



공복해서 남 주는 애널리스트 **강성진**입니다.

(02)3770-3592

seongjin.kang@tongyang.co.kr



# 1Q14 운송산업 투자전략

## 작지만 위대한 변화들

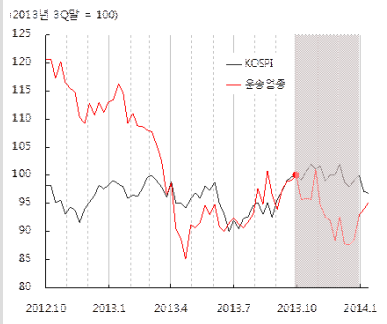


### Why This Report

2014년 운송산업 전망자료를 낸 이후 한달 반의 시간이 지났습니다. 그 사이에 운송업종에는 어떤 일들이 있었을까요? 한진그룹의 재무구조 개선방안이 발표되었고, 한진해운은 전용선사업부문을 분할 매각을 확정했습니다. 서울시의 회가 화물사업차량 관련 새로운 조례를 통과시키는 등 그 짧은 시간에 너무나도 너무나 많은 일들이 벌어졌습니다. 이런 작은 조각들을 모아 모아 2014년 운송산업 큰 그림을 다시 한번 그려보았습니다.

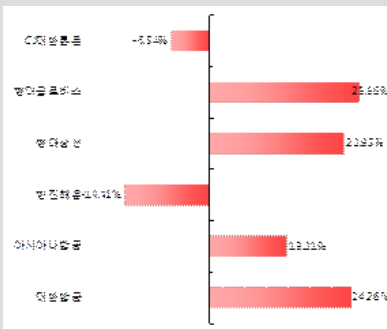
종목	투자의견	목표주가 (원)
대한항공	BUY (M)	42,000 (M)
아시아나항공	BUY (M)	6,000 (M)
한진해운	HOLD (M)	5,500 (D)
현대상선	HOLD (M)	15,000 (D)
현대글로벌비스	BUY (M)	320,000 (U)
CJ 대한통운	HOLD (M)	100,000 (M)

### 운송섹터 4Q KOSPI 대비 -7.0%



자료: 동양증권 리서치센터

### 동양 운송 유니버스 기대수익률



자료: 동양증권 리서치센터

### Investment Point

#### 1Q'14 운송업종 관심종목: 대한항공, 현대글로벌비스

- ▶ 국내 운송업체들은 컨센서스 대비 저조한 4Q'13 실적을 발표할 것으로 예상됨. 그렇지만 최근 빠른 컨센서스의 하향조정으로 부진한 실적은 이미 주가에 반영된 것으로 판단됨
- ▶ 1Q'14 운송산업에서는 대한항공(BUY, 목표주가 42,000원)과 현대글로벌비스(BUY, 목표주가 32만원)를 추천함. 대한항공과 Delta社와의 J/V 출범은 대한항공의 장거리비중 확대 전략에 큰 도움이 될 것으로 보임. 현대글로벌비스는 해운업 진출에 적합한 환경이 조성되고 있음이 긍정적

#### 1Q'14 작지만 위대한 변화 1 - 한진해운의 벌크부문 매각과 현대차그룹의 지배구조 변화

- ▶ 예상했던 바와 같이 한진해운은 벌크 및 LNG 전용선부문을 매각하기로 결정했음. 당사 분석으로는 매각가격은 EV/EBITDA 7.5x에 해당되는데, 매각사업의 안정성을 생각한다면 매각가격은 낮아 보임.
- ▶ 현대차그룹은 지배구조변화를 겪고 있는데, 현대글로벌비스는 지배구조 변화에 앞서 계열사 매출 비중을 낮추는 작업 진행될 것. 앞으로도 국내 주요 벌크해운업체들의 계속된 매출화는 현대글로벌비스에는 계열사 매출비중을 낮출 수 있는 기회가 될 것. 현대글로벌비스가 비교적 적은 비용으로 해운업에 진출할 수 있는 기회를 만날 것이며, 이때 절감된 비용은 동사 주가에 반영될 것임. 그 시기는 하반기가 될 것으로 전망

#### 1Q'14 작지만 위대한 변화 2 - 서울시, 우정사업본부, 한진그룹, CJ 대한통운의 움직임

- ▶ 택배요금 관련 주변 환경 호전중. 지난해말 서울시의회 불법화물차량 단속조례안을 통과시키면서 불법택배차량의 입지가 좁아지게 됨. 택배업계의 입장에서 유영무실하던 진입장벽이 갑자기 공고해지는 것. 우정사업본부가 소포요금 인상을 고시한 것은 택배업계로서는 대체제의 가격이 상승한 것이므로 긍정적
- ▶ 이제 택배요금의 관건은 업체들의 움직임. (주)한진이 한진그룹 지배구조 변화과정에서 자유로울 수 있다면 택배요금 인상에도 동참할 가능성 있어 보임. CJ 대한통운은 저단가 물량을 줄이는 작업중. (주)한진이 택배요금인상에 긍정적으로 나서면 CJ 대한통운도 요금 인상에 나설 수 있을 것으로 생각됨

#### 1Q'14 작지만 위대한 변화 3 - 대한항공과 Delta社의 J/V 논의

- ▶ 대한항공이 Delta社와 J/V를 설립하게 된다면, 태평양노선에서의 동사와 후발업체간의 격차는 크게 벌어질 것. 장거리 노선으로 매출의 중심을 옮겨가야하는 대한항공은 J/V를 통해 부족한 브랜드파워와 영업력을 메꿀 수 있을 것으로 보임.
- ▶ 대한항공의 가치는 과거 인천공항 개장, 중국과의 항공자유화 협정으로 크게 향상되었고, 앞으로는 Delta와의 J/V 설립이 동사의 기업가치에 크게 기여할 것으로 기대됨

#### 1Q'14 관심종목: 대한항공, 현대글로벌비스

- 대한항공: Delta社와의 J/V 설립은 장거리 노선 강화에 매우 긍정적
- 현대글로벌비스: 하반기에는 해운업 진출에 유리한 상황 전개될 것

## Contents

<b>I. Summary .....</b>	<b>3</b>
<b>II. 1Q'14 운송업종 투자전략 .....</b>	<b>4</b>
4Q'13 운송 유니버스 종목 Review .....	4
1Q'14 추천종목 : 대한항공 (TP : 42,000원), 현대글로비스 (TP : 320,000원) .....	6
Peer Group Comparison .....	15
업체별 실적 추이 및 전망 .....	17
종목별 Valuation Chart .....	19
<b>III. 영업환경 리뷰 및 전망 .....</b>	<b>21</b>
항공산업의 4Q'13 특징과 1Q'14 전망 .....	21
벌크해운 산업의 4Q'13 특징과 1Q'14 전망 .....	27
컨테이너해운 산업의 4Q'13 특징과 1Q'14 전망 .....	30
<b>IV. 종목별 투자전략 .....</b>	<b>33</b>
대한항공 (003490) - 목표주가 42,000원(M), BUY (M) .....	34
아시아나항공 (020560) - 목표주가 6,000원(M), BUY(M) .....	36
한진해운 (117930) - 목표주가 5,500원(D), HOLD(M) .....	38
현대상선 (011200) - 목표주가 15,000원(D), HOLD(M) .....	40
현대글로비스 (086280) - 목표주가 320,000원(U), BUY(M) .....	42
CJ대한통운 (000120) - 목표주가 100,000원(M), HOLD(M) .....	44

## I. Summary

운송 유니버스 투자 의견 및 1Q'14 주요 포인트 (단위: 원)

종목	투자 의견	최근종가	목표주가	상승여력	관련포인트
대한항공	BUY	33,800	42,000	24.26%	Delta와의 J/V
아시아나항공	BUY	5,300	6,000	13.21%	원화 강세와 화물 부문의 개선 여부
한진해운	HOLD	6,660	5,500	-14.41%	선대 경쟁력을 회복할 수 있는 재무구조의 개선 여부
현대상선	HOLD	12,200	15,000	22.95%	타해운사와의 협력 강화에 따른 네트워크 최적화
현대글로벌비스	BUY	223,000	320,000	25.56%	해운업 진출
CJ대한통운	HOLD	107,000	100,000	-6.54%	택배 요금 인상

자료: 동양증권 리서치센터

운송 유니버스 4Q'13 영업이익 전망 및 주요 사건 (단위: 십억 원)

종목	영업이익	YoY	기존전망	컨센서스	실적 주요 포인트
대한항공	11.6	흑전	29.0	39.1	국제여객 Yield 의하락
아시아나항공	-7.0	적지	27.9	13.0	
한진해운	-91.2	적지	-97.3	-57.4	컨테이너운임의하락
현대상선	-51.9	적지	-68.2	-42.8	
현대글로벌비스*	147.8	16.40%	145.4	154.9	CKD 마진악화
CJ대한통운	9.6	-77.30%	9.6	13.1	항만, 포워딩부문의부진

자료: 동양증권 리서치센터, \*현대글로벌비스는 이미 잠정 영업이익 발표

### 1Q'14 운송업종 추천종목 : 대한항공, 현대글로벌비스

우리는 1Q'14 운송업종 탑픽으로 대한항공 (목표주가 42,000원)을 제시한다. 차선후주로는 하반기 해운업 본격 진출 가능성을 감안해 목표주가를 32만원으로 상향한 현대글로벌비스를 제시한다.

대한항공의 투자포인트는 Delta와의 J/V가 동사의 가치에 미칠 긍정적인 영향이다. 우리는 광범위한 J/V로 동사가 보유하고 있는 무형의 가치가 크게 증대될 것으로 기대한다.

우리는 현대글로벌비스의 2014년 하반기경 해운업 매출증가 가능성을 높게 평가한다. 동사는 비교적 적은 비용으로 해운업에 진출하게 될 수 있을 것으로 보이며, 이렇게 절감된 비용은 동사의 주가에 반영될 것으로 생각된다.

### 4Q'13 실적 점검 : 전반적으로 컨센서스 미달할 것으로 보이나 충격은 적을 것

지난 24일 현대글로벌비스를 필두로 4Q'13 잠정실적이 발표되기 시작했다. 국내 주요 운송업체들의 영업수지는 컨센서스에 대부분 미달하게 될 것으로 예상된다. 그러나, 이미 많은 업체들의 컨센서스가 하향조정되고 있는 중이기 때문에, 부진한 실적에 주가에 큰 충격은 되지 않을 것으로 보인다.

## II. 1Q'14 운송업종 투자전략

### 4Q'13 운송 유니버스 종목 Review

4Q'13 운송섹터(항공, 해운, 육운) 시가총액은 전분기말 대비 -7.0% 증가했고, KOSPI 대비로도 -7.0% Underform 했다. 운송주 주가는 12월 중순까지 KOSPI 수익률을 크게 하회하다가 한진그룹의 유동성 확보계획 발표를 계기로 다소 회복하는 모습을 보였다.

4Q'13 운송업종 유니버스 종목 중에서 KOSPI 를 Outperform 한 종목은 현대글로벌비스(+9.2%), CJ 대한통운(+1.4%) 등 육운업체들이었다. 반면 대한항공(-20.6%), 한진해운(-23.6%), 현대상선(-38.6%) 등 한진그룹 주식과 해운주들의 주가는 매우 부진했다.

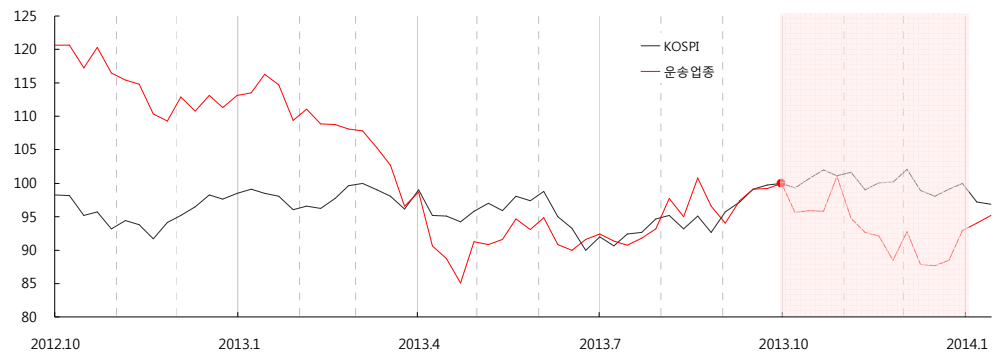
4Q'13 항공업종 주가는 약세였다. 대한항공은 주가가 -20.6% 하락했는데, 환율하락의 수혜가 기대되면서 한 때 상승하기도 했으나, 유동성 위기를 겪은 한진해운을 지원하기로 하면서 주가가 급락하는 모습을 보였다. 이후 S-Oil 지분 등 자산 매각 계획을 발표하면서 시장의 우려를 희석시켜 주가의 소폭의 반등에 성공한 모습이다. 아시아나항공은 특별한 모멘텀을 찾지 못한채 -5.5% 하락했다.

4Q'13 해운주의 주가는 극히 부진했다. 한진해운 주가는 -23.6%, 현대상선의 주가는 -38.6% 각각 하락했다. 한진해운이 영구채 발행이 실패하고 대한항공에 도움을 요청하면서 한진해운 유동성 문제에 대한 우려가 확산되었고, 이는 양대 해운사의 주가가 모두 급락하는 원인이 확대되었다. 컨테이너 운임이 11월 중순까지 약세를 보였던 것도 주가 약세의 원인이 되었다. 다만, 12월말에는 경기회복에 대한 기대감, 컨테이너 운임의 상승, 한진해운의 유동성 확보 등에 힘입어 두 업체 모두 하락폭을 일부 만회하는 모습을 보였다.

