공부해서 남 주는 애널리스트 강성진입니다.
(02)3770-3592 seongjin.kang@tongyang.co.kr

동양증권

2014년 운송업종 전망

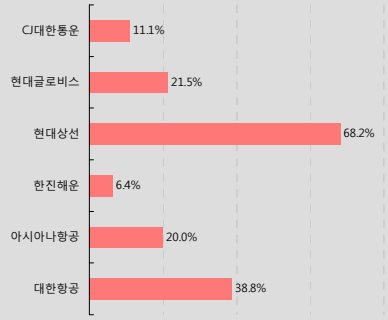
유유상종, 합종연횡, 이합집산

종목	투자의견	목표주가 (원)
대한항공	BUY (M)	42,000 (M)
아시아나항공	BUY (M)	6,000 (M)
한진해운	HOLD (M)	6,500 (D)
현대상선	HOLD (M)	18,000 (M)
현대글로비스	BUY (M)	280,000 (M)
CJ 대한통운	HOLD (M)	100,000 (M)

저가항공사 성장속도 둔화되는 상황

자료: 인천공항, 한국공항, 동양증권 리서치센터

2014 년 운송업체 기대수익률



자료: 동양증권 리서치센터

Why This Report

2013 년 운송업체들의 주가 수익률은 대부분 KOSPI 수익률에 미치지 못했습니다. 공급 과잉과 경쟁 심화로 국내 운송업체들의 수익성이 매우 악화되었기 때문입니다. 게다가 일부업체의 경우 부진한 실적이 장기화 되어 유동성 문제를 노출시키면서 주가가 크게 하락하기도 했습니다. 우리는 2014 년에는 이러한 업황에 변화가 있을 것인지, 또는 계속 문제가 계속될 경우 어떤 식으로 귀결될 것인지를 전망해보았습니다.

Investment Point

2014년 상반기 현대글로비스, 하반기 대한항공 추천 … 하반기 택배산업도 관심

▶ 2014년 운송업종은 세부업종별로 차별화된 업황을 맞이하게 될 것으로 예상됨. 항공여객의 수익성은 개선될 것으로 보임. 항공화물 업황도 나아질 것으로 예상되나, 2009년과 같은 급격한 턴어라운드는 어려울 듯. 컨테이너와 벌크해운은 2013년의 업황상황에서 크게 변하지 않을 것으로 전망됨. CJ대한통운은 택배물동량 증가에 따른 실적 개선이 예상되고, 하반기부터는 요금인상의 가능성까지 열려 있는 것으로 보임

▶ 이상의 전망을 종합하면, 상반기에는 이익의 안정성과 성장의 가시성이 우수한 현대글로비스를, 지배구조 이슈가 끝나는 하반기에는 대한항공을 추천한다. 택배요금 인상이 현실화될 경우 하반기 최대의 관심종목은 CJ대한통운 등 택배업체들이 될 것으로 보인다.

2014년 주목할만한 운송산업 이슈

▶ 대한항공은 각 대륙의 항공사들과 제휴관계를 재정립하고 있음. 대한항공은 장거리 네트워크를 강화하는 과정에서 장거리 항공기들을 계속 도입하고 있으며, 새로운 장거리 노선을 개척하고 신규 항공기의 효율성을 극대화하기 위해서는 각 지역 항공사와의 적절한 제휴가 필요한 상황. 2014년에는 이러한 작업이 본격 진행되는 것으로 보임.

▶ 세계 컨테이너 해운업체들은 대형 얼라이언스를 중심으로 재편될 것으로 보임. 컨테이너 해운사들이 대형 얼라이언스를 형성하는 이유는 1) 네트워크의 더 넓은 커버리지를 2) 더 적은 수의 3) 더 큰 배로 확보하기 위한 것이다. 따라서 대형 선박 투자 능력이 있는 업체 중심으로 얼라이언스를 형성하게 될 것임

▶ 국내 벌크해운업은 업계 개편이 시작될 가능성 있음. STX 팬오션는 회생절차를 거친 후 M&A 대상이 될 것. 한진해운 등 컨테이너 해운업체들은 재무구조 개선 차원에서 비주력 영업자산을 매각할 가능성이 있으며, 벌크해운부문도 그 대상이 될 수 있음. 현대글로비스의 벌크해운업 진출도 업계 개편의 변수가 될 수 있음.

▶ 2014년 상반기에는 지배구조 이슈가 항공사 주가에 많은 영향을 미치게 될 것으로 예상됨. 한진그룹의 순환출자구조 해소 및 지주사화 과정에서 대한항공 주가는 한진칼, ㈜한진과 함께 부정적 영향을 받게 될 것으로 예상됨. 아시아나항공은 금호산업과의 상호출자 해소 및 금호산업 정상화 과정을 지켜볼 필요가 있음.

▶ 2015년 하반기에는 택배요금 반등 여부가 주목을 받게 될 것. 지자체들의 불법영업차량 단속, 한진그룹의 지배구조 변화, CJ대한통운의 M/S 회복 등이 결합되면 택배요금 반등이 일어날 수 있다는 것이 당사의 판단임

상반기 현대글로비스, 하반기에는 대한항공 추천, 택배요금에 관심

- **상반기는 현대글로비스 : 현대차그룹 글로벌 생산 증가 및 국내 공장 수출 회복의 수혜**
- **하반기는 대한항공 (업황회복과 비용절감) 추천, 택배요금 인상 가능성도 주목**

Contents

I. 2014년 전망 - Summary 3

가. 2014년 운송업종 주요 이슈 3
나. 숫자로 본 2014 운송업종 전망 4
다. 업체별 실적전망 6
라. Peer Group Comparison 9

II. 운송업종 투자전략 11

가. 2013년 Review : 운송 유니버스 주가흐름 분석 11
나. 2014년 업황 전망 : 항공 턴어라운드 예상 ... 하반기 택배요금에 관심 13
다. 2014년 주요 이슈 : 항공 합종연횡, 컨테이너 유유상종, 벌크 이합집산 14
라. 종목선정 15
현대글로비스 (BUY, TP 280,000원) 16
대한항공 (BUY, TP 42,000원) 18
아시아나항공 (BUY, TP 6,000원) 20
CJ대한통운 (HOLD, TP 100,000원) 22
해운업종 24

III. 2014년 산업전망 – 합종연횡, 유유상종, 이합집산 26

가. 항공산업 – 영업환경 개선 예상 ... 상반기는 지배구조 이슈가 핵심 26
나. 해운산업 – 부진한 업황속 새로운 질서형성될 것 53
다. 기타물류업체 - 택배 시황 변동에 예의주시 68

I. 2014년 전망 - Summary

2014년 상반기에는 현대글로비스를, 하반기에는 대한항공을 추천하며, 하반기에는 CJ 대한통운 등 택배업체들도 관심종목으로 선정한다. 2013년 운송업체들의 주가는 업황 부진과 유동성 문제로 KOSPI 대비 크게 Underperform 했다. 2014년에는 운송업종 업황은 세부 업종별 차별화가 진행될 것으로 보인다. 하지만 지배구조 변화, M&A 등 업황 이외의 요소 또한 주가에 많은 영향을 줄 것으로 보인다.

2014년 운송산업 투자전략

본격적 투자시점은 하반기
1) 항공사 지배구조 변화 불확실성 제거
2) 택배업체 요금 인상 본격화

2014년 운송업체에 대한 본격적인 투자시점은 하반기가 될 것이라는 생각이다. 이는 2014년 하반기에는 1) 항공업체의 지배구조 변화의 불확실성이 제거될 것으로 보이며, 2) 택배업체들의 요금인상이 본격화될 가능성이 있기 때문이다. 상반기는 벌크해운부문의 구조변화가 시작될 수 있다는 점을 주목해야하나, 해운업체들에 대한 불확실성이 극대화될 것으로 보여 적절한 투자여부를 미리 결정하기는 어렵다는 판단이다.

가. 2014년 운송업종 주요 이슈

2014년 운송업체에 영향을 미칠 수 있는 요인들은 지배구조의 변화와 항공업체들의 합종연횡, 세계 컨테이너 해운업체들의 유유상종, 국내 벌크 해운업체들의 이합집산이라고 보여진다.

2014년 운송산업 주요 이슈

대한항공 : 새로운 제휴관계
컨테이너: 대형 얼라이언스 형성
국내 벌크 해운 : 업계 재편

대한항공은 Delta, Lufthansa, Czech, Etihad 등 각 지역 항공사들과의 제휴관계를 새로이 하고 있으며, 이러한 새로운 합종연횡은 장기적으로 장거리 네트워크를 강화하는데 긍정적일 것으로 보인다. 세계 컨테이너 해운업체들은 재무적 여력이 우수한 업체들 중심으로 유유상종하는 모습을 보일 것으로 예상된다. 국내 해운업체들은 재무구조 개선이 필요한 기존 해운업체들과 새로이 벌크해운업에 진출하고자하는 현대글로비스의 이해관계가 맞아떨어지면서, 벌크해운업의 이합집산이 일어날 가능성이 있다.

지배구조 변화 가능성

양대항공사 모두 그룹 지배구조 변화의 영향 받을 것

한편 항공업체들은 지배구조의 변화 가능성에 주목해야한다. 대한항공이 소속된 한진그룹은 순환출자 해소와 지주회사화를 추진하고 있고, 아시아나항공이 소속된 금호그룹은 상호출자의 해소와 금호산업의 정상화와 관련된 변화가 있을 수 있다.

택배요금 반등 가능성

진입장벽 강화됨 … 택배사들의 이해관계 변화 가능성

택배업체들은 택배요금 변화 가능성에 주목해야한다. 지자체들이 불법영업 택배차량에 대한 단속을 강화할 경우 택배산업의 진입장벽이 강화된다. 택배업계의 과점화는 상당히 진행되었지만, 2014년 상반기까지는 각 업체들의 이해관계 차이로 요금인상이 어려울 것으로 보인다. 단, 2014년 하반기 이후로는 가능성을 열어둬야한다는 생각이다.

나. 숫자로 본 2014 운송업종 전망

2014년 항공산업은 저가항공사 주도로 급증하던 여객 노선 공급의 증가 속도가 늦춰지는 것이 가장 큰 특징이 될 것으로 보인다. 중국의 여행규제 영향으로 외국인 입국이 줄어들 가능성이 높아 보인다. 그러나 공급증가 속도 둔화에 힘입어 전체 승객에서 환승객 비중은 줄어들 것으로 보이며, 내국인 출국이 늘어나면서 전반적인 항공여객의 수익성은 개선될 것이라는 생각이다. 화물부문의 회복은 2009년과 같이 급작스럽지는 않을 것이라는 생각이다. 낮은 환율과 유가는 비용절감에 긍정적일 것이다. 2014년 해운업황은 2013년과 크게 다를 것으로 보이지 않는다. 컨테이너선의 선박 수급은 다소의 개선여지가 있지만, 이는 계선량 변화에 의해 대부분 상쇄될 것으로 본다. 벌크선은 최근 BDI 의 급등으로 선박의 해체가 줄어들면서 추가적인 BDI 상승을 막을 것으로 판단된다.

항공산업 주요 가정 (단위: 억원)

항목	단위	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
한국 GDP 상승률	%	6.2%	3.8%	3.9%	2.9%	4.1%	4.0%	4.0%
WTI	USD/BBL	79	95	94	95	95	95	95
YoY	%	28.6%	19.6%	-0.9%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
두비이유	USD/BBL	78	99	109	105	106	106	106
YoY	%	26.4%	26.4%	10.3%	-3.3%	0.6%	0.0%	0.0%
싱가폴 제트유	USD/BBL	90	126	123	122	122	122	122
YoY	%	28.6%	40.0%	-2.0%	-0.8%	-0.5%	0.0%	0.0%
평균환율	KRW/USD	1,156	1,108	1,127	1,094	1,060	1,060	1,060
YoY	%	-9.9%	-3.7%	1.7%	-2.9%	-3.1%	0.0%	0.0%
출입국자수	천 명	21,286	22,489	24,877	27,198	28,439	29,991	31,650
YoY	%	23.1%	5.6%	10.6%	9.3%	4.6%	5.5%	5.5%
내국인 출국자수	천 명	12,488	12,694	13,737	15,059	16,625	17,302	18,020
YoY	%	31.5%	1.6%	8.2%	9.6%	10.4%	4.1%	4.2%
외국인 입국자수	천 명	8,798	9,795	11,140	12,139	11,814	12,689	13,630
YoY	%	12.8%	11.3%	13.7%	9.0%	-2.7%	7.4%	7.4%
한국 항공화물 수출	천 톤	651	536	530	549	568	588	609
YoY	%	19.2%	-17.7%	-1.1%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
전국공항 여객기 운항회수	천 회	222	247	281	308	320	345	367
YoY	%	9.5%	11.1%	13.9%	9.5%	4.2%	7.8%	6.4%
양대항공사 여객기	대수	164	175	186	191	193	210	222
YoY	%	1.5%	6.7%	6.0%	2.6%	1.4%	8.4%	5.8%
양대항공사 화물기	대수	32	34	37	38	38	40	41
YoY	%	3.3%	5.5%	9.7%	2.7%	0.7%	3.9%	2.5%
대한항공 여객 Yield	센트/RPK	8.6	9.4	9.6	9.5	9.9	10.2	10.5
YoY	%	15.7%	9.1%	1.6%	-1.2%	4.8%	3.4%	3.0%
대한항공 화물 Yield	센트/FTK	33.9	34.6	33.2	33.1	33.9	35.1	36.2
YoY	%	32.4%	2.0%	-3.9%	-0.4%	2.5%	3.4%	3.2%
아시아나 여객 Yield	센트/RPK	9.2	10.1	9.7	9.3	9.7	10.1	10.4
YoY	%	20.4%	9.8%	-4.2%	-4.4%	4.5%	3.6%	3.0%
아시아나 화물 Yield	센트/FTK	33.2	32.6	31.1	31.0	31.4	32.5	33.5
YoY	%	29.3%	-1.8%	-4.7%	-0.1%	1.1%	3.4%	3.2%

자료: 동양증권 리서치센터

해운산업 주요 가정

항목	단위	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
컨테이너선								
기발주 인도예정량	천 TEU	2,242	1,522	1,499	2,054	1,668	1,853	411
인도지연 및 취소	천 TEU	-853	-312	-246	-607	-114	-60	-16
기발주 인도예정량 중 인도량	천 TEU	1,389	1,211	1,253	1,447	1,554	1,793	394
YoY	%	25.6%	-12.9%	3.5%	15.5%	7.4%	15.4%	-78.0%
발주량	천 TEU	590	1,817	430	1,721	1,459	1,743	2,363
YoY	%	571.5%	207.9%	-76.4%	300.6%	-15.2%	19.5%	35.6%
신조발주 인도예정량	천 TEU	-	-	-	-	-	68	1,459
YoY	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2052.6%
인도량	천 TEU	1,387	1,211	1,253	1,447	1,554	1,861	1,853
YoY	%	24.4%	-12.7%	3.5%	15.5%	7.4%	19.7%	-0.4%
해체량	천 TEU	131	77	333	411	430	458	463
YoY	%	-65.5%	-41.2%	332.5%	23.5%	4.6%	6.5%	1.2%
물리적 선복량	천 TEU	14,146	15,249	16,224	17,209	18,334	19,737	21,128
YoY	%	9.6%	7.8%	6.4%	6.1%	6.5%	7.7%	7.0%
계선에 의한 선복량 증감	천 TEU	611	371	-407	63	187	175	240
감속운항에 의한 선복량 증감효과	천 TEU	-62	-55	-49	-49	-56	-70	-70
실효 선복량	천 TEU	12,809	14,227	14,747	15,747	17,002	18,511	20,071
YoY	%	16.2%	11.1%	3.7%	6.8%	8.0%	8.9%	8.4%
컨테이너 물동량	천 TEU	141	151	157	165	178	194	212
YoY	%	12.8%	7.2%	4.1%	5.0%	7.9%	8.8%	9.1%
컨테이너 운임	$/TEU	1,444	1,213	1,277	1,185	1,183	1,181	1,198
YoY	%	47.5%	-16.0%	5.3%	-7.2%	-0.2%	-0.1%	1.4%
벌크선								
기발주 인도예정량	백만 DWT	126	137	123	100	62	38	8
인도지연 및 취소	백만 DWT	-45	-39	-24	-34	-6	-2	7
기발주 인도예정량 중 인도량	백만 DWT	80	99	99	67	56	36	15
YoY	%	84.5%	22.8%	0.2%	-32.4%	-16.0%	-35.2%	-59.1%
발주량	백만 DWT	102	41	22	56	63	36	66
YoY	%	173.6%	-59.9%	-45.7%	154.0%	11.2%	-41.8%	80.4%
신조발주 인도예정량	백만 DWT	-	-	-	-	2	63	36
YoY	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3602.1%	-41.8%
인도량	백만 DWT	80	99	99	67	58	99	51
YoY	%	84.5%	22.8%	0.2%	-32.4%	-13.4%	71.1%	-48.2%
해체량	백만 DWT	7	23	34	22	23	30	27
YoY	%	-37.9%	253.8%	44.7%	-34.7%	3.1%	31.8%	-9.0%
선복량	백만 DWT	531	610	678	721	756	825	849
YoY	%	16.4%	14.9%	11.3%	6.2%	4.9%	9.2%	2.9%
벌크 물동량	백만 DWT	2,235	2,322	2,446	2,562	2,698	2,849	3,011
YoY	%	12.2%	3.9%	5.3%	4.8%	5.3%	5.6%	5.7%
BDI	pt	2,753	1,550	919	1,169	1,199	941	1,106
YoY	%	5.8%	-43.7%	-40.7%	27.1%	2.6%	-21.5%	17.5%

자료: 동양증권 리서치센터

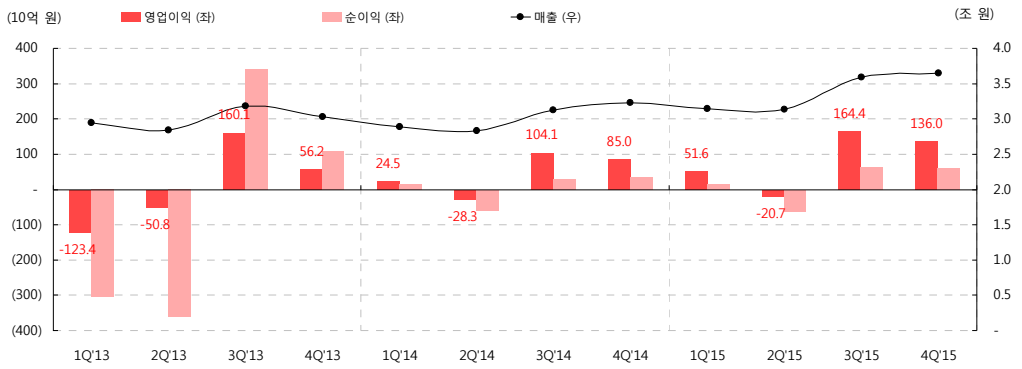
다. 업체별 실적전망

운송 유니버스 실적 추이 및 전망 (단위: 10 억 원)

종목	구분	2013	2014F	2015F	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13F	1Q'14F	2Q'14F	3Q'14F	4Q'14F	1Q'15F	2Q'15F	3Q'15F	4Q'15F
대한항공 (연결)	매출액	11,995.4	12,075.4	13,521.9	2,941.4	2,838.4	3,183.3	3,032.3	2,892.9	2,830.7	3,124.0	3,227.9	3,148.4	3,139.8	3,588.1	3,645.6
	영업이익	42.0	185.4	331.3	-123.4	-50.8	160.1	56.2	24.5	-28.3	104.1	85.0	51.6	-20.7	164.4	136.0
	EBITDAR	1,919.1	2,252.9	2,706.0	341.5	412.4	628.5	536.7	521.5	485.1	628.1	618.2	611.4	570.3	773.1	751.2
	순이익	-220.8	19.4	77.3	-305.0	-362.1	338.5	107.9	14.5	-60.0	29.1	35.8	14.0	-61.2	64.6	59.9
	EPS (원)	-1,550	331	1,316.8												
	BPS (원)	42,590	42,921	44,238.0												
아시아나항공 (연결)	매출액	5,805.9	6,023.6	6,337.2	1,420.7	1,373.1	1,519.2	1,492.9	1,483.2	1,436.4	1,545.3	1,558.7	1,530.9	1,495.0	1,669.2	1,642.1
	영업이익	48.4	173.3	279.9	-21.1	-29.9	63.4	36.0	42.5	-2.7	66.2	67.3	58.8	17.4	105.9	97.8
	EBITDAR	803.4	787.0	881.6	167.0	159.7	254.2	222.4	194.8	161.9	213.0	217.3	210.1	177.3	250.4	243.7
	순이익	-33.9	38.3	112.6	-48.5	-80.4	82.6	12.5	9.7	-24.7	27.0	26.3	20.6	-10.8	53.9	48.9
	EPS (원)	-174	196.4	577.1												
	BPS (원)	4,836	5,030.5	5,605.6												
한진해운 (연결)	매출액	10,295.2	10,057.1	10,048.4	2,496.0	2,668.4	2,709.7	2,421.1	2,467.6	2,547.1	2,517.1	2,525.2	2,462.9	2,513.2	2,532.2	2,540.2
	영업이익	-232.3	-61.6	-49.5	-59.9	-55.7	-21.0	-95.7	-68.0	-21.6	39.3	-11.4	-53.7	-22.1	36.1	-9.7
	EBITDA	213.7	349.2	339.4	48.0	61.0	94.2	10.6	36.9	81.8	141.3	89.2	45.5	75.7	132.7	85.5
	순이익	-684.7	-464.1	-437.2	-38.4	-83.3	-323.0	-240.0	-167.1	-124.5	-60.6	-111.8	-154.4	-123.5	-56.9	-102.5
	EPS (원)	-5,325	-3,564	-1,292												
	BPS (원)	5,163	1,460	2,292												
현대상선 (연결)	매출액	7,707.2	7,715.0	7,689.6	1,779.1	1,937.1	2,254.5	1,736.5	1,707.4	1,920.5	2,180.2	1,906.9	1,721.1	1,921.9	2,187.2	1,859.5
	영업이익	-296.1	-69.9	-46.0	-128.0	-66.9	-33.0	-68.2	-41.2	-26.2	14.0	-16.6	-34.8	-22.0	19.3	-8.5
	EBITDA	-44.4	175.9	189.2	-65.2	-3.4	30.1	-5.9	20.3	35.3	75.9	44.4	25.3	37.3	77.6	49.1
	순이익	-555.9	-349.5	-323.3	-126.7	11.1	-270.4	-169.9	-110.5	-94.7	-55.2	-89.0	-103.8	-90.5	-50.2	-78.9
	EPS (원)	-3,603	-2,265	-2,096												
	BPS (원)	4,091	3,216	1,120												
현대글로비스 (연결)	매출액	12,963.3	14,657.7	16,329.1	3,070.0	3,284.1	3,255.9	3,353.3	3,306.2	3,704.7	3,733.7	3,913.1	3,597.2	4,069.1	4,210.7	4,452.2
	영업이익	659.8	799.3	859.4	140.1	179.2	169.9	170.6	172.0	211.4	203.7	212.1	183.6	223.8	217.6	234.4
	EBITDA	732.1	874.7	941.2	157.8	198.3	188.2	189.1	190.6	230.1	222.5	230.9	0.1	0.1	0.1	0.2
	순이익	516.5	639.1	683.5	108.9	128.5	149.9	129.2	138.8	168.8	162.6	168.9	147.2	177.9	172.9	185.5
	EPS (원)	13,772	17,042	18,226												
	BPS (원)	70,704	86,245	102,971												
CJ 대한통운 (연결)	매출액	4,325.9	4,763.5	5,202.7	1,086.2	1,054.8	1,059.3	1,125.6	1,136.8	1,196.0	1,197.3	1,233.5	1,244.3	1,316.1	1,308.2	1,334.1
	영업이익	44.2	151.0	214.8	23.2	14.2	-2.8	9.6	32.1	32.3	30.6	56.0	55.0	53.6	43.7	62.6
	EBITDAR	137.3	249.8	317.2	46.6	35.6	21.3	33.7	56.5	56.9	55.4	81.0	80.3	79.0	69.4	88.5
	순이익	-51.7	76.9	124.2	12.7	0.2	-30.1	-34.5	15.4	15.1	13.6	32.8	32.1	31.0	23.4	37.7
	EPS (원)	-2,330	3,370	5,444												
	BPS (원)	97,353	98,027	98,688												

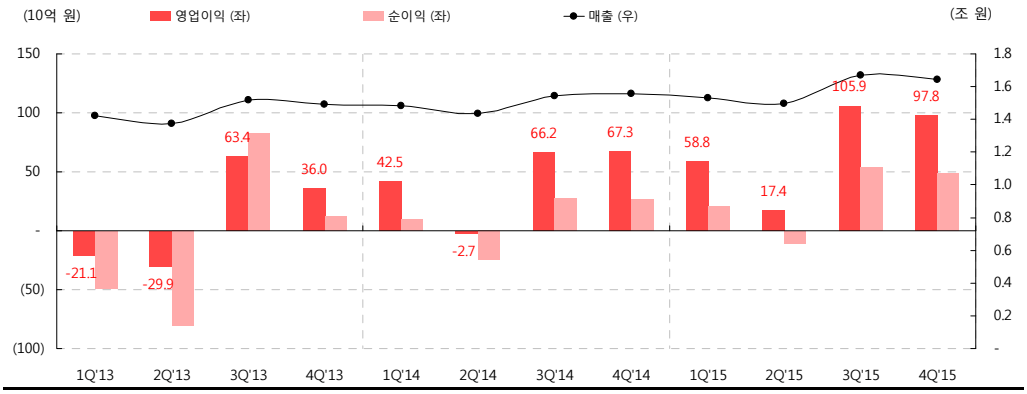
자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 연결 실적 추이 및 전망



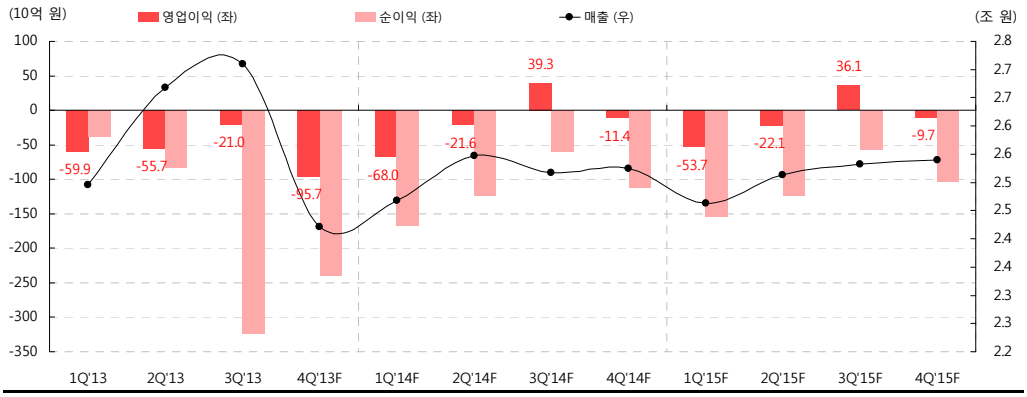
자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 연결 실적 추이 및 전망



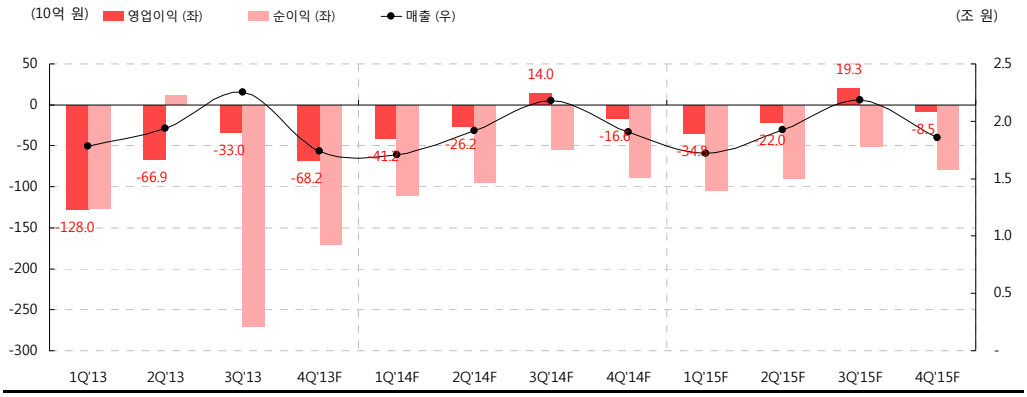
자료: 동양증권 리서치센터

한진해운 연결 실적 추이 및 전망



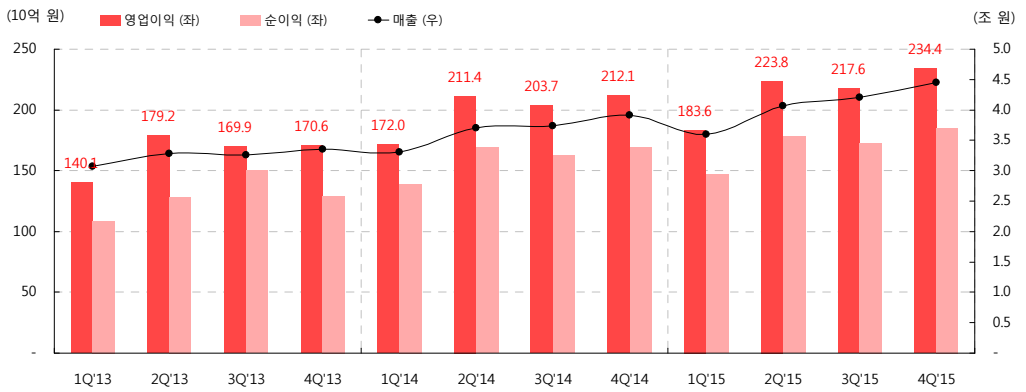
자료: 동양증권 리서치센터

현대상선 연결 실적 추이 및 전망



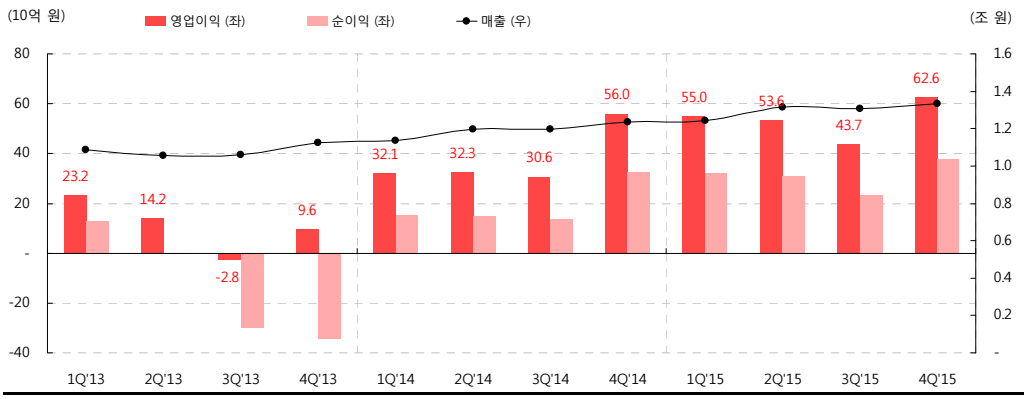
자료: 동양증권 리서치센터

현대글로비스 연결 실적 추이 및 전망



자료: 동양증권 리서치센터

CJ 대한통운 연결 실적 추이 및 전망 (CJ GLS 합병 기준, 1Q'13 실적은 합병전 각사 실적의 단순합산)



