9)	(42.2)	321.9	114.4	125.5
(-) 설비투자	233.2	484.6	462.6	360.0	315.0
(+) 자산매각	0.7	(27.0)	2.3	(26.7)	(26.7)
Free Cash Flow	(443.3)	(368.3)	(829.3)	(161.7)	(56.9)
(-) 기타투자	0.0	0.0	3.2	12.9	13.1
잉여현금	(443.3)	(368.3)	(832.4)	(174.5)	(69.9)

### 손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>6,081.9</b>	<b>7,110.4</b>	<b>9,286.7</b>	<b>11,160.4</b>	<b>12,851.8</b>
증가율 (Y-Y,%)	20.3	16.9	30.6	20.2	15.2
<b>영업이익</b>	<b>228.4</b>	<b>235.7</b>	<b>239.1</b>	<b>319.4</b>	<b>432.9</b>
증가율 (Y-Y,%)	22.4	3.2	1.5	33.6	35.5
EBITDA	373.4	397.0	447.0	564.6	685.0
<b>영업외손익</b>	<b>(137.4)</b>	<b>(162.5)</b>	<b>(134.2)</b>	<b>(167.8)</b>	<b>(168.0)</b>
순이자수익	(46.7)	(50.4)	(23.8)	(99.8)	(100.0)
외화관련손익	(6.2)	(13.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.3	(20.9)	(7.9)	(8.0)	(8.0)
<b>세전계속사업손익</b>	<b>91.0</b>	<b>73.1</b>	<b>104.9</b>	<b>151.6</b>	<b>264.9</b>
<b>당기순이익</b>	<b>68.2</b>	<b>38.9</b>	<b>69.8</b>	<b>106.1</b>	<b>185.4</b>
지배기업당기순이익	55.8	31.5	55.9	84.9	148.3
증가율 (Y-Y,%)	39.2	(43.0)	79.6	51.9	74.7
<b>NOPLAT</b>	<b>171.2</b>	<b>125.3</b>	<b>159.3</b>	<b>223.6</b>	<b>303.0</b>
(+) Dep	145.0	161.3	207.9	245.2	252.1
(-) 운전자본투자	(26.9)	(42.2)	321.9	114.4	125.5
(-) Capex	233.2	484.6	462.6	360.0	315.0
OpFCF	109.8	(155.8)	(417.3)	(5.6)	114.6
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	17.0	16.0	22.5	22.4	21.8
영업이익증가율(3Yr)	52.7	12.1	8.6	11.8	22.5
EBITDA증가율(3Yr)	37.5	11.0	12.8	14.8	19.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	(13.2)	12.6	15.9	68.3
영업이익률(%)	3.8	3.3	2.6	2.9	3.4
EBITDA마진(%)	6.1	5.6	4.8	5.1	5.3
순이익률(%)	1.1	0.5	0.8	1.0	1.4

### 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Per share Data</b>					
EPS	2,446	1,380	2,449	3,721	6,502
BPS	42,871	39,595	31,800	36,496	43,945
DPS	0	0	0	0	0
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	73.2	101.4	68.8	45.3	25.9
PBR	4.2	3.5	5.3	4.6	3.8
EV/EBITDA	15.3	13.2	15.3	12.4	10.3
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	12.2	8.5	11.7	10.7	9.0
PSR	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3
<b>재무건전성(%)</b>					
부채비율	101.6	126.7	163.2	172.4	175.0
Net debt/Equity	59.8	73.6	100.8	103.2	100.1
Net debt/EBITDA	438.6	515.9	665.9	555.6	466.0
유동비율	110.9	95.4	85.8	92.2	99.3
이자보상배율	4.9	4.7	10.0	3.2	4.3
이자비용/매출액	0.8	0.8	0.3	1.0	0.9
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	84.7	85.5	88.8	88.1	87.4
현금+투자자산(%)	15.3	14.5	11.2	11.9	12.6
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	39.6	44.6	51.3	52.3	52.1
자기자본(%)	60.4	55.4	48.7	47.7	47.9

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

## Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수/합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.  
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.  
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월 주간사로 참여하지 않았습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.  
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 자료의 조사분석 담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

### 투자 의견 비유

BUY : 92%      HOLD : 8%      SELL : 0%

## 종목추천관련 투자등급

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- **STRONG BUY** : 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- **BUY** : 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- **HOLD** : 추천기준일 증가대비 -5% ~ +15%미만.
- **REDUCE** : 추천기준일 증가대비 -5% 미만.
- **SUSPENDED** : 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

당사의 투자 의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음.  
 동 조사분석 자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별종목에 대한 투자 의견과 다를 수 있음.