4Q'13 육운업체들의 주가는 상승했다. +9.2% 상승한 현대글로벌비스의 주가는 분기 초반 급등하는 모습을 보였는데, 이는 현대제철과 현대하이스코 냉연부문의 합병발표에서 촉발된 현대차그룹 지배구조 변화에 대한 기대감이 주가에 반영되었고, 해운업 진출 선언에 따른 장기 이익전망의 개선이 실적에 도움이 되었기 때문이다. CJ 대한통운은 3Q 영업수지가 적자전환하는 등 전 영업부문에 걸친 난맥이 노출되면서 시장을 실망시켰다. 그러나, 동사가 부문별 수익성 회복 방안을 구체적으로 제시하고 연말로 갈수록 택배요금 인상 및 아마존 한국 진출에 대한 기대감이 반영되면서 주가는 상승 전환했다.

## 운송섹터 4Q 중 KOSPI를 -7.0% Underperform

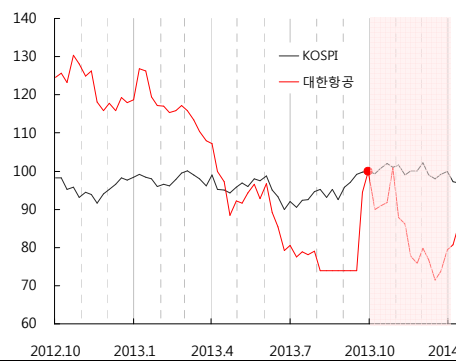
(2013년 3Q말 = 100)



자료: 동양증권 리서치센터

## 대한항공 - 4Q 중 KOSPI를 -20.6% Underperform

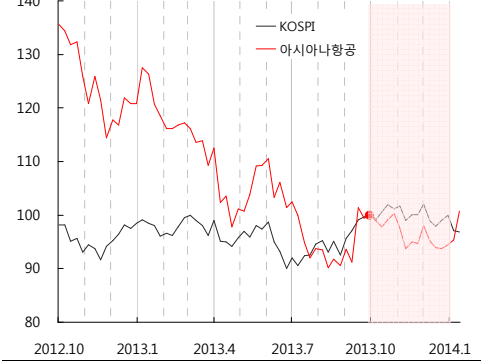
(2013년 3Q말 = 100)



자료: 동양증권 리서치센터

## 아시아나항공 - 4Q 중 KOSPI를 -5.5% Underperform

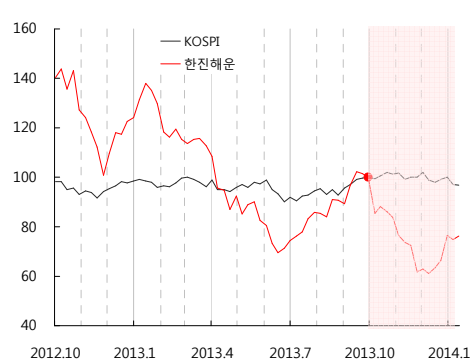
(2013년 3Q말 = 100)



자료: 동양증권 리서치센터

## 한진해운 - 4Q 중 KOSPI를 -23.6% Underperform

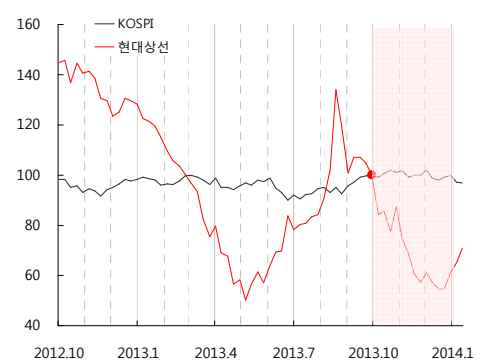
(2013년 3Q말 = 100)



자료: 동양증권 리서치센터

## 현대상선 - 4Q 중 KOSPI를 -38.6% Underperform

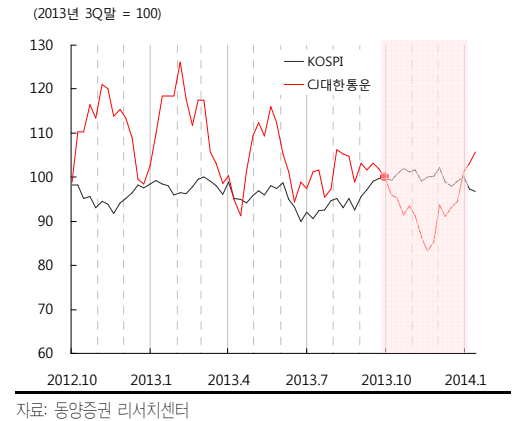
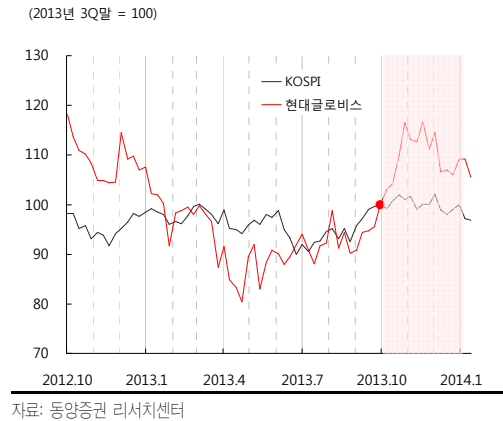
(2013년 3Q말 = 100)



자료: 동양증권 리서치센터

## 현대글로비스 - 4Q 중 KOSPI를 +9.2% Outperform

## CJ 대한통운 - 4Q 중 KOSPI를 +1.4% Outperform



## 1Q'14 추천종목 : 대한항공 (TP : 42,000원), 현대글로벌비스 (TP : 320,000원)

2014년 1Q 운송업종 추천종목으로 대한항공 (목표주가 42,000원 유지)을 선정하고 현대글로벌비스를 차선호주로 추천한다. 현대글로벌비스의 목표주가는 320,000원으로 상향조정한다.

### 현대글로벌비스

매수의견 - 견조한 이익 증가

목표주가 : 280,000원

- 1) 해외공장 생산 증가
- 2) 국내공장 생산 및 수출 회복
- 3) CKD 마진 회복

지난해말 발간한 2014년 운송산업 전망에서 우리는 2014년에 예상되는 변화들을 제시한 바 있다. 그 중 몇가지 이슈가 예상보다 빠른 시점인 연말연초에 가시화되기 시작했는데, 이러한 변화들은 언뜻 보면 중요하지 않은 듯 하지만 실상 매우 중요한 의미를 내포하고 있는 것들이 많았다.우리는 이러한 이슈들을 바탕으로 운송업종에서의 투자아이디어를 찾아보고자 한다.

지난해 12월 16일 현대글로벌비스의 김경배 사장은 STX 팬오션이나 대한해운등 국내 해운업체 M&A 계획을 묻는 질문에, “급하게 들어갈 생각은 없다”며 “해운업체의 흐름이 심하기 때문에 안정적으로 바라보려고 한다”라고 밝혔다. 12월 19일에는 한진그룹(대한항공과 한진해운)이 재무구조 개선방안을 발표했다. 그 중 주목할만한 것은 대한항공과 한진해운이 각각 S-Oil 지분과 벌크전용선 부문을 매각하겠다고 한 점이었다. 이어 12월 20일에는 서울시 의회가 ‘화물자동차 운수사업법 위반행위 신고포상금 지급 조례안’을 통과시켰다. 12월 30일에는 공정거래법 개정안이 통과되면서 금호터미널의 금호산업 지분 취득이 불가능해졌다. 또, 12월 31일에는 현대글로벌비스의 현대자동차 그룹 완성차 수출물량 수송분담율이 2015년까지 기존의 40%로 유지하기로 결정되었다. 1월 2일에는 우정사업본부가 2월 1일부터 고중량 소포 요금을 500원~1,500원 인상하는 ‘국내소포 우편요금 및 소포이용에 관한 수수료안’을 행정예고했다. 1월 6일에는 조원태 한진칼 대표이사 부사장이 “궁극적으로 정석기업이 한진칼로 흡수합병될 가능성이 있다”라고 언급했다. 1월 16일에는 CJ 대한통운의 자회사인 CJ 대한통운부산컨테이너터미널 (이하 KBCT)와 인근 부두 운영사 UTC의 통합이 확정되었다. 같은 날 현대엔지니어링은 현대글로벌비스가 25%의 지분을 보유하고 있는 현대엠코와의 합병을 발표했다.

이어서 우리는 그간 기업탐방을 통해 알게된 사실들 또한 정리해 보고자 한다. 대한항공은 상반기 중 미국 Delta 社와의 협력관계를 J/V 로 확대시킬 가능성이 있는 것으로 보인다. 기존에 대한항공의 미주노선과 Delta 의 미국 국내선을 Code Share 하던 것에서 벗어나 양사의 태평양지역 모든 노선을 J/V 를 통해 운영하게 될 것으로 보인다. CJ 대한통운은 각 부문별로 고정적 손실을 발생시키던 인력 및 자산을 조정하고 있다. 또한 2013년중 유입된 저단가 물량들의 비중을 낮춰가는 작업도 병행하고 있다. 컨테이너 해운업체들은 강한 공급조절을 통해 아시아-유럽노선의 수급상황을 타이트하게 유지하고 있으며, 운임이 바닥수준을 탈피하는 모습을 보이고 있다. 이미 한차례 출자전환을 통해 주주가 대거 교체된 STX 팬오션은 사명을 팬오션으로 변경하고 1월 24일 재상장되었다. 팬오션의 사업부문은 장기운송계약중심으로 재편되었으며, 향후 수차례의 추가 출자전환을 거친 후 매각될 것으로 보인다.

### 작지만 위대한 변화 1 - 현대차그룹 지배구조 변화와 한진해운의 벌크선 매각

현대자동차그룹은 지난해말부터 지배구조의 변화를 시작하고 있다. 현대제철은 현대하이스코의 내연부문을 합병했으며, 현대엔지니어링은 현대엠코와 합병된다. 우리는 현대글로벌비스도 현대자동차그룹에서 일어나는 지배구조의 변화과정과 무관하지는 않을 것으로 생각한다. 또한, 그룹의 지배구조의 마지막 단계에서는 정의선 부회장의 현대글로벌비스 지분이 어떤 형태로든 사용될 것이라고 생각한다. 이러한 지배구조 변화가 있을 때마다 현대글로벌비스의 주가가 들쭉이는 이유는 이 때문이다.

그러나 우리는 정의선 부회장이 현대글로벌비스의 주식을 통해 현대차그룹의 경영권을 승계하는과정에서는 국민정서적 반감을 고려하지 않을 수 없다고 본다. 이른바 일감몰아주기를 통한 편법증여로 기업을 성장시키고 이를 경영권 승계에 이용한다는 비난이다. 물론 세법개정으로 정의선부회장측이 지난해부터 의제증여소득에 대한 세금을 납부하고 있지만, 여전히 현대글로벌비스는 일감몰아주기 기업이라는 눈총을 받고 있는 상황이다. 이러한 이유 때문이라도 현대글로벌비스는 비계열사 매출비중을 높여갈 필요가 있다. 여기서 주목해야하는 것은 국내 해운업계의 상황이다.

해운업은 마진율이 높은 사업은 아니지만 매출의 규모는 크다. 일감몰아주기 비중은 매출을 기준으로 계산된다. 따라서 현대글로벌비스가 비 현대자동차계열사를 상대로 영업하는 해운업체를 인수할 경우 계열사매출비중을 크게 낮출 수 있다. 그런데 국내 해운업체들의 상황은 어떠한가?

국내 최대의 벌크해운업체인 팬오션은 회생절차에 들어가 출자전환을 통한 재무구조 개선과정에 착수했다. 국내 1위 해운업체인 한진해운은 누적된 손실로 인해 대한항공과 채권단의 지원을 받게 되었고, 그 대가로 벌크선 및 LNG 전용선 부문을 물적분할한 후 매각하는 등의 자구노력을 하지 않을 수 없게 되었다. 2위 해운업체인 현대상선도 벌크 및 LNG 선단을 분할해 매각하는 계획이 언론에 공개된 바 있다. 한진해운과 현대상선이 매각하는 벌크선 부문 매출은 SK 해운이나 대한해운의 벌크해운 매출보다도 크다. (Dry Bulk 기준) 게다가 이렇게 분할 매각되는 사업부문은 안정적인 이



익이 보장되는 사업들이다.

현금이 부족한 업체들이 자산을 매각하는 상황은 잠재적인 매수자에게 유리할 수 밖에 없다. 한진해운은 벌크선 및 LNG 전용선 부문을 PEF 인 한앤컴퍼니에 매각했다. 한진해운은 전용선부문을 분할해 자회사(한국벌크해운社)를 설립하고의 그 지분 70%에 해당되는 한앤컴퍼니에 매각했다, 매각가격은 3,000억원이다. 이 회사 지분 100%의 가치는 4,136억원으로, 차입금을 포함한 EV는 18.5조원으로 이를 EV/EBITDA 로 환산하면 7.5배에 해당되는 것으로 보인다. 한국벌크해운은 POSCO, 한국전력 등이 정상적인 영업을 유지하는 한 안정적으로 이익이 발생하는 업체이다. 따라서 EV/EBITDA 7.5배는 다소 낮은 밸류에이션이라는 생각이다. 이러한 상황은 새로 해운업에 진출하려는 업체에게 유리하다.

현대글로비스가 지난해 9월 해운업진출을 본격 선언하고 2020년까지의 해운업 매출 8.2조원의 비전 한 것은 우연이 아니라는 생각이다. 지금은 현대글로비스가 해운업에 진출할 필요가 있고, 해운업에 진출하기도 가장 좋은 시점이라는 생각이다.