자료: 동양증권 리서치센터

라. Peer Group Comparison

아시아 항공사 Peer Group 비교 (2013.11.29 종가 기준)

업체명		해외 평균	한국		중국			아시아-태평양				아시아 LCC		미국	
			대한항공	아시아나 항공	Air China	China Southern	China Eastern	Cathay Pacific	Singapore Airlines	JAL	ANA	Air Asia	Air Asia X	Delta	United Conti-nental
시가총액 (백만불)			1,703	926	9,406	4,606	5,810	8,332	9,788	9,264	7,144	2,062	765	24,794	14,203
PER	2012	21.8	14.2	15.9	11.6	10.5	9.4	64.9	28.9	6.2	21.0	7.5	44.3	15.9	24.9
	2013	16.5	-	-	10.7	15.2	11.6	24.5	30.5	5.6	17.4	9.5	19.0	9.3	19.9
	2014	14.0	91.3	25.5	10.1	10.5	9.5	13.6	22.1	6.8	25.8	8.1	10.0	9.2	9.7
PBR	2012	1.2	1.3	1.0	0.9	0.8	1.2	1.2	0.9	2.4	1.0	1.2	3.5	-	8.8
	2013	1.1	0.7	1.0	1.0	0.8	1.1	1.1	0.9	1.8	1.0	1.2	1.7	49.1	13.0
	2014	1.0	0.7	1.0	0.9	0.7	1.0	1.0	0.9	1.4	0.9	1.0	1.4	8.3	5.4
EV/EBITDA	2012	7.0	9.4	9.7	8.6	8.3	8.3	11.6	4.0	2.7	5.5	8.5	26.7	7.9	7.1
	2013	6.6	9.8	11.5	8.1	8.8	9.1	8.6	4.1	2.7	5.0	8.5	13.6	6.3	6.3
	2014	5.8	8.3	12.5	7.1	7.2	7.5	6.9	3.8	2.9	5.6	7.7	8.0	5.7	5.1
ROE	2012	10.0	9.6	6.1	7.8	4.8	8.2	4.4	3.2	35.5	6.4	11.4	12.7	-343.8	80.5
	2013	9.0	-9.2	-3.6	8.6	6.6	10.4	7.6	3.9	22.3	3.7	13.2	15.8	161.5	72.2
	2014	13.2	0.4	3.9	8.5	7.2	13.1	0.9	3.3	55.1	4.0	20.0	1.3	37.7	29.6

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, 동양증권 리서치센터

아시아 해운사 Peer Group 비교 (2013.11.29 종가 기준)

업체명		해외 평균	한국			하이브리드					컨테이너				벌크
			현대상선	한진해운	STX 팬오션	A.P.M. Maersk	COSCO	NYK	M.O.L.	K-Line	CSCL	NOL	Evergreen	OOIL	Pacific Basin
시가총액 (백만불)			1,777	731	328	43,299	5,563	5,282	5,408	2,239	2,468	2,199	2,056	3,309	1,389
PER	2012	36.2	-	-	-	13.3	-	-	-	-	-	-	57.2	12.4	322.7
	2013	14.0	-	-	-	12.6	-	60.1	-	19.0	-	-	-	31.1	37.2
	2014	22.7	-	-	5.9	10.0	-	16.1	11.1	13.5	116.9	19.8	40.3	12.4	13.7
PBR	2012	0.9	1.7	0.6	0.1	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8	0.6	0.9	1.0	0.7	1.1
	2013	0.9	2.4	1.2	0.1	1.1	1.3	0.9	1.1	0.8	0.6	1.0	1.0	0.7	1.0
	2014	0.9	1.8	4.2	0.1	1.0	1.3	0.8	0.9	0.6	0.6	0.9	1.0	0.7	1.0
EV/EBITDA	2012	28.1	-40.6	33.8	-	4.5	-	18.0	26.0	93.8	36.4	28.5	17.9	8.4	47.0
	2013	43.1	-130.4	42.2	64.4	4.8	274.8	13.0	21.7	8.4	36.7	24.0	28.8	12.0	13.3
	2014	11.1	43.1	26.0	15.8	4.4	20.1	9.9	10.2	6.7	17.3	10.0	13.4	7.8	8.9
ROE	2012	-2.5	-73.1	-51.4	-14.2	8.8	-6.2	1.9	-25.5	4.4	-4.7	-2.3	-1.4	2.6	2.6
	2013	4.1	-53.8	-103.8	-6.6	10.5	-4.2	4.9	7.7	4.6	0.9	4.6	3.7	5.7	5.9
	2014	-5.0	-61.4	-248.1	-17.0	9.4	-22.4	-12.3	-4.3	-17.3	-0.7	-8.8	2.0	6.0	-7.9

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, 동양증권 리서치센터

주요 육운업체 Peer Group 비교 (2013.11.29 종가 기준)

업체명		해외 평균	한국			아시아				구미지역					
			CJ 대한통운	현대 글로비스	한진	야마토 홀딩스	일본통운	후쿠야마	Sinotrans	UPS	Fedex	Deutsche Post	Kuehne & Nagel	TNY Express	C.H. Robinson
시가총액	(백만불)		1,922	8,262	197	9,819	5,468	1,675	1,343	95,044	43,968	42,702	15,560	5,000	8,893
PER	2012	22.6	24.8	15.9	-	42.0	25.5	12.4	17.5	22.3	21.3	20.2	24.8	33.9	20.9
	2013	21.3	-	14.4	-	25.7	26.0	26.4	10.1	21.5	23.0	17.0	23.5	33.8	21.6
	2014	17.2	26.7	13.5	17.5	21.8	20.8	19.2	8.0	18.6	19.9	15.7	20.9	18.8	19.5
PBR	2012	3.6	0.9	4.1	0.3	1.8	1.1	0.8	0.8	12.6	2.6	2.8	5.8	1.3	7.5
	2013	4.7	0.9	2.8	0.3	1.7	1.1	0.8	0.7	25.7	2.7	3.0	5.5	1.5	7.8
	2014	4.2	0.9	2.7	0.3	1.6	1.0	0.8	0.7	21.5	2.3	2.7	5.1	1.4	7.5
EV/EBITDA	2012	9.8	13.4	12.5	11.1	8.5	8.0	9.7	5.6	11.4	7.9	8.7	14.7	8.1	12.6
	2013	9.4	30.7	10.9	11.7	8.4	8.2	10.3	4.1	11.0	7.7	8.1	13.5	8.0	12.7
	2014	8.6	14.5	10.8	10.6	7.6	8.0	9.8	3.6	10.1	6.8	7.5	12.4	6.9	11.9
ROE	2012	20.9	3.0	29.2	-0.0	6.9	4.4	3.2	6.8	95.5	12.1	16.9	24.6	2.7	34.7
	2013	26.4	-2.8	22.6	1.6	7.6	5.1	4.1	7.5	143.3	12.1	18.0	25.4	7.0	42.1
	2014	17.1	2.9	21.7	-0.8	4.3	4.6	6.9	4.6	54.8	12.3	14.2	22.6	3.7	35.1

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, 동양증권 리서치센터

II. 운송업종 투자전략

2014년 운송주 주가는 업종별로 크게 차별화될 것으로 보인다. 항공업종은 업황회복을 기대할 수 있지만, 상반기까지 주가는 지배구조관련 이슈의 영향을 많이 받을 것이다. 해운업종은 한진해운의 유동성 문제, STX 팬오션의 회생절차 진행, 현대글로비스의 벌크해운업 진출 등으로 업계재편이 가속화되고, 주가 변동성이 확대될 가능성이 높다. 현대글로비스는 2013년말 주가 급등으로 단기적인 상승속도는 둔화되겠지만, 지속적인 이익증가를 반영해 주가는 완만하게 상승할 것으로 보인다. CJ 대한통운은 비용절감으로 실적개선이 기대되나, 주가에 본격적으로 반영되기 위해서는 추가적인 실적 개선 요인이 필요할 것으로 보인다. 상반기까지는 현대글로비스를 중심으로한 운송업종 투자를, 하반기에는 대한항공과 CJ 대한통운 등 실적 턴어라운드가 기대되는 종목들 중심으로 접근할 필요가 있다. 본격적인 운송업종 비중확대는 하반기에 고려해 봄이 바람직해 보인다.

가. 2013년 Review : 운송 유니버스 주가흐름 분석

2013년 운송섹터(항공, 해운, 육운) 시가총액은 2012년말 대비 -21.2%, KOSPI 대비로는 -23.1% Underperform 하고 있다. KOSPI 대비 등락률을 종목별로 살펴보면 현대글로비스가 KOSPI 를 +0.3% Outperform 했을 뿐, 모든 종목이 KOSPI 를 -20%~-54%라는 큰 격차로 Underperform 했다.

2013년 항공업체 주가
일본노선 승객감소 및 대한항공의 한진해운 지원문제로 약세

2013년 항공업체주가는 KOSPI 를 Underperform 했다. 양대항공사 모두 일본노선에서의 승객감소로 인해 부진한 실적을 기록한 가운데, 대한항공은 연말 한진해운 유동성 지원문제로 주가가 추가 하락하는 모습을 보였다. (KOSPI 대비 대한항공 -34.5%, 아시아나항공 -21.3%)

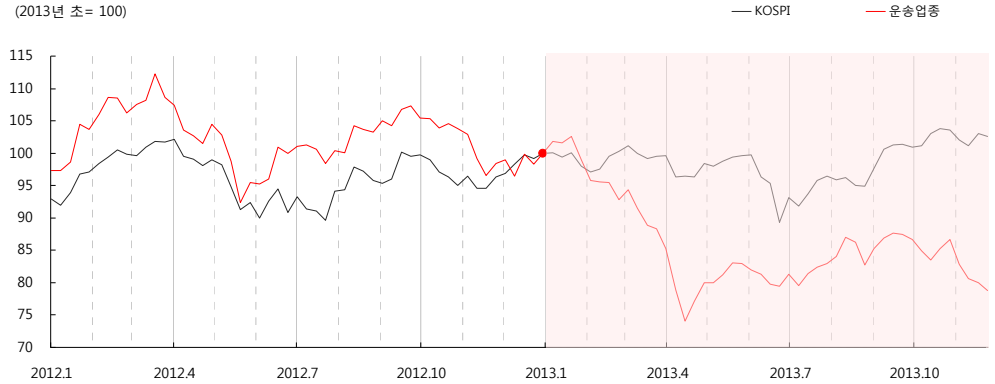
2013년 해운업체 주가
운임하락 지속, 유동성 부족 문제 노출

2013년 해운업종 주가는 KOSPI 를 크게 Underperform 했다. 컨테이너 운임이 연중 지속 하락하면서 양대 컨테이너 해운사 실적은 모두 부진했다. 한진해운 주가는 경기회복에 따른 수혜 기대감으로 3Q 중 크게 반등하는 모습을 보이기도 했으나, 운임의 하락이 계속되고 유동성 부족 문제까지 드러내며 주가는 다시 급락했다. 현대상선 주가는 2Q 중 남북관계의 개선 기대감이 증폭되면서 크게 상승하는 모습을 보이기도 했으나, 이에 대한 기대가 줄어들면서 다시 하락했다. (KOSPI 대비 한진해운 -49.8%, 현대상선 -53.9%)

2013년 기타물류업체 주가
현대글로비스 : 실적 개선과 일감몰아주기 불확실성 제거
CJ 대한통운 : 실적 악화

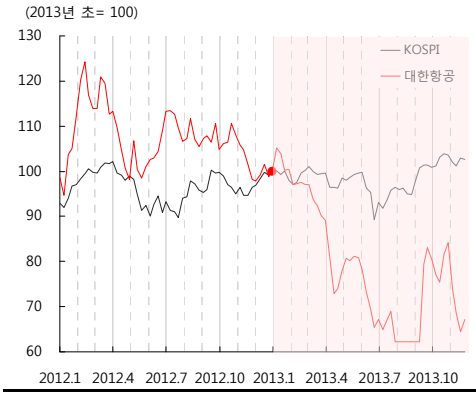
기타물류업체들의 주가는 종목별로 차별화된 모습이었다. 현대글로비스는 연초 실적 부진과 일감몰아주기 규제에 대한 우려로 주가가 급락하는 모습을 보였으나, 하반기로 갈수록 실적이 개선되고 일감몰아주기에 대한 불확실성도 제거되면서 하락폭을 모두 만회했다. CJ 대한통운은 4월 1일 CJ GLS 와의 합병이후 실적이 크게 악화되는 모습을 보였고, 주가도 약세를 면치 못했다. (KOSPI 대비 현대글로비스 +0.3%, CJ 대한통운 -20.0%)

2013 년 운송업종 KOSPI 를 -23.1% Underperform



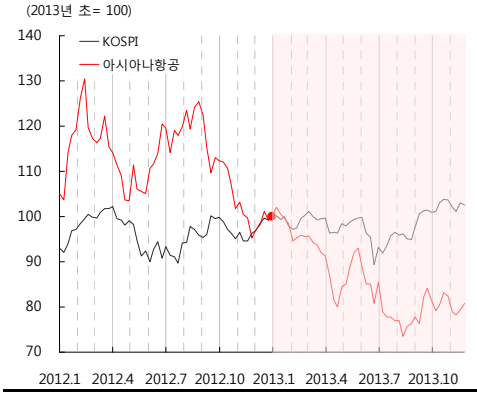
자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 2013 년 -34.5%Underperform



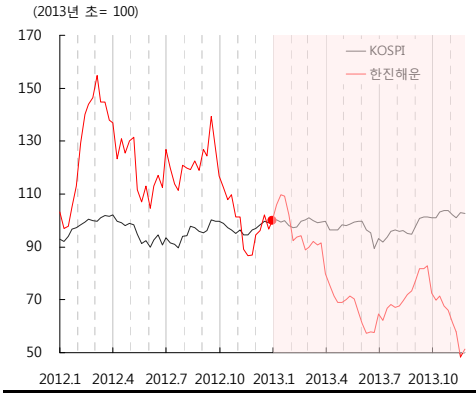
자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 2013 년 -21.3% Underperform



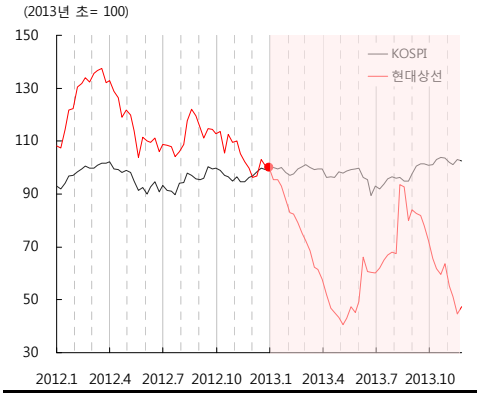
자료: 동양증권 리서치센터

한진해운 2013 년 -49.8% Underperform



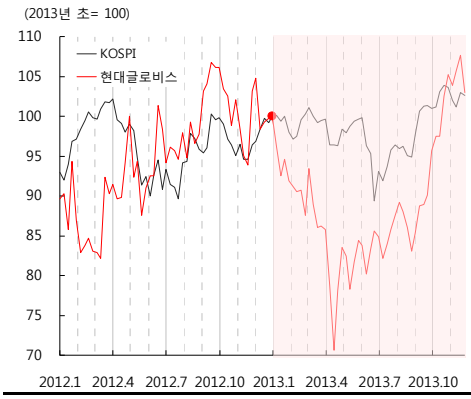
자료: 동양증권 리서치센터

현대상선 2013 년 -53.9% Underperform



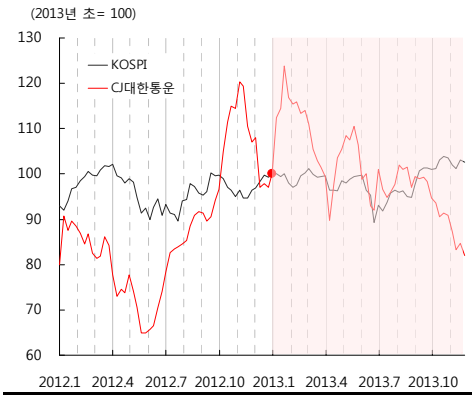
자료: 동양증권 리서치센터

현대글로비스 2013 년 +0.3% Outperform



자료: 동양증권 리서치센터

CJ 대한통운 2013 년 -20.0% Underperform



자료: 동양증권 리서치센터

나. 2014년 업황 전망 : 항공 턴어라운드 예상 … 하반기 택배요금에 관심

2014년 운송산업은 업종별로 다른 상황을 맞이할 것으로 보인다. 양대 항공업체들의 여객부문 수익성은 다소 개선될 것으로 보인다. 반면 선박수급상황은 올해 대비 큰 변동이 없을 것으로 보인다.

2014년 항공업황

저가항공사 성장 둔화 수혜
선진국 경기회복 수혜
비용 절감효과

2014년 한국 양대 항공업체들은 저가항공사들의 성장이 소폭 둔화되면서 여객부문의 수익성이 다소 개선될 것으로 보인다. 선진국 경기회복으로 화물부문의 수익성도 회복될 것으로 보이나, 2009년과 같은 급격한 개선은 어려울 것으로 보인다. 유가와 환율의 하락으로 비용절감 효과도 기대된다.

2014년 컨테이너해운

컨테이너: 계선률하락→운임약세
벌크운임 : 운임상승 둔화 예상

2014년 컨테이너 운임은 YoY −0.2% 하락하고, BDI 는 YoY +2.6% 상승할 것으로 보인다. 컨테이너선박의 수급상황은 다소 개선될 여지가 있지만, 계선률하락으로 실제 수급 개선의 효과를 체감하기는 어려울 것으로 보인다. 벌크선은 2013년말 운임 상승의 결과 선박해체속도가 크게 둔화되면서 수급 개선의 폭이 현저히 줄어들 것으로 보인다.

2014년 현대글로비스

현대차그룹 해외생산증가
PCC 마진 회복

2014년 현대글로비스는 현대차그룹 해외생산 증가와 PCC 부문의 마진 개선 등에 힘입어 이익이 꾸준히 증가할 것으로 보인다. CJ 대한통운은 고정비 절감 노력으로 이익이 2013년 대비 다소 개선될 것으로 보인다.

다. 2014년 주요 이슈 : 항공 합종연횡, 컨테이너 유유상종, 벌크 이합집산

2014년 운송업체들은 그 어느 때보다도 경쟁구도의 변화가 많을 것으로 보인다.

대한항공의 제휴관계 변화

유럽노선 : Czech 항공과 협력
미주노선 : Delta 와 J/V 논의
중동 : Etihad 와의 협력

국내 대표 항공업체인 대한항공은 지역별 협력 파트너와의 제휴관계에 변화가 있을 것으로 보인다. 유럽에서 독일의 Lufthansa 와의 관계를 중단하고 Czech 항공과의 협력을 시작했다. 미국에서는 Delta 와의 J/V 결성이 논의 중이며, 중동에서는 Etihad 항공사와의 새로운 협력관계가 시작되었다. 장거리 노선 강화를 목표로 대형 항공기를 빠르게 도입하고 있는 대한항공으로서는 신규시장을 개척하고 항공기의 효율성을 높이기 위해 이러한 새로운 제휴관계가 반드시 필요하다.

대형 컨테이너 얼라이언스 등장

P3의 운항 시작 (2Q'14~)
이에 대항하는 대형 얼라이언스 형성 가능성 있음

세계 컨테이너 해운업체들은 P3 (1~3위 업체의 얼라이언스)라는 새로운 강적의 등장을 지켜보고 있다. P3가 각국 경쟁당국의 승인을 얻어 예정대로 2Q'14부터 운항을 시작할 경우 기타 해운사들은 네트워크 커버리지와 선박의 원가 경쟁력에서 우월한 P3에 대항하는 얼라이언스를 고려하지 않을 수 없을 것으로 보인다. 이때, 해운사들은 대형선박에 대한 투자능력이 있는 업체들끼리 유유상종하는 모습을 보일 것이다.

국내 벌크해운 업계 개편 가능성

STX 팬오션 매물화 가능성

컨테이너해운업체도 벌크부문 매각 고려할 수 있을 듯

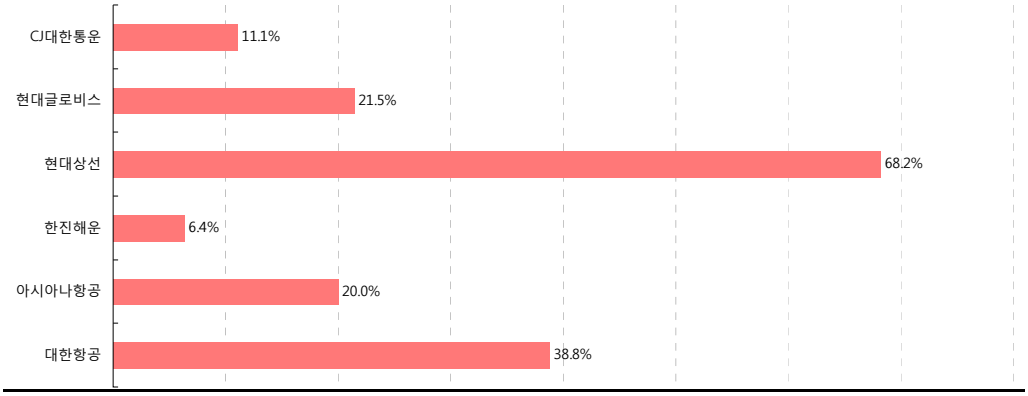
현대글로비스는 M&A 주체가 될 수 있음

한편 국내 벌크해운업체는 새로운 질서를 맞이하게 될 것으로 보인다. 국내 최대 벌크해운업체였던 STX 팬오션이 회생절차의 진행으로 규모가 크게 축소될 것으로 보이는 가운데, 새로운 1~2위 벌크해운업체로 등장하게 되는 현대상선과 한진해운도 유동성확보차원에서 벌크해운부문을 분리매각할 가능성을 배제할 수 없기 때문이다. 현대글로비스가 벌크해운부문에 대한 본격 진출을 선언했다는 점도 업계개편의 가능성을 높이고 있다. 2014년 국내 벌크해운업체들은 각 업체들의 이해관계에 따라 이합집산하는 모습이 예상된다.

라. 종목선정

앞서 간략히 살펴본 업황전망과 이슈들을 종합할 때, 2014년 추천 종목들은 아래표와 같다. 우리는 상반기에는 현대글로비스를, 하반기에는 대한항공을 추천하며, 택배요금 변화 가능성에 주목하여 CJ 대한통운도 하반기 관심종목으로 선정한다.

운송 유니버스 종목 기대수익률 비교



자료: 동양증권 리서치센터
주석 : 현대상선은 과거에 적용받았던 대북사업의 가치를 고려할 때 현재 주가의 밸류에이션 매력이 존재하지만, 유동성 관련 이슈로 주가 변동성이 극대화된 점을 고려해 HOLD 의견을 유지한다.

2014 년 운송업종 투자의견 및 주요 이슈

종목	투자의견	최근종가	목표주가	상승여력	2014년 업황 전망	2014년 주목할 포인트
대한항공	BUY	30,250	42,000	38.84%	여객, 화물 모두 개선되고 비용절감 기대됨	순환출자 해소와 지주사체제 전환
아시아나항공	BUY	5,000	6,000	20.00%		금호산업 정상화과정
한진해운	HOLD	6,110	6,500	6.38%	업황회복 가능성 높지 않을 듯	유동성 확보 및 비주력 부문 매각
현대상선	HOLD	10,700	18,000	68.22%		
현대글로비스	BUY	230,500	280,000	21.48%	일감 증가, 마진 회복 기대	
CJ 대한통운	HOLD	90,000	100,000	11.11%	택배수송량 증가로 실적 개선될 것	택배요금 반등 여부

자료: 동양증권 리서치센터

현대글로비스 (BUY, TP 280,000원)

2014년 현대글로비스는 현대차그룹 해외 공장 자동차 생산 증가 및 국내 공장 수출 회복에 따른 수혜가 기대된다. 우리는 현대차그룹의 글로벌 생산량 증가에 따른 해외물류 매출 증가, 국내공장 수출 회복에 따른 PCC 마진 개선 등으로 본사 영업이익이 822억원 증가하고, 해외법인도 해외공장 생산 및 판매 증가에 힘입어 602억원의 추가적인 영업이익을 더할 것으로 기대하고 있다. 최근 주가 상승으로 다소 낮아진 기대수익률이 아쉽지만, 실적의 안정성과 성장의 가시성에서 가장 우수하다는 판단이다.