- **Overweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- **Neutral** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- **Underweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

## 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

### ◎ 대한항공 (003490)



일자	투자 의견	목표주가	평가	과리율 (%)
2017.4.3	HOLD	34,000원	30,830원	-9.32
2017.5.12	BUY	38,000원	35,703원	-6.04
2017.6.26	BUY	50,000원	35,813원	-28.37
2017.9.4	BUY	43,000원	31,229원	-27.37
2017.11.15	BUY	40,000원	32,699원	-18.25
2017.12.18	BUY	43,000원	36,960원	-14.05
2018.2.9	BUY	46,000원	31,797원	-30.88
2018.8.16	BUY	40,000원	27,764원	-30.59
2018.11.14	BUY	45,000원	-	-

\* 과리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 1월 11일)

\*\* 과리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

### ◎ 진에어 (272450)



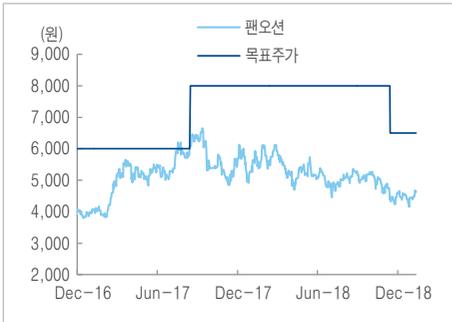
일자	투자 의견	목표주가	평가	과리율 (%)
2017.11.20	BUY	40,000원	27,932원	-30.17
2018.2.2	BUY	42,000원	30,841원	-26.57
2018.4.2	BUY	45,000원	28,539원	-36.58
2018.8.13	BUY	36,000원	20,061원	-44.28
2019.01.14	BUY	27,000원	-	-

\* 과리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 1월 11일)

\*\* 과리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

◎ 팬오션 (028670)



일자	2017.8.16	2018.11.14				
투자의견	BUY	BUY				
목표주가	8,000원	6,500원				
목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
실제주가	2017.08.16	8,000원	5,442원	6,650원	-31.98	-16.88
괴리율 (%)	2018.11.14	6,500원	-	-	-	-

\* 괴리를 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 1월 11일)

\*\* 괴리를 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

KTB Investment & Securities | 80

◎ 현대글로비스 (086280)



일자	2017.4.28	2017.9.4	애널리스트	2018.3.29	2018.5.23	
투자의견	BUY	SUSPENDED	변경	BUY	BUY	
목표주가	180,000원			270,000원	180,000원	
목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
실제주가	2017.04.28	180,000원	148,292원	173,500원	-17.62	-3.61
괴리율 (%)	2018.03.29	270,000원	168,778원	188,000원	-37.49	-30.37
	2018.05.23	180,000원	-	-	-	-

\* 괴리를 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 1월 11일)

\*\* 괴리를 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

◎ 아시아나항공 (020560)



일자	2017.5.11	2017.6.26	2017.8.11	2017.10.10	2018.2.8	2018.11.7
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY
목표주가	5,200원	7,000원	6,000원	4,800원	5,300원	5,300원
목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
실제주가	2017.05.11	5,200원	5,329원	6,240원	2.48	20
괴리율 (%)	2017.06.26	7,000원	5,590원	6,220원	-20.14	-11.14
	2017.08.11	6,000원	4,433원	4,890원	-26.12	-18.5
	2017.10.10	4,800원	4,668원	5,460원	-2.75	13.75
	2018.02.08	5,300원	-	-	-	-

\* 괴리를 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 1월 11일)

\*\* 괴리를 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

◎ 제주항공 (089590)



일자	2017.2.20	2017.4.3	2017.4.27	2017.6.27	2017.8.4	2017.11.8
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY
목표주가	28,000원	32,000원	35,000원	47,000원	49,000원	46,000원
일자	2018.2.7	2018.4.2	2018.5.9	2018.10.8	2019.01.14	
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	
목표주가	48,000원	50,000원	57,000원	47,000원	36,000원	
목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
실제주가	2017.02.20	28,000원	27,502원	30,050원	-1.78	7.32
괴리율 (%)	2017.04.03	32,000원	31,431원	32,550원	-1.78	1.72
	2017.04.27	35,000원	35,736원	39,900원	2.1	14
	2017.06.27	47,000원	37,843원	39,900원	-19.48	-15.11
	2017.08.04	49,000원	36,578원	39,500원	-25.35	-19.39
	2017.11.08	46,000원	35,793원	39,350원	-22.19	-14.46
	2018.02.07	48,000원	42,421원	47,100원	-11.62	-1.88
	2018.04.02	50,000원	47,972원	49,700원	-4.06	-0.6
	2018.05.09	57,000원	42,968원	51,000원	-24.62	-10.53
	2018.10.08	47,000원	34,356원	39,100원	-26.9	-16.81
	2019.01.14	36,000원	-	-	-	-

\* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 1월 11일)

\*\* 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

◎ CJ대한통운 (000120)



일자	2017.11.9	2018.2.9	애널리스트	2018.4.2	2018.5.11	2018.8.9
투자의견	HOLD	HOLD	변경	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	180,000원	160,000원		150,000원	170,000원	150,000원
목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
실제주가	2017.11.09	180,000원	145,333원	155,000원	-19.26	-13.89
괴리율 (%)	2018.02.09	160,000원	131,348원	137,500원	-17.91	-14.06
	2018.04.02	150,000원	147,648원	165,500원	-1.57	10.33
	2018.05.11	170,000원	159,861원	175,000원	-5.96	2.94
	2018.08.09	150,000원	-	-	-	-

\* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 1월 11일)

\*\* 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가



## Research Center Profile



### 기업분석

유틸리티 리서치센터장 신지윤 jyshin@ktb.co.kr	정유/화학 팀장 이희철 chemlee@ktb.co.kr	제약/바이오 팀장 이혜린 hrin@ktb.co.kr	반도체/디스플레이 연구위원 김양재 yj.kim@ktb.co.kr	건설/유통 연구위원 김선미 smkim@ktb.co.kr
운송/자동차 연구위원 이한준 hanlee@ktb.co.kr	스물캡 연구위원 김재윤 jy.kim@ktb.co.kr	은행/지주 연구위원 김한이 haneykim@ktb.co.kr	인터넷/게임/미디어 연구위원 이민아 mina.lee@ktb.co.kr	핸드셋/IT부품 연구위원 이동주 natelee@ktb.co.kr
기계 연구위원 김효식 hyosik@ktb.co.kr	화장품 연구위원 배송이 songi0703@ktb.co.kr	제약/바이오 연구위원 강하영 hy.kang@ktb.co.kr	엔터테인먼트/레저 연구위원 남효지 hjn@ktb.co.kr	

### 매크로

투자전략 팀장 박석현 shyun.park@ktb.co.kr	자산전략 수석연구위원 김한진 hjkim@ktb.co.kr	채권 채권분석 김명실 myoungsil@ktb.co.kr	경제분석 연구위원 임혜윤 hylim@ktb.co.kr	중국경제 연구위원 홍록기 hrk9836@ktb.co.kr
시황/전략 연구위원 이재선 cindy0216@ktb.co.kr	계량분석 연구위원 안지선 js.an@ktb.co.kr			

## 최근 3개월간 발간한 In-Depth

2018.11.05	매크로팀	2019년 매크로 연간전망 I : ktb가 제안하는 2019년 생존법
2018.11.12	매크로팀	2019년 매크로 연간전망 II : 7인7색
2018.11.12	김재윤	AJ렌터가 : SK그룹 모빌리티 사업의 Next Hynix
2018.11.19	김양재 • 이동주	제국의역습 : QD-OLED와 FID, 그리고 Foldable
2018.11.26	김재윤 • 김영준	스물캡 : 겨울한파와 지구온난화가 의복 트렌드를 바꾼다
2018.11.26	김선미	2019년 건설업 연간전망 - 놀라움의 연속 : 어제는 실적 surprise, 내일은 수주 surprise!
2018.11.27	이혜린 • 강하영	2019년 제약/바이오 연간전망 : 마르지 않는 R&D 샘물
2018.12.03	김한이	은행 : 저평가 해소, 아직은 조심스럽다
2018.12.05	김선미	유통 : 한국 유통, 합리적 소비의 대표 주자
2018.12.10	이희철	2019년 화학업종 전망 - 유가와 수요에서 길 찾기 : 저유가는 기회요인. Demand 측면이 관건
2018.12.12	홍록기	2019년 중국 경제 전망 : 정책을 통한 수성전
2018.12.17	김양재	반도체 오딧세이 : 5G 시대, 비메모리 이야기 : FD-SOI와 FPGA
2018.12.17	리서치센터	2019 이벤트 캘린더 : 매크로에서 섹터까지
2019.01.02	리서치센터	4Q2018 Preview Book
2019.01.07	김효식	조선 : 교체 주기가 돌아온다

# ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 [www.ktb.co.kr](http://www.ktb.co.kr)

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대릉서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.