따라서 현대글로비스를 바라보는 초점은 기존에 발생하던 매출 보다는 신규분야의 매출에 맞춰져야 할 것으로 보인다. 2014년 기존 사업에서 추가되는 매출의 규모는 대단히 크지는 않을 것으로 보인다. 우선 국내물류부문은 중소기업에게 일감을 열어주면서 지난해 대비 역성장할 가능성이 높다. 해외물류부문은 기아차 중국 공장 등 새로 추가되는 현대차그룹의 생산설비가 없는 것은 아니지만, 한국과의 거리가 짧은 관계로 파생되는 포워딩 매출은 크지 않을 것으로 보인다. 완성차 수출수송 부담율이 40%로 동결됨에 따라 PCC 부문도 크게 매출이 증가할 여지가 없다. 비계열사 차량에 대한 수송물량 증가와 현대오일뱅크와의 장기운송계약 (연간 1,000억원 규모, 2014년에는 그 절반정도만 반영될 듯)이 기대되는 정도다. 터키공장 증설 외 신규 매출처가 없는 CKD 부문의 매출도 크게 증가하지는 않을 듯 하다.

#### 항공업종 투자전략

트레이딩 바이 - 환율 수혜 기대

목표주가 : 대한항공 42,000원  
아시아나항공 6,000원

- 1) 원화강세로 외화환산이익
- 2) 여객부문 원화강세시 수혜
- 3) 화물 부문 회복될지 관심

2014년 현대글로비스에서 가장 기대되는 매출은 해운업매출이다. 현대글로비스로는 비교적 적은 비용으로 해운업에 진출하면서 신규 성장동력을 확보하고, 한편으로는 일감몰아주기 비중도 낮추는 일석이조의 효과를 얻을 것이라는 생각이다. 현대글로비스로서는 급할 이유가 없다. 한진해운이나 현대상선이 향후 강력한 경쟁자가 될 수 있는 현대글로비스에게 알짜배기 벌크해운부문을 바로 넘길 가능성은 낮을 뿐만 아니라, 팬오션도 상반기중에는 매물화되기 어렵기 때문이다. 우리는 현대글로비스가 해운업체 M&A 에 나설 가능성이 높다고 보지만, 더 많은 매물이 나오는 하반기 이후를 기다릴 가능성이 높다고 본다.



## 작지만 위대한 변화 2 - 서울시의회와 우정사업본부, 한진그룹과 CJ 대한통운의 움직임

2013년 12월 20일 서울특별시의회는 ‘화물자동차 운수사업법 위반행위 신고포상금 지급 조례안’을 통과시켰다. 화물자동차 운수사업법은 자가용 화물자동차의 소유자 또는 사용자가 자가용 화물자동차를 유상으로 화물운송용으로 제공하거나 임대해서는 안 된다고 명시하고 있다. 극소수의 지자체들이 이미 이러한 불법차량 운영을 단속하고 있었으나, 그 영향력은 미미했다. 그러던 중, 서울시의회가 조례안을 통과시켜 2015년부터는 불법차량 운영을 단속하기로 함으로써, 택배업계에 본격적인 영향을 미칠 것으로 보인다.

서울시의 조례안 통과가 중요한 이유는, 택배시장에 새로운 진입장벽이 들어섰다는 의미가 되기 때문이다. ‘화물자동차 운수사업법’ 상의 근거조항에도 불구하고, 지방자치단체들은 불법차량에 대한 단속에 적극적이지 않았다. 이는 단속을 강화하면 택배물량에 비해 비현실적으로 적은 합법차량의 대수로 인 택배업체들이 큰 어려움을 겪을 수 있고, 영세한 택배차량 기사들이 일자리를 잃을 우려가 있었기 때문이다. 그러나 지난해 국토교통부는 2004년 이후 처음으로 지난 2013년 신규 라이선스를 발급함에 따라 지방자치단체들도 현실적으로 단속이 가능해졌다. 서울시가 택배차량 신고포상금제도를 도입함에 따라 여전히 불법형태로 운영되고 있는 것으로 보이는 4천대 이상의 택배차량들은 더 이상 수도권에서 영업이 어려워질 것으로 보인다. 지난해 합법차량 번호판의 거래가격이 2,000만원까지 올라 연초대비 두 배 비싼 가격에 거래되었다는 소식도 이러한 변화를 반영한 것이라고 보여진다.

우리는 지난해 12월 3일 자료에서 택배요금 인상의 전제조건 3개를 제시한 바 있다. 이는 1) 지자체의 단속강화, 2) 한진그룹의 지배구조 변화 일단락, 3) CJ 대한통운의 M/S 회복이었다. 우선 서울시의 조례안 통과는 첫번째 조건에 해당된다. 나머지 두 개 조건은 아직 충족되지 않았지만, 앞으로 계속 지켜봐야 할 충분한 이유가 있다.

첫째, 우리가 택배요금인상에 가장 소극적일 것으로 생각했던 (주)한진이 의외로 요금인상에 동참할 가능성이 있다. 조원태 한진칼 대표이사 부사장이 한진칼과 정석기업의 합병 가능성을 언급했기 때문이다. 우리가 (주)한진이 적극적으로 택배요금인상에 나서지 않을 것이라고 본 이유는 (주)한진을 정석기업과의 합병 가능성이 있는 기업으로 보고 있기 때문이다. 만약 (주)한진이 정석기업과 합병한다면, 합병을 앞두고 (주)한진이 무리하게 택배요금 인상을 시도하지는 않을 것으로 생각된다. 그러나 만약 조원태 대표이사의 말을 문자 그대로 받아들인다면 (주)한진과 정석기업의 합병가능성이 낮아진다고 생각된다. 그렇다면 (주)한진도 택배요금인상에 동참할 가능성도 생각해 봐야 한다.

둘째, CJ 대한통운 탐방결과에 따르면, CJ 대한통운은 저단가로 수주했던 택배물량을 줄여나갈 방침이라고 한다. 우리는 CJ 대한통운이 M/S를 회복할 때까지는 저단가 정책을 추진할 것으로 생각해

왔다. 만약 CJ 대한통운이 저단가 물량을 줄이는 정책을 취한다면 나머지 업체들이 이 물량을 빼앗아가면서 CJ 대한통운의 실적이 다시 악화될 가능성이 있다. 그러나 서울시 조례안 통과로 인해 택배시장의 차량공급이 제한되는 상황에서 CJ 대한통운의 물량이탈은 의외로 크지 않을 수 있다는 생각이다.

셋째, 우정사업본부가 소포요금을 인상했다. 소포는 택배의 대체제라고 볼 수 있으므로, 소포요금인상은 택배요금인상에 도움이된다.

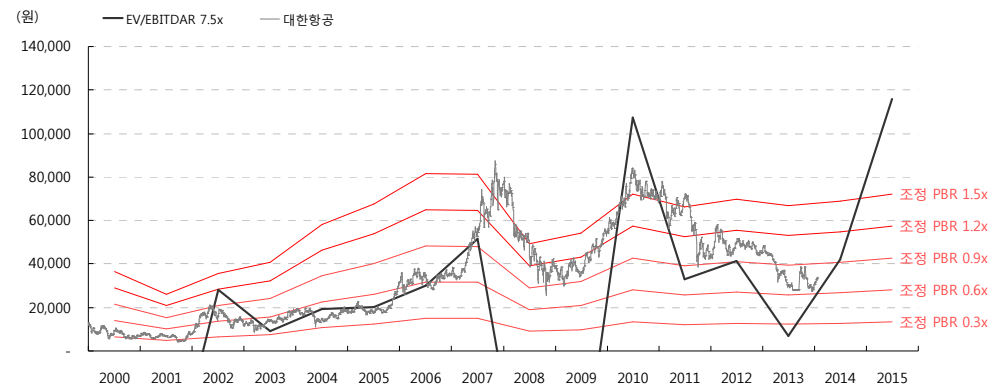
우리가 이토록 택배요금에 집요하게 집중하는 이유는 그만큼 택배업체들의 실적에 미치는 영향력이 폭발적이기 때문이다. CJ 대한통운은 연간 5억 Box 가량의 택배물량을 수송하는데, 100원의 마진만 개선되더라도 500억원의 세전이익이 증가한다. 이는 당사 기준 2014년 CJ 대한통운의 세전이익 전망치 80%에 해당되는 것이다. KBCT와 UTC의 통합과 같이 향후 CJ 대한통운의 실적개선에 도움이 되는 뉴스들도 나오고 있지만, 택배요금만큼 주가에 현저한 변화를 줄 수 있는 것은 아니라는 생각이다.

택배요금은 15년간 하락해왔기 때문에 그 하락의 추세가 바뀌는 날이 올 것이라고 누구도 쉽게 받아들이기는 어렵다. 그러나 우리는 택배 요금이 하락할 수 밖에 없던 이유를 분석해보았고, 2014년부터는 그 이유들에서 변화가 시작될 수 있다고 생각하고 있다. 2014년에는 택배요금 변화에 주목하자는 의견을 다시 한번 제시한다.

### 작지만 위대한 변화 3 - 대한항공과 Delta의 협력 강화

대한항공에 일어나고 있는 변화를 말하기 전에, 한국항공산업에 지금까지 일어난 변화와 대한항공 주가의 관계를 생각해볼 필요가 있다. 2000년대 들어 한국항공산업에 일어난 가장 중요한 이슈들은 2001년 인천공항의 개장, 2006년 중국과의 항공자유화 협정, 2012년 저가항공사의 일본노선 잠식 등으로 생각된다. 한편 대한항공의 실적이 부진할 때의 동사 주가 하단은 PBR로 가장 잘 설명된다. 흥미로운 사실은 항공산업의 구조변화가 있을 때, 동사의 주가 하단은 달라진다는 점이다. 항공사는 각국 정부의 엄격한 규제를 받는 사업이기 때문에, 지리적 입지에 따라 각 항공사가 갖고 있는, 회계장부상 확인할 수 없는 무형의 자산가치는 다르기 마련이다. 따라서 항공사에 적용되는 PBR은 그 항공사의 기반 지역에 따라 다르고, 각 항공사에 항공산업 변화가 각 항공사의 PBR에 영향을 주게 된다.

대한항공 조정 PBR 밴드 차트



자료: 동양증권 리서치센터

인천공항 완공 이전 대한항공의 주가 하단은 조정 PBR 0.3배였다. 그러던 중 2001년 인천공항이 개장하고, 2006년에는 중국과의 항공자유화 협정이 이뤄짐에 따라 인천공항이 중국인 환승객수요를 가져오게 되었다. 이는 한국 출입국자 의존도가 높은 한국 항공업체들의 한계를 극복하게 되는 계기가 되었고, 이후 동사의 PBR 저점은 0.9배로 상향되었다. 2008~2009년, 2011년 등의 부진한 실적에서도 동사의 주가 저점은 PBR 0.9배 정도에서 지지되었다. 그러던 대한항공의 주가가 본격적으로 PBR 0.9배를 하회하게 된 것은 2012년 하반기부터 진행된 일본노선 수익성의 악화였다. 극우성향의 아베정권 집권 이후 한국, 중국 등과의 외계관계가 악화되면서 대한항공의 Cash Cow였던 한-일노선의 수익성이 크게 악화되었음은 주지의 사실이다. 의도적인 엔저정책 또한 일본판 매 티켓가격의 하락요인이 되면서 대한항공의 수익기반이 약해졌던 것이 사실이다.

그런데 생각해보면 이러한 단거리노선의 상실은 이미 시간문제였던 것으로 보인다. 2010년 이후 한국기반의 저가항공사들이 급증하면서 단거리노선은 저가항공사들의 첫번째 타겟이 되었기 때문이

다. 어차피 대한항공은 일본등 단거리 노선을 대체할 새로운 수익기반이 필요하던 상황이었다.

이러한 가운데, 최근에 일어나고 있는 변화들을 생각해보자. 대한항공은 미국 Delta 社와의 J/V 설립에 대한 협의를 진행중인 것으로 보인다. 지난해 6월 미국의 항공사 Delta 는 대한항공에 J/V 설립을 요구하며, 그간 양사가 운영해오던 Delta 의 미국 국내선과 대한항공의 미주노선간의 Code Sharing 을 중단했다. Delta 와의 Code Sharing 중단으로 인해 대한항공의 비수기 미주노선 L/F 는 평년대비 5%p 가량 낮아진 것으로 보인다. 대한항공의 분기 미주노선 매출액을 약 6천억, 평균 L/F 를 80%로 본다면 5%p 의 L/F 하락으로 인한 분기 매출액 손실은 약 375억원에 해당된다. 대한항공이 Delta 社와의 J/V 를 설립하면 미주노선에서의 Code Sharing 이 회복되면서 그간 손상되었던 실적이 회복되는 효과가 있겠지만, 장기간에 걸쳐 대한항공에게 미치는 영향은 단기 실적 변화보다 훨씬 더 긍정적이다.

대한항공은 장거리노선 확대를 줄곧 추진해왔다. 앞서 언급한 바와 같이 국내 항공사들은 그간 Cash Cow 였던 단거리 노선을 저가항공사들에게 내어주고 새로운 시장을 찾아야하는 과제를 안고 있다. 대한항공은 신규 성장동력으로 장거리 노선을 선택했다. 대한항공은 중국의 급증하는 장거리 여객수요를 동사의 강력한 미주 네트워크로 연결하고 싶어하는 것으로 보인다. 이를 위해 A380 10대의 도입을 올해중으로 마무리하는 등 2010년부터 신규 항공기에 대한 막대한 투자를 진행해왔다.

대규모 투자에도 불구하고 대한항공이 장거리 노선에서 성공하기 위해서는 넘어야 할 산이 많다. 그 중 가장 심각한 문제는 중국과 미국간의 직항로 증가다. 중국항공사들은 계속해서 대형항공기에 대한 투자를 늘리고 있으며, 미국으로의 직항로를 늘려가고 있다. 미국의 United 항공사는 중국의 2선도시까지 직항로로 연결하려는 시도를 하고 있다. 중-미간 직항로가 많이 개설될수록 대한항공의 인천경유 중-미 환승노선의 매력은 떨어질 수 밖에 없다.