현대글로비스 EV/EBITDA Band Chart

자료: 동양증권 리서치센터

현대글로비스 적정 주가 산출 (단위 : 십 억원)

항목	4Q 2013	1Q 2014	2Q 2014	3Q 2014	비고
사업가치 (A) = (B) - (E)	9,194.7	9,287.8	9,301.8	9,314.5	
EV (B) = (C) X (D)	9,104.9	9,248.0	9,406.5	9,651.6	
EV/EBITDA (C)	10.2	10.2	10.2	10.2	배
EBITDA (D)	888.9	902.9	918.3	942.3	12m fwd.
조정순차입금 (E)	-182.9	-53.8	92.1	244.6	단기차입금은 제외*
투자자산가치 (F)	918.5	918.5	918.5	918.5	
보통주가치 (G) = (A) + (F)	10,113.2	10,206.3	10,220.3	10,233.0	
발행주식수 (H)	37,500	37,500	37,500	37,500	천 주
주당가치** (G) / (H)	269,685	272,168	272,541	272,880	원
현재주가	230,500	230,500	230,500	230,500	원
상승여력	17.0%	18.1%	18.2%	18.4%	

자료: 동양증권 리서치센터

* K-IFRS 도입으로 과거에는 단기차입금으로 분류되지 않던 매출채권할인이 단기차입금 조달로 분류됨. 과거와의 비교가능성을 위해 제외

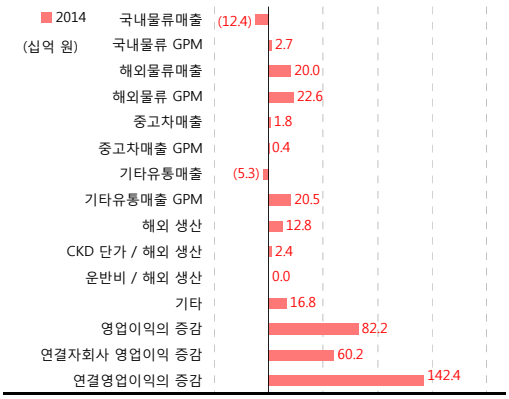
** 당사목표주가(280,000 원)와의 괴리율이 ±10% 이내이므로 목표주가 유지

현대글로비스 영업이익 추정 내용 및 가정

Key Factors	단위	실제수치 및 전망			증감율 가정		영업이익 변동 기여	
		2013	2014	2015	14/13	15/14	2014	2015
국내물류매출	10억 원	1,176.1	1,004.3	1,075.4	-14.6%	7.1%	(12.4)	5.4
국내물류 GPM	%	7.4%	7.6%	7.6%	0.2%p	-0.1%p	2.7	(0.6)
해외물류매출	10억 원	3,165.4	3,493.2	3,703.4	10.4%	6.0%	20.0	14.5
해외물류 GPM	%	5.9%	6.6%	8.1%	0.7%p	1.4%p	22.6	48.7
중고차매출	10억 원	309.1	340.0	357.0	22.1%	10.0%	1.8	1.0
중고차매출 GPM	%	5.8%	5.9%	5.9%	0.1%p	0.0%p	0.4	(0.2)
기타유통매출	10억 원	823.3	1,693.0	2,885.2	182.2%	105.6%	(5.3)	22.3
기타유통매출 GPM	%	-0.6%	1.9%	0.9%	2.5%p	-0.9%p	20.5	(15.9)
해외 생산	천 대	1,908	1,999	1,999	4.7%	0.0%	12.8	0.0
CKD 단가 / 해외 생산	천 원 / 대	252.1	253.4	253.2	0.5%	-0.1%	2.4	(0.4)
운반비 / 해외 생산	천 원 / 대	112.3	112.3	112.3	0.0%	0.0%	0.0	0.0
기타	10억 원						16.8	(25.4)
별도 영업이익	10억 원	426.8	509.0	558.5	19.2%	9.7%	82.2	49.6
연결 자회사 영업이익	10억 원	238.4	300.6	311.5	26.1%	3.7%	60.2	175.4
연결 영업이익	10억 원	659.9	800.2	860.5	21.3%	7.5%	142.4	225.0

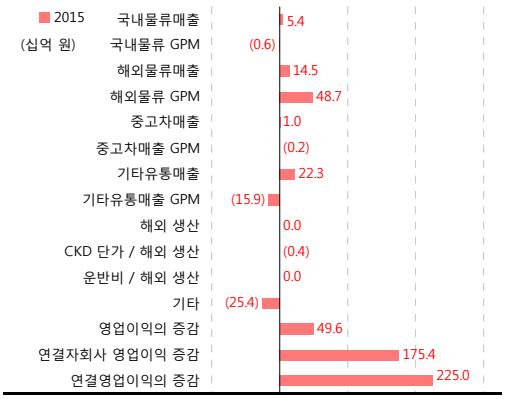
자료: 동양증권 리서치센터

현대글로비스 2014 년 요소별 영업이익 증감 기여



자료: 동양증권 리서치센터

현대글로비스 2015 년 요소별 영업이익 증감 기여



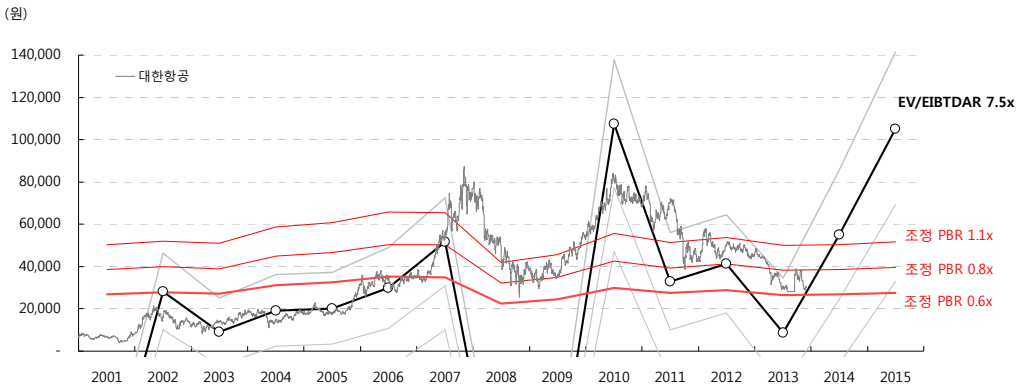
자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 (BUY, TP 42,000원)

영업환경 개선과 비용절감 효과 볼 듯 … 상반기는 한진그룹 지배구조 변화 과정이 핵심

2014년 대한항공은 영업환경 개선의 수혜를 받을 것으로 예상되지만, 상반기는 지배구조 관련 이슈가 주가에 더 큰 영향을 미칠 것이라는 판단이다. 따라서 적절한 투자시점은 지배구조 변화가 일단락 될 것으로 보이는 하반기가 될 것이라는 생각이다. 우리는 환율하락, 저가항공사 공세의 둔화로 대한항공의 여객 Yield가 상승하는 모습이 나타날 것으로 기대한다. 환율하락에 따른 비용절감 효과도 1,674억원에 달할 것이라는 생각이다. 다만, 2014년 상반기에는 순환출자구조 해소과정에서 대한항공 주가가 긍정적인 영향을 받을 것으로 생각되지는 않는다. 목표주가 42,000원과 투자의견 BUY를 유지한다.

대한항공 EV/EBITDAR Band Chart (붉은색 Band는 조정 PBR* Band 차트)



자료: 동양증권 리서치센터, *주: IFRS 적용으로 인한 순자산가치 변화를 보정한 PBR 밴드 차트 (과거 Multiple 과의 비교가능성을 위한 것)

대한항공 적정주가 산출 (단위: 십억 원)

항목	4Q 2013	1Q 2014	2Q 2014	3Q 2014	비고
조정 BPS (A) = (B)/ (C)	45,190	45,686	46,296	46,534	원
조정자본총계* (B)	2,651.5	2,680.6	2,716.4	2,730.4	
장부상자본총계	2,453.5	2,482.6	2,518.4	2,532.4	
유통주식수 (C)	58,675	58,675	58,675	58,675	천 주
발행주식수	58,675	58,675	58,675	58,675	천 주
자기주식수	-	-	-	-	천 주
적정 PBR (D)	0.9	0.9	0.9	0.9	배
적정주가 (A) X (D)	40,671	41,117	41,666	41,881	원
현재주가	30,250	30,250	30,250	30,250	원
상승여력	34.4%	35.9%	37.7%	38.4%	

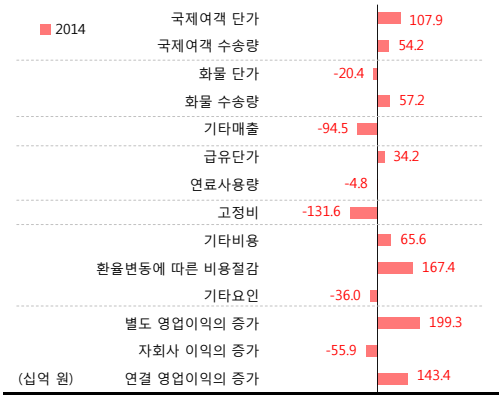
자료: 동양증권 리서치센터, *장부산자본총계와 조정자본총계의 차이는 자산재평가잉여금, 신종자본증권, IFRS 도입에 따른 부채 변동 (마일리지 부채 등)

대한항공 영업이익 추정 내용 및 가정

Key Factors	단위	실제수치 및 전망			증감율 가정		영업이익 변동 기여	
		2013	2014	2015	14/13	15/14	2014	2015
국제여객 Yield	원	103.4	105.0	108.6	1.6%	3.4%	107.9	236.1
국제여객 RPK	백만 km-인	66,312	66,834	75,129	0.8%	12.4%	54.2	871.5
화물 Yield	원	361.4	359.2	371.5	-0.6%	3.4%	- 20.4	95.7
화물 FTK	백만 km-톤	7,721	7,874	8,499	2.0%	7.9%	57.2	226.1
기타매출	10억원	1,605.1	1,559.4	1,626.8	-2.8%	4.3%	- 94.5	23.4
급유단가	$/bbl	127.8	126.7	126.7	-0.8%	0.0%	34.2	-
연료사용량	천 배럴	30,912	30,968	33,872	0.2%	9.4%	- 4.8	-390.1
고정비	10억 원	3,512.8	3,644.4	4,178.3	3.7%	14.7%	-131.6	-533.9
기타비용	10억 원	3,901.4	3,835.9	4,219.9	-1.7%	10.0%	65.6	-384.0
환율변동에 따른 비용절감	10억 원						167.4	0.0
기타요인	10억 원						- 36.0	- 0.0
별도 영업이익	10억 원	50.6	249.9	394.6	393.7%	57.9%	199.3	144.7
연결 자회사 영업이익	10억 원	- 8.6	- 64.5	- 63.3	적지	적지	- 55.9	1.2
연결 영업이익	10억 원	42.0	185.4	331.3	341.2%	78.7%	143.4	145.9

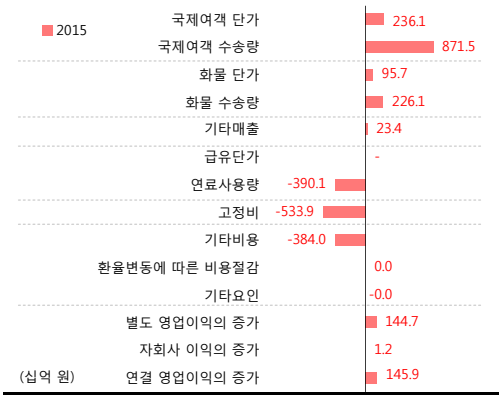
자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 2014 년 요소별 영업이익 증감 기여



자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 2015 년 요소별 영업이익 증감 기여



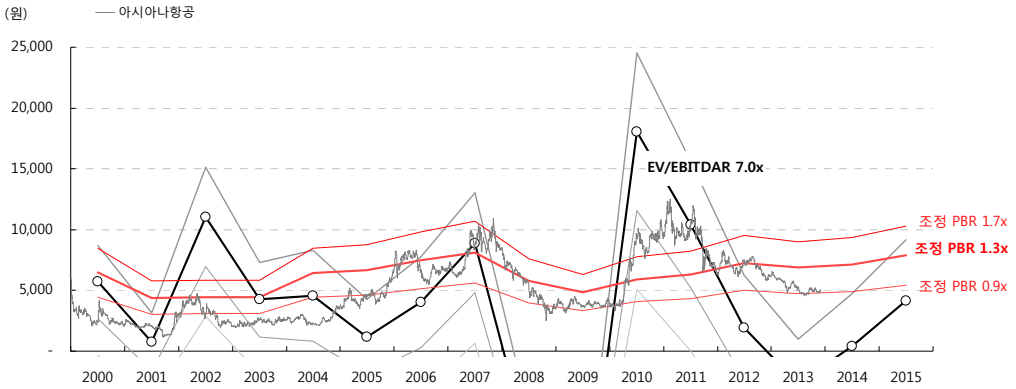
자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 (BUY, TP 6,000원)

영업환경 개선과 비용절감 효과 볼 듯 … 금호그룹 정상화 과정 지켜봐야

2014년 아시아나항공 또한 영업환경 개선의 수혜를 받을 것으로 예상된다. 환율하락, 저가항공사 공세의 둔화로 아시아나항공의 여객 Yield가 상승하는 모습이 나타날 것으로 기대한다. 환율하락에 따른 비용절감 효과도 493억원에 달할 것이라는 생각이다. 그러나, 금호산업의 정상화와 맞물려 있는 지배구조 변화는 역시 불확실성을 만들어내는 요인이 될 것으로 보인다. 아시아나항공이 보유한 금호산업 지분의 처분과정, 금호산업 정상화 과정에서 아시아나항공의 100% 자회사인 금호터미널이 수행할 역할 등을 관찰해 투자시점을 결정해야할 것이다. 목표주가 6,000원과 투자의견 BUY를 유지한다.

아시아나항공 EV/EBITDAR Band Chart (붉은색 Band 는 조정 PBR* Band 차트)



자료: 동양증권 리서치센터, *주: IFRS 적용으로 인한 순자산가치 변화를 보정한 PBR 밴드 차트 (과거 Multiple 과의 비교가능성을 위한 것)

아시아나항공 적정주가 산출 (단위: 십억원)

항목	4Q 2013	1Q 2014	2Q 2014	3Q 2014	비고
조정 BPS (A) = (B) / (C)	5,176	5,237	5,294	5,322	원
조정자본총계*(B)	1,009.9	1,021.7	1,032.9	1,038.3	
자본총계	811.4	823.3	834.5	839.9	
IFRS 조정	198.4	198.4	198.4	198.4	
유통주식수 (C)	195,101	195,101	195,101	195,101	천 주
PBR (D)	1.2	1.2	1.2	1.2	배
적정주가 (A) X (D)	6,211	6,284	6,353	6,386	원
현재주가	5,000	5,000	5,000	5,000	원
상승여력	24.2%	25.7%	27.1%	27.7%	

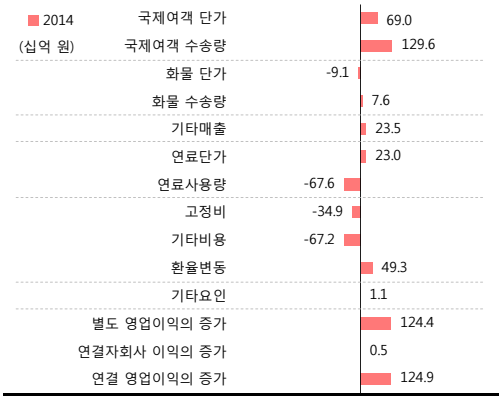
자료: 동양증권 리서치센터, *장부산자본총계와 조정자본총계의 차이는 IFRS 도입에 따른 부채 변동 (마일리지 부채 등)

아시아나항공 영업이익 추정 내용 및 가정

Key Factors	단위	실제수치 및 전망			증감율 가정		영업이익 변동 기여	
		2013	2014	2015	14/13	15/14	2014	2015
국제여객 Yield	원	100.8	102.9	106.6	2.1%	3.6%	69.0	123.9
국제여객 RPK	백만 km-인	32,672.9	33,965.6	35,208.8	4.0%	3.7%	129.6	128.2
화물 Yield	원	334.9	332.8	344.0	-0.6%	3.4%	-9.1	47.9
화물 FTK	백만 km-톤	4,255.2	4,278.0	4,215.3	0.5%	-1.5%	7.6	-20.9
기타매출	10억원	514.9	535.8	566.2	4.0%	5.7%	23.5	34.3
급유단가	$/bbl	128.1	126.7	126.7	-1.1%	0.0%	23.0	-
연료사용량	천 배럴	15,441	15,927	16,136	3.1%	1.3%	-67.6	-27.8
고정비	10억 원	1,452.5	1,487.4	1,555.9	2.4%	4.6%	-34.9	-68.5
기타비용	10억 원	1,963.5	2,030.6	2,141.2	3.4%	5.4%	-67.2	-110.6
환율변동에 따른 비용절감	10억 원						49.3	0.0
기타요인	10억 원						1.1	0.0
별도 영업이익	10억 원	-1.0	123.4	229.9	흑전	86.2%	124.4	106.4
연결 자회사 영업이익	10억 원	49.4	49.9	50.1	1.1%	0.3%	0.5	0.2
연결 영업이익	10억 원	48.4	173.3	279.9	258.2%	61.5%	124.9	106.6

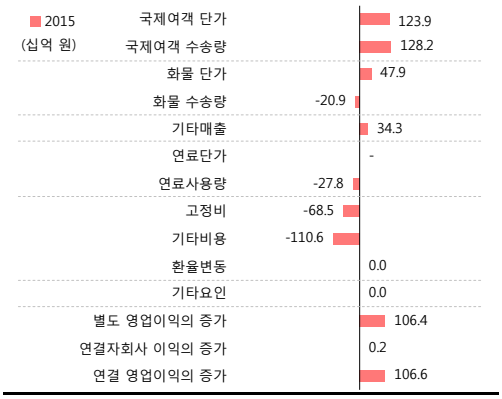
자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 2014 년 요소별 영업이익 증감 기여



자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 2015 년 요소별 영업이익 증감 기여



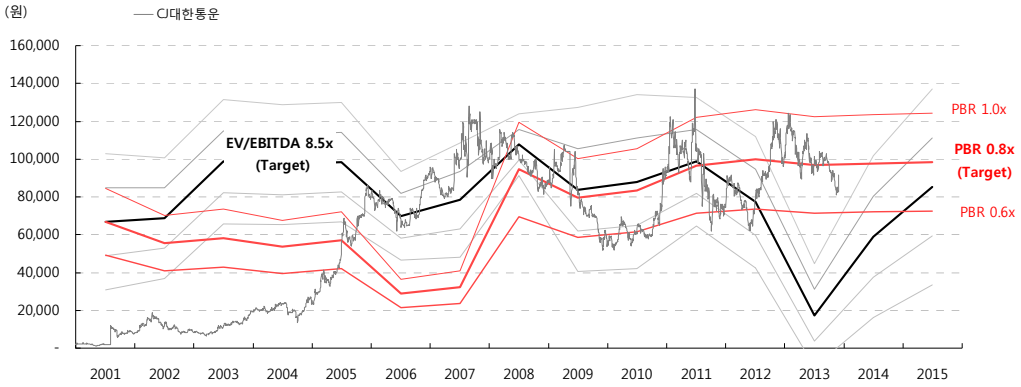
자료: 동양증권 리서치센터

CJ 대한통운 (HOLD, TP 100,000원)

아직은 HOLD 의견 유지하지만 2014년 하반기 관심종목

2014년 CJ 대한통운의 실적은 2013년의 부진에서 벗어날 수 있을 것으로 본다. 택배 수송량이 두 자리수의 증가율을 보일 것으로 전망되는 가운데, 광주 메가허브터미널의 완공이 지연됨에 따라 고정비 급증 시점은 지연되었다. 만약 택배요금 인상까지 현실화 될 경우 이익 증가폭은 매우 클 수 있다. 실적은 2013년 하반기를 저점으로 개선될 것이나, 다만 아직은 밸류에이션 부담이 있으므로 택배요금 인상 등 새로운 이익 증가 요인이 발생하는지를 관찰하며 투자시점을 조절하는 것이 바람직하다는 생각이다. 목표주가 10만원과 HOLD 의견을 유지한다.

CJ 대한통운 EV/EBITDA Band Chart (붉은색 Band 는 PBR Band 차트)



자료: 동양증권 리서치센터

CJ 대한통운 적정 주가 산출 (단위: 10 억 원)

항목	4Q 2013	1Q 2014	2Q 2014	3Q 2014	비고
순자산가치 (A)	2,277.1	2,288.3	2,318.7	2,348.4	
유통 주식수 (B)	17,402	17,402	17,402	17,402	천 주
발행 주식수	22,812	22,812	22,812	22,812	천 주
자사주	5,410	5,410	5,410	5,410	천 주
BPS (C) = (A) / (B)	130,852	131,495	133,241	134,945	원
PBR (D)	0.8	0.8	0.8	0.8	배
주당가치 (C) X (D) *	99,447	99,936	101,263	102,558	원
현재주가	90,000	90,000	90,000	90,000	원
상승여력	10.5%	11.0%	12.5%	14.0%	

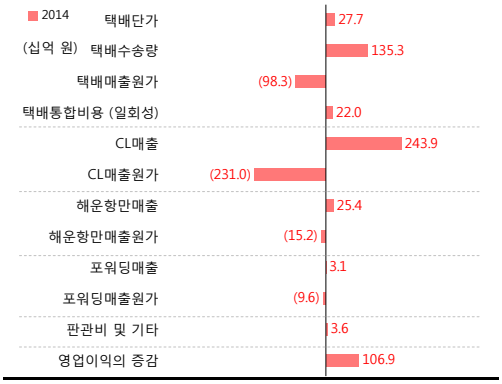
자료: 동양증권 리서치센터, *주당가치가 기존 목표주가(100,000 원) 대비 ±10% 이내이므로 목표주가 유지

CJ 대한통운 영업이익 추정 내용 및 가정

Key Factors	단위	실제수치 및 전망			증감율 가정		영업이익 변동 기여	
		2013	2014	2015	14/13	15/14	2014	2015
택배단가	원 / Box	1,999.1	2,046.1	2,115.8	2.3%	3.4%	27.7	42.2
택배수송량	백만 Box	537.0	605.4	612.2	12.7%	1.1%	135.3	13.9
택배매출원가	10억 원	988.2	1,108.5	1,120.9	12.2%	1.1%	(98.3)	(12.4)
택배통합비용 (일회성)	10억 원	22.0	0.0	0.0	−100.0%		22.0	0.0
CL 매출	10억 원	1,704.5	1,948.4	2,268.5	14.3%	16.4%	243.9	320.1
CL 매출원가	10억 원	1,528.5	1,759.5	2,044.9	15.1%	16.2%	(231.0)	(285.4)
해운항만매출	10억 원	293.7	319.1	339.8	8.7%	6.5%	25.4	20.7
해운항만매출원가	10억 원	296.5	289.7	306.6	−2.3%	5.8%	(15.2)	(16.9)
포워딩매출	10억 원	1,254.3	1,257.4	1,299.2	0.2%	3.3%	3.1	41.8
포워딩매출원가	10억 원	1,184.8	1,194.4	1,234.4	0.8%	3.4%	(9.6)	(40.1)
기타	10억 원						3.6	(20.1)
연결 영업이익의 증감	10억 원	44.2	151.0	214.8	241.7%	42.2%	106.9	63.7

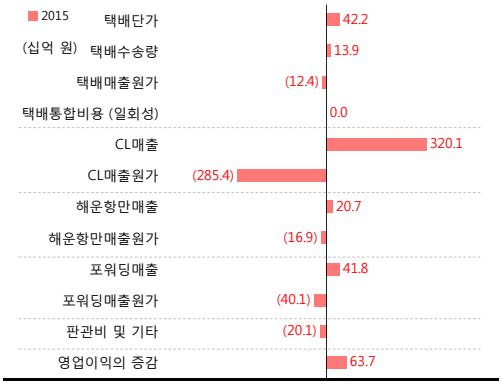
자료: 동양증권 리서치센터

CJ 대한통운 2014 년 요소별 영업이익 증감 기여



자료: 동양증권 리서치센터

CJ 대한통운 2015 년 요소별 영업이익 증감 기여



자료: 동양증권 리서치센터

해운업종

업황회복 쉽지 않아 … 유동성 확보와 업계 재편 가능성이 핵심

한진해운과 현대상선은 2014년에도 낮은 컨테이너 운임으로 고전할 것으로 보인다. 현재의 컨테이너 시황은 오래된 수급 불균형 문제에 더불어, 운임경쟁 강화라는 새로운 난제를 안고 있다. Maersk, CMA CGM 등이 우월한 원가 경쟁력과 넓은 서비스 커버리지를 바탕으로 운임 인하 경쟁을 벌이는 상황에, 다른 해운사들이 운임을 높일 수 있는 여지는 점점 좁아지고 있다. 국내 컨테이너 해운업체들은 선제적 유동성확보를 통해 자금 부족 현상을 방지해야하며, 나아가 선박투자에 나설 수 있도록 재무구조를 개선할 필요가 있다. 2014년부터는 이러한 노력이 구체화될 것이라는 생각이며, 현대글로비스의 본격적인 벌크해운업 시장 참여는 벌크해운의 업계 재편으로 이어질 수 있다는 생각이다.

한진해운 적정 주가 산출 (단위: 10 억 원)

항목	4Q 2013	1Q 2014	2Q 2014	3Q 2014	비고
조정순자산가치 (A)	1,159.6	1,091.5	973.0	811.7	
장부상순자산가치	418.1	350.0	231.4	70.2	6M Fwd., 별도기준
IFRS 보정	-345.2	-345.2	-345.2	-345.2	
터미널가치	1,084.2	1,084.2	1,084.2	1,084.2	
BW, CB 누적 전환금액 가산	2.5	2.5	2.5	2.5	
조정 유통주식수 (B) *	125,582	125,582	125,582	125,582	천 주
유통주식수	125,582	125,582	125,582	125,582	자사주 제외
BW, CB 추기 전환 예상 주식수	-	-	-	-	추가 전환 없음 가정
조정 BPS (C) = (A) / (B)	9,234	8,691	7,748	6,464	원
Target PBR	0.7	0.7	0.7	0.7	배
주당가치 (C) X (B)	6,494	6,113	5,449	4,546	원
현재주가	6,110	6,110	6,110	6,110	원
상승여력	6.3%	0.0%	-10.8%	-25.6%	

자료: 동양증권 리서치센터, * 6 월 23 일 발행된 BW 는 현재까지 30 만주 주식으로 전환됨. 추가 전환되지는 않는 것으로 가정

현대상선 적정 주가 산출 (단위: 원)

항목	4Q 2013	1Q 2014	2Q 2014	3Q 2014	비고
주당 해운업가치 (A) = (B) X (C)	1,863.9	1,686.5	1,397.3	1,051.6	
Target PBR (B)	0.6	0.6	0.6	0.6	배
BPS (C)	3,130	2,832	2,347	1,766	
주당 프리미엄* (D)	14,396.4	14,396.4	14,396.4	14,396.4	
주당가치 ** (E) = (A) + (D)	16,260	16,083	15,794	15,448	
현재주가	10,700	10,700	10,700	10,700	
상승여력	52.0%	50.3%	47.6%	44.4%	

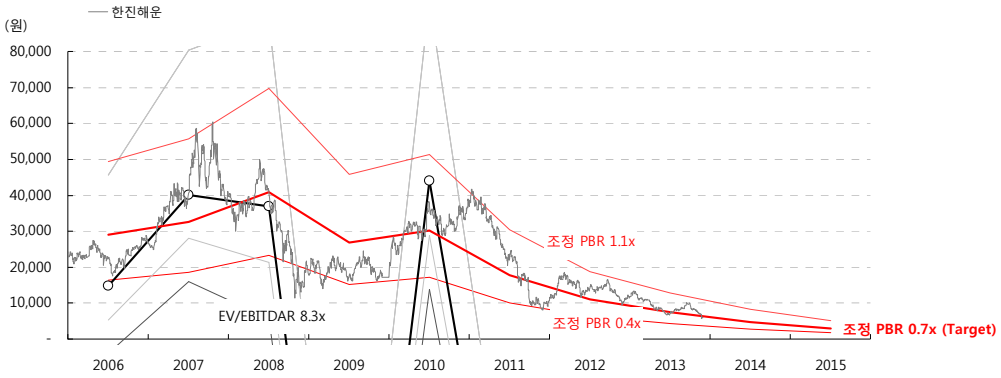
자료: 동양증권 리서치센터,

* 동사는 대북사업가치, 적대적 M&A 에의 노출 등으로 유사업체인 한진해운대비 프리미엄을 받아왔음 (적정주가 산출시 2007 년 이후 받은 프리미엄의 평균치 적용)

** 적정 주당가치가 기존 목표주가(18,000 원) 대비 ±10% 이내이므로 목표주가 유지

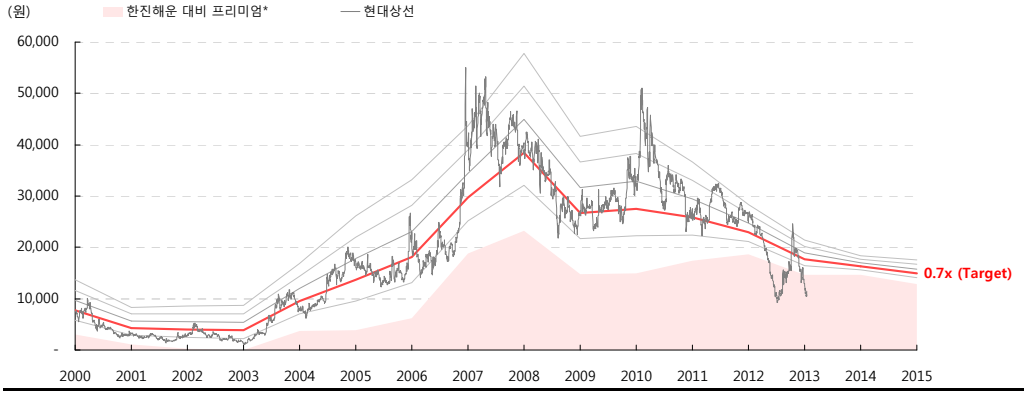
2014년 상반기 해운주의 주가는 유동성 이슈와 M&A 등으로 변동성이 극대화될 가능성이 높으므로, 본격적인 투자판단을 내리기 적절하지 않다. 한진해운은 목표주가를 6,500원으로 하향조정하며, 현대상선은 18,000원을 유지한다. 투자의견은 HOLD를 유지한다. 현대상선의 경우 목표주가와 현재주가의 괴리가 매우 크다. 이는 동사 주가가 대북사업 등 비 해운업가치를 많이 반영하고 있기 때문이다.

한진해운 EV/EBITDAR Band Chart (붉은색 Band 는 조정 PBR* Band 차트)



자료: 동양증권 리서치센터 *주: 터미널가치를 재평가한 순자산가치를 적용

현대상선 PBR Band Chart



자료: 동양증권 리서치센터, * 동사는 대북사업가치, 적대적 M&A 에의 노출 등으로 유사업체인 한진해운 대비 프리미엄을 받아왔음 (2013 년 이후 적정주가는 2007 년 이후 받은 프리미엄의 평균치 적용)

III. 2014년 산업전망 - 합종연횡, 유유상종, 이합집산

가. 항공산업 - 영업환경 개선 예상 … 상반기는 지배구조 이슈가 핵심

2014년에는 그간 빠르게 부상하던 저가항공사들의 확장속도가 일시 둔화되면서 양대 항공사의 여객부문 수익성이 개선될 것으로 예상된다. 선진국 경기회복의 영향으로 화물부문의 실적도 점차 개선될 것으로 예상된다. 최근 낮아진 유가와 환율의 영향으로 2014년에는 비용절감 효과까지 볼 수 있을 것 같다.

지배구조 이슈는 계속해서 양대 항공사 주가에 큰 영향을 줄 것으로 보인다. 우리는 2014년 상반기까지 한진그룹 지배구조 변화과정에서 대한항공이 크게 수혜를 보지는 못할 것이라는 생각이며, 아시아나항공은 금호산업 정상화 과정을 확인할 필요가 있다고 본다.

한편, 대한항공은 장거리 네트워크를 강화하는 과정에서 각 대륙 항공사와의 제휴관계를 활발하게 재정립하게 될 것으로 보인다. 장거리 노선에 대한 추가 고객을 확보해 향후 계속 늘어날 장거리용 항공기의 활용도를 높이기 위한 작업으로 보여진다.