Delta 와의 협력은 대한항공이 중-미노선을 선점할 수 있는 계기가 될 것으로 보인다. 대한항공은 태평양노선 점유율 3위, Delta 는 2위의 항공사다. 양사의 J/V 는 태평양노선 점유율 1위로 올라서게 된다. Delta 는 대한항공과 같이 공격적인 장거리 투자를 하고 있지는 않으나, 미주지역에서의 강한 브랜드 파워와 영업력을 갖고 있다. 대한항공은 중국 등 아시아지역 노선들을 Delta 의 브랜드로 판매함으로써 더 많은 환승수요를 확보할 수 있을 것으로 보인다. Delta 는 대한항공의 장거리 노선을 활용해 미주지역에서 아시아로 가는 승객들을 자국 노선으로 유도할 수 있으며, 일본에 의존하고 있는 아시아노선을 분산함으로써 엔저로 인한 일본노선 수익성 악화를 줄일 수 있을 것으로 보인다.

우리는 Delta 와의 협력이 대한항공의 주가에 미치는 영향은 앞에서 돌아본 이벤트들(인천공항 개

장, 중국과의 항공자유화협정)의 연장선에서 보아야 한다고 생각한다. 우리는 Delta 와의 J/V 운영이 대한항공에 가져올 추가적인 이익이 주가에 긍정적으로 반영될 것으로 생각한다. Delta 와의 J/V 설립은 차후 대한항공이 늘어나갈 장거리 노선들의 수익성에 긍정적인 영향을 줄 것으로 보이는데, 우리가 예상하고 있는 2015년 대한항공의 국제여객 매출은 8조원(L/F 는 78%)인데, L/F 가 1%p 상승할 때마다 1천억원가량의 매출이 증가하게 된다. 이미 가동중인 항공기의 Utilization 을 높여 얻는 매출이므로 대부분 영업이익으로 고스란히 남게 되어 시가총액이 7,500억원씩 (EV/EBITDAR 7.5x 적용) 증가하게 되는 요인이 된다. 또한, 장거리노선에서의 지위가 강화되므로 업황의 변동으로 실적이 부진해졌을 때, 적용되는 PBR 하단도 현재의 0.6배보다 높아지게 될 것이다.

한편, 대한항공의 경우 한진해운 리스크가 투자심리를 억누르고 있으나, 올해말까지는 한진해운 리스크가 재부각되지 않을 것으로 예상된다. 한진해운은 올해 1조원 이상의 현금 확보에 성공할 가능성이 높아 올해 말까지 유동성 위기가 재현될 가능성은 낮아 보인다. 이미 지원된 2,500억원의 대여금과 4,000억원의 유상증자 금액 외에 대한항공이 한진해운에 지원하는 금액은 없을 것으로 보인다.

### 투자의견 변경

우리는 탑픽으로 대한항공을 제시한다. 목표주가는 대한항공 42,000원으로 유지한다. Delta 와의 J/V 가시화에 따른 이익구조 개선에 주목한다.

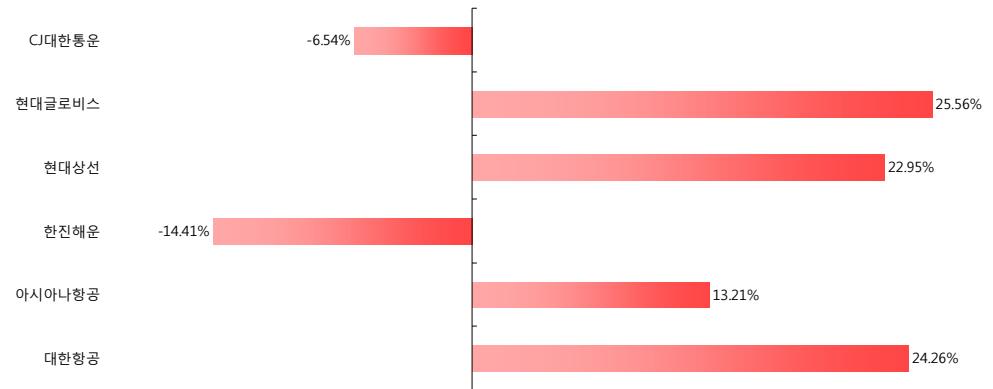
차선호주로는 현대글로벌비스를 제시하며 목표주가는 32만원으로 상향조정한다. 현재의 상황을 볼 때 현대글로벌비스가 올해 하반기에는 해운업에 대한 M&A 등으로 안정적인 이익을 가산할 가능성이 높아보인다.

CJ 대한통운에 대해서는 컨테이너 운임 흐름의 대변화가 예상되나 두 가지 이유에서 HOLD 의견을 유지한다. 첫째, 택배요금에 대한 (주)한진등 업체들의 입장변화가 아직 불분명하다. 둘째, 대우건설과 아시아나항공이 보유하고 있는 10% 가량의 지분이 매물화 될 수 있다.

컨테이너 해운주들에 대해서는 HOLD 의견을 유지하고 목표주가를 각각 한진해운 5,500원과 현대상선 15,000원으로 하향 조정한다. 해운사들의 적극적인 공급조절과 춘절을 앞둔 화물 수요 증가로 컨테이너 운임은 다소 반등의 조짐을 보이고 있으나, 국내 컨테이너 해운업체들이 구조적으로 이익을 내기에는 이르다는 생각이다. 이들 국내 컨테이너 해운업체들의 투자매력이 회복되기 위해서는 1) 신규 선박 투자를 가능케 할 만큼 재무구조를 개선하고, 2) 얼라이언스 확대 등을 통해 비효율 노선과 선박을 정리하는 것이 필요하다.

아시아나항공에 대해서는 BUY 의견과 목표주가 6,000원을 유지한다. 현재의 낮은 원/달러 환율로 한국인 해외여행이 증가할 것으로 기대되며, 항공화물 수요도 점차 회복되고 있음이 관측되고 있다는 점이 긍정적이다.

운송 유니버스 종목 기대수익률 비교



자료: 동양증권 리서치센터

## Peer Group Comparison

주요 항공업체 Peer Group 비교 (2014.1.24 종가 기준)

업체명	해외 평균	한국		중국권				기타아시아지역			아시아 LCC		미주		
		대한항공	아시아나 항공	Air China	China Southern	China Eastern	Cathay Pacific	Singapore Airlines	JAL	ANA	에어 아시아	에어 아시아X	델타	유나이티드	
시가총액 (백만불)		1,827	953	8,382	4,117	5,083	8,381	9,024	9,271	7,803	1,942	700	26,616	16,693	
PER	2013	15.9	-	-	9.8	13.2	10.4	24.6	28.6	5.6	19.1	9.1	21.7	10.0	16.9
	2014	15.1	25.5	-	9.4	8.6	8.5	13.4	21.4	6.9	37.8	8.0	10.8	12.1	10.2
	2015	11.0	14.9	19.2	9.3	6.1	6.3	10.3	16.6	6.8	21.9	7.2	7.8	10.5	8.5
PBR	2013	1.0	0.8	1.1	0.9	0.6	0.9	1.1	0.9	1.8	1.1	1.1	1.6	10.1	10.8
	2014	0.9	0.7	1.2	0.9	0.6	0.9	1.0	0.9	1.4	1.0	1.0	1.4	4.0	5.4
	2015	0.9	0.7	1.1	0.8	0.5	0.8	1.0	0.9	1.2	1.0	0.9	1.2	3.0	3.1
EV/EBITDA	2013	6.5	9.8	13.7	7.7	8.7	8.7	8.8	3.8	2.7	5.3	8.5	14.1	6.9	7.0
	2014	5.8	7.4	15.8	6.8	7.0	7.2	6.9	3.5	3.0	6.1	7.7	8.3	5.7	5.6
	2015	5.1	6.1	11.7	6.3	6.0	6.2	6.1	3.1	2.9	5.4	7.0	6.0	5.3	4.7
ROE	2013	10.0	-5.0	-7.0	7.8	4.6	8.3	4.4	3.2	35.5	6.4	11.0	10.2	-155.8	89.7
	2014	8.9	2.9	-3.7	8.6	6.3	10.3	7.8	3.8	22.4	2.9	13.0	14.0	79.5	67.7
	2015	9.7	4.8	5.9	8.6	7.6	11.9	9.5	5.2	19.8	4.8	13.1	15.1	61.4	55.4

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, 동양증권 리서치센터

주요 해운업체 Peer Group 비교 (2014.1.24 종가 기준)

업체명	해외 평균	한국		하이브리드					컨테이너				Dry Bulk	PCC
		현대상선	한진해운	APM. Maersk	COSCO	NYK	M.O.L.	K-Line	CSC	NOL	Evergreen	OOIL	Pacific Basin	Wilhelmse n
시가총액 (백만불)		1,902	775	50,839	5,098	5,519	5,448	2,443	2,343	2,127	2,091	2,870	1,290	1,528
PER	2013	19.1	-	-	14.6	-	62.9	-	20.8	-	-	67.2	37.3	6.9
	2014	18.3	-	-	11.6	-	17.1	11.4	14.1	42.4	23.4	51.3	11.2	5.6
	2015	11.3	-	-	9.6	17.3	11.3	9.0	9.4	12.5	7.1	26.1	8.3	4.9
PBR	2013	0.9	1.8	3.7	1.3	1.0	0.9	1.1	0.9	0.6	1.0	1.1	0.6	0.8
	2014	0.9	2.1	2.6	1.1	1.1	0.8	0.9	0.7	0.6	0.9	1.1	0.6	0.7
	2015	0.8	4.3	2.5	1.1	1.0	0.8	0.8	0.6	0.6	0.8	1.1	0.6	0.6
EV/EBITDA	2013	26.1	41.7	-	5.5	111.0	13.3	22.0	8.9	34.1	26.5	34.9	12.0	5.6
	2014	10.5	49.7	70.9	4.9	19.8	10.3	10.7	7.0	16.2	10.3	15.3	7.4	4.9
	2015	8.0	85.4	557.1	4.6	11.6	8.6	9.0	5.8	12.1	7.2	12.0	6.0	4.6
ROE	2013	-0.9	-73.7	-67.1	8.8	-6.5	1.9	-25.5	4.4	-4.5	-2.8	-2.9	2.2	13.0
	2014	5.2	-56.7	-59.2	12.1	-5.3	4.8	7.9	4.7	1.6	4.5	2.6	5.4	12.7
	2015	8.3	-109.0	-64.9	11.1	6.4	7.0	8.9	6.7	4.8	11.6	4.5	7.3	12.8

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, 동양증권 리서치센터



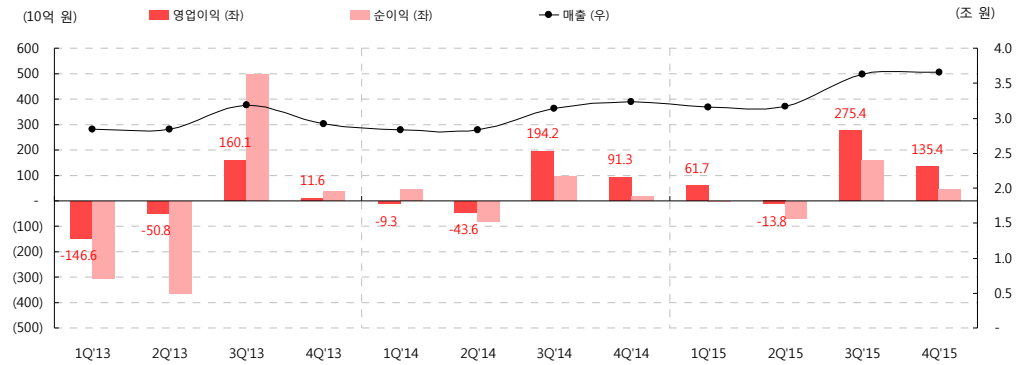
주요 육운업체 Peer Group 비교 (2014.1.24 종가 기준)

업체명	해외 평균	한국		아시아					구미지역					철도	
		CJ 대한통운	현대 글로벌스	아마토 홀딩스	일본통운	후쿠아마	Sinotrans	UPS	Fedex	Deutsche Post	Kuehne & Nagel	TNY Express	C.H. Robinson		
시가총액 (백만원)		2,248	7,703	8,902	4,964	1,486	1,779	89,428	42,020	41,920	16,198	4,916	8,675	79,052	
PER	2013	21.6	14.9	-	23.4	23.5	23.4	13.6	21.0	22.3	16.8	24.1	32.4	21.1	18.3
	2014	17.6	13.9	42.8	20.3	18.9	17.0	11.0	18.1	19.0	15.4	21.6	18.5	19.2	15.9
	2015	15.5	13.2	22.0	19.2	15.1	16.7	9.3	16.0	15.0	13.6	19.9	14.5	17.5	14.1
PBR	2013	5.3	3.2	1.0	1.6	1.0	0.7	1.0	30.6	2.6	2.9	5.7	1.5	7.8	3.8
	2014	5.2	2.9	1.1	1.5	0.9	0.7	0.9	32.2	2.3	2.6	5.3	1.4	7.4	3.5
	2015	4.8	2.4	1.0	1.4	0.9	0.7	0.8	28.8	2.0	2.4	4.9	1.3	7.7	3.3
EV/EBITDA	2013	9.7	10.1	28.6	7.6	7.8	9.6	7.8	10.9	8.0	8.3	14.3	8.0	13.1	9.3
	2014	8.7	13.3	16.7	6.9	7.5	9.1	6.5	9.7	6.6	7.4	12.9	6.9	11.7	8.6
	2015	7.9	12.9	12.8	6.6	7.0	8.5	5.6	8.9	5.7	6.7	11.9	5.8	10.9	7.9
ROE	2013	21.4	23.5	-2.9	6.9	4.4	3.2	6.6	100.8	12.1	17.0	24.4	3.3	34.6	21.2
	2014	29.2	22.7	2.0	7.5	5.0	4.1	7.2	175.2	12.3	18.1	25.3	7.3	42.2	22.6
	2015	39.9	19.8	4.3	7.5	6.1	4.1	7.9	293.3	14.0	18.7	25.5	10.1	45.4	22.6