항공산업 주요 가정 (단위: 억원)

항목	단위	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
한국 GDP 상승률	%	6.2%	3.8%	3.9%	2.9%	4.1%	4.0%	4.0%
WTI	USD/BBL	79	95	94	95	95	95	95
YoY	%	28.6%	19.6%	-0.9%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
두비이유	USD/BBL	78	99	109	105	106	106	106
YoY	%	26.4%	26.4%	10.3%	-3.3%	0.6%	0.0%	0.0%
싱가폴 제트유	USD/BBL	90	126	123	122	122	122	122
YoY	%	28.6%	40.0%	-2.0%	-0.8%	-0.5%	0.0%	0.0%
평균환율	KRW/USD	1,156	1,108	1,127	1,094	1,060	1,060	1,060
YoY	%	-9.9%	-3.7%	1.7%	-2.9%	-3.1%	0.0%	0.0%
출입국자수	천 명	21,286	22,489	24,877	27,198	28,439	29,991	31,650
YoY	%	23.1%	5.6%	10.6%	9.3%	4.6%	5.5%	5.5%
내국인 출국자수	천 명	12,488	12,694	13,737	15,059	16,625	17,302	18,020
YoY	%	31.5%	1.6%	8.2%	9.6%	10.4%	4.1%	4.2%
외국인 입국자수	천 명	8.798	9.795	11.140	12.139	11.814	12.689	13.630
YoY	%	12.8%	11.3%	13.7%	9.0%	-2.7%	7.4%	7.4%
한국 항공화물 수출	천 톤	651	536	530	549	568	588	609
YoY	%	19.2%	-17.7%	-1.1%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
전국공항 여객기 운항회수	천 회	222	247	281	308	320	345	367
YoY	%	9.5%	11.1%	13.9%	9.5%	4.2%	7.8%	6.4%
양대항공사 여객기	대수	164	175	186	191	193	210	222
YoY	%	1.5%	6.7%	6.0%	2.6%	1.4%	8.4%	5.8%
양대항공사 화물기	대수	32	34	37	38	38	40	41
YoY	%	3.3%	5.5%	9.7%	2.7%	0.7%	3.9%	2.5%

자료: 동양증권 리서치센터

1) 여객 부문

2014년 여객 항공부문은 저가항공사 팽창의 둔화, 내국인 해외여행 증가 등의 수혜를 볼 것으로 보인다.

가) 공급증가요인 약화

+4.2%

2013년 항공여객 서비스 공급량 예상 증가율

당사판단으로는 2013년 한국 항공여객 서비스는 YoY 4.2% 증가하는데 그칠 것으로 보인다. 양대 항공사의 공급증가가 제한적일 것으로 보이는 가운데, 저가항공사들의 성장속도도 크게 둔화되고 있기 때문이다.

국내 항공여객 공급 증가 전망

항공사	운항회수비중	2014년 예상 증가율
대한항공	25.5%	0.0%
아시아나항공	15.8%	3.9%
저가항공사	18.8%	10.0%
기타	40.0%	4.2%
합산	100.0%	4.2%

자료: 동양증권 리서치센터

(1) 대형사 Capacity 증가 공격적이지 않아

예상되는 2014년 양대 항공사 ASK 증가율은 합산 1.4%에 불과할 것으로 보인다. 2014년 대한항공의 여객기 운항대수는 121대 (YoY +0.0%), 아시아나항공의 연간 평균 여객기 운항대수는 73대 (YoY +3.9%) 에 머물 전망이다.

대한항공, 아시아나항공 여객기 대수 증가 추정

항공사		2013	2014	2015	2013 1Q	2013 2Q	2013 3Q	2013 4Q	2014 1Q	2014 2Q	2014 3Q	2014 4Q
대한항공	여객기	121	121	135	121	122	121	118	118	120	121	123
	YoY	*0.4%*	*0.0%*	*12.0%*	*1.7%*	*0.0%*	*0.8%*	*-0.8%*	*-2.5%*	*-1.6%*	*0.0%*	*4.2%*
아시아나항공	여객기	70	73	75	68	69	71	72	72	74	72	73
	YoY	*6.5%*	*3.9%*	*2.4%*	*9.7%*	*7.8%*	*4.4%*	*4.3%*	*5.9%*	*7.2%*	*1.4%*	*1.4%*
합계	여객기	191	193	210	189	191	192	190	190	194	193	196
	YoY	*2.6%*	*1.4%*	*8.4%*	*4.4%*	*2.7%*	*2.1%*	*1.1%*	*0.5%*	*1.6%*	*0.5%*	*3.2%*

자료: 동양증권 리서치센터

(2) 저가항공사의 Capacity 증가 속도도 한풀 꺾일 듯

2014년 저가항공사의 성장속도는 둔화될 전망이다. 인천공항에서의 저가항공사 운항회수 증가율은 계속 감소하고 있다. 저가항공사들은 한국-동남아 노선과 한국-일본 노선에서는 이미 기존 항공 시장을 상당히 잠식한 반면, 한국-중국노선으로의 침투는 중국정부규제의 벽에 부딪혔기 때문이다.

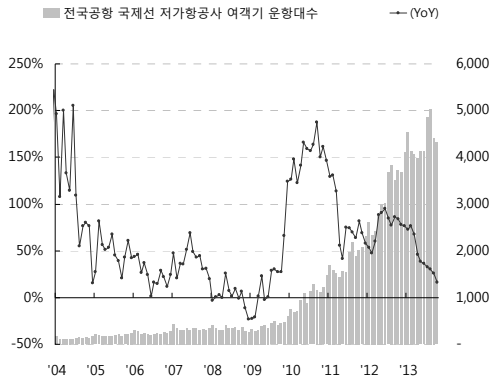
주 10회

동절기 저가항공사 한-일노선 추가 취항 회수 (2013년 동절기는 주 28회)

한-일 노선의 경우 8월 기준 저가항공사의 점유율이 21.1%로 올라온 상황이다. 금번 동절기 중 한-일 노선에 추가 취항예정인 저가항공사 노선은 티웨이항공의 인천-사가노선(2013년 12월 20일부터 주3회)과 인천-삿포르노선(2013년 12월 23일부터 주 7회) 등 총 주 10회뿐이다. 지난 2012년 동절기 제주항공이 김포-나고야(2012년 3월 29일부터 주 7회), 인천-후쿠오카(2012년 3월 30일부터 주 7회), 이스타항공이 인천-오사카(2012년 3월 30일부터 주 14회)에 신규취항하는 등 총 주 28회의 신규 취항이 있었던 것에 비하면 증편 수가 크게 줄어든 것이다.

중국노선에서도 저가항공사들의 노선이 크게 증가하기는 어려울 것 같다. 중국노선의 경우 항공자유화가 제한적으로 이뤄진 관계로, 저가항공사들이 정기편을 늘리기는 쉽지 않은데다가, 중국정부의 부정기선 운항 제한이 이뤄지면서 부정기편으로 운항회수를 늘리기도 어려워졌다. 중국노선에서의 저가항공사 비중은 16.2%인데, 당사의 추정으로는 정기편에서의 M/S는 8.2%에 불과하다. 즉, 저가항공사의 중국노선 상당부분은 부정기편으로 운항되고 있다. 그런데 중국이 부정기편의 운항회수를 제한함에 따라, 중국노선에서 저가항공사들이 빠르게 성장하기는 어려울 것으로 보인다. 2012년 동절기에는 제주항공이 서울-칭다오와 서울-옌타이를 신규취항한 바 있으나, 2013년 동절기에는 티웨이항공이 인천-산야 노선을 신규 취항할 뿐이다.

국내공항 국제선 저가항공사 운항회수 증가율 하락



자료: 동양증권 리서치센터

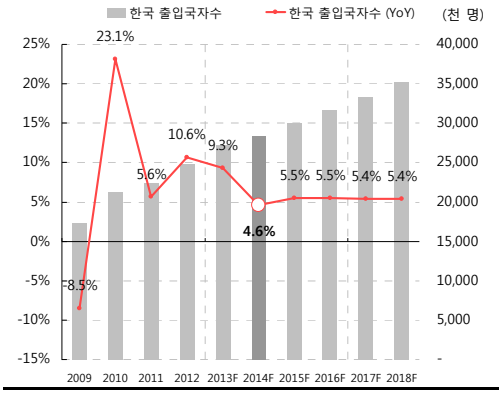
국내공항 국제여객에서의 저가항공사 점유율 - 주춤

자료: 동양증권 리서치센터

나) 2014년 항공여객 수요 분석: 내국인 출국은 호조, 외국인 입국은 부진 예상

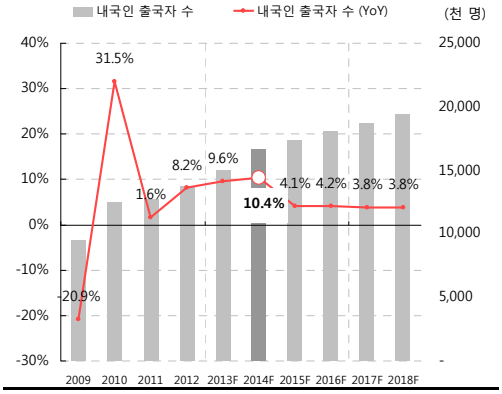
2014년 양대항공사들은 내국인들의 비중이 높아지고, 환승객의 비중이 낮아지면서 승객의 질적인 측면에서 2013년보다 나은 영업환경을 누릴 것으로 예상된다.

한국 출입국자수 추이 및 전망



자료: 동양증권 리서치센터

내국인 출국자수 추이 및 전망



자료: 동양증권 리서치센터

항공사 여객의 구성비율은 국내 항공사 여객 수익성의 중요한 결정요인 중 하나다. 가장 수익성이 좋은 여객은 내국인 출국자이며, 한국에 입국하는 외국인이 그 다음이다. 가장 수익성이 떨어지는 여객은 환승객이다. 물론, 환승객은 좌석을 공석으로 출발시키는 것과는 비교할 수 없는 수익성을 갖고 있다. 따라서, L/F가 높을수록 (공석이 적을수록) 수익성이 좋고, 같은 L/F (탑승률)라면 환승객 비중이 낮을수록, 내국인 출국자 비중이 높을수록 수익성은 높다.

+4.6%

2014년 한국출입국자수 예상 증가율

2014년 한국출입국자수는 YoY +4.6% 증가할 것으로 보인다. 이는 내국인 출국의 10.4% 증가와 외국인 입국의 YoY −2.7% 감소(중국인 입국 YoY −4.8%)를 감안한 것이다. 내국인들은 원화강세 덕에 해외여행을 더 많이 하게 될 것으로 보이지만, 중국인들은 중국정부의 여행산업 규제가 강화됨에 따라 한국 입국을 줄일 것으로 보인다.

내국인 출국이 증가할 것으로 보는 이유는 원화 가치의 상승이다. 원/달러 환율이 하락하면 내국인의 해외여행 비용이 감소하는 효과가 있기 때문이다. 과거의 사례를 돌이켜보면 환율이 1% 낮아질 때 마다 내국인 출국자수는 0.7% 증가한다. 현재 원/달러 환율은 1,063원/달러이며, 환율이 1,060원/달러 수준에서 계속 유지된다고 보면, 2014년 원/달러환율은 2013년 평균 환율보다 2.9% 낮게 된다. 현재의 원/달러 환율이 유지된다고 볼 때, GDP 성장 및 저가항공사에 의한 신규노선 공급 등의 변수를 고려하면 2014년 내국인 출국자수는 2013년 대비 10.4% 증가할 것으로 예상된다.

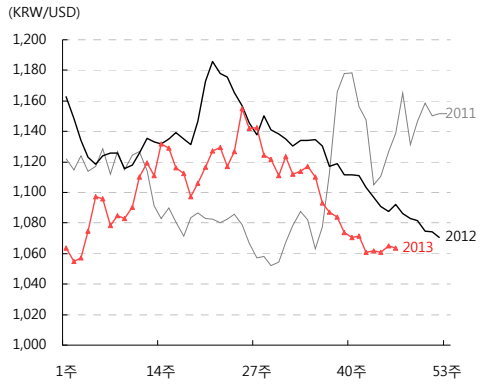
2014년 중국인들의 한국방문은 중국정부의 여유법 시행과 부정기편 운항제한으로 인해 크게 줄어들 것으로 보인다. 중국인 입국자는 2013년 6월부터 9월까지 70% 넘는 성장률을 유지했지만, 여유법이 시행된 10월부터는 그 증가율이 20%대로 낮아졌다. 따라서, 2014년 6월부터 9월의 기간에는 중국인 입국자의 YoY 감소가 관측될 전망이다. 2014년 연간 중국인 입국자는 YoY −5% 감소할 것으로 예상되며, 전체 외국인의 입국자수도 YoY −2.7% 줄어들 것으로 전망된다.

16.6%

2014년 인천공항 예상 환승객 비중
(2013년 16.6% 예상)

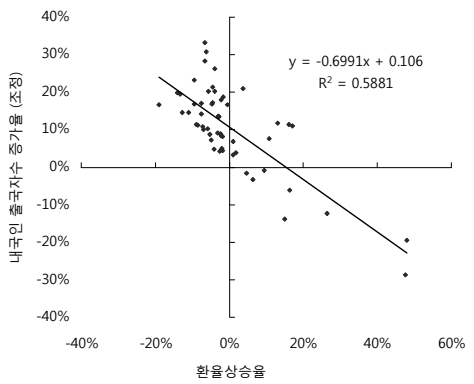
이상에서 살펴본 2014년 출입국자 구성의 변화는 항공업체들의 여객 수익성 제고에 긍정적이다. 2014년의 출입국자 증가율(YoY +4.6%) 보다 여객서비스 공급증가율(YoY +4.2%)이 더 낮으므로, 항공사들의 환승객 의존도는 낮아질 것으로 보인다. 우리는 2014년 인천공항 기준 환승객 비중이 16.6%를 기록해, 2013년 16.9% 대비 소폭 하락할 것으로 보고 있다. 내국인 출국자가 증가하고 외국인 입국은 감소할 것으로 보이는데, 이 또한 전체 여객에서의 내국인 비중 상승을 의미하므로 여객의 수익성에는 긍정적이다.

현재 원/달러 환율은 2013 년 연간 평균보다 2.9% 낮을 듯



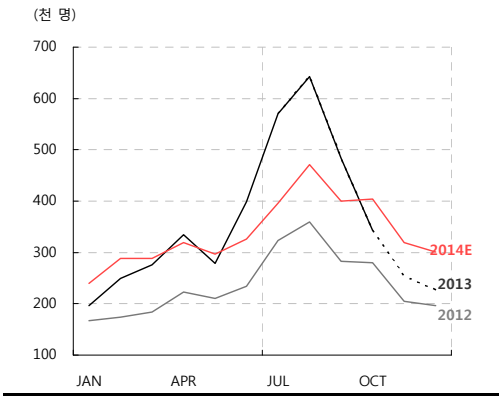
자료: 동양증권 리서치센터

원/달러 환율 변동과 내국인 출국자수 증감률의 관계



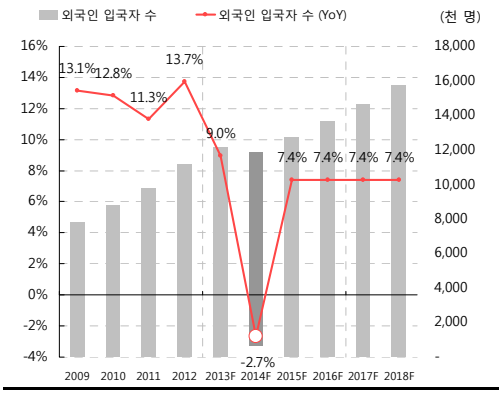
자료: 동양증권 리서치센터

연도별 중국인 입국자 추이 및 전망



자료: 동양증권 리서치센터

외국인 입국자수 추이 및 전망



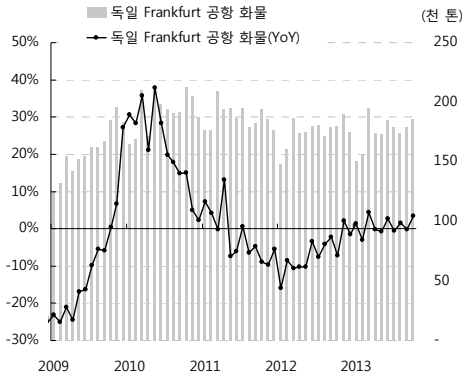
자료: 동양증권 리서치센터

2) 화물, 시간은 걸리지만 방향은 긍정적

선진국 공항의 물동량은 회복되고 있고, 점차 동북아시아 지역 공항의 물동량도 증가할 가능성이 있다. 그러나 우리는 2014년 항공화물 업황이 2009년말과 같은 폭발적인 이익 증가를 재현하는 것은 어렵다는 생각이며, 보다 완만한 이익 개선을 기대한다.

선진국 경기가 회복되면서 미국과 유럽의 주요 공항 물동량은 2011년을 저점으로 점차 회복되고 있다. 아시아 남부지역의 홍콩 공항 물동량, 아시아에서 유럽으로 가는 화물의 중간점인 두바이 공항의 물동량도 선진국 물동량의 회복으로 2011년을 저점으로 회복된 상태이다. 하지만 아직 동북아시아 공항들 (인천, 나리타, 푸동)의 물동량은 오히려 2013년 이후 다시 감소세로 돌아서며 선진국 경기회복의 수혜를 받지 못한 모습이다.

독일 프랑크푸르트 공항 물동량 추이

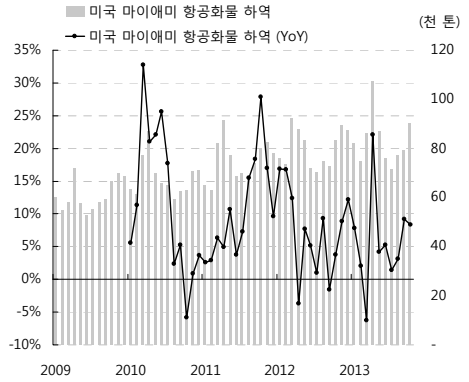


자료: 동양증권 리서치센터

프랑스 파리 공항 물동량 추이

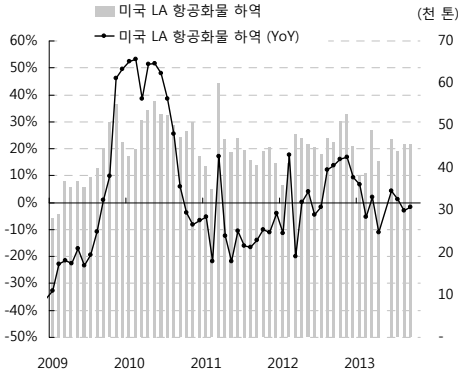
자료: 동양증권 리서치센터

미국 마이애미 공항 물동량 추이



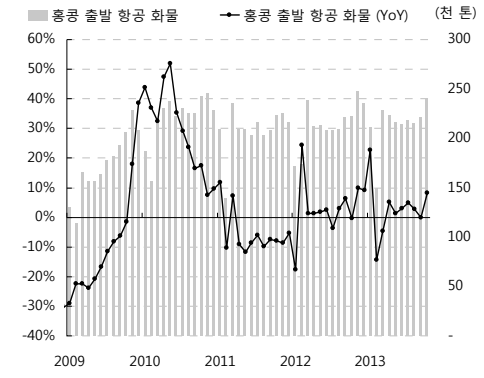
자료: 동양증권 리서치센터

미국 LA 국제 공항 물동량 추이



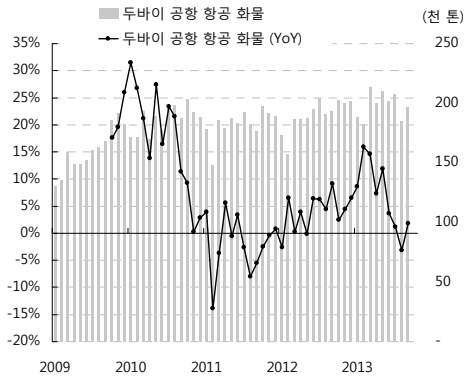
자료: 동양증권 리서치센터

홍콩 첵락콕 공항 출발 화물 추이



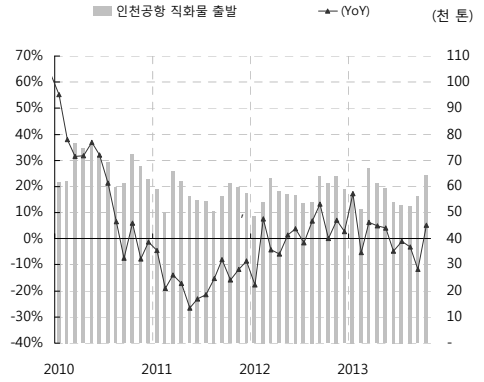
자료: 동양증권 리서치센터

두바이 공항 출발 화물 추이



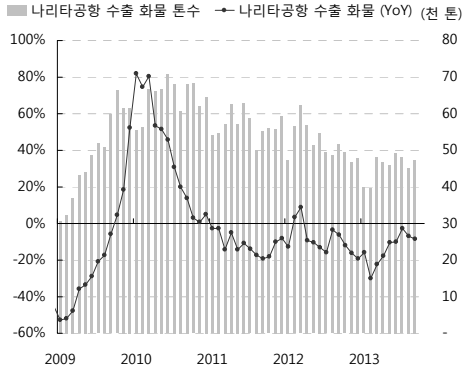
자료: 동양증권 리서치센터

인천공항 직화물 출발 톤수



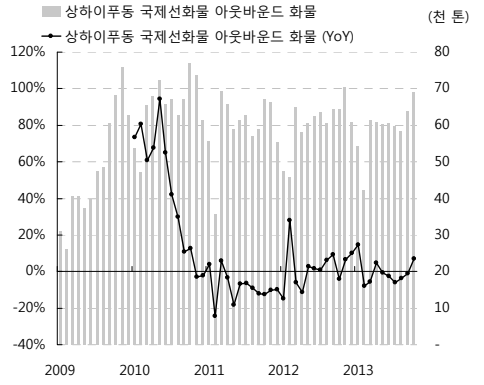
자료: 동양증권 리서치센터

일본 나리타 공항 직화물 출발 톤수



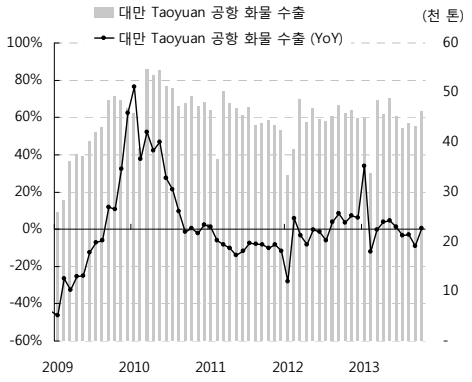
자료: 동양증권 리서치센터

상하이 푸동공항 출발화물 톤수



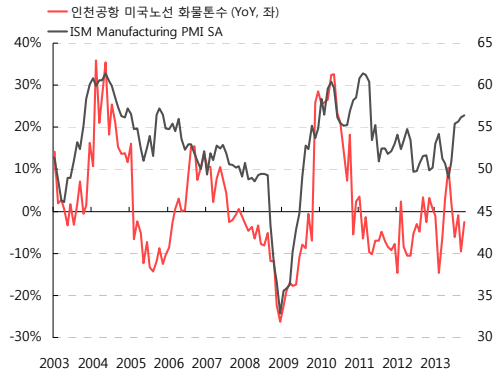
자료: 동양증권 리서치센터

타이페이 타오위엔 공항 출발화물 톤수



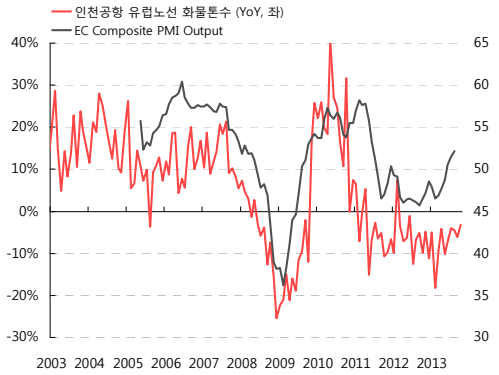
자료: 동양증권 리서치센터

인천공항 미국노선 화물톤수 추이



자료: 동양증권 리서치센터

인천공항 유럽노선 화물톤수 추이



자료: 동양증권 리서치센터

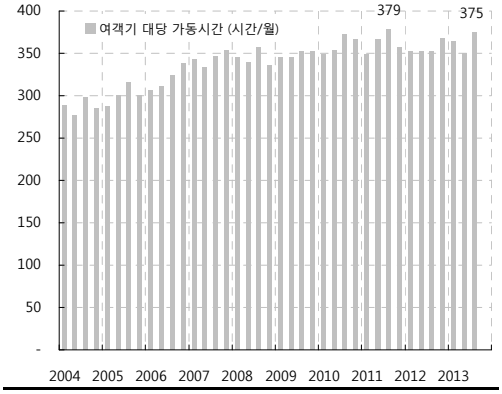
향후 선진국경기가 지속 회복되면서 인천을 비롯한 동북아 공항들의 화물 수송량이 증가한다고 해도 항공사들의 실적개선에 드라마틱한 변화가 일어나는 것은 쉽지 않아 보인다. 이는 항공사의 여유 Capacity가 많기 때문이다. 2009년말~2010년초와 같은 급격한 실적개선은 화물기의 가동시간을 더 이상 늘릴 수 없는데도 물량이 계속 늘어나면서 Yield가 급등했기 때문이다. 따라서 앞으로 항공화물이 지속 증가해서 화물 업황의 회복된다면, 항공기 가동시간 증가에 따른 이익 증가 –> Yield 상승에 따른 이익증가로 진행될 것이다.

-32.6%

2006년 4Q 대비 2013년 3Q
대한항공 항공기 가동시간

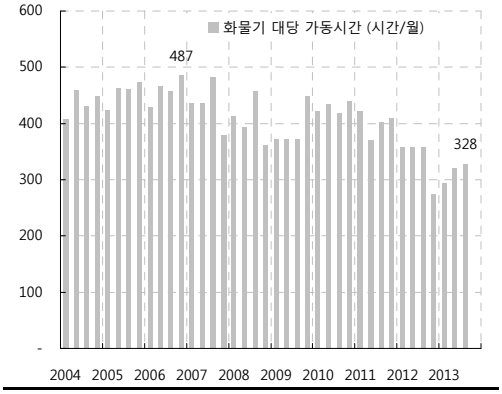
대한항공을 기준으로 2009년~2010년과 같은 화물 Capacity 부족 현상을 겪기 위해서는 30%에 달하는 YoY 물동량 증가율이 필요할 것으로 보인다. 대한항공의 2013년 3분기 화물기 대당 가동시간은 월 328시간으로 추정된다. 이는 2006년 4분기 487시간/월 대비 32.6%나 줄어든 것이다. 화물 물동량이 증가하면 대한항공은 당분간 화물기의 가동시간을 늘리면서 실질적인 서비스의 공급량이 늘어나게 될 것으로 보인다. 화물기 가동률 회복에 따른 이익의 점진적 개선은 기대되나, 2009년말과 같은 급격한 개선이 임박했다고 생각하기는 어려워 보인다.

여객기 가동시간은 역대 최고 수준이지만



자료: 대한항공, 동양증권 리서치센터

화물기 가동시간은 최대 가동시간 대비 32.6%나 적다



자료: 대한항공, 동양증권 리서치센터

3) 유가하락과 원/달러 환율 하락의 수혜

최근 유가하락과 원/달러 환율의 하락으로 양대 항공사의 2014년 마진은 개선될 것으로 보인다. 우리는 2014년 제트유가가 121.7$/bbl 수준으로 가정하고 있으며, 양대 항공사의 급유단가는 YoY 0.8~1.1% 하락할 것으로 보이며, 이를 통해 342억원과 230억원의 유류비를 절감할 수 있을 것으로 보인다. 한편, 2014년 환율은 1,060원/달러 가정하고 있는데, 이는 2013년 대비 34원/달러 낮은 것이다. 환율하락을 통해 각 항공사들이 얻을 것으로 추정되는 이익변화는 아래와 같다.