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, 동양증권 리서치센터

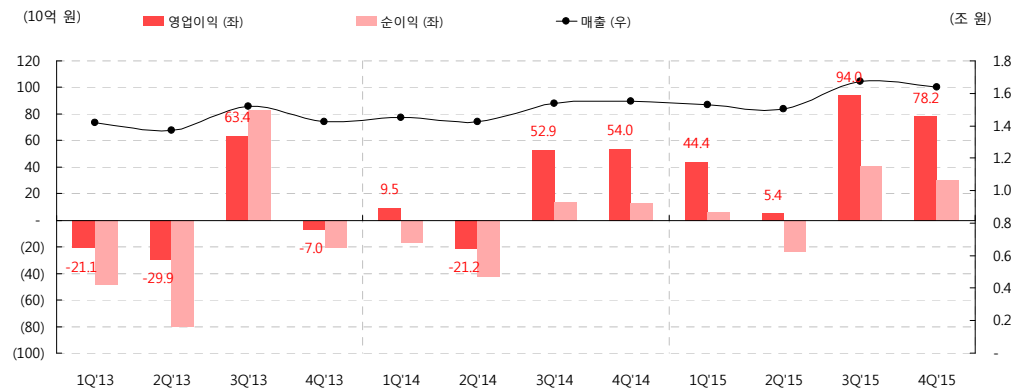
## 업체별 실적 추이 및 전망

### 대한항공 연결 실적 추이 및 전망



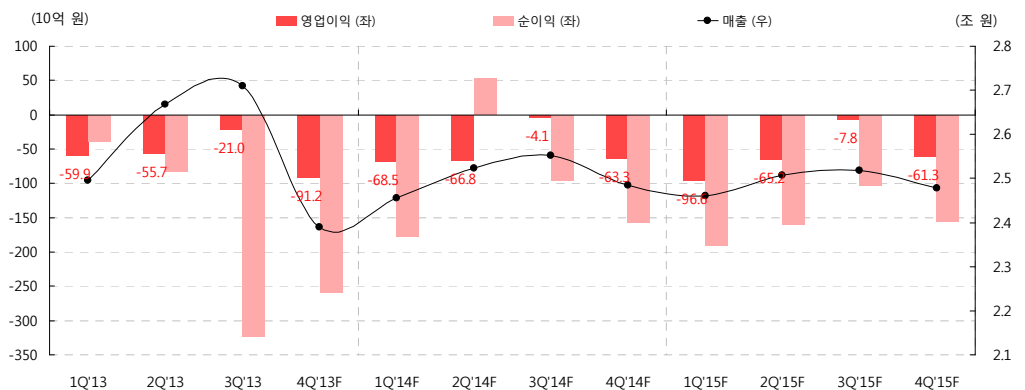
자료: 동양증권 리서치센터

### 아시아나항공 연결 실적 추이 및 전망



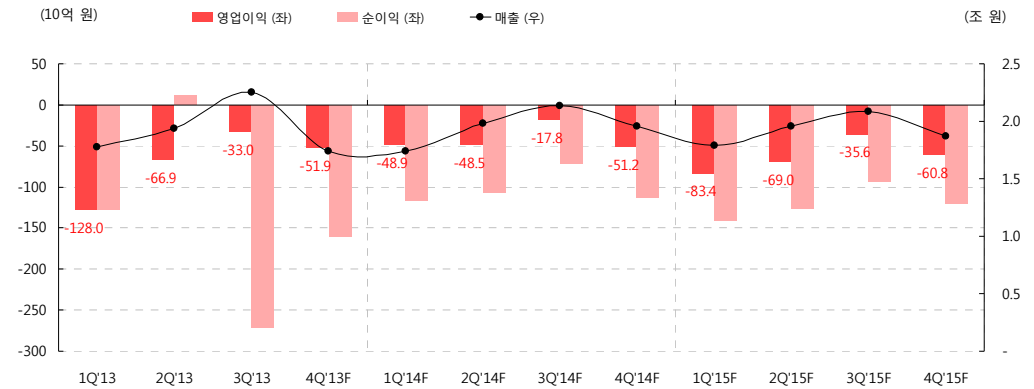
자료: 동양증권 리서치센터

### 한진해운 연결 실적 추이 및 전망



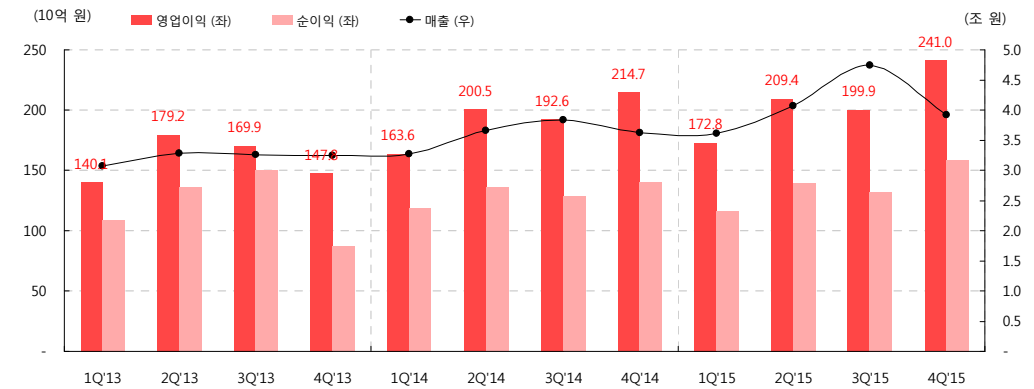
자료: 동양증권 리서치센터

### 현대상선 연결 실적 추이 및 전망



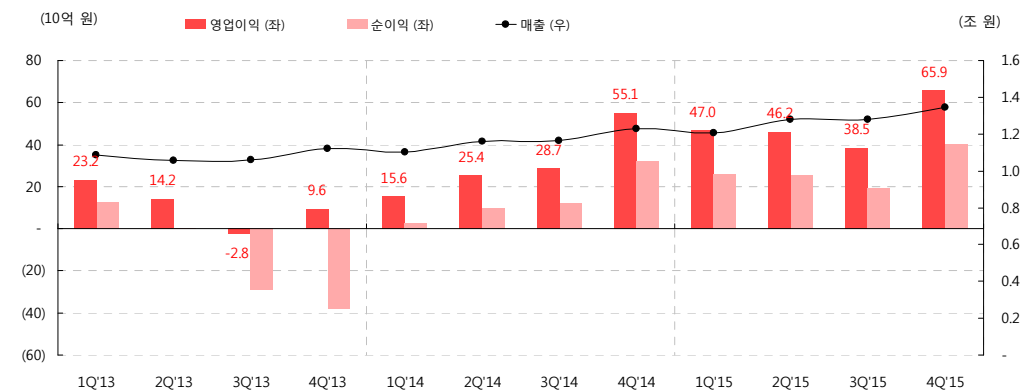
자료: 동양증권 리서치센터

### 현대글로벌비스 연결 실적 추이 및 전망



자료: 동양증권 리서치센터

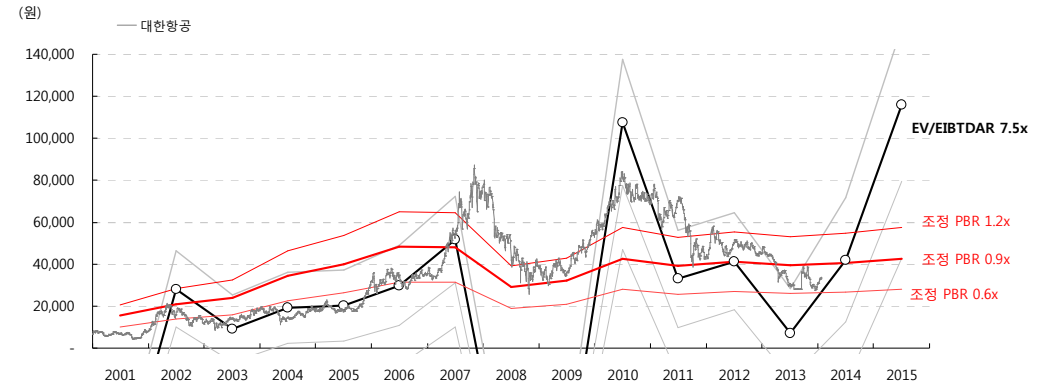
### CJ 대한통운 연결 실적 추이 및 전망 (1Q'13 실적은 합병전 CJ 대한통운과 CJ GLS 실적의 단순합산)



자료: 동양증권 리서치센터

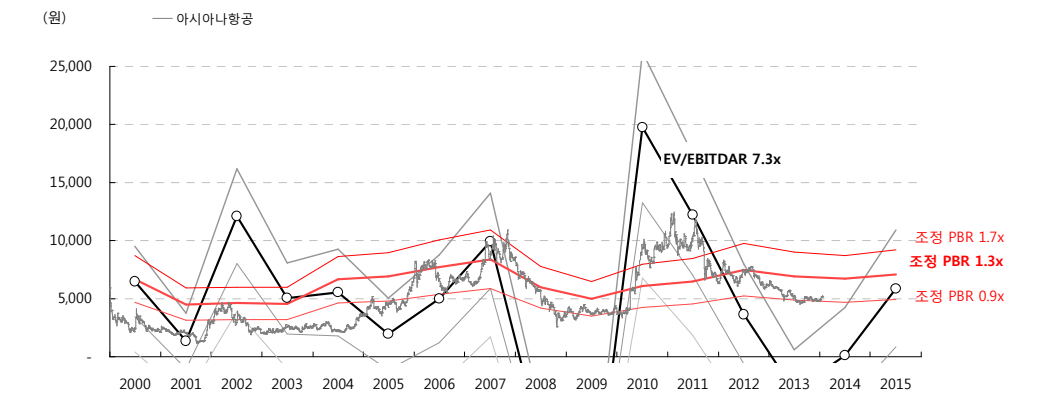
## 종목별 Valuation Chart

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



자료: 동양증권 리서치센터, \*주: IFRS 적용으로 인한 순자산가치 변화, 자산재평가, 영구채 발행등을 보정한 PBR 밴드 차트

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

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



자료: 동양증권 리서치센터 \*주: 터미널가치를 제평가한 순자산가치를 적용

### 현대상선 PBR Band Chart



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

### 현대글로벌비스 EV/EBITDA Band Chart



자료: 동양증권 리서치센터

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



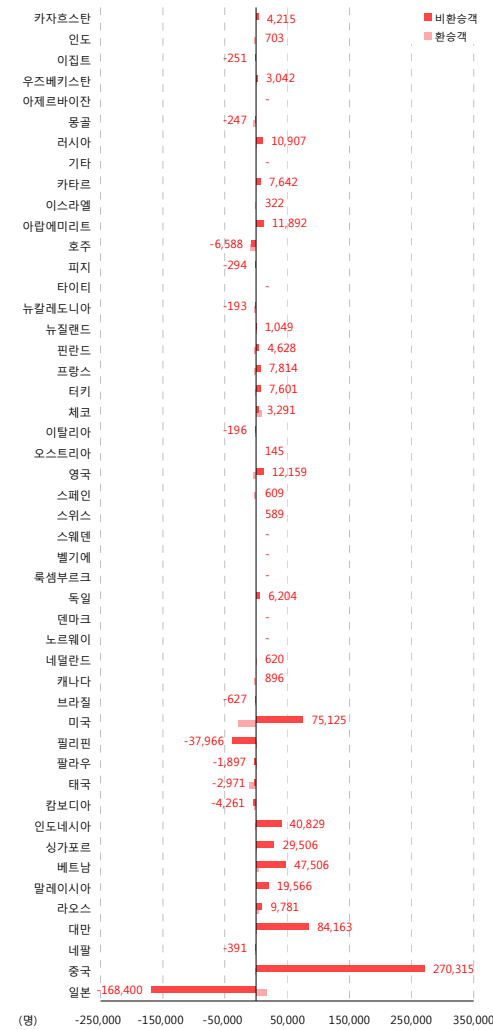
자료: 동양증권 리서치센터

### III. 영업환경 리뷰 및 전망

#### 항공산업의 4Q'13 특징과 1Q'14 전망

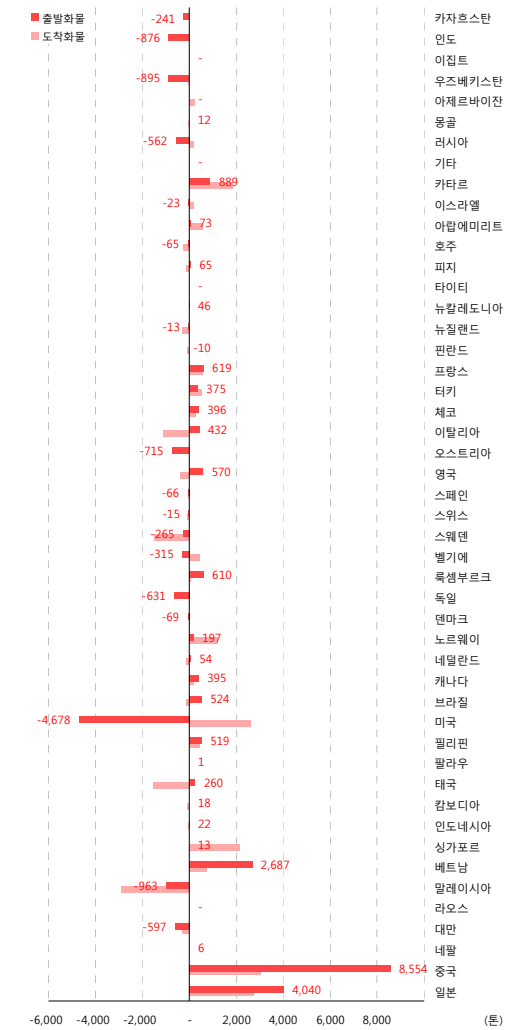
4Q'13 한국 양대 항공업체들은 여객부문의 부진과 화물부문의 개선을 공통적으로 겪은 것으로 보인다. 1Q'14 이후에는 중국, 미주노선의 여객사업과 전반적인 화물사업 업황 개선이 기대된다.