대한항공 환율 민감도

환율변화와 이에 따른 이익 증감효과	단위	예상 환율	34원 하락시	차이	비고
평균환율	원/달러	1,094	1,060	-34	기존 예상은 2014년 예상 평균환율
1) 내국인 출국에 따른 매출증가 (환율 하락 => 내국인 출국 증가 => 여객 Yield 상승 효과)					
여객 매출	10억 원	7,170.3	7,221.4	51.1	영업단에, 1년간 분산되어 반영
2) 달러매출과 비용의 변화 (원화환산)					
달러매출 (원화환산)	10억 원	5,448.0	5,277.3	-170.8	
여객 외화매출 (50.0%)	10억 원	3,585.2	3,472.8	-112.4	
화물 외화매출 (63.8%)	10억 원	1,862.9	1,804.5	-58.4	
달러영업비용 (원화환산)	10억 원	6,886.9	6,671.1	-215.9	
연료비 (100%)	10억 원	4,294.2	4,159.6	-134.6	
정비비 (100%)	10억 원	310.2	300.4	-9.7	
임차료 (100%)	10억 원	176.9	171.4	-5.5	
인건비 (50%)	10억 원	694.5	672.7	-21.8	
기타 매출원가 (50%)	10억 원	829.6	803.5	-26.0	
판관비 (50%)	10억 원	581.6	563.4	-18.2	
달러영업이익 (원화환산)	10억 원	-1,438.9	-1,393.8	45.1	영업단에, 1년간 분산되어 반영
합산	10억 원			96.2	

자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 환율 민감도

환율변화와 이에 따른 이익 증감효과	단위	예상 환율	34원 하락시	차이	비고
평균환율	원/달러	1,094	1,060	-34	기존 예상은 2014년 예상 평균환율
1) 내국인 출국에 따른 매출증가 (환율 하락 => 내국인 출국 증가 => 여객 Yield 상승 효과)					
여객 매출	10억 원	3,560.6	3,585.7	25.1	영업단에, 1년간 분산되어 반영
2) 달러매출과 비용의 변화 (원화환산)					
달러매출 (원화환산)	10억 원	2,919.9	2,829.2	-90.7	
여객 외화매출 (50.0%)	10억 원	1,993.9	1,932.0	-62.0	
화물 외화매출 (63.8%)	10억 원	926.0	897.2	-28.8	
달러영업비용 (원화환산)	10억 원	4,214.4	4,083.4	-130.9	
연료비 (100%)	10억 원	2,196.8	2,128.6	-68.3	
정비비 (100%)	10억 원	273.3	264.8	-8.5	
임차료 (100%)	10억 원	457.7	443.5	-14.2	
인건비 (50%)	10억 원	248.8	241.1	-7.7	
기타 매출원가 (50%)	10억 원	752.9	729.5	-23.4	
판관비 (50%)	10억 원	284.8	275.9	-8.8	
달러영업이익 (원화환산)	10억 원	-1294.5	-1,254.3	40.2	영업단에, 1년간 분산되어 반영
합산	10억 원			65.4	

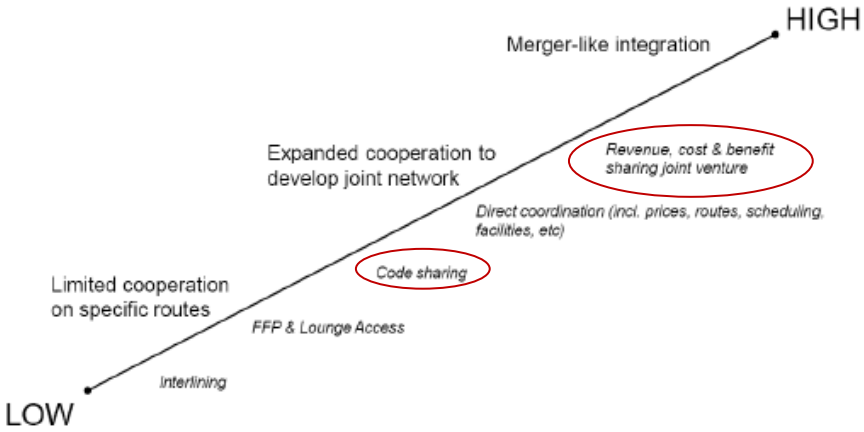
자료: 동양증권 리서치센터

4) 항공사간 협력 강화되는 모습 - 기존 노선의 효율성 높이고, 신규시장 개척

대한항공은 타 항공사와의 제휴관계를 재정립하고 있는 것으로 보인다. 제휴관계의 변화가 대한항공의 성장과 수익성에 미치는 영향은 미리 가늠하기 어렵지만, 장거리 네트워크 강화라는 목표 달성에 중요한 영향을 미치게 될 것으로 예상된다.

항공사간의 제휴관계는 가장 약한 형태의 협력인 운임정산(Interlining)부터 가장 강력한 형태인 합병의 스펙트럼을 가진다. 항공사간 제휴의 목표는 노선의 효율성을 높이고, 새로운 시장을 개척하기 위해서라는 점에서 동일하다. 따라서 항공사간의 제휴는 보완적인 노선망을 가진 항공사간에 주로 일어난다.

항공사간 협력의 강도에 따른 제휴관계의 구분 - J/V 는 협력의 강도에 있어 합병을 제외한 가장 강한 제휴관계



자료: CAPA, 동양증권 리서치센터

가) 미주노선에서는 대한항공과 Delta 가 새로운 관계를 모색하고 있다.

Delta항공은 지난 7월 같은 Skyteam 회원사이자 태평양노선의 경쟁자인 대한항공과의 codeshare를 일부 중단하고, 더 강력한 제휴의 형태인 Joint Venture 설립을 대한항공과 협의하고 있는 것으로 알려지고 있다. Delta가 중단한 codeshare는 미국 국내선과 대한항공 국제선의 연결이며, 대한항공의 아시아노선에 대한 codeshare는 유지하고 있다.

아시아-미국 여객시장 점유율 (2012 년) (단위: 명)

순위	항공사	승객수	점유율
1	United Airlines	4,707,262	23.1%
2	Delta Air Lines	3,676,824	18.0%
3	Korean Air	2,758,504	13.5%
4	Cathay Pacific Airways	1,551,442	7.6%
5	Japan Airlines	1,263,689	6.2%
6	Asiana	1,253,372	6.1%
7	American Airlines	1,095,650	5.4%
8	All Nippon Airways	938,163	4.6%
9	Singapore Airlines	719,804	3.5%
10	Air China	674,096	3.3%

자료: 대한항공, 동양증권 리서치센터

Delta 는 대한항공과의 J/V 설립 시도에 앞서 대서양노선에서 이미 J/V 를 통해 신규수요 확보와 효율성 개선을 추구하고 있다. Delta 는 지난 6월 Virgin Group 과 Singapore Airlines 의 J/V 인 Virgin Atlantic 의 지분 49%를 Singapore Airlines 로부터 매입했다. Delta 는 이를 통해 London Heathrow 공항에서의 점유율을 8%에서 24%로 끌어올리면서 충분한 규모의 경제를 달성할 것으로 기대하고 있다. Delta 는 구체적으로, 더 다양한 서비스 제공, 항공기 재배치, London 노선의 고가 비즈니스 수요 추가확보, 추가적인 비용절감 시너지가 발생할 것이라고 예상했다. 이를 정리해 보면, 신규 수요 확보와 효율성의 개선이라는 항공사간 제휴의 일반적인 목표에 해당된다.

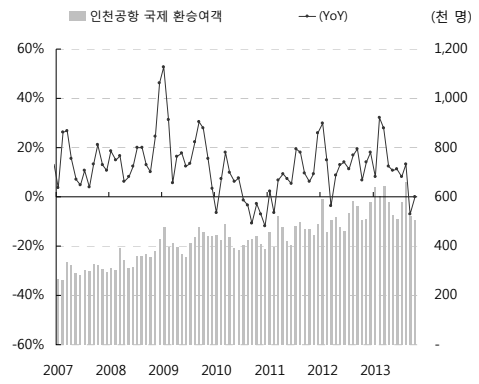
Delta 가 대한항공과의 J/V 설립을 원하는 것도 신규 수요의 추가, 효율성 증대가 될 것으로 보인다. Delta 는 J/V 설립을 통해 환승객 유치능력에서 나리타 공항을 앞서가고 있는 인천공항에 진출함으로써 중국 및 동남아로부터의 미국행 여행 수요를 끌어들이려고 했을 것으로 보인다. Delta 와 대한항공은 현재 아시아-미국 노선 시장점유율 2, 3위 업체인데, J/V 가 설립되면 J/V 의 시장점유율은 36.6%를 기록하게 되어 1위 United 를 크게 앞서게 된다. 규모의 경제를 활용해 항공기를 재배치함으로써 효율성을 극대화할 수 있다. 예를 들어, Delta 가 일본-동남아 노선에 투입하고 있는 대형항공기를 장거리로 전환하는 것도 가능할 것이다.

Delta 가 대한항공과 협력을 강화하는 것은 Tokyo 발 노선의 경쟁력 악화 때문인 듯

Delta 는 2008년 Northwest 를 인수함으로써 Tokyo 기반의 아시아 네트워크를 확보하게 되었다. Northwest 는 2차대전 이후 Tokyo 를 기반으로 한 아시아-미국노선의 절대강자로 성장했고, 지난 2008년 Delta 에 인수되었다. 현재 Delta 는 미국-아시아항로의 점유율 2위 업체지만, Northwest 합병으로 확보한 노선을 제외하고는 아시아지역의 노선확장에 소극적이었다. 일본에는 Delta 와 같은 Skyteam 의 항공사가 없다는 점도 Delta 로서는 어려움이었을 것이다. 일본 JAL 이 파산했을 때, Delta 는 아시아 노선의 강화를 위해 JAL 에 지분투자를 고려한바 있지만 무산되었다.

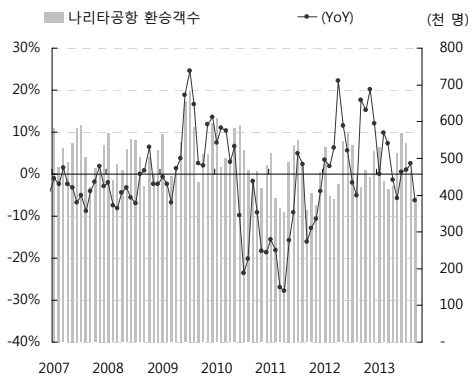
Delta 가 대한항공과 매우 강력한 형태의 제휴인 J/V 설립을 시도하는 것은 아시아 허브를 Tokyo 에서 인천으로 이전하는 의도로 해석될 수 있다. 우리는 일본이 아시아 허브로서의 매력이 약화되자, Delta 가 인천을 기반으로 한 대한항공과 협력을 강화하고자 하는 것으로 보인다. 엔저현상이 지속되면서 Delta 의 일본발 서비스의 수익성도 낮아진 상황으로 추정된다. 일본 Narita 와 Haneda 양대 허브 공항이 확장 문제에 부딪힌데다가, 방사능 문제 등으로 환승공항으로서의 매력도 떨어진 것으로 보인다. 이는 인천공항의 환승객이 2007년 이후 2배로 늘어난 반면, Narita 공항의 환승객은 여전히 같은 수준에 머무는 결과를 낳았다. Delta 의 경쟁업체인 United 항공 또한 일본발 서비스의 수익성 악화로 Tokyo 경유 아시아 연결 노선을 축소하는 움직임이다.

인천공항 환승객수 - 지속성장



자료: 동양증권 리서치센터

일본 나리타공항 환승객수는 계속 정체

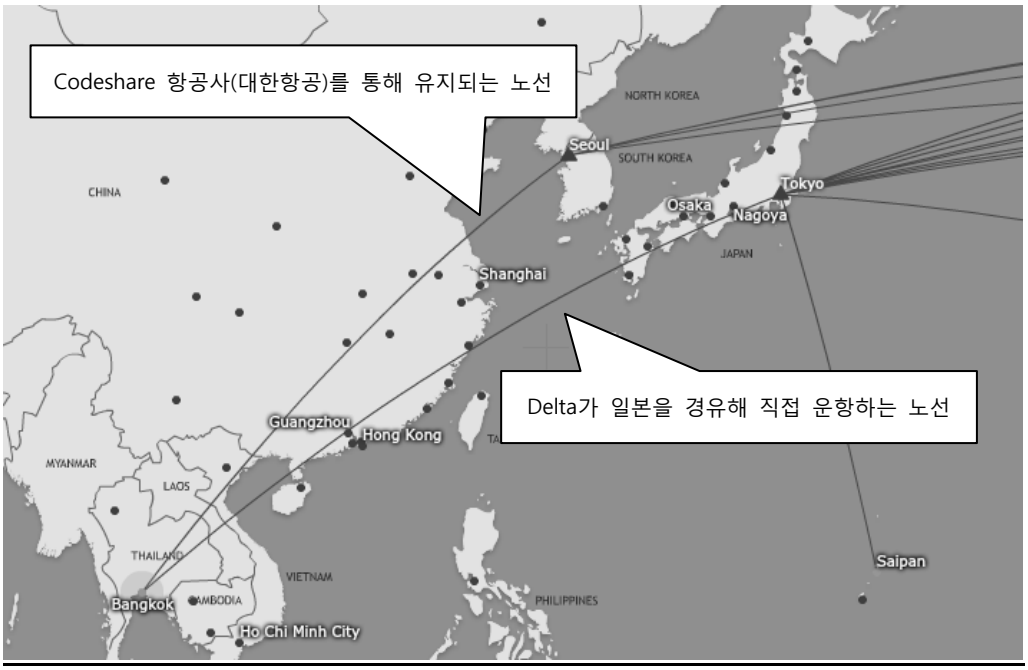


자료: 동양증권 리서치센터

Delta 가 아시아 허브공항을 인천으로 이전할 경우, 동남아노선에 대한 커버리지는 기존의 직접운항 형태에서 대한항공을 통한 codeshare 로 전환될 가능성이 높아 보인다. 현재 Delta 의 아시아 노선은 크게 세 개의 유형으로 구분되는데, 첫째는 미국에서 직항으로 연결되는 노선, 둘째, 아시아 거점에서 직접 운항하는 환승 노선, 셋째, 아시아 거점에서 Codeshare 를 활용한 환승 노선이다.

현재 Delta 가 미국에서 직항으로 운항하고 있는 중국노선은 2개 도시(베이징, 상하이) 주 23회에 불과하며, China Eastern 및 China Southern 과의 codeshare 를 통해 운영되는 2개 도시(상하이, 광저우)를 활용해 추가로 주 28회의 직항 노선을 보유하고 있다. 대만노선에서는 타이페이-미국 노선을 codeshare 항공사인 대만의 China Airlines 를 통해 직항 주 20회를 추가 유지하고 있다.

현재 Delta 의 아시아 환승 노선은 일본 거점의 직접운항 노선과, 인천거점의 대한항공 codeshare 노선으로 구성 (예시 : 방콕노선)



자료: Delta, 동양증권 리서치센터

Delta 중국, 대만 직항 노선 현황 (단위: 주/회)

	공항	베이징	상하이	광저우	Taipei	합계
Delta 직접운항	Detroit	7	7	.	.	14
	Seattle	4	5	.	.	9
	소계	11	12	0	0	23
Codeshare 직항	L.A.	.	7	7	13	14
	New York	.	7	.	.	7
	San Francisco	.	7	.	7	7
	소계	.	21	7	20	28
총계		11	33	7	20	51
Codeshare 항공사		–	China Eastern	China Southern	China Airlines	–

자료: 동양증권 리서치센터

Delta 는 일본과 한국에는 많은 직항노선을 갖고 있다. 일본에는 3개도시 (도쿄, 오사카, 나고야)에 주 41회 직접 취항하고 있다. 한국노선은 직접 운영하지 않으며, 같은 Skyteam 얼라이언스 소속인 대한항공의 codeshare 편을 통해 주 77회의 인천-미국 직항 노선을 보유하고 있다.

Delta 의 한국-미국 및 한국-일본 직항 노선 (단위: 주/회)

구분	Delta	인천	나고야	나리타	오사카	합계
Delta 직접운항	Detroit	.	2	7	.	9
	Seattle	.	.	5	1	6
	L.A.	.	.	7	.	7
	Atlanta	.	.	7	.	7
	New York	.	.	7	.	7
	San Francisco	.	.	5	.	5
	소계	.	2	38	1	41
Codeshare	L.A.	17	.	.	.	17
	New York	14	.	.	.	14
	San Francisco	7	.	.	.	7
	Atlanta	10	.	.	.	10
	Chicago	7	.	.	.	7
	Dallas	7	.	.	.	7
	Las Vegas	3	.	.	.	3
	Seattle	5	.	.	.	5
	Washington	7	.	.	.	7
	소계	77	.	.	.	77
총계		77	2	38	1	118
Codeshare 항공		대한항공				

자료: 동양증권 리서치센터

Delta 가 직접운항하고 있는 환승노선은 일본을 거점으로 하고 있다. Delta 는 일본을 거점으로 중국노선은 2개 도시 주간 14회를, 동남아 노선은 5개 도시 주간 34회를, 대양주노선은 3개 도시 주간 30회를 직접 취항하고 있다. 팔라우, 사이판, 괌 노선 등 레저노선은 소형기(Narrow-body)인 B757로, 나머지 노선은 B747, B767, B777등 대형기(Wide-body)로 운항되고 있다.

Delta 가 직접 운항하는 아시아 환승노선 (단위: 주/회)

구분	공항	나리타	나고야	오사카	합계
중국 노선	Beijing	7	-	-	7
	Shanghai	7	-	-	7
	소계	14	-	-	14
동남아 노선	홍콩	7	-	-	7
	타이페이	7	-	-	7
	방콕	7	-	-	7
	마닐라	-	6	-	6
	싱가폴	7	-	-	7
	소계	28	6	-	34
대양주 노선	팔라우	2	-	-	2
	사이판	7	-	-	7
	괌	7	7	7	21
	소계	16	7	7	30
총계		58	13	7	78

자료: 동양증권 리서치센터

Delta 가 Codeshare 로 유지하고 있는 아시아 환승노선은 인천, 상하이, 광저우, 시드니를 기반으로 하고 있다. 인천은 대한항공을 활용해 동남아 노선 6개 도시로 갈 수 있는 환승 거점이고, 상하이와 광저우는 China Eastern 과 China Southern 을 통해 중국내 20개 도시를 갈 수 있는 거점이다. 시드니에서 환승할 경우 Virgin Australia 의 항공편을 타고 동남아 1개 도시로 갈 수도 있다.

Delta 의 Codeshare 를 통한 아시아 환승노선

공항	Incheon	Shanghai	Guangzhou	Sydney
Hanoi	대한항공			
Chiang Mai	대한항공			
Siem Reap	대한항공			
Phnom Penh	대한항공			
Ho Chi Minh	대한항공			
Phuket	대한항공			
Harbin		China Southern, China Eastern		
Changchun		China Southern, China Eastern		
Shenyang		China Southern, China Eastern		
Dalian		China Southern, China Eastern		
Jinan		China Eastern		
Qingdao		China Eastern		
Nanjing		China Eastern		
Hefei		China Eastern		
Hangzhou			China Southern	
Wenzhou		China Eastern		
Fuzhou		China Eastern		
Zhuhai		China Southern		
Kunming		China Eastern		
Chongqing		China Eastern		
Xian		China Eastern	China Southern	
Chengdu		China Eastern		
Haikou		China Southern		
Wuhan		China Eastern		
Changsha		China Eastern	China Southern	
Nanchang		China Eastern		
Denpasar Bali				Virgin Australia

자료: Delta, 동양증권 리서치센터

Delta 항공은 확충 예정인 장거리 항공기가 많지 않아, 국제 환승을 통한 L/F 를 높이는데 약점을 갖고 있다. 따라서, Delta 는 중단거리 노선에서 활용하는 대형항공기를 장거리로 전환시키고, 대형항공기를 다수 보유하고 있는 항공사와 연계를 강화할 필요가 있다. 대한항공와의 협력관계는 이러한 Delta 의 이해관계와 일치한다. 이는 대한항공이 다수의 대형항공기를 보유하고 있지만, 앞으로도 계속 늘려갈 예정이고, 넓은 중국 및 동남아 도시 커버리지를 갖추고 있어 Delta 가 일본-중국 및 일본-동남아 노선에서 다수의 대형항공기를 투입하는 부담을 덜어 줄 수 있기 때문이다.

양사 협력시 취항도시수의 증가, 항공기의 효율적인 재배치 가능

Delta 의 항공기 구성은 단거리에 집중되어있음을 확인할 수 있다. 현재 Delta 항공이 발주한 항공기를 보면, A321, B737 등 단거리용 항공기가 주를 이루고 있고, 장거리 운항이 가능한 항공기는 A330 10대, B787-8 18대에 불과한 것으로 보인다. 반면, 대한항공은 Delta 항공에는 부족한 장거리 운항 능력과 많은 중국 노선을 갖추고 있다. 미국-아시아항로의 M/S 3위 업체로, A380 8대, B747 15대, B777 34대 등의 다수의 장거리 운항이 가능한 여객기를 보유하고 있다. 여기에 덧붙여 A380 2대, B787 10대를 발주해놓은 상황이다. 현재 대한항공은 중국 24개도시(홍콩 포함)에 주간 388회를 운항하고 있고, 동남아시아 22개 도시에 주간 319회 운항중이다.

대한항공과 Delta 의 여객기 구성 비교 (단위: 대수)

Korean Air	현재	발주잔고	Delta	현재	발주잔고
Wide Body	81	41	Wide Body	158	18
Narrow Body	40	10	Narrow Body	559	248
Total	121	51	Total	717	266

자료: 각사 자료, 동양증권 리서치센터

주 388회

대한항공 중국노선 주간 취항 회수

Delta 는 대한항공과의 J/V 를 설립하게 될 경우, 일본에 있는 아시아허브를 인천으로 이전하면서 동남아노선을 직접운항에서 대한항공을 통한 codeshare 노선으로 상당수 전환할 수 있어 보인다. 대한항공의 미국행 중국인 환승객을 Delta 의 미국 국내선과 연계시켜, 미국내 국내선의 L/F 도 높일 수 있을 것으로 예상된다. 대한항공은 중국 27개 도시 주 388회, 동남아 25개 도시에 주 319회 취항하고 있어, Delta 의 일본 기반 서비스보다 훨씬 다양한 서비스를 제공하고 있다. Delta 가 아시아 허브를 인천으로 이전하게 되면, Delta 는 일본-동남아에 투입되던 장거리 운항이 가능한 대형항공기들을 장거리 노선에 활용할 수 있게 된다.

대한항공 또한 Delta 와의 협력을 통해 미주노선에 커버리지를 늘릴 수 있다는 점과, Delta 와의 협력으로 미국내 커버리지를 확대함으로써 향후 타항공사간의 협력 또는 중국항공사의 공격적 확장에 대비할 수 있다. 중국인에게는 추가적인 미국 공항 커버리지를 제공함으로써 중국노선의 L/F 를 높일 수 있고, Delta 의 일본 허브를 이용하던 미국-동남아의 환승승객을 끌어오게 될 경우 동남아 노선의 L/F 도 높일 수 있다. 이러한 과정에서 미국노선의 L/F 도 함께 높아질 수 있다. 또한 항공기의 효율적 이용이 가능해짐에 따라 장기적으로는 항공기 투자에 대한 부담도 덜 수 있을 것으로 보인다. 단, 대한항공이 이미 미주에서도 상당한 네트워크의 다양성을 확보하고 있다는 점과 신기종 항공기의 보유에서 나오는 서비스와 비용상의 강점을 Delta 와 공유해야 한다는 점은 부정적이다.

대한항공과 Delta 의 새로운 협력관계는 양사에 추가승객의 확보와 신시장 개척이라는 새로운 파이를 제공할 것으로 보인다. 단, 새로운 파이를 어떻게 배분해 가질 것인가를 두고 양사가 첨예한 논쟁을 벌일 것으로 예상된다.

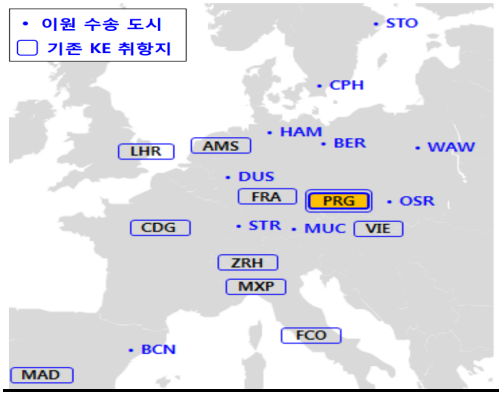
나) 유럽노선에서는 Lufthansa 와의 관계 중단되고 체코항공과의 협력 시작

+81%

2013년 10월 프라하공항 이용한 대한항공의 이원수송객

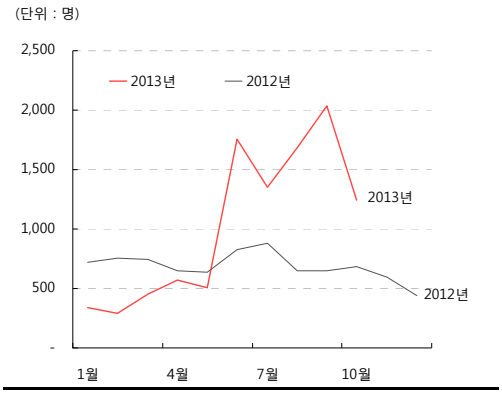
대한항공은 체코항공과 Codeshare 를 시작했다. 대한항공은 지난 2012년부터 체코항공의 지분 인수를 추진해왔으며, 2013년 4월 체코항공의 지분 44%를 취득했다. Prague 공항을 거점으로 체코항공이 커버하고 있는 유럽내 2선 공항들로의 공동운항을 시작했다. 대한항공은 Czech 항공 지분 인수 후 Czech Prague 공항을 활용한 유럽 2선도시로 수송한 승객의 수는 10월기준 YoY 81% 증가한 상황이다.

대한항공의 Czech Prague 를 통한 이원 수송 도시 현황



자료: 대한항공, 동양증권 리서치센터

대한항공 Czech Prague 를 통한 승객 수 추이



자료: 대한항공, 동양증권 리서치센터

독일의 Lufthansa 는 세계 각지의 노선에서 Joint Venture 를 적극 활용하고 있으며, 아시아 노선에서도 J/V 설립을 추진하고 있다. Lufthansa 는 이미 미국(United), 캐나다(Air Canada), 일본(ANA)등에서 J/V 를 설립해 운영하고 있으며, 여객서비스 공급량 (ASK)의 30%를 이미 J/V 를 통해 공급하고 있다. Lufthansa 는 같은 얼라이언스(Star 얼라이언스) 소속인 Air China 와의 Joint Venture 를 추진하고 있는데 이는 증가하는 유럽-중국간 여객 수요를 선점하기 위한 조치이다. Lufthansa 는 Air China 와의 J/V 를 설립하게 되면 이 J/V 를 통해 여객서비스의 40%를 공급하게 될 것으로 보인다. 한편 Lufthansa 가 대한항공과의 관계를 끊은 이유는 불분명하지만, 대한항공과의 협력은 큰 효과를 내지 못한 것으로 알려지고 있다. Lufthansa 는 한국에 주4회 (München 2회, Frankfurt 2회)취항중이다.

한편, 대한항공으로서도 Lufthansa 보다는 Czech 항공과의 관계 확대에서 얻을 수 있는 것이 있다.

대한항공은 Lufthansa 뿐만 아니라, Air France 등 유럽항공사들과 codeshare 를 유지하고 있어, 유럽노선에서의 커버리지 축소 문제는 제한적이다. 계속 늘어나는 장거리 기재의 용도를 찾는 대한항공으로서는 대형 항공기의 활용도를 높이기 위해 단거리용 항공기를 주로 갖고 있는 체코항공과의 협력이 Lufthansa 와의 공동운항보다 더 바람직해 보였을 수도 있다는 판단이다.

Lufthansa 와 Cezch 항공의 여객기 구성 비교 (단위: 대수)

Lufthansa	현재	발주잔고	Czech Airlines	현재	발주잔고
Wide Body	107	74	Wide Body	1	–
Narrow Body	191	144	Narrow Body	22	6
Total	298	218	Total	23	6

자료: 각사 자료, 동양증권 리서치센터

다) 대한항공은 비주력노선인 유럽 및 아프리카 노선에서도 새로운 파트너들을 찾고 있다.

대한항공은 UAE 국영항공사인 Etihad 항공과 운영중인 인천~아부다비 노선의 공동운항 구간을 아프리카, 중동 지역으로 확대할 예정이다. 양측은 아부다비~요하네스버그(남아프리카공화국), 아부다비~무스카트(오만)의 2개 구간에 대해 각각 주 3회, 주 2회 공동운항하는 것을 목표로 하고 있다. 우부다비~카르툼(수단)구간에 대해서도 해당정부의 승인 후에 실시할 예정이다. Etihad 항공은 대한항공과의 공동 운항을 통해 미국, 캐나다 시장으로의 진출을 노려볼 수 있을 것으로 보인다.

5) 지배구조 분석

앞서 본 바와 같이 양대항공사가 업황은 최악의 국면을 통과한 것으로 보이는 가운데, 우호적인 환율과 유가의 수혜를 볼 것으로 예상된다. 다만, 지배구조 변화과정에서 대주주의 이해관계를 고려할 때, 대한항공 주가는 부정적인 효과가 예상된다. 아시아나항공도 지배구조 변화에 대한 불확실성이 존재한다.

가) 대한항공 – 지배구조 변화 과정에서 주가 수혜 받기 어려워

우리는 2014년에 한진그룹의 지배구조 변화가 계속될 것으로 보고 있으며, 이러한 과정은 대한항공, 한진칼, ㈜한진 등의 주가에는 불리하게 작용할 것으로 보고 있다.

우리는 한진그룹의 지배구조가 다음과 같이 2단계를 거쳐서 변화할 것으로 보고 있다. 1) 한진칼이 현물출자 방식의 공개매수를 통해 대한항공에 대한 지분율을 늘리고, 2) 순환출자를 이루고 있는 3개 업체 (한진, 한진칼, 정석기업) 중 2개 업체가 합병하고, 상호출자의 지분 일방을 끊음으로써 순환출자를 해소할 것으로 보인다.

우리는 이상의 지배구조가 진행되는 과정에서 크게 두 개의 분기점이 있다고 본다. 첫번째는 정석기업이 어떤 기업에 합병될 것인가의 분기점이고, 두번째는 대주주가 어떤 기업을 직접 지배할 것인가의 분기점이다. 우리는 이상 2개의 분기점에 의해서 4개의 시나리오가 가능할 것으로 보았고 그중 1개 시나리오를 변형해 총 5개의 시나리오를 분석해보았다.

한진그룹 지배구조 변화과정에서의 분기점들 (단위: 억원)

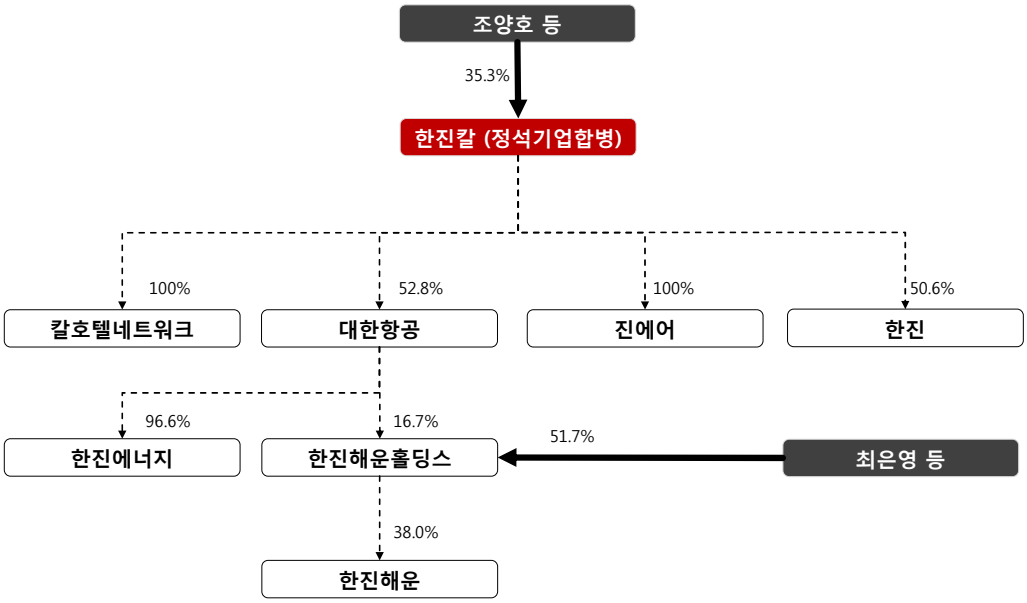
시나리오의 분기 기준	시나리오 내용			
시작점	한진칼의 대한항공 공개매수			
정석기업은 어떤 기업에 합병될 것인가?	한진칼과 정석기업 합병		㈜한진과 정석기업 합병	
대주주는 어떤 기업을 직접 지배할 것인가?	대주주가 한진칼 지배	대주주가 ㈜한진 지배	대주주가 한진칼 지배	대주주가 ㈜한진 지배

자료: 동양증권 리서치센터

아래에는 당사가 가능성을 분석해본 몇가지 시나리오들이다. 우리는 한진칼이 대한항공 현물출자 방식의 공개매수를 통해 대한항공에 대한 지분율을 늘리는 것을 기본 출발점으로 5개의 시나리오를 분석해보았다.

시나리오 1: 한진칼이 정석기업과 합병한 후, 조양호 회장 등은 한진칼을 직접 지배

시나리오 1

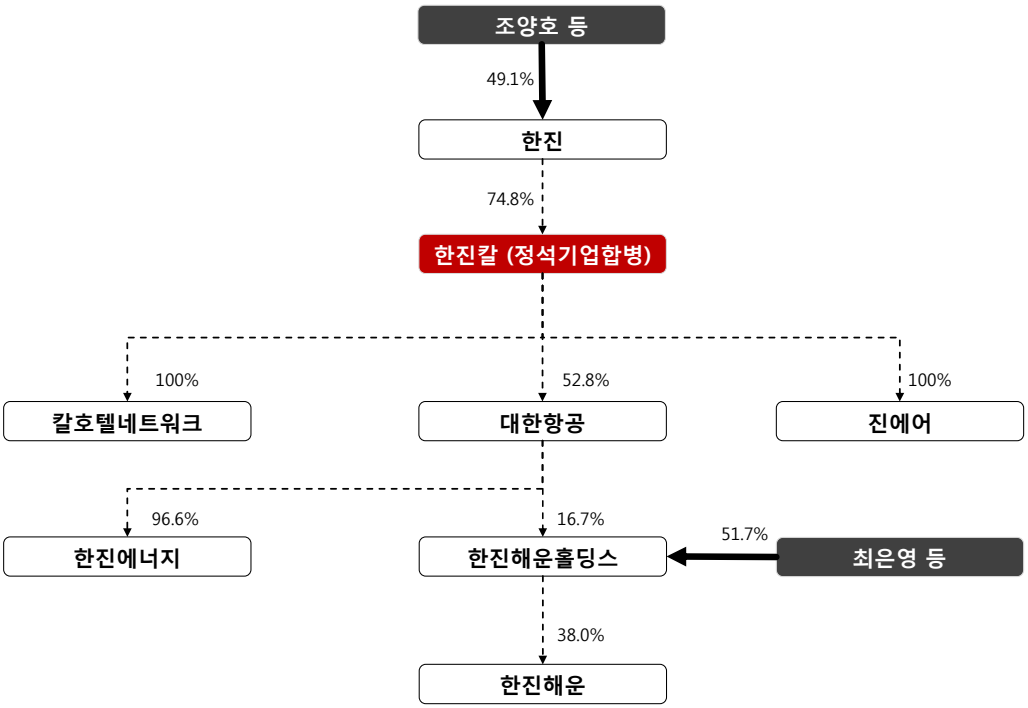


자료: 동양증권 리서치센터

시나리오 1과 2는 한진칼이 정석기업과 합병하는 시나리오다. 이 경우 합병된 한진칼과 ㈜한진은 상호출자구조가 형성되므로, 한진그룹은 이를 해소해야할 필요가 있다. 시나리오 1은 조양호 회장이 보유하고 있는 ㈜한진 지분을 한진칼에 현물출자함으로써 한진칼에 대한 지분율을 충분히 높이고, 이후 ㈜한진이 한진칼에 대한 지분을 처분하는 방식이다. 이 경우 조양호 및 우호세력의 한진칼에 대한 지분율은 35.3%가 되고, 한진칼이 한진그룹의 모든 계열사를 지배하는 구조가 된다.

시나리오 2: 한진칼이 정석기업과 합병한 후, 조양호 회장 등은 한진을 통해 한진칼을 간접 지배

시나리오 2

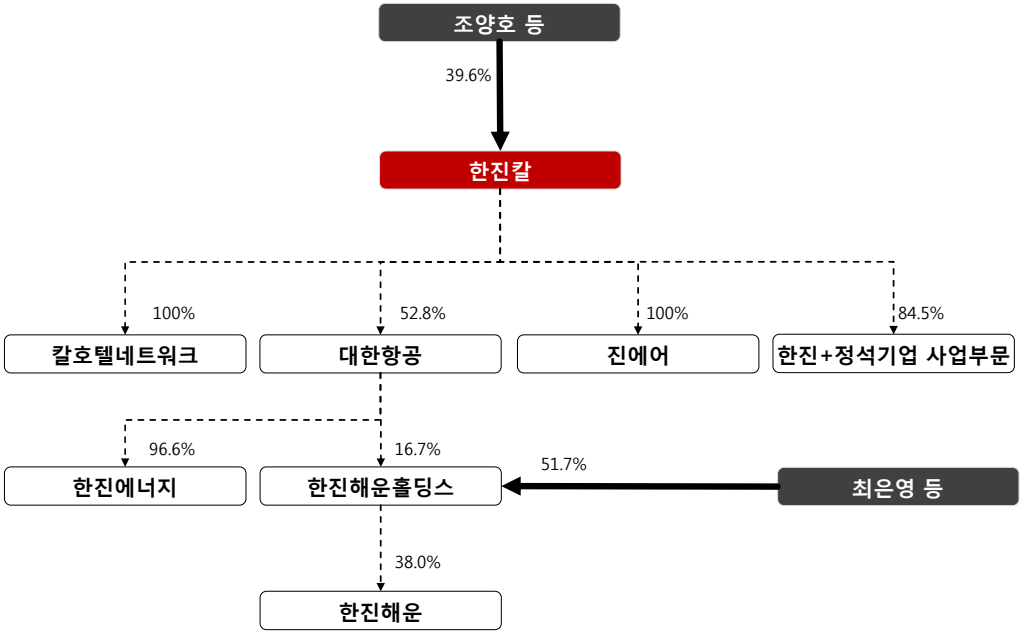


자료: 동양증권 리서치센터

시나리오 2도 한진칼이 정석기업과 합병하는 시나리오다. 시나리오 1과 마찬가지로 합병된 한진칼과 ㈜한진은 상호출자구조가 형성되므로, 한진그룹은 이를 해소해야할 필요가 있다. 시나리오 2는 조양호회장은 보유하고 있는 한진칼 지분을 ㈜한진에 현물출자함으로써 ㈜한진에 대한 지분율을 충분히 높이고, 동시에 ㈜한진은 한진칼에 대한 지분율을 높이게 된다. 이후 한진칼이 ㈜한진에 대한 지분을 처분함으로써 상호출자구조가 해소되는 방식이다. 이 경우 조양호 및 우호세력의 한진칼에 대한 지분율은 49.1%가 되고, ㈜한진이 한진칼을 지배하며, 한진칼이 지주사로서 한진그룹의 모든 계열사를 지배하는 구조가 된다.

시나리오 3: 한진이 정석기업과 합병한 후, 조양호 회장 등은 한진칼을 직접 지배

시나리오 3

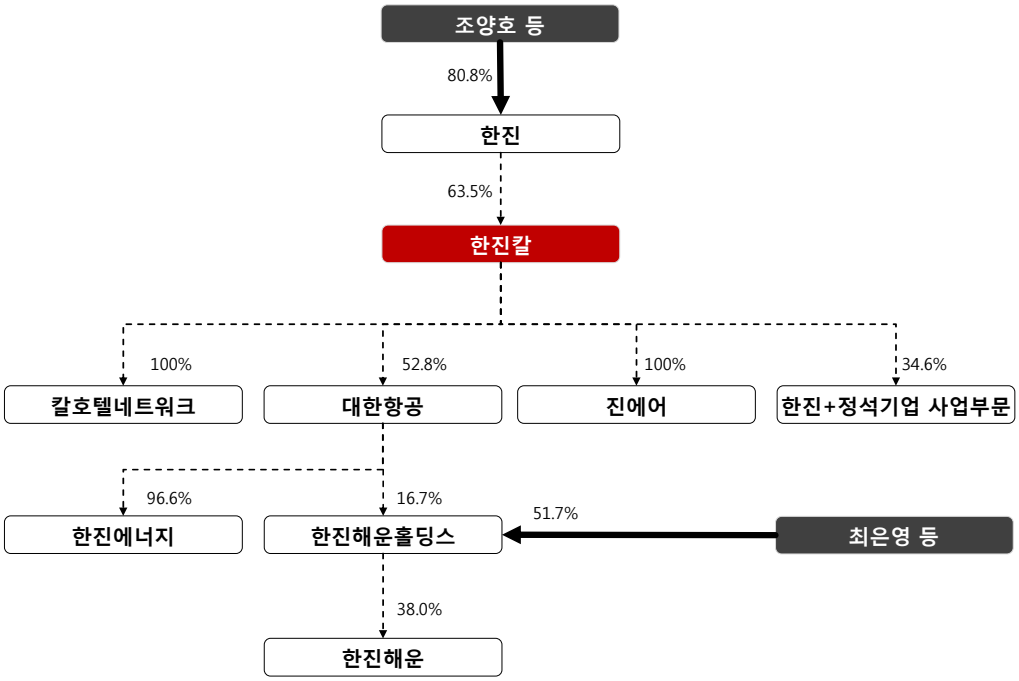


자료: 동양증권 리서치센터

시나리오 3~5는 ㈜한진과 정석기업이 합병되는 시나리오이며, 그 중 시나리오 3~4는 합병된 ㈜한진이 다시 투자부문과 사업부문으로 인적분할되는 상황을 가정한다. 시나리오 3은 조양호회장은 사업부문에 대한 지분을 투자부문에 현물출자함으로써 ㈜한진에 대한 지분율을 높인다. 이후 투자부문과 한진칼이 합병되면, 조양호회장은 합병된 한진칼을 지배하고, 한진칼이 지주사로서 전체 한진그룹 계열사를 지배하게 된다. 조양호 및 우호세력의 한진칼에 대한 지분율은 39.6%가 된다.

시나리오 4: 한진이 정석기업과 합병한 후, 조양호 회장 등은 한진을 통해 한진칼을 간접 지배

시나리오 4



자료: 동양증권 리서치센터

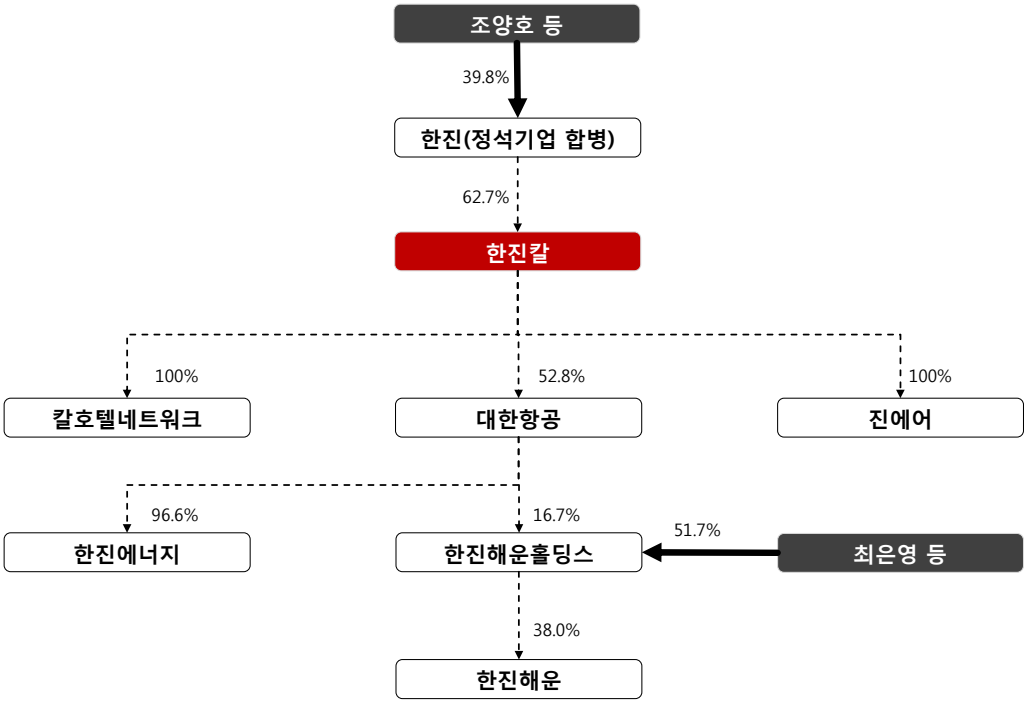
80.8%

시나리오 4에서 조양호회장 등이 취득할 수 있는 ㈜한진에 대한 최대 지분율

시나리오 4는 ㈜한진이 정석기업과 합병하고, 합병된 업체가 다시 투자부문과 사업부문으로 분리되고, 조양호회장이 사업부문에 대한 지분을 투자부문에 현물출자하는 것까지는 시나리오 3과 동일하다. 이후 ㈜한진이 한진칼에 대한 지분을 추가 취득하게되면, 조양호 회장과 우호세력이 ㈜한진을 최대 80.8%까지 지배할 수 있고, ㈜한진은 한진칼을, 한진칼은 지주사로서 나머지 전 계열사를 지배하게 된다.

시나리오 5: 한진이 정석기업과 합병한 후, 조양호 회장 등은 한진을 통해 한진칼을 간접 지배

시나리오 5



자료: 동양증권 리서치센터

시나리오 5는 시나리오 4와 유사하지만, 정석기업과 합병한 ㈜한진이 분할하지 않는다는 점이 다르다. 조양호회장은 한진칼에 대한 지분을 ㈜한진에 현물출자해 ㈜한진에 대한 지분율을 39.8%까지 높일 수 있게 된다. ㈜한진은 한진칼을, 한진칼은 지주사로서 나머지 전 계열사를 지배하게 된다.

우리는 상기 시나리오들에서 시나리오 4가 가장 유력할 것으로 보고 있으며, 지배구조의 변화과정에서 ㈜한진, 한진칼, 대한항공의 주가는 부정적인 영향을 받을 것으로 판단한다.

우리는 한진이 한진그룹 지배구조의 정점에 올라설 것으로 보고 있다. 우리는 한진그룹의 대주주가 보유하고 있는 주식자산을 하나의 기업으로 집중시켜서 지분율을 극대화할 것으로 보고 있다. 대주주의 지분율이 극대화된 기업은 직접 지주사가 되거나, 지주사를 지배하도록 함으로써 경영권 승계(지분상속)에 유용하게 사용될 것이라고 판단한다. 대주주가 지분을 집중시키게 되는 기업의 크기(시가총액)가 작을수록 대주주가 지분율을 높이기가 유리할 것이다. 우리는 이런 기업의 대상으로 한진 또는 한진칼을 예상하고 있으며, 한진의 가능성을 유력하게 보고 있다.

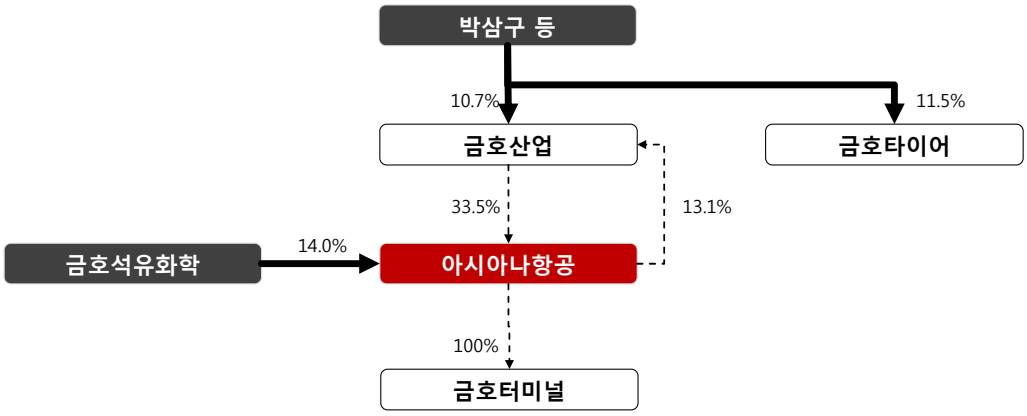
대주주가 한진에 대한 지분율을 높이기 위해서는 상장 계열사들 대비 정석기업의 가치를 높게 평가받는 것이 유리하다는 판단이다. 앞서 본 시나리오 3~5에서, 우리는 순환출자 구조를 해소하기 위해 ㈜한진과 정석기업이 합병되는 과정을 겪을 것으로 보고 있다. 정석기업의 대주주는 조양호회장으로 27.2%를 보유하고 있으며, 세 자녀와 가족, 재단 등을 포함한 대주주 일가의 지분은 51.1%에 달한다. 반면 ㈜한진은 대주주일가의 지분이 10.9% (조양호회장 6.9%)에 불과하다. 따라서 ㈜한진 대비 정석기업의 가치가 높을수록 대주주들이 합병기업에 대한 지분율을 높이기가 유리하다. ㈜한진은 상장기업이므로, 주가가 낮으면 대주주들에게 유리하다. 한진칼이나 대한항공 주가가 강세로 가면 이들을 주요 자산으로 갖고 있는 ㈜한진의 주가도 강세로 갈 수 있다는 점에서 대주주들에게 불리하다.

나) 아시아나항공 – 금호그룹 정상화 과정에 따른 불확실성 남아있어

한편, 아시아나항공이 속한 금호그룹은 그룹의 지주사격인 금호산업의 워크아웃 졸업이 가장 중요한 이슈가 될 것으로 보인다. 금호산업은 최근 아시아나항공을 포함한 채권자들이 1,200억원의 채권을 출자전환한데 이어, 보유자산을 금호터미널에 매각해 1,700억원의 현금을 확보한 바 있다.

아시아나항공은 금호산업지분 처분이 이슈가 될 것으로 보인다. 최근 출자전환으로 아시아나항공은 금호산업의 지분 13%를 취득했는데, 상호출자 금지규정에 따라 아시아나항공은 이 지분을 2014년 4월까지 처분해야한다. 해당 지분을 외부에 매각하면 금호산업에 묶여있던 투자자금이 현금으로 회수되는 것이므로 긍정적이다. 그러나 금호터미널(아시아나항공의 100% 자회사)이 이 지분을 매입한다면 특별한 호재라고 볼 수는 없다. 다만, 금호터미널이 이 지분을 매입하는 것을 신규순환출자 형성에 해당되므로 불가능할 가능성이 높다.

금호그룹 지배구조 현황



자료: 동양증권 리서치센터

나. 해운산업 - 부진한 업황속 새로운 질서형성될 것

1) 컨테이너 해운 - 경쟁력 강화 위해 강자끼리 유유상종

2014년 국내 컨테이너 해운사들은 선박 수급 개선의 효과를 체감하기 어려울 것으로 보이며, 비주력 영업자산의 매각에 나서게 될 것으로 보인다. 2014년 컨테이너 선박 수급상황은 2013년 대비 다소 개선될 것으로 보이나, 계선율이 하락하면서 실제 해운사들이 직면하는 수급상황은 2013년과 유사할 것으로 보인다.

Maersk 등 원가에 우위를 갖고 있는 상위권 해운업체들이 대형 얼라이언스(P3)까지 만들면서 서비스와 운임의 경쟁력을 강화함에 따라, 국내 컨테이너 해운업체들은 충분한 수익성을 확보하기 어려울 것으로 보인다. 2nd 해운업체들은 P3에 대응하는 대형 얼라이언스를 조성할 것으로 보이는데, 이 얼라이언스의 일원이 되기 위해서는 대형선박 투자 능력을 갖춰야할 것이라는 생각이다.

이에 국내 양대컨테이너 해운업체들도 유동성확보와 재무구조 개편에 주력할 수 밖에 없다. 비주력 영업자산 (터미널, 벌크해운부문) 등의 매각도 고려될 것이다.

컨테이너 해운산업 주요 가정

항목	단위	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
기발주 인도예정량	천 TEU	2,242	1,522	1,499	2,054	1,668	1,853	411
인도지연 및 취소	천 TEU	-853	-312	-246	-607	-114	-60	-16
기발주 인도예정량 중 인도량	천 TEU	1,389	1,211	1,253	1,447	1,554	1,793	394
YoY	%	25.6%	-12.9%	3.5%	15.5%	7.4%	15.4%	-78.0%
발주량	천 TEU	590	1,817	430	1,721	1,459	1,743	2,363
YoY	%	571.5%	207.9%	-76.4%	300.6%	-15.2%	19.5%	35.6%
신조발주 인도예정량	천 TEU	-	-	-	-	-	68	1,459
YoY	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2052.6%
인도량	천 TEU	1,387	1,211	1,253	1,447	1,554	1,861	1,853
YoY	%	24.4%	-12.7%	3.5%	15.5%	7.4%	19.7%	-0.4%
해체량	천 TEU	131	77	333	411	430	458	463
YoY	%	-65.5%	-41.2%	332.5%	23.5%	4.6%	6.5%	1.2%
물리적 선복량	천 TEU	14,146	15,249	16,224	17,209	18,334	19,737	21,128
YoY	%	9.6%	7.8%	6.4%	6.1%	6.5%	7.7%	7.0%
계선에 의한 선복량 증감	천 TEU	611	371	-407	63	187	175	240
감속운항에 의한 선복량 증감효과	천 TEU	-62	-55	-49	-49	-56	-70	-70
실효 선복량	천 TEU	12,809	14,227	14,747	15,747	17,002	18,511	20,071
YoY	%	16.2%	11.1%	3.7%	6.8%	8.0%	8.9%	8.4%
컨테이너 물동량	천 TEU	141	151	157	165	178	194	212
YoY	%	12.8%	7.2%	4.1%	5.0%	7.9%	8.8%	9.1%
컨테이너 운임	$/TEU	1,444	1,213	1,277	1,185	1,183	1,181	1,198
YoY	%	47.5%	-16.0%	5.3%	-7.2%	-0.2%	-0.1%	1.4%

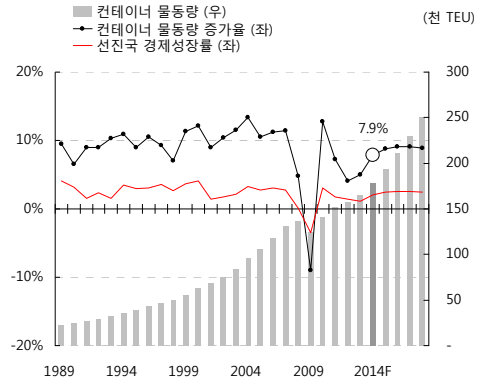
자료: 동양증권 리서치센터

가) 수급은 크게 변화 없을 듯

-0.2%
2014년 컨테이너 운임 예상 하락율

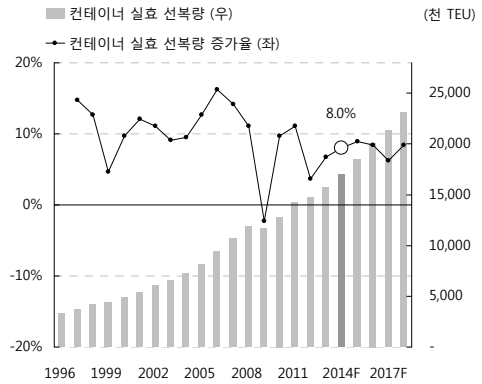
2014년 컨테이너 운임은 소폭(YoY -0.2%) 하락할 것으로 보인다. 경기회복의 영향으로 컨테이너 물동량의 증가속도가 컨테이너선 선복량 증가속도를 앞지를 것으로 보인다. 그러나 계선되어있던 선박들이 재가동 되면서 2014년 실효적인 컨테이너선박의 수급은 2013년과 크게 다르지 않을 것으로 보인다.

2014 년 컨테이너 물동량 YoY +7.9% 증가예상



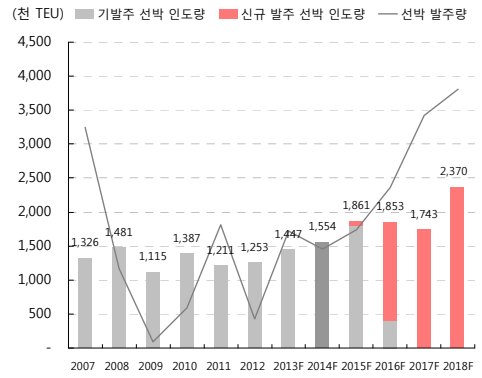
자료: 동양증권 리서치센터

2014 년 컨테이너선 실효선복량 YoY +8.0% 증가 예상



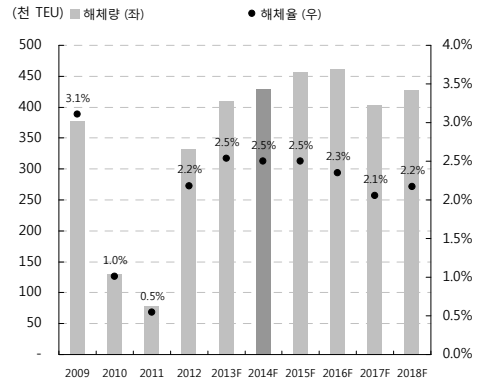
자료: 동양증권 리서치센터

컨테이너선 인도량은 2013 년보다 증가할 것



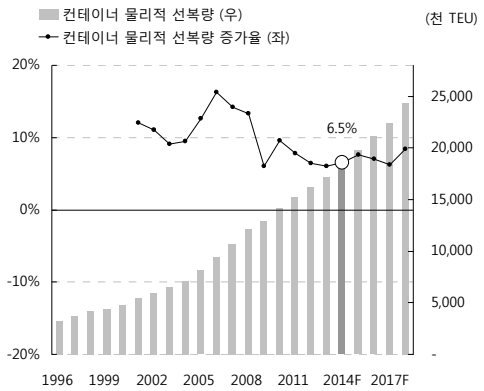
자료: 동양증권 리서치센터

컨테이너선 해체는 2013 년 대비 소폭 증가할 것



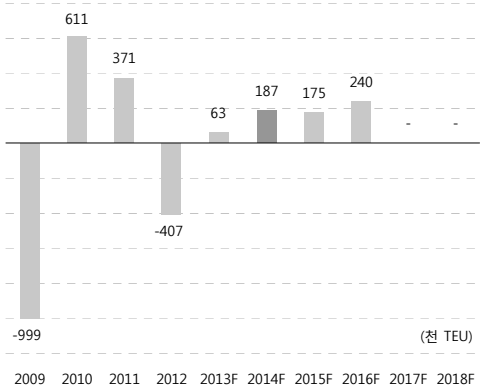
자료: 동양증권 리서치센터

물리적인 컨테이너 선복량은 112 만 TEU (6.5%)증가하고



자료: 동양증권 리서치센터

2014 년에는 계선선박 18.7 만 TEU 가 재가동될 것으로 예상



자료: 동양증권 리서치센터

+6.5%

2014년 컨테이너선 실제 선복량 예상 증가율

2014년말 실제 (물리적인) 컨테이너 선복량은 1,833만 TEU 로 YoY 112만 TEU (+6.5%) 증가할 것으로 보인다. 2014년 컨테이너선 인도량은 155만 TEU 로 2013년 예상인도량 대비 7.4% 많을 것으로 보인다. 반면 해체량은 43.0만 TEU 로 YoY +4.6% 증가할 것으로 보인다.

+7.9%

2014년 컨테이너 물동량 예상 증가율

2014년 컨테이너 물동량 증가율은 YoY +7.9%로 예상한다. 이는 IMF 의 2014년 선진국경제성장률 전망치 2%를 가정한 것이다. 선진국경기가 최악의 국면을 벗어남에 따라, 2013년 하반기부터는 주요 양대노선의 물동량은 YoY 증가세를 나타내고 있다. 기저효과를 감안할 때, 2014년 초반까지는 물동량 증가율이 높게 나타날 가능성이 높다.