인천공항 4Q'13 노선별 여객 증감



자료: 인천공항공사, 동양증권 리서치센터

인천공항 4Q'13 노선별 화물 증감



자료: 인천공항공사, 동양증권 리서치센터

## FACT Review - 4Q'13 여객 실적 부진과 화물 증가

Delta 社와 대한항공의 Code Sharing 중단 및 중국의 부정기선 운항 제한으로 4Q'13 항공 여객부문의 수익성은 악화되었던 것으로 보인다. 반면 화물부문은 전세계적인 화물 수요의 회복으로 수익성이 다소 개선되었을 것으로 판단된다.

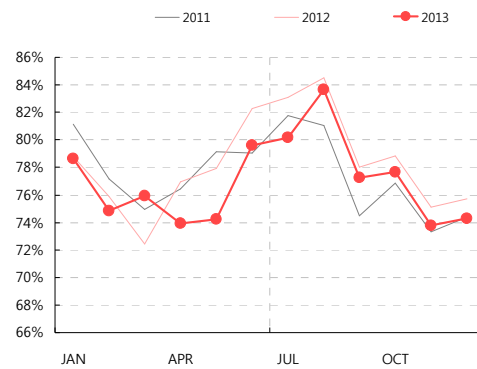
4Q'13 국내 양대 항공사들의 국제여객부문 수익성은 악화된 것으로 보인다. 대한항공은 국제여객 L/F는 전년대비 하락했고, 아시아나항공의 국제여객 L/F는 전년과 유사한 수준을 유지했다. 항공사가 수익성을 높이려면 우선 공석의 비율을 낮추어야 한다. 공석의 비율 낮춘다는 것은 L/F를 높인다는 것은 동전의 앞면, 뒷면과 같다. 이러한 관점에서 보면 L/F가 전년동기 대비 하락한 대한항공의 여객 부문 수익성은 일단 악화되었을 것으로 보인다.

양대항공사의 환승객비중을 고려해보면 아시아나항공도 역시 여객의 수익성은 악화되었을 것으로 보인다. 항공사들은 항공기의 L/F가 낮아질 것으로 예상되면 환승객 등 저가승객에 대한 마케팅을 강화하여 L/F를 높인다. 4Q'13 대한항공과 인천공항 환승객 비중을 살펴보면 전년동기 대비 환승객 비중이 낮아진 것을 알 수 있다. 반면 아시아나항공의 환승객 비중은 전년동기 대비 더 높다. 이를 종합하면 양사 모두 L/F가 낮아질 수 있는 상황에서, 아시아나항공은 환승객을 성공적으로 유치해 L/F를 유지한 것으로 보인다. 그러나 대한항공이 충분한 환승객을 모집하지 못해 L/F 하락을 막지 못한 것으로 생각된다.

대한항공이 환승객 유치에 어려움을 겪은 것은 Delta 社와의 Code Sharing이 중단된 탓으로 생각된다. 미주노선의 L/F는 70% 중후반 수준에 머문 것으로 관측된다. 이는 1년 전의 80% 수준보다 낮은 것이다. Delta는 지난해 6월 자사의 미국 국내선과 대한항공의 국제선에 대한 Code Sharing을 중단하고, 더 확대된 형태의 협력을 요구하는 상황이다. 한국인 여행의 성수기인 3Q에는 대한항공에서는 Delta와의 코드쉐어 중단에 따른 타격을 체감하기 어려웠으나, 비수기이기 때문에 환승객에 대한 의존도가 높아지는 4Q에는 그 충격이 눈에 띄게 나타난 것으로 보인다.

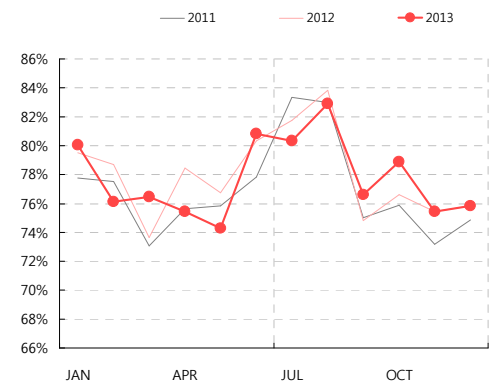


대한항공 국제여객 L/F 추이



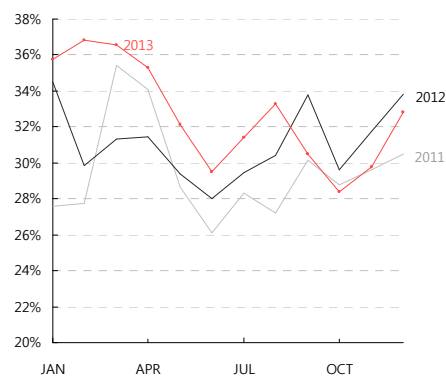
자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 국제여객 L/F 추이



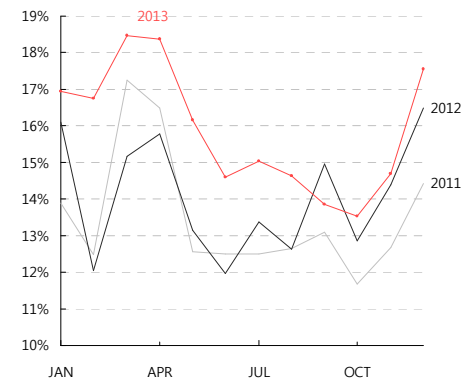
자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 인천공항 환승객 비중



자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 인천공항 환승객 비중



자료: 동양증권 리서치센터

인천공항 화물의 경우에도 중국 및 일본으로의 물동량이 크게 증가했다. 일본으로 간 물동량은 5분기만에 증가했고, 중국으로 간 물동량도 2010년 2분기 이후 가장 큰 폭으로 증가했다. 유럽행 물동량은 국가별로 고르게 늘어나고 있는 것이 확인이 되고 있다. 아시아에서는 베트남으로의 물동량 증가가 눈에 띈다. 미국노선의 경우 다소 특이한 상황이 연출되었는데, 인천에서 미국으로 간 화물은 13분기 연속 감소하는 모습을 보였으나, 미국에서 인천으로 온 화물은 증가세를 보였다. 최근에는 미국으로부터의 직구매가 늘어나면서 TV 등 대형제품도 미국에서 수입되는 경우가 있다는 것이 항공사들의 설명이다.

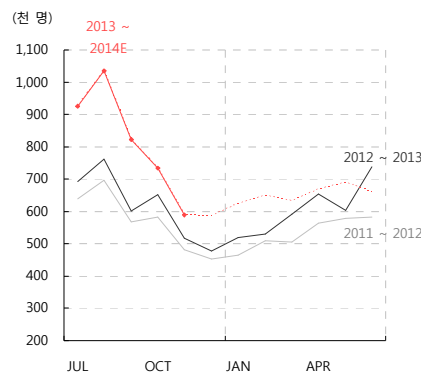
## Forecast - 1Q'14 중국, 미국 지역의 수익성 개선될 것... 일본은 아직

우리는 1Q'14 여객사업의 수익성은 양대항공사와 중국노선과 미국노선에서 개선의 조짐을 보일 것으로 생각한다. 한편 화물부문 수익성도 경기회복에 힘입어 계속 개선되는 모습을 예상한다.

중국노선은 수요가 공급보다 빨리 증가하는 것으로 보여 수익성 개선이 예상된다. 중국의 저가여행 규제에도 불구하고 4Q'13 한-중간 출입국자수는 YoY +16.0% 증가한 것으로 추정되며, 1Q'14에도 비슷한 정도의 출입국자 증가는 있을 것으로 보인다. 반면 한-중노선의 여객기 운항 회수는 7%의 증가율을 보이고 있어 지속적으로 실적이 개선될 것으로 생각된다.

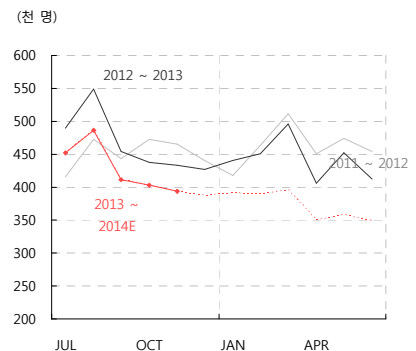
반면 일본노선의 수익성 회복은 어려울 것으로 보인다. 3Q'13까지 증가세를 보이던 한국인의 일본 여행자수가 4Q'13에는 YoY -9.1% 감소로 전환한 것으로 추정되는 가운데, 일본인의 한국방문은 YoY -8.5% 감소했다. 4Q'13 양국간 출입국자수는 YoY -8.8% 감소한 것으로 보이는데, 1Q'14에도 한-일간의 출입국자수는 -15.2%의 출입국자 감소가 있을 것으로 예상된다. 일본 총리의 신사참배문제 등으로 일본의 한국 및 중국관계가 좀처럼 해빙될 가능성이 보이지 않는다는 점은 한-일간 여행객의 급격한 개선에 대한 기대감을 낮춘다. 여전히 1% 초반의 증가를 보이고 있는 한-일노선의 여객기 운항회수를 볼 때, 1Q'14 수익성 개선은 어려울 것으로 보인다.

중국노선 출입국자 추이 및 전망 (7월~이듬해 6월)



자료: 동양증권 리서치센터

중국노선 출입국자 추이 및 전망 (7월~이듬해 6월)



자료: 동양증권 리서치센터

한-중, 한-일 노선 여객기 운항편수 (4Q)

구분	중국노선 운항(편수)			일본노선 운항(편수)		
	도착	출발	계	도착	출발	계
2012 4Q	10,193	10,195	20,388	5,420	5,414	10,834
2013 4Q	10,954	10,940	21,894	5,488	5,490	10,978
'13/12	7.5%	7.3%	7.4%	1.3%	1.4%	1.3%

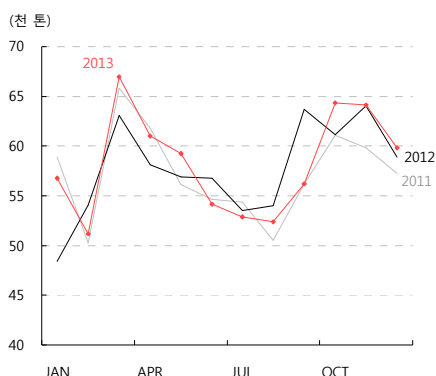
자료: 한국공항공사, 인천공항공사, 동양증권 리서치센터

미주노선은 Delta 社와 대한항공의 협력관계 복원이 중요한 변수가 될 것으로 보인다. 양사는 J/V 설립을 두고 논의중인 것으로 알려지고 있는데, 양사간 협력이 복원될 경우, 대한항공의 미주노선 L/F 는 80%수준까지 정상화될 것으로 보인다. Delta 와의 Code Sharing 이 중단되기 전 대한항공의 매출에서 미주에서 판매되는 여객티켓매출의 비중은 약 19% 수준인데, 이는 상당부분 Delta 의 판매망에 의존한 것으로 알려지고 있다.

대한항공과 Delta 社와의 J/V 설립은 대한항공에 갖는 의미는 단기적인 미주노선 L/F 개선 이상이다. 이는 국내 항공업계가 직면하고 있는 거대한 과제와도 맞물려있다. 국내 항공사들은 오랜동안 독점적 지위를 누려오던 단거리 노선들을 저가항공사들에게 내주고 있는 상황이다. 대한항공은 대량의 항공기를 도입하고 있는데, 이는 단거리에서 상실한 시장을 장거리 시장에서 만회하려는 노력이다. 문제는 항공기라는 Hardware 투자는 막대한 반면 영업력과 브랜드라는 Software 를 확보하는 것은 단기간에 어렵다는 점이다. 현재 대한항공의 영업력과 브랜드로는 앞으로 계속 유입될 항공기의 Utilization Ratio 를 높게 유지하는 것이 어려울 것이라는 생각이다. 그런데 Delta 와의 협력은 이러한 부족함을 해결해 줄 수 있다. 대한항공 대비 높은 인지도를 갖고 있는 Delta 의 창구를 통해 대한항공의 항공기 티켓이 판매할 수 있는 길이 열리는 것이다. Delta 로서는 부족한 Hardware 에 대한 투자를 보완하고, 실적이 부진한 일본노선에 대한 의존도를 낮출 수 있는 수단도 될 것으로 보인다.

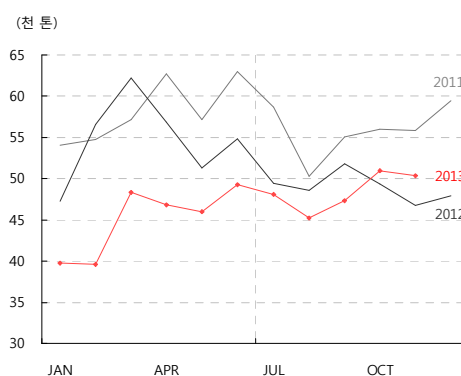
세계 주요 공항들의 물동량을 보면, 전세계적으로 물동량 회복이 일어나고 있는 것으로 판단된다. 홍콩, 상하이 상하이 등의 공항 물동량은 비교적 높은 증가율을 보였고, 중국 남방항공의 물동량은 계속 빠르게 증가하는 추세에 있다. 유럽의 프랑크푸르트, 중동의 두바이, 미국의 마이애미 공항 등의 물동량도 꾸준히 늘어나고 있다. 최근에는 동북아시아 지역의 인천과 나리타 공항도 계속된 증가세를 나타내고 있다.