2014년에는 실제 컨테이너 선박에 대한 수급이 2013년 대비 개선되면서, 새로 발주되는 선박도 많을 것으로 예상된다. 2014년 컨테이너선 발주량은 2013년 대비로는 15.2% 감소하겠지만, 186만 TEU 로 여전히 많은 절대 발주량이 유지될 것으로 보인다. HR 용선지수도 올해 대비 12.1% 상승할 것으로 예상된다.

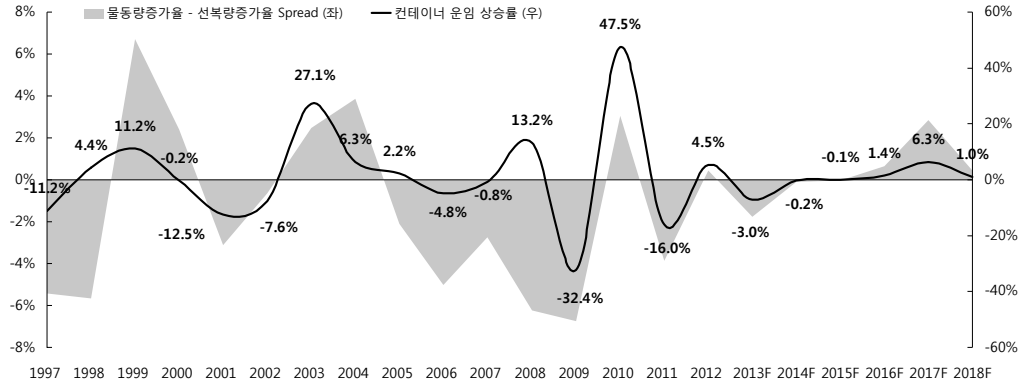
2.3%

2014년 컨테이너선 예상 계선율 (YoY -1.2%p)

그러나, 컨테이너 운임은 선박 수급 개선의 수혜를 받기 어려울 것으로 보인다. 2014년 컨테이너운임은 YoY -0.2% 하락하게 될 것으로 보인다. 수요가 공급보다 빠르게 증가함에 따라, 해운사들은 계선해두었던 선박의 일부를 영업에 재투입할 것으로 보이고, 이러한 행위가 운임상승의 기회를 막을 것으로 보인다. 2014년 계선율은 2.3%를 기록해 YoY 1.2%p 낮을 것으로 예상된다. 실효 컨테이너 선복량은 YoY 8.0%에 달할 것으로 보인다.

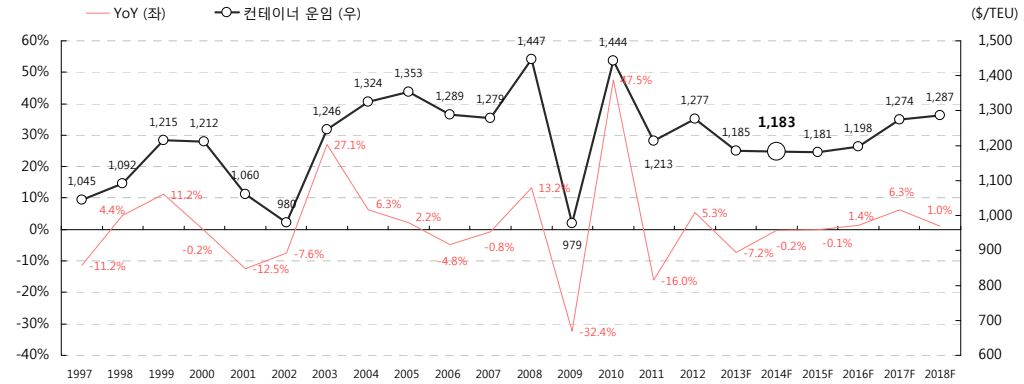
최근의 많은 컨테이너선 발주는 2015년부터의 선복량 증가원인이 될 것으로 보인다. 우리는 2015년과 2016년 컨테이너선의 인도량이 180만 TEU 를 상회할 것으로 보고 있다. 이에 따라 컨테이너 운임도 2015년까지는 구조적인 반등이 어려울 것으로 예상한다.

컨테이너 수급, 2015 년까지는 나아지기 어려울 듯



자료: 동양증권 리서치센터

컨테이너 운임, 2015 년까지는 상승하기 어려울 듯



자료: 동양증권 리서치센터

나) 세계 업체들은 대형 얼라이언스 중심으로 재편될 것

2014년 세계 컨테이너 해운시장의 경쟁상황은 대형 얼라이언스로의 재편이라는 큰 변화를 맞이할 것으로 보인다. 따라서 2014년에는 경쟁력있는 대형 얼라이언스에 포함될 수 있느냐의 문제가 컨테이너해운사들에게 가장 중요한 문제가 될 것이다.

상위 3개 컨테이너 해운업체는 얼라이언스를 통해 그들의 경쟁력을 더욱 강화할 것으로 보인다.

컨테이너해운시장 점유율 1~3위인 Maersk(덴마크), MSC(스위스), CMA CGM (프랑스)은 P3 얼라이언스를 결성해, 2014년 2분기부터 영업을 시작할 계획이며, 이에 대한 미국, 유럽, 중국의 경쟁당국 승인을 기다리고 있는 상황이다. 경쟁당국의 승인을 얻으면, 위 3사는 보유하고 있는 선박 중 255척을 하나의 Pool로 섞은 뒤 전세계 3대 주요루트(아시아-유럽, 태평양, 대서양)에 재배치할 예정이다.

P3얼라이언스가 운용할 255척의 평균 선박 크기는 1.1만 TEU 에 달한다. P3얼라어언스의 선박 크기에서 나오는 원가경쟁력과, 넓은 네트워크에서 나오는 서비스의 다양성을 감안할 때, 기타 해운업체들의 상대적인 경쟁력은 약화될 것으로 보인다. 언론보도에 따르면, 향후 이들은 1.9만 TEU 급의 선박도 운영할 계획이 있는 것으로 보인다.

P3 네트워크 개요

루트	Loop 의 수	Capacity (TEU m / Week)
아시아-북유럽	8	1.2
아시아-지중해	5	0.7
아시아-미주서안	6	0.5
아시아-미주동안	4	0.4
대서양	5	0.2
합산	28	2.6

자료: JOC, 동양증권 리서치센터

P3 네트워크 선박구성

해운사	Capacity (TEU m.)
Maersk	2.6
MSC	2.3
CMA CGM	1.5
합산	6.4

자료: JOC, 동양증권 리서치센터

P3 얼라이언스가 보여주는 것은 컨테이너 해운사들이 1) 더 넓은 커버리지를 2) 더 적은 수의 3) 더 큰 배로 확보하기 위해 해운사간 제휴를 마다하지 않는다는 것이다. 2013년 컨테이너 시장에서 나타난 큰 변화를 꼽자면, 컨테이너 해운업체간 원가 경쟁력의 차별화, 이에 따른 해운사간 공급조절 공조능력의 약화와 운임 하락 등을 들 수 있다. Maersk 가 타 해운사와의 원가경쟁력 격차를 벌리면서, 낮은 운임에서도 4분기 연속 큰 폭의 이익을 달성했던 것은, 1) Daily Maersk 등을 표방하며 아시아-유럽노선의 커버리지를 촘촘하게 재정비했고 (더 넓은 커버리지), 2) 중형선박으로 운영되던 AE-5, AE-9 노선을 폐지(더 적은 선박과 더 큰 배)하면서 원가 경쟁력을 확보했기 때문이다. 그 결과, 3Q 아시아→ 유럽노선의 컨테이너 물동량이 YoY +10% 증가할 때, Maersk 는 해당 노선에서 YoY +17%의 물동량 증가를 기록할 수 있었다.

이제 Maersk 는 P3를 통해 이러한 경험을 태평양노선과 대서양노선으로 확대하려는 것으로 보인다. 단, 모든 노선을 Maersk 의 선박으로 채우기보다는 MSC, CMA CGM 등 2,3위 업체가 보유하고 있는 대형선박들을 활용함으로써, 더 넓은 커버리지, 더 적은 수의 배, 더 큰 배라는 원칙에 충실하려고 하는 것으로 보인다. 이미 MSC 와 CMA CGM 은 아시아-유럽노선에서 2012년 2Q 부터 공동운항을 실시하고 있기도 하다.

따라서, P3를 제외한 컨테이너 해운업체들도 P3에 대응하는 얼라이언스를 구성할 가능성이 높다. 현재 세계 컨테이너해운업체들은 P3와 G6, CKYH(Green) 얼라이언스로 삼분되어있고, 많은 중소형 업체들이 독자적인 영업을 하고 있는 상황이다. (한진해운은 CKYH 얼라이언스에, 현대상선은 G6 얼라이언스에 포함되어있다) 지난 2012년에는 P3의 전초가 된 MSC 와 CMA CGM 의 얼라이언스가 등장했고, 이에 대한 대응으로 TNWA 얼라이언스와 New World 얼라이언스가 합쳐진 G6 얼라이언스가 등장한 바 있다. P3에 대응하기 위해서는 나머지 해운업체들도 더 넓은 커버리지, 더 적은 수의 배, 더 큰 배를 확보해야 한다. 따라서 얼라이언스의 범위를 더 넓히는 선택을 안할 수 없을 것이다.

20 대 컨테이너 해운사 얼라이언스 현황 (단위: TEU)

랭킹	해운사	~2012년 1Q	2012년 2Q~	2014년 2Q~	Capacity	점유율	얼라이언스 점유율	척수
1	APM-Maersk	없음	없음	P3 (준비중)	2,640,117	15.3%	37.7%	586
2	Mediterranean Shg Co (MSC)	없음	유럽노선 공동운항		2,357,030	13.7%		479
3	CMA CGM Group	없음			1,499,529	8.7%		426
5	COSCO Container L.	CKYH	CKYH	CKYH	799,133	4.6%	12.5%	172
8	한진해운	CKYH	CKYH	CKYH	630,911	3.7%		116
15	Yang Ming Marine Transport Corp.	CKYH	CKYH	CKYH	368,417	2.1%		87
16	K Line	CKYH	CKYH	CKYH	350,636	2.0%		68
6	Hapag-Lloyd	Grand	G6	G6	735,383	4.3%	18.6%	153
11	OOCL	Grand			478,385	2.8%		92
12	NYK Line	Grand			459,155	2.7%		102
7	APL (NOL)	TNWA			645,410	3.7%		123
17	현대상선	TNWA			335,485	1.9%		58
10	MOL	TNWA			550,896	3.2%		112
4	Evergreen Line	없음	없음	없음	821,045	4.8%		201
9	CSCL	없음	없음	없음	598,485	3.5%		140
13	Hamburg Süd Group	없음	없음	없음	444,767	2.6%		101
14	PIL (Pacific Int. Line)	없음	없음	없음	378,681	2.2%		175
18	Zim	없음	없음	없음	331,689	1.9%		85
19	UASC	없음	없음	없음	277,152	1.6%		50
20	CSAV Group	없음	없음	없음	261,930	1.5%		53

자료: AXS-Alphaliner, 동양증권 리서치센터

다) 국내 업체들은 재무구조 개선이 시급한 상황

국내 컨테이너 해운업체들은 재무구조 개선의 필요성이 시급하며, 이를 위해서는 대대적인 업계 개편의 가능성도 열어둬야 할 것으로 보인다.

세계 컨테이너 해운업계가 P3 얼라이언스와 이에 대응하는 신규 얼라이언스의 대결로 재편될 것으로 예상되는 가운데, 신규 얼라이언스에 참여하기 위해서는 P3에 대항할 수 있는 대형선박의 투자능력을 갖춰야할 것으로 보인다. 그러나 현재 국내 컨테이너 해운업체들은 열악한 재무여건으로 인해 초대형 컨테이너선에 대한 투자가 쉽지 않다. 따라서, 우리나라 컨테이너업체들에게 재무구조 개선은 단기적인 생존뿐만 아니라, 장기적인 경쟁력 유지 차원에서도 중요하다.

세계 컨테이너 해운업계는 비주력 사업부문에 대한 매각을 통해 재무구조를 개선하고, 선박투자자금을 마련하고 있는 상황이다. 1위업체 Maersk 는 지난 6월 유럽의 철도회사 ERS Railways 를, 미국 내륙운송업체인 BTT 를 매각하기로 했다. 9월에는 덴마크의 Ro-Ro 선 업체 DFDS 를 3억

$에 매각했다. 2위 업체인 MSC 는 지난 4월 컨테이너 터미널업체 TIL 지분 39%를 매각해 19억 $를 조달했다. 1월에는 3위 업체 CMA CGM 이 터미널업체 TL 의 지분 49%를 5.4억$에 매각했다. 이스라엘 해운사 Zim 은 중국 소재 컨테이너박스 생산업체를 매각했다. 우리나라 해운사들도 이와 비슷한 방식을 취할 것으로 예상된다. 이는 지난 2002년 현대상선이 자동차운반선부문을 분할해 유코카캐리어스에 매각한 전례가 있다.

우선, 한진해운은 대한항공으로부터 1,500억원의 자금을 지원받고, 은행권으로부터의 영구채 보증을 기다리고 있는 상황이다. 2014년초에는 회사채 신속인수제도를 통한 회사채 차환발행을 추진할 것으로 예상된다. 한편, 자구 노력의 일환으로 터미널 매각 및 유상증자 등으로 구성된 자금조달 방법을 계획하고 있는 것으로 알려지고 있다.

한진해운 자금 조달 추진내역 (단위: 십 억원)

항목	금액	비고
대여	150.0	대한항공 (완료)
영구채	428.0	4억$
유상증자	300.0	
ABL	200.0	
합산	1,078.0	

자료: 동양증권 리서치센터

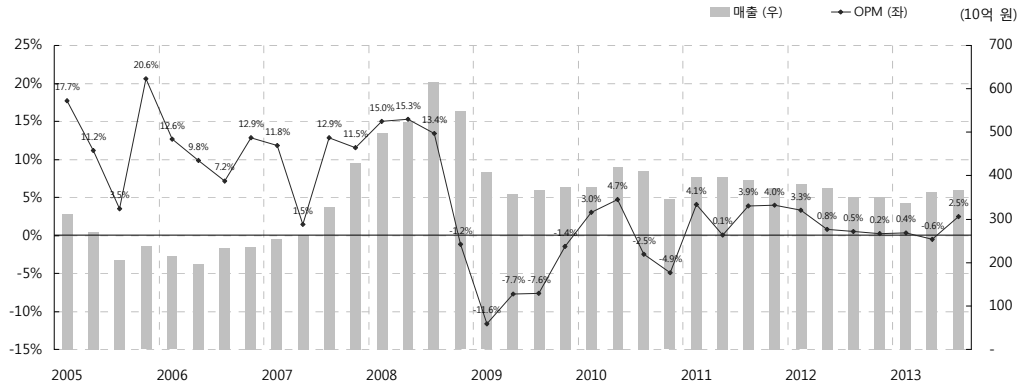
우리는 한진해운이 추가적인 자금확보를 원한다면, 터미널뿐만 아니라, 벌크부문까지도 매각 대상에 포함시킬 것으로 생각된다. 한진해운은 벌크부문은 매출의 50%가 장기운송계약에서 나오고 있으며, BDI 회복에 따라 나머지 50%의 스팟영업부분 수익성은 추가 개선될 여지가 있다. 그간의 낮은 운임에서도 소폭이지만 꾸준한 영업이익을 낼 정도로 안정적인 수익성을 갖고 있어, 높아진 BDI 가 반영될 경우 이익이 증가할 수도 있을 것으로 보인다.

한진해운 보유 컨테이너 터미널 가치 추정 (단위: 천 TEU)

보유컨테이너 터미널	연간 처리능력	보유지분율	지분율 감안 연간 처리능력	지분가치 (USD MN)
알게시라스	1,500	100%	1,500	355
평택	300	59%	177	42
토쿄,오사카,카오슝 (한진퍼시픽)	850	60%	510	121
시애틀,오클랜드,롱비치 (TTI)	2,600	60%	1,560	370
한진해운신항만	1,550	51%	791	187
합산(USDMn)	6,800			1,075
합산(10억원)				1,140

자료: 동양증권 리서치센터 (지분가치는 연간처리능력 1TEU 당 273$ 적용)

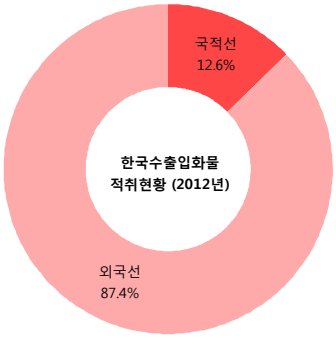
한진해운 벌크부문 매출액 및 OPM 추이



자료: 동양증권 리서치센터

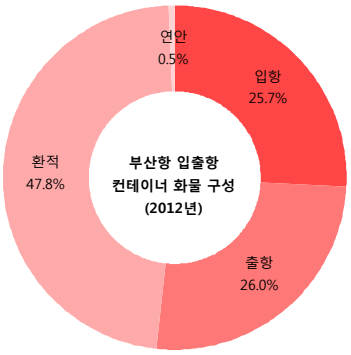
정부가 한진해운사태에 대응하는 방식은 STX팬오션사태에 대응하던 당시와는 약간 다를 것으로 보인다. 이는 항만 물동량에 미치는 영향 때문이다. 한진해운 등 국적선사의 수출화물 수송 분담율은 2012년 기준 12.6%에 불과했다. 따라서, 최악의 경우 한진해운의 기능이 정지되어도 수출화물에 미치는 영향은 크지 않을 수 있다. 그러나 국적 컨테이너해운사의 영업이 갑자기 중단될 경우, 부산항 등 주요 항만에 한진해운이 운영하던 대형선박들이 기항하지 않게 될 수 있고, 우리나라 항만에서 처리하던 환적화물들을 타국 항만에 빼앗길 우려가 있다. 이는 항만노동자 고용에 큰 영향을 줄 수 있다. 따라서 정부는 한진해운이 채무불이행 등의 사태로 진행되는 것은 방지하려할 것으로 보인다.

한국 수출입화물에 대한 국적선사 분담율은 13%에 불과



자료: 동양증권 리서치센터

그러나, 환적화물을 위해서는 부산항의 허브항만능력 유지 필요



자료: 동양증권 리서치센터

한편, 때마침, 현대글로비스는 벌크해운업 강화를 공식화했다. 현대글로비스는 2020년까지 해운업 매출액 8.2조원을 달성하고, 벌크선은 400척을 갖추겠다는 목표를 제시했는데, 당사 판단으로는 연간 약 3.7조원의 매출을 벌크부문에서 창출할 것으로 보인다. 단기간에 벌크선 부문의 매출을 확대

하기 위해 현대글로비스가 컨테이너 해운업체들의 벌크부문에 대한 M&A 를 시도할 가능성도 아주 배제할 수는 없을 것으로 보인다.

한편, 현대상선은 선제적으로 유동성을 확보해왔기 때문에 당장의 현금 부족문제를 노출시키지는 않고 있다. 그러나 업황이 장기간 개선되지 않을 경우 향후에는 문제가 발생할 수도 있으므로, 계속해서 자금조달을 추진할 것으로 보인다. 현대상선 또한 영구채 발행을 추진하고 있으며, 비주력영업자산의 매각가능성도 있다고 판단한다.

2) 벌크해운업 - 국내업체들간 이합집산 이뤄질 듯

2013년 하반기 빠르게 회복되었던 벌크해운산업은 2014년부터 상승폭이 둔화되는 모습을 보일 것이라는 판단이다. 이는, 벌크선 공급증가율을 억제해왔던 왕성한 선박해체 활동이 눈에 띄게 둔화되었기 때문이다. 당분간 신규인도 선박의 양은 많지 않겠지만, 2015년부터 최근 발주한 선박들이 건조될 경우 운임이 다시 한번 하락할 가능성도 적지 않다.

한편, 국내 대형 벌크해운업체들은 장기운송계약 중심의 업체들로 변모되면서 BDI 변동에 대한 민감도는 낮다. 꾸준한 이익창출이 가능하기 때문에 매각도 가능할 것이라는 생각이다. STX팬오션은 회생절차 이후 M&A과정을 거칠 것으로 보이고, 국내 컨테이너 해운업체들은 유동성 확보를 위해 벌크해운 부문을 분리 매각할 가능성을 배제할 수 없다. 때마침 해운업 강화를 진출을 선언한 현대글로비스가 적절하게 M&A를 통한 성장을 시도할 수도 있어보인다.

벌크해운산업 주요 가정

항목	단위	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
기발주 인도예정량	백만 DWT	126	137	123	100	62	38	8
인도지연 및 취소	백만 DWT	-45	-39	-24	-34	-6	-2	7
기발주 인도예정량 중 인도량	백만 DWT	80	99	99	67	56	36	15
YoY	%	84.5%	22.8%	0.2%	-32.4%	-16.0%	-35.2%	-59.1%
발주량	백만 DWT	102	41	22	56	63	36	66
YoY	%	173.6%	-59.9%	-45.7%	154.0%	11.2%	-41.8%	80.4%
신조발주 인도예정량	백만 DWT	-	-	-	-	2	63	36
YoY	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3602.1%	-41.8%
인도량	백만 DWT	80	99	99	67	58	99	51
YoY	%	84.5%	22.8%	0.2%	-32.4%	-13.4%	71.1%	-48.2%
해체량	백만 DWT	7	23	34	22	23	30	27
YoY	%	-37.9%	253.8%	44.7%	-34.7%	3.1%	31.8%	-9.0%
선복량	백만 DWT	531	610	678	721	756	825	849
YoY	%	16.4%	14.9%	11.3%	6.2%	4.9%	9.2%	2.9%
벌크 물동량	백만 DWT	2,235	2,322	2,446	2,562	2,698	2,849	3,011
YoY	%	12.2%	3.9%	5.3%	4.8%	5.3%	5.6%	5.7%
BDI	pt	2,753	1,550	919	1,169	1,199	941	1,106
YoY	%	5.8%	-43.7%	-40.7%	27.1%	2.6%	-21.5%	17.5%

자료: 동양증권 리서치센터

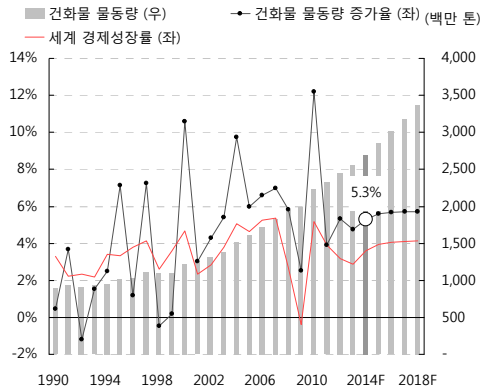
가) 업황은 완만한 회복 – 급격한 회복에 제동이 걸리는 상황

2.6%

2014년 BDI 예상 상승률

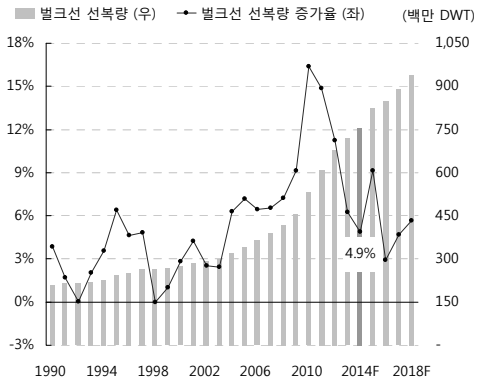
2014년 BDI 는 2.6% 상승하는데 그칠 것으로 보인다.

2014 년 건화물 물동량 증가율 5.3% 수준 예상



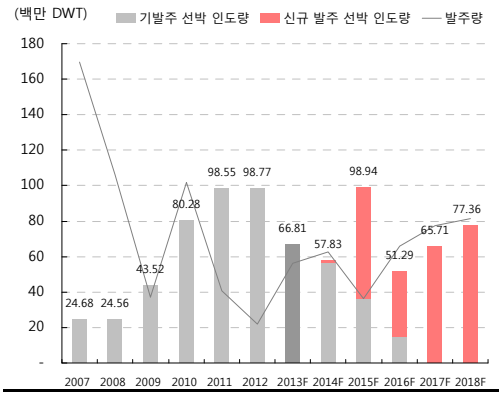
자료: 동양증권 리서치센터

2014 년 벌크선 선복량 증가율 4.9%까지 낮아질 듯



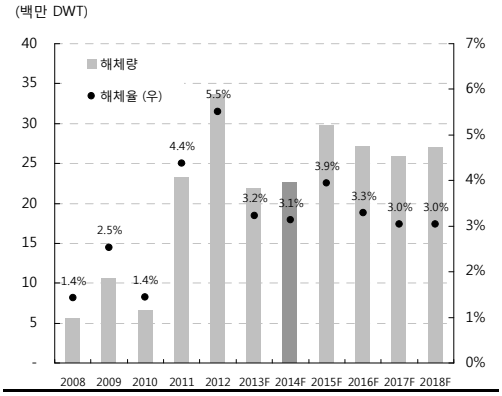
자료: 동양증권 리서치센터

벌크선 신규발주 증가로 2015 년에는 인도량 많을 듯



자료: 동양증권 리서치센터

해체량이 많이 줄어든 것도 문제



자료: 동양증권 리서치센터

세계 벌크선 업황은 빠른 회복에 대한 기대감이 이미 BDI 에 반영된 상황이다. BDI 는 2013년 하반기부터 장기간에 걸쳐서 상승기가 진행될 것으로 보였으나, 2013년 하반기에 선박수급 상황 대비 매우 빠르게 올라섬에 따라, 계속 급등하기는 어려울 것 같다. 이는, 운임의 레벨이 갑자기 높아짐에 따라 해체선박이 감소하고, 발주량이 증가했기 때문이다.

+4.9%

2014년 벌크선 공급량 예상 증가율

2014년 벌크선 공급증가율은 4.9%로 낮아질 전망이다. 2014년 벌크선의 인도량은 5,783만 DWT 로 YoY −897만 DWT (−13.4%) 감소할 것으로 보인다. 한편, 2014년 해체량은 2,259만 DWT 로 YoY +3.1% 증가할 것으로 예상된다. 그러나 2012년의 벌크선 해체량인 3,359만 DWT 에는 크게 못 미칠 것으로 보인다. 이는 2013년 하반기부터 BDI 가 상승하면서 벌크선의 해체량이 줄어들었기 때문이다.

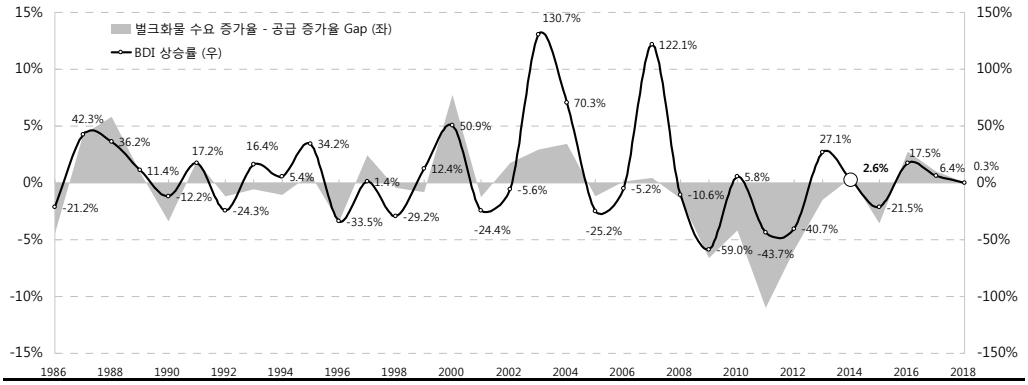
+5.3%

2014년 벌크화물 물동량 예상 증가율

2014년 벌크선 물동량 증가율은 5.3%가 될 것으로 보인다. 이는 IMF 의 2014년 경제성장률 전망치 3.6%를 전제한 것이다.

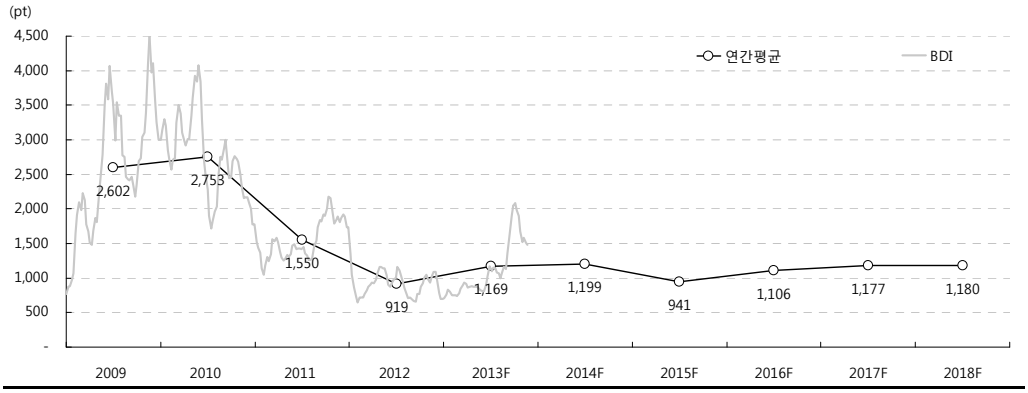
2014년에는 수요 증가율이 공급증가율을 소폭 앞설 것으로 보임에 따라, 연평균 BDI 는 +2.6% 상승한 1,199pt 가 될 것으로 예상한다. 한편, 벌크선 발주량은 2014년 6,256만 DWT 에 달할 것으로 보이고, 이러한 발주량이 현실화 된다면, 이들 선박이 대부분 인도되는 2015년 9,894만 DWT 까지 늘어날 것으로 전망된다. 2015년에는 운임의 수준이 한차례 다시 낮아질 가능성이 있다.