인천공항 직화물 출발 화물 톤수 추이



자료: 동양증권 리서치센터

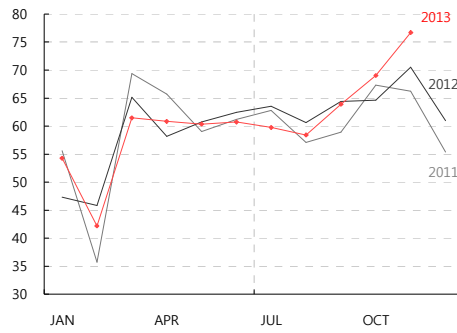
일본 나리타공항 수출화물 톤수 추이



자료: 동양증권 리서치센터

### 상하이 푸둥공항 화물 물동량 추이

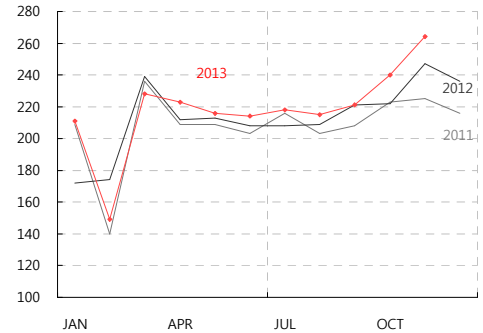
(천 톤)



자료: 동양증권 리서치센터

### 홍콩 첵랍콕공항 화물 물동량 추이

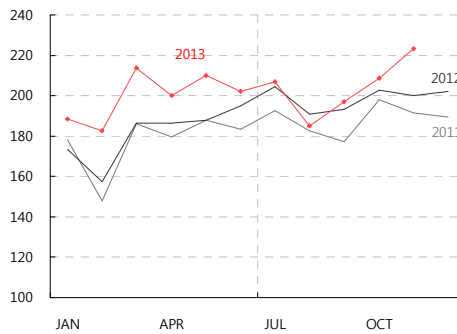
(천 톤)



자료: 동양증권 리서치센터

### 두바이공항 화물 물동량 추이

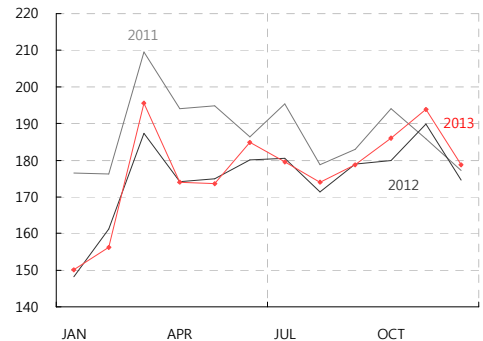
(천 톤)



자료: 동양증권 리서치센터

### 독일 프랑크푸르트 화물 물동량 추이

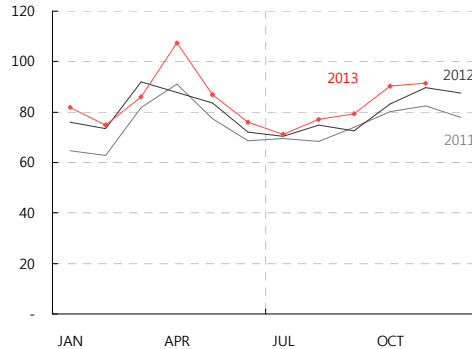
(천 톤)



자료: 동양증권 리서치센터

### 미국 마이애미 하역화물 물동량 추이

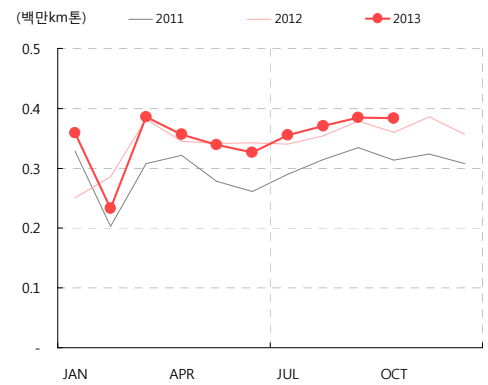
(천 톤)



자료: 동양증권 리서치센터

### 중국 남방항공 수송량(FTK) 추이

(백만km톤)



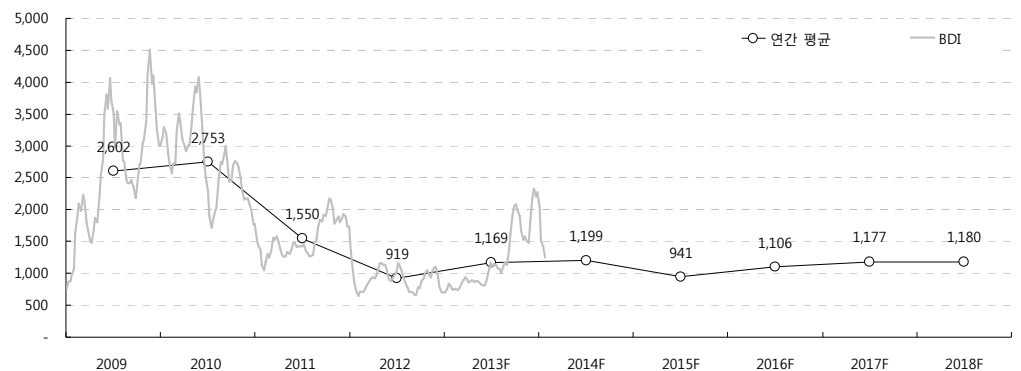
자료: 동양증권 리서치센터

## 벌크해운 산업의 4Q'13 특징과 1Q'14 전망

4Q'13 BDI는 중국의 급작스러운 철광석 수입 증가와 뒤 이은 신용경색의 여파로 급등락하는 모습을 보였다. 최근 BDI는 빠르게 하락하며 정상적인 수준과의 괴리를 해소하는 모습이다. 1Q'14 BDI는 계절적 영향으로 조용한 시기를 보낼 것으로 보인다.

### FACT Review - 4Q'13 : 롤러코스터를 탔던 BDI

BDI는 당사 예상 적정 레벨을 벗어났다가 다시 빠르게 회귀하는 모습



자료: 동양증권 리서치센터

지난 분기 BDI는 1,994pt에서 시작해 1,483pt까지 하락했다가 다시 2,277pt까지 회복하는 롤러코스터 같은 모습을 보여줬다. 이는 단기적으로 중국의 철강재 가격 상승 및 판매 호조와 중국의 신용경색이 겹치면서 중국의 철광석 수입 수요가 불안정한 모습을 보여줬기 때문이다. 특히 연말에는 호주와 브라질의 악천후에 의한 생산 감소가 벌크 운임에 악영향을 주기도 했다.

중국의 철광석 구입은 매우 부진한 것으로 알려지고 있다. 우선 중국의 철강재 가격은 지속 하락세를 보이고 있고 이는 철광석 구입을 저해하는 요소가 되고 있다. 특히 전자재로 사용되는 철근 가격이 강하게 하락하고 있다. 한편 중국의 경색된 신용상황으로 인해 중국 유통업체들이 수입에 필요한 자금을 융통하는데도 어려움을 겪고 있는 것으로 보인다.

철광석 생산도 다소 부진한 것으로 보여진다. 중국의 철광석 수입이 부진해지는 가운데에서도 국제 철광석 가격은 비교적 견조한 흐름을 보였는데, 이는 국제 철광석 생산도 함께 줄어들었기 때문으로 보인다. 남반구 지역이 하절기로 진입함에 따라 호주와 브라질이 각각 기상악화로 철광석 수출에 어려움을 겪은 것으로 보인다.

철광석 수요와 공급이 동시에 부진해지면서 BDI는 철광석을 수송하는 케이프사이즈선박 중심으로 약세로 전환했다. 기타 선종에서도 운임이 하락하는 모습을 보였는데, 곡물 출하가 줄어드는 4Q 후반의 모습을 반영한 것으로 생각할 수 있다.

### 상하이 철강재 가격 추이



자료: Mysteel, 동양증권 리서치센터

### 중국 철광석 수입가격 추이



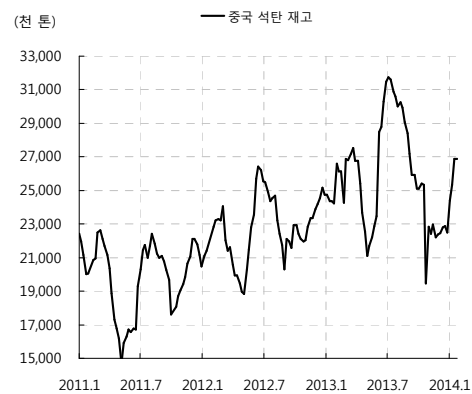
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

### 중국 철광석 재고 추이



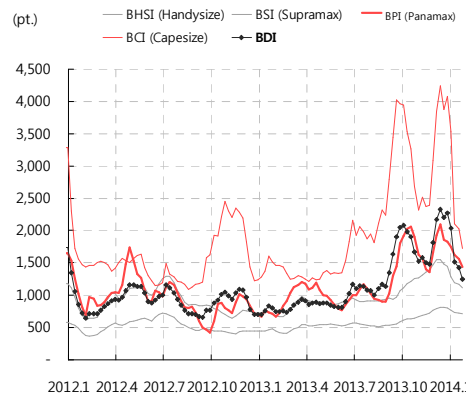
자료: 동양증권 리서치센터

### 중국 석탄 재고 추이



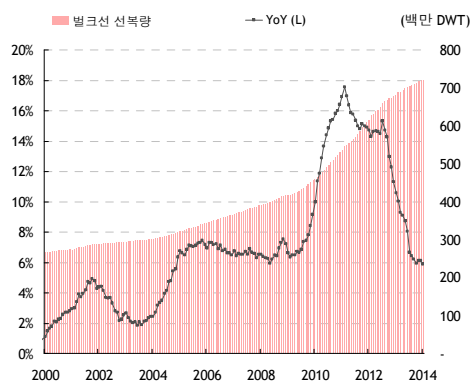
자료: 동양증권 리서치센터

### 제목



자료: 동양증권 리서치센터

### 제목



자료: 동양증권 리서치센터

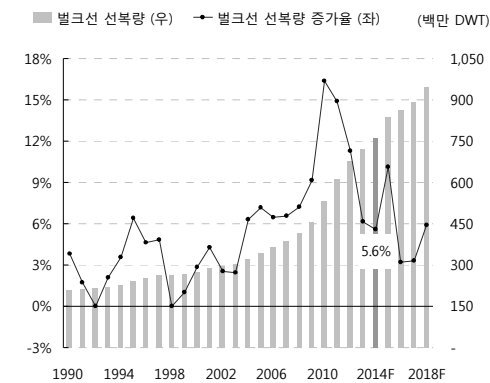
한편 벌크선 선복량 증가율은 계속해서 낮은 수준을 유지했다. 4Q'13말 벌크선 선복량은 YoY +6.1%, QoQ +1.5% 증가하는데 그쳤다. 4Q'12말 YoY +10.6%와는 큰 차이다.

### Forecast - 1Q'14 : 계절적으로 조용한 시기

1Q 는 통상 벌크 운임이 약세를 보이는 시점이다. 남반구의 기상악화로 철광석 등 주요 광물의 생산 및 수송이 원활하지 않고 중국도 춘절연휴를 전후해 재고 확보를 중단하는 시점이기 때문이다. 곡물출하시기도 지나간 이후여서 중소형 선박에 대한 수요가 활발하지 않다. BDI 는 곡물수확기로 진입하는 3월전까지 최근의 약세를 좀더 이어갈 가능성이 높다는 생각이다.

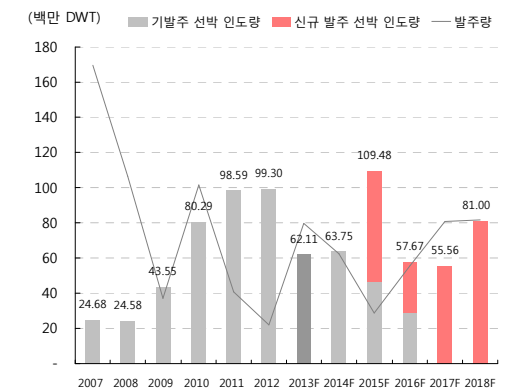
한편, 벌크선의 공급증가율은 여전히 낮은 수준을 유지할 것으로 보인다. 1Q' 14말 벌크선 선복량은 7.4억 DWT 로, 4Q'13말 대비 2.1% 증가하는데 그칠 전망이다. 2,058만 DWT 의 선박이 새로 인도되었으나, 570만 DWT 의 선박은 해체되어 나갈 것으로 생각된다. 당분간 벌크선박의 공급증가율은 6% 전후로 낮게 유지될 것으로 보이며, 2014년 말 기준 벌크선 선복량은 YoY 5.6% 증가하는게 그칠 전망이다.

벌크선 선복량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

연도별 벌크선 인도량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터



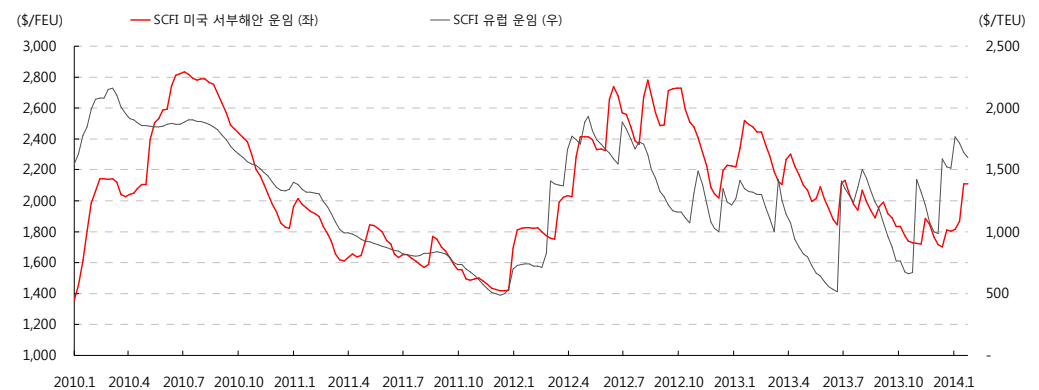
## 컨테이너해운 산업의 4Q'13 특징과 1Q'14 전망

4Q'13중 컨테이너 운임은 반등하는 모습을 보였지만 이는 계절적으로 선박의 수급이 타이트해지는 시기였기 때문에 가능한 것이었다. 통상 1Q 컨테이너 운임은 춘절 직후 갑자기 약해지는 계절성이 있다. 해운사들이 강력한 공급조절을 실시하면 2012년과 같이 춘절 이후에도 운임이 오를 수 있겠지만, 이러한 기조를 유지하기에는 신규 대형선박의 인도가 많고, 해운사간 원가경쟁력의 차이도 크다.