벌크선 수급 변화 추이 및 전망



자료: 동양증권 리서치센터

BDI 추이 및 전망



자료: 동양증권 리서치센터

나) 국내 대형 벌크업계 개편 가능성 생각해볼 수 있음

국내 벌크해운업계의 지위 변화가 예상된다. 회생과정에서 매출이 크게 줄어든 대한해운의 벌크해운업계 순위는 회생절차 이전 2위에서 현재 6위권으로 밀려있는 상황이다. 기존 1위 업체였던 STX 팬오션도 앞으로 회생과정을 거치면서 매출이 크게 줄어, 3위권으로 밀려날 것으로 예상된다. 따라서 앞으로는 현대상선이 1위의 벌크해운업체, 한진해운이 2위의 벌크해운업체로 올라설 것으로 보인다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 한진해운과 현대상선의 경영상황을 감안하면, 이들이 비주력부문인 벌크해운부문의 매각을 추진할 가능성을 배제할 수 없다.

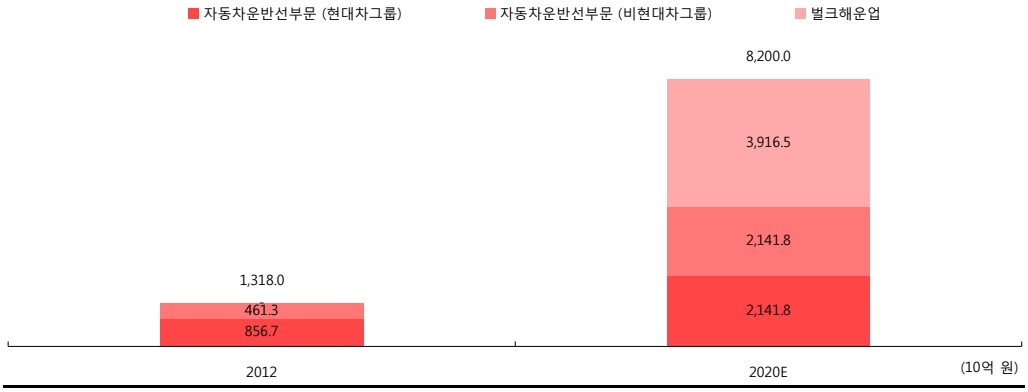
한편, 현대글로비스는 2020년까지 해운업 매출을 8.2조원 수준으로 늘리겠다는 비전을 발표했다. 우리는 현대글로비스가 PCC 부문의 확장으로 연간 4.3조원의 매출을 창출할 것으로 예상한다. 나머지 3.9조원은 벌크해운업에서 발생할 것으로 예상한다. 현대글로비스가 언급한대로 장기운송계약을 중심으로 벌크해운업 매출을 늘려갈 것으로 생각하면, 비교적 짧은 기간내에 대규모의 장기운송계약을 확보하기 위해 M&A 를 적절하게 활용할 가능성이 있어 보인다.

국내 주요 벌크해운업체 현황 (2012 년 기준) (단위: 10 억원)

구분	벌크매출	기말선	척당 매출	기말 선복량	선복량 당 매출	장기계약매출	장기운송계약 비중	비고
단위	(10 억원)	(척)	(10 억원)	(백만 DWT)	(천 원/DWT)	(십억원)		
STX 팬오션	3,816.3	302	12.6	21	185.1	938.8	24.6%	법정관리 이전 상황 장기계약매출 비중은 추정
현대상선	1,249.2	74	16.9	6	196.5	433.5	34.7%	
한진해운	1,166.2	91	12.8	10	114.7	608.8	52.2%	
SK 해운	662.0	50	13.2	5	129.9	231.7	35.0%	35%는 전체 매출에서의 장기운송계약 비중을 적용한 것
폴라리스쉬핑	546.7	23	23.8	5	118.9	382.7	70.0%	
대한해운	410.7	16	25.7	2	186.7	377.9	92.0%	
합산 및 평균	**7,851.1**	**556**	**14.1**	**49**	**160.1**	**2,973.4**	**40.1%**	

자료: 각사 자료, 언론보도 종합, 동양증권 리서치센터

현대글로비스의 해운업 비전에 대한 당사 분석 (매출 분석)



자료: 동양증권 리서치센터

다. 기타물류업체 - 택배 시황 변동에 예의주시

2014년 기타물류업체들은 택배시황의 변동 가능성에 주목할 필요가 있다.

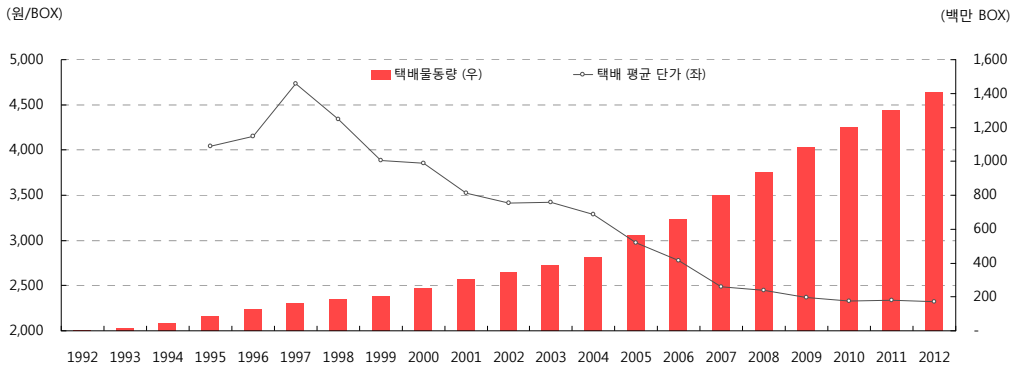
택배요금 반등을 위한 조건들

택배요금은 1992년부터 15년 연속 하락하고 있다. 그간 택배업체들이 요금을 올리지 못했던 것은 다음의 세가지 어려움이 있기 때문이었다. 1) 진입장벽이 낮았고, 2)) 택배업체들의 요금인상 의지가 약했고, 3) 다수의 업체가 난립하고 있었기 때문이다. 우리는 2014년 상반기에는 요금상황이 크게 변하기 어렵겠지만 하반기에는 달라질 수도 있다고 본다.

택배요금이 인상되려면, 첫째 진입장벽이 높아져야하는데, 지자체의 불법차량 단속을 강화할 경우 진입장벽이 높아지는 효과가 발생할 것이다. 둘째, 택배업체들이 모두 요금인상에 동일한 생각을 가져야하는데, 이를 위해서는 ㈜한진은 지배구조변화가 일정부분 진행되어야 할 것이며, CJ 대한통운은 M/S 의 회복이 어느정도 이뤄져야할 것이다. 셋째, 택배업체의 과점화는 이미 어느정도 진행된 것으로 보인다.

가) 지자체의 역할 - 진입장벽 강화 (불법차량 신고포상금 제도 등)

택배물동량 및 택배요금 추이



자료: 물류신문, 동양증권 리서치센터

우선, 2014년부터 택배산업의 진입장벽이 높아질 수 있다. 2014년부터는 불법 영업차량에 대한 단속이 강화되면서 신규 업체가 시장에 진입하는 것이 사실상 불가능해질 수 있기 때문이다. 정부는 택배기사 처우개선을 목표로 불법차량에 대한 단속을 강화할 것으로 보이는데, 실제 운항중인 택배차량 수 대비 발급된 라이센스가 부족한 현실에서, 불법 영업차량에 대한 영업이 강화되면, 신규업체가 택배 배송차량을 구하는 것은 매우 어려워질 것이 분명하다.

2013년 택배차량 신규 인가에도 불구하고 여전히 택배차량은 수요 대비 부족한 상황이다. 2012년 택배업계에서 정부 등에 보낸 탄원서에 따르면, 택배차량 기사는 3.7만명이고, 그 중 1.5만명은 자가용 택배기사들인 것으로 나타나있다. 2013년초 국토해양부(현재의 국토교통부)는 택배차량에 대한 인가를 10년만에 1.2만대 늘려주었다. 그러나, 업계에서는 신규 배분된 번호판이 실제로 사용되지 못한 경우가 허다한 것으로 보인다. 이는 신청과정에서 접수가 늦었거나, 자격을 받지 못한 경우, 기사가 퇴직한 경우가 있었기 때문이다.

이런 상황에서 각 지자체들은 불법택배차량에 대한 단속을 강화하는 조례를 속속 채택하고 있다. 아직까지 불법영업차량에 대한 지자체들의 단속은 택배업체들의 청원에 의해 사실상 유예되어있는 상황이다. 그러나 '화물자동차운수사업법' 에 따르면 자가용차량을 활용한 영업행위는 금지되어 있고, 지자체는 조례를 지정해 불법 영업차량에 대한 신고포상금지급제도(일명 카파라치 제도)를 운영할 수 있다. 서울시의회는 불법택배차량에 대한 신고포상금지급(일명 카파라치) 조례안을 2013년 의회 정례회에 상정할 방침이다. 이미 지난해 6월 조례를 통과시킨 경기도는 일부 지역에서 카파라치 제도를 시행 중이다. 강원도도 올해 8월 관련 조례를 제정 공포해, 2013년 2월부터 시행키로 했다.

업계에서는 2014년 불법차량 단속 강화에 대한 가능성을 점점 높게 보고 있는 것으로 보인다. 언론 보도에 따르면, 택배 라이센스 (이른바 노란색 번호판)에 대한 거래가격은 신규 라인센스 배급이 확정되었던 2013년 1Q 에는 1,100~1,400만원 수준이었지만, 최근에는 1,800~2,000만원까지 치솟은 상황이다. 택배기사들은 2014년부터 불법차량에 대한 단속이 강화될 것에 대비하고 있는 것이다.

나) 기존 택배업체들의 이해관계 변화

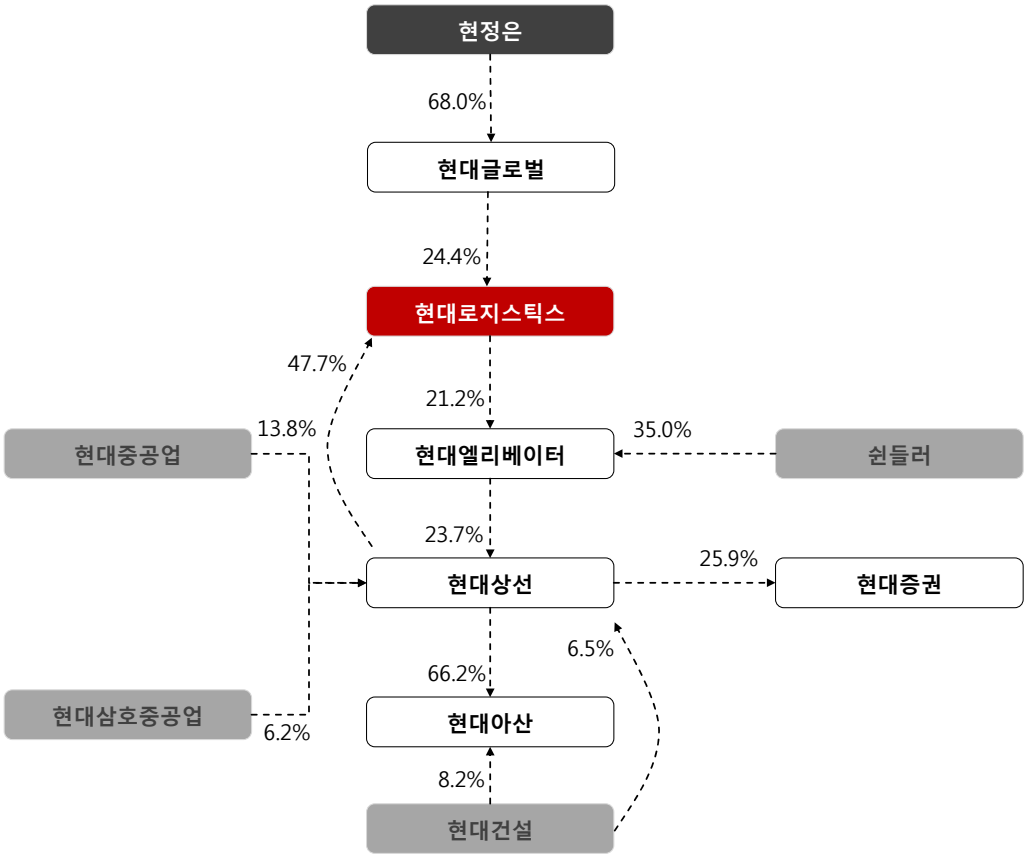
택배요금 인상의 또다른 난관은 택배업체들의 요금 인상 의지가 약하다는 것이다. 현재로서는 현대로지스틱스(현대택배)를 제외한 다른 대형업체(㈜한진과 CJ 대한통운)들은 2014년 상반기까지는 택배 요금 인상에 선뜻 나서지 않을 것으로 보인다.

(1) 현대로지스틱스 – 현재로서는 가장 요금 인상의지가 강한 업체

우리는 현대로지스틱스는 수익성 개선을 위해 요금인상에 매우 적극적인 것으로 보고 있다. 이는 현대상선을 중심으로 현대그룹이 지속적으로 유동성을 확보해야하는 상황이기 때문이다. 현대그룹의 주축 기업인 현대상선은 2013년 중 자산매각, 유상증자 등을 통해 약 2조원의 현금을 조달했다. 현대엘리베이터도 2013년 6월에 970억원의 유상증자에 이어 2014년 2월에 2,170억원 규모의 유상증자를 실시할 예정이다.

비상장사인 현대로지스틱스는 IPO 를 전제로 한 투자유치(Pre IPO)를 진행해왔다. 현대로지스틱스는 지난 2011년에는 우리 블랙스톤 PEF 의 자금 1,000억원을 유치했는데, 2013년까지 상장되겠다는 목표를 달성하지 못해, 올해 해당 투자자금의 원리금을 현대상선이 지급하기도 했다. 현대로지스틱스의 원할한 Pre-IPO 와 IPO 를 위해서는 현대로지스틱스의 수익성 개선이 필요하다.

현대그룹 지배구조 현황

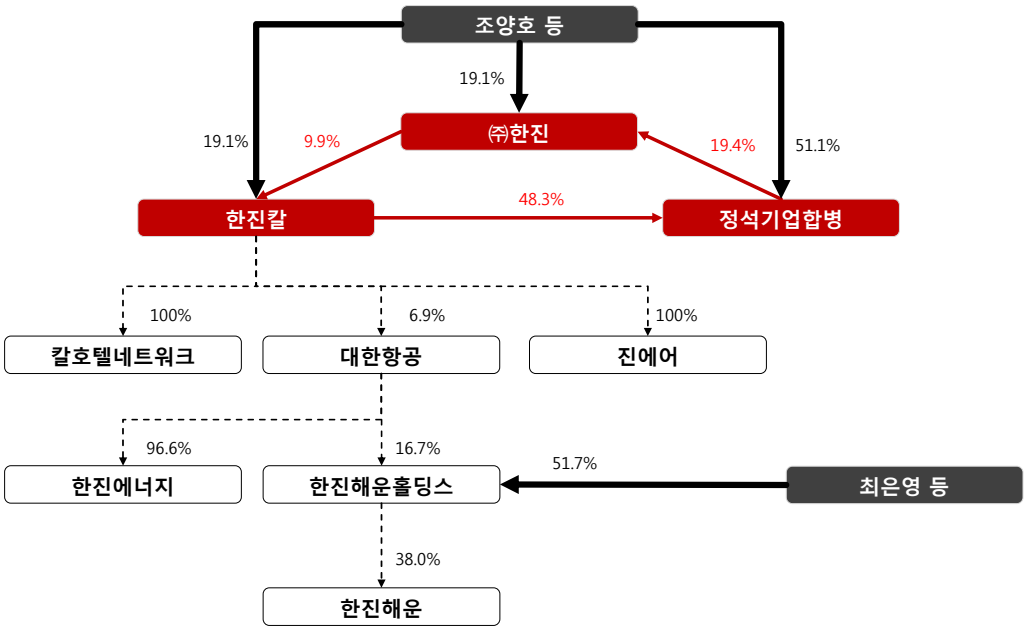


자료: 동양증권 리서치센터

(2) ㈜한진 - 요금 인상보다는 지배구조 변화가 먼저

우리는 ㈜한진이 지금 당장 택배요금 인상에 적극적으로 나서지는 않을 것으로 보고 있다. 이는 한진그룹이 지배구조를 변경하고 있고, ㈜한진도 지배구조 변화의 중심에 놓여있기 때문이다. 우리는 ㈜한진이 정석기업과 합병하는 시나리오를 생각하고 있다. 따라서 지배구조 변화가 순조롭게 진행되도록 하기 위해서 ㈜한진이 택배요금 인상과 같이 기업가치에 큰 변화를 일으킬 수 있는 행동은 굳이 서두르지 않을 것이라는 생각이다. 즉, ㈜한진이 택배요금을 인상시킨다면, 그 시기는 지배구조변화과정이 일단락 된 이후가 될 것이며, 빠르면 2014년 하반기, 늦어지면 2015년 하반기 이후가 될 것이라는 생각이다.

한진그룹 지배구조 (현재 상황)



자료: 동양증권 리서치센터

(3) CJ 대한통운 – M/S 회복이 우선인 상황

CJ 대한통운은 최근 택배부문의 실적 개선 필요성이 있지만, 당장은 택배요금 인상보다는 물량확보에 주력할 것이라는 생각이다.

CJ 대한통운의 택배부문 수익성은 합병을 전후해 급격히 악화되었다. 이는 CJ 대한통운이 합병에 대비해 추가적인 택배 설비를 확보했지만, 현재 CJ 대한통운의 택배수송량은 1년전 CJ 대한통운과 CJ GLS 가 수송하던 택배물동량보다 적다. 이로인해 CJ 대한통운은 늘어난 고정비를 매출증가로 커버하지 못하게 되었고, 택배부문에서 손실을 발생시키고 있다.

CJ 대한통운의 입장에서는 택배요금을 인상할 수만 있다면 빠르게 실적을 개선시킬 수 있겠지만, 아직은 낮은 진입장벽과 치열한 경쟁상황을 고려할때, 단독으로 요금인상을 올릴 수는 없어 보인다. 오히려, 요금을 타사 대비 약간 낮게 유지해 많은 물량을 확보함으로써 고정비를 커버하는 것이 합리적인 선택이라고 할 수 있을 것이다.

우리는 2015년 하반기에는 CJ 대한통운도 요금인상을 추진할 수 있을 것으로 보인다. 우리는 CJ 대한통운의 택배 수송량이 약 10% 가량 늘면 마진이 예전수준을 회복할 것으로 보인다. 국내 택배 시장의 연간 성장률이 10% 수준이고 CJ 대한통운이 M/S 회복을 위해 노력하고 있는 점을 감안하면, 현재의 설비규모가 유지되는 한, 늦어도 1년 뒤에는 CJ 대한통운도 택배 부문에서 충분한 물동량을 확보할 수 있을 것으로 보인다. 따라서 CJ 대한통운도 1년 이내에 택배요금의 인상이 가능할 수 있다는 판단이다. 특히, 광주 메가허브터미널의 완공시기가 2015년 중순으로 지연됨에 따라, 택배 설비 증가가 지연될 것이라는 점은 요금 인상에 긍정적이다.

다) 택배시장의 과점화 : 이미 진행된 사황

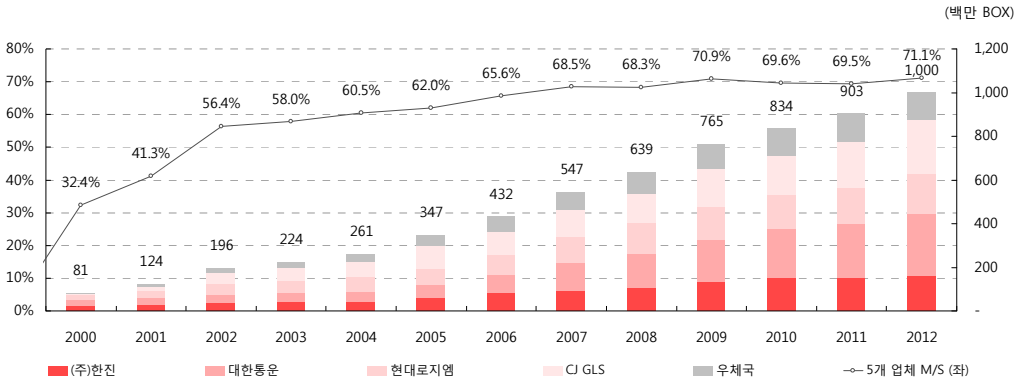
택배요금 인상의 난관중 하나인 중소업체들의 난립문제는 이제 어느 정도 정리가 된 상황이다. 국내 대형택배업체들은 CJ 대한통운, 현대택배, 한진택배, 우체국이며, 이들의 택배시장 점율은 2012년 기준으로 71.2%에 달한다. 그간 대형업체들은 원가 절감을 통해 택배요금을 인하했고, 경쟁에서 살아남지 못한 중소업체들이 퇴출되었기 때문이다.

국내 택배업계 재편 추이

구분	2000년	2010년	2013년
대형택배사	한진택배, 대한통운, 현대택배	한진택배, 대한통운, 현대로지엠, CJ GLS	CJ 대한통운, 한진택배, 현대로지스틱스
중견택배사	CJ GLS	로젠택배	
중소형업체	아주택배, HTH, 한국 택배, 고려택배, 한신택배, 훼미리택배, 심역택배, KGB 택배, KT 택배, 5세기고구려택배, 나래택배, 이트랜스택배, 동서일개미, 미래로택배, 스마일택배, 이택배, CS 월드택배, 이클라인택배, 중앙택배,죽코택배, 일양택배, 오렌지택배, 옐로우캡택배, 유니온 택배, 삼호택배, Wpx 택배, 이젠 택배 외 다수	하나로택배, KGB 택배, KG 옐로캡택배, 동부익스프레스택배, 일양택배 등	로젠택배, 동부택배, KGB 택배, KG 옐로캡 택배, 성화기업택배, 일양택배, 용마로직스, 고려택배, 호남택배
정기화물	대신, 천일, 경동, 합동, 건영, 양양, 호남	대신, 천일, 경동, 합동, 건영, 양양, 호남	대신, 천일, 경동, 합동, 건영
국가기관	우체국, 철도청	우체국 철도청	우체국

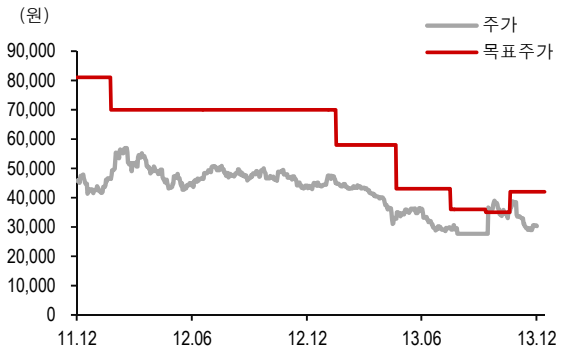
자료: 물류신문, 각종자료, 동양증권 리서치센터

택배시장 Market Share 추이



자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 (003490) 투자등급 및 목표주가 추이



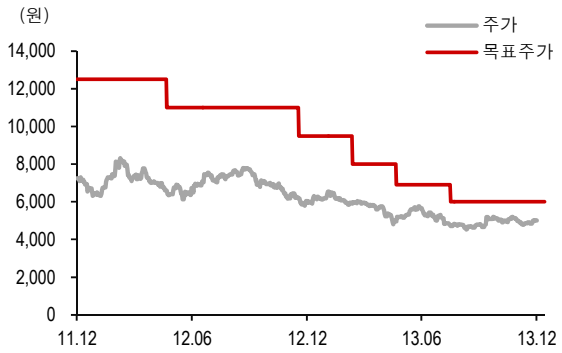
날짜	투자의견	목표주가
2013-12-03	BUY	42,000
2013-10-21	BUY	42,000
2013-09-26	HOLD	35,000
2013-09-12	HOLD	35,000
2013-07-18	HOLD	36,000
2013-07-01	BUY	43,000
2013-04-23	BUY	43,000
2013-03-18	BUY	58,000
2013-02-04	BUY	58,000
2013-01-17	BUY	58,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

아시아나항공 (020560) 투자등급 및 목표주가 추이



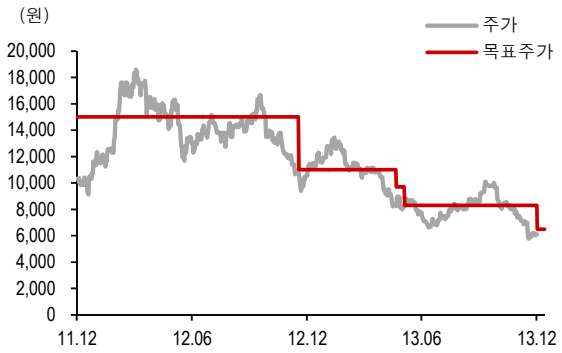
날짜	투자의견	목표주가
2013-12-03	BUY	6,000
2013-10-21	BUY	6,000
2013-08-12	BUY	6,000
2013-07-18	BUY	6,000
2013-06-17	BUY	6,900
2013-05-13	BUY	6,900
2013-04-23	BUY	6,900
2013-03-04	BUY	8,000
2013-02-12	BUY	8,000
2013-01-17	BUY	9,500

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

한진해운 (117930) 투자등급 및 목표주가 추이



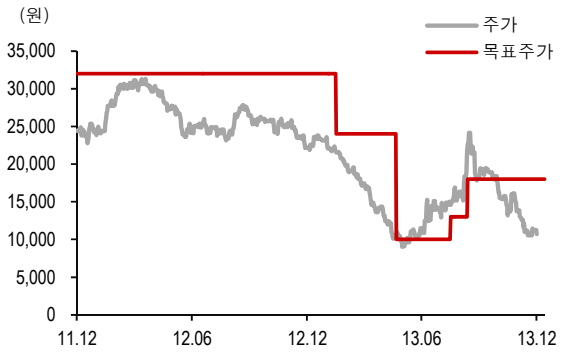
날짜	투자의견	목표주가
2013-12-03	HOLD	6,500
2013-10-21	HOLD	8,300
2013-09-16	HOLD	8,300
2013-08-12	HOLD	8,300
2013-07-18	HOLD	8,300
2013-06-24	HOLD	8,300
2013-05-06	HOLD	8,300
2013-04-23	HOLD	9,700
2013-01-31	HOLD	11,000
2013-01-17	HOLD	11,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

현대상선 (011200) 투자등급 및 목표주가 추이



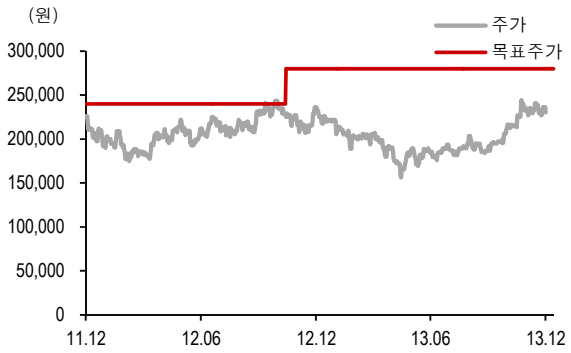
날짜	투자의견	목표주가
2013-12-03	HOLD	18,000
2013-10-21	HOLD	18,000
2013-08-14	HOLD	18,000
2013-07-18	HOLD	13,000
2013-05-13	HOLD	10,000
2013-04-23	HOLD	10,000
2013-02-15	HOLD	24,000
2013-01-17	HOLD	24,000
2012-12-07	HOLD	32,000
2012-11-19	HOLD	32,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

현대글로비스 (086280) 투자등급 및 목표주가 추이



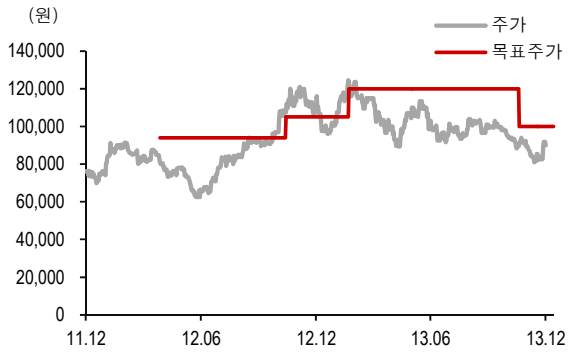
날짜	투자의견	목표주가
2013-12-03	BUY	280,000
2013-10-21	BUY	280,000
2013-08-05	BUY	280,000
2013-07-18	BUY	280,000
2013-04-29	BUY	280,000
2013-04-23	BUY	280,000
2013-01-28	BUY	280,000
2013-01-17	BUY	280,000
2012-11-19	BUY	280,000
2012-10-15	BUY	280,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 현대글로비스종목을 기초자산으로 하는 주가연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

CJ 대한통운 (000120) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-12-03	HOLD	100,000
2013-10-21	HOLD	100,000
2013-07-18	HOLD	120,000
2013-05-03	HOLD	120,000
2013-04-23	HOLD	120,000
2013-04-08	HOLD	120,000
2013-03-04	HOLD	120,000
2013-01-23	HOLD	120,000
2013-01-17	HOLD	105,000
2013-01-09	HOLD	105,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.