## FACT Review - 4Q'13 공급조절과 연말연초 물량 증가에 따른 공급증가

4Q'13 컨테이너 운임은 아시아-유럽노선을 중심으로 상승했다. 아시아-유럽노선의 SCFI 유럽운임 지수는 3Q'13말 765\$/TEU에서 4Q'13말 1,511\$/TEU로 두 배 가량 상승했다. 이렇게 급격한 운임인상이 가능했던 것은 너무 낮은 운임이 수준으로 인해 공급조절이 활발하게 일어났기 때문이다. 중국춘절을 앞두고 물량이 급증하는 소형수기를 맞이한 것도 운임인상에 도움이 되었다.

### 노선별 SCFI 추이

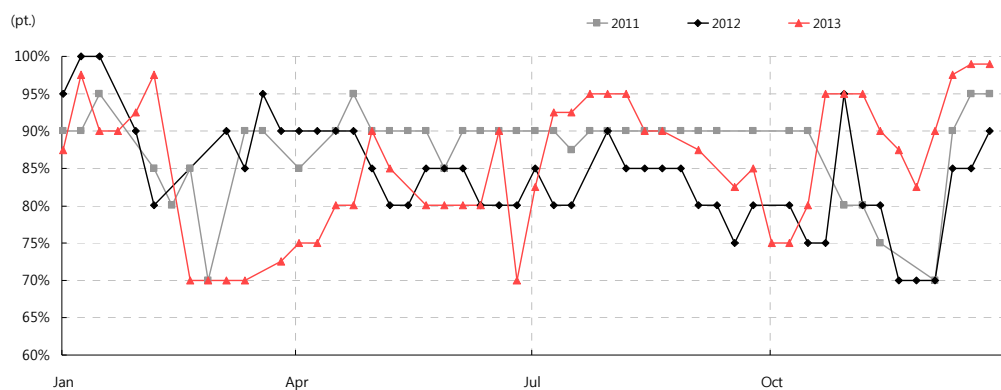


자료: 동양증권 리서치센터

최근 상하이發 컨테이너 선박의 적재율은 매우 높은 수준을 유지했다. 연말연초는 통상 상하이發 컨테이너 선박의 적재율이 가장 높은 시기에 해당된다. 이를 바탕으로 2012년에는 강력한 운임인상시도를 몇차례 성공시키기도 했다.

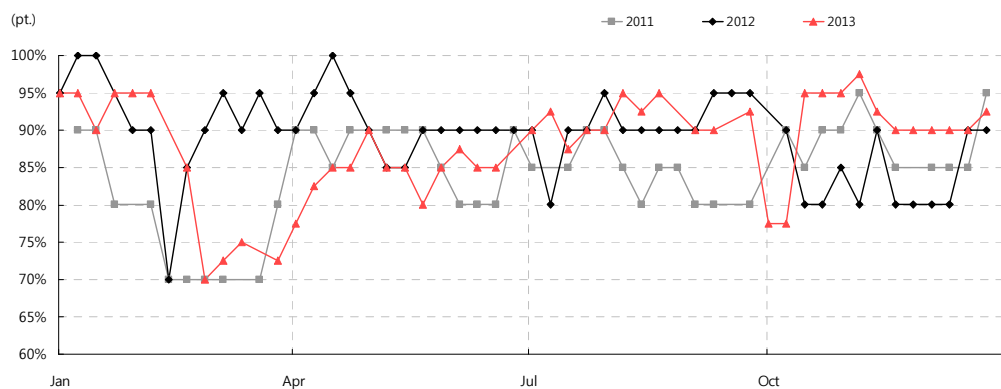
그러나, 이렇게 높아진 운임은 4Q'13 컨테이너 해운업체들의 실적에는 바로 반영될 것으로 보이지 않는다. Spot운임의 변화가 실제 해운사의 매출단가에 적용되기까지는 15일에서 한달 정도의 시간이 필요한 것으로 보이기 때문이다.

#### 상하이發 아시아-유럽 노선 컨테이너선 적재율 추이



자료: 동양증권 리서치센터

#### 상하이發 태평양 노선 컨테이너선 적재율 추이



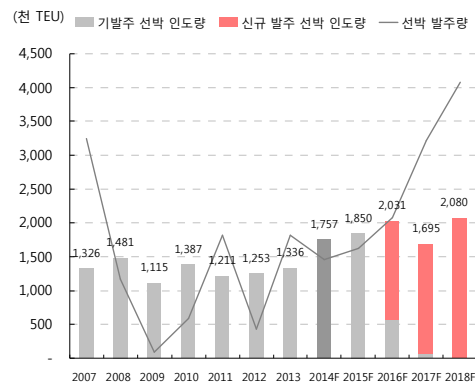
자료: 동양증권 리서치센터

## Forecast - 1Q'14 : 운임의 방향성은 춘절이후에 확인 가능할 듯

아시아-유럽노선의 컨테이너운임 추이를 보면 여전히 운임인상이 없는 주에는 운임이 흘러내리는 모습을 관찰할 수 있다. 시장의 수급 및 경쟁상황은 여전히 높은 운임을 유지하기 어려운 수준이라는 것을 의미한다. 춘절이후 비수기에 진입할 경우 운임의 하방압력은 더욱 강해질 것이다.

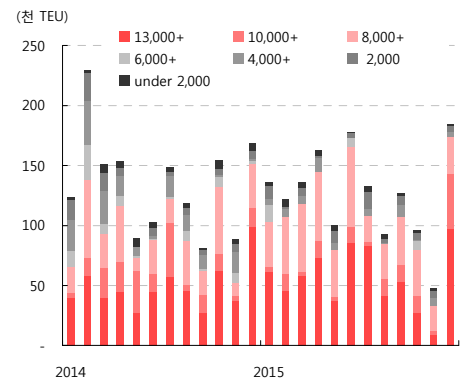
현재 해운사들이 지금은 공급을 강하게 조절하고 있지만, 계속해서 공급을 축소할 수 만은 없을 것으로 보인다. 이는 대형선박이 속속 건조되면서 아시아-유럽노선에 더 많은 선박들이 투입될 것으로 보이기 때문이다. P3 또는 확대된 G6가 더 우수한 네트워크 경쟁력을 갖추고 도전해올 것으로 보이는 가운데, 다른 해운사들이 자사의 서비스의 질이 훼손되는 노선축소에 선뜻 나서기도 어려울 것으로 보인다.

연도별 컨테이너선 인도량 추이 및 전망



자료: 동양증권 리서치센터

선박 크기별 컨테이너선 인도량 전망



자료: 동양증권 리서치센터

통상 춘절 이후에는 연중 컨테이너 화물이 가장 적게 수송되는 비수기가 시작되지만 운임인상 노력은 계속될 것으로 보인다. 현대상선의 경우 2월 17일 기준 500\$/TEU의 아시아-유럽노선 운임인상을 준비하고 있다. 공급증가가 계속되는 가운데 수요의 공백이 찾아오면 운임 인상 노력은 찬물을 맞을 수 있다. 특히 현재의 운임수준에서는 상위권 해운업체들이 좋은 실적을 낼 수 있기 때문에, 이들이 운임 인상에 소극적일 가능성이 발생한다. 따라서, Maersk 등 상위권 해운업체의 실적과 입장 변화에 주목해야 할 필요가 있다.

## IV. 종목별 투자전략

유니버스 투자의견 및 실적 전망 요약

(단위: 십억 원)

업체별 투자의견	항목	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	매출액	11,786.	12,033.	13,605.	2,845.5	2,838.4	3,183.3	2,919.3	2,833.0	2,829.8	3,139.1	3,231.2	3,161.4	3,169.1	3,622.2	11,786.5
(연결)	영업이익	-25.8	232.6	458.6	-146.6	-50.8	160.1	11.6	-9.3	-43.6	194.2	91.3	61.7	-13.8	275.4	-25.8
BUY	EBITDAR	1,841.1	2,278.7	2,806.2	317.8	412.4	623.7	487.2	482.4	464.6	713.0	618.7	615.4	570.4	877.0	1,841.1
TP : 42,000원	순이익	-131.8	77.8	133.0	-305.0	-362.1	498.7	36.7	44.4	-81.7	95.9	19.2	-2.0	-68.9	158.3	-131.8
아시아나항공	매출액	5,735.6	5,965.0	6,341.8	1,420.7	1,373.1	1,519.2	1,422.7	1,449.9	1,423.5	1,538.7	1,553.0	1,530.9	1,501.0	1,673.2	5,735.6
(연결)	영업이익	5.4	95.1	221.9	-21.1	-29.9	63.4	-7.0	9.5	-21.2	52.9	54.0	44.4	5.4	94.0	5.4
BUY	EBITDAR	769.0	735.4	841.2	167.0	159.2	256.8	186.0	173.0	149.4	204.4	208.6	200.3	169.2	242.3	769.0
TP : 6,000원	순이익	-67.3	-33.5	53.8	-48.5	-80.4	82.6	-20.9	-17.4	-42.2	13.5	12.7	6.1	-23.5	41.2	-67.3
한진해운	매출액	10,263.	10,014.	9,964.8	2,496.0	2,668.4	2,709.7	2,389.6	2,455.7	2,523.5	2,551.9	2,483.8	2,460.6	2,507.6	2,519.1	10,263.7
(연결)	영업이익	-227.8	-202.7	-230.9	-59.9	-55.7	-21.0	-91.2	-68.5	-66.8	-4.1	-63.3	-96.6	-65.2	-7.8	-227.8
HOLD	EBITDA	218.2	184.0	111.6	48.0	61.0	94.2	15.1	36.4	36.6	85.7	25.3	-9.2	21.0	77.2	218.2
TP : 5,500원	순이익	-704.7	-379.2	-610.8	-38.4	-83.3	-323.0	-259.9	-178.7	52.6	-96.4	-156.7	-190.7	-160.6	-103.6	-704.7
현대상선	매출액	7,712.5	7,815.2	7,707.6	1,779.1	1,937.1	2,254.5	1,741.8	1,739.2	1,981.9	2,137.3	1,956.8	1,793.0	1,958.6	2,085.2	7,712.5
(연결)	영업이익	-279.7	-166.5	-248.8	-128.0	-66.9	-33.0	-51.9	-48.9	-48.5	-17.8	-51.2	-83.4	-69.0	-35.6	-279.7
HOLD	EBITDA	-14.2	109.4	13.6	-65.2	-3.4	36.0	18.3	20.3	20.5	51.5	17.0	-16.2	-2.9	29.4	-14.2
TP : 15,000원	순이익	-546.2	-406.8	-481.6	-126.7	11.1	-270.4	-160.2	-116.2	-106.2	-72.0	-112.5	-141.2	-126.3	-93.7	-546.2
현대글로비스	매출액	12,861.	14,386.	16,337.	3,070.0	3,284.1	3,255.9	3,251.3	3,267.6	3,659.9	3,838.4	3,621.0	3,606.3	4,070.4	4,745.5	12,861.3
(연결)	영업이익	636.9	771.4	823.1	140.1	179.2	169.9	147.8	163.6	200.5	192.6	214.7	172.8	209.4	199.9	636.9
BUY	EBITDA	717.0	863.4	916.3	157.8	198.3	190.3	170.6	186.5	223.5	215.6	237.8	196.0	232.7	223.2	717.0
TP : 320,000원	순이익	481.3	522.5	546.3	108.9	135.6	149.9	87.0	118.6	135.6	128.4	139.9	115.7	139.5	132.3	481.3
CJ 대한통운	매출액	4,323.4	4,657.0	5,110.8	1,086.2	1,054.8	1,059.3	1,123.2	1,101.7	1,162.1	1,164.2	1,229.0	1,205.4	1,279.9	1,280.6	4,323.4
(연결, 합병후기준)	영업이익	44.2	124.9	197.6	23.2	14.2	-2.8	9.6	15.6	25.4	28.7	55.1	47.0	46.2	38.5	44.2
HOLD	EBITDA	146.3	241.8	318.0	46.6	35.6	25.9	38.2	44.5	54.5	58.1	84.7	76.8	76.2	68.7	146.3
TP : 100,000원	순이익	-54.5	57.1	110.8	12.7	0.2	-29.2	-38.2	2.9	9.7	12.4	32.2	25.9	25.4	19.4	-54.5

자료: 동양증권 리서치센터

## 대한항공 (003490) - 목표주가 42,000원(M), BUY (M)

### 투자의견 BUY 제시 - Delta와의 J/V 출범은 장거리 노선 강화의 중요한 계기가 될 것

대한항공에 대해 BUY 의견을 제시한다. 대한항공의 적정주가는 조정 PBR 0.9배를 기준으로 42,000원으로 판단한다. 기대했던 바와 같이 화물부문의 영업상황은 4Q'13부터 개선의 조짐을 보여주고 있다. 일본노선 등 단거리에서의 부진은 쉽게 회복되지 않겠지만, 올해 상반기 중 Delta와의 Code-sharing이 복원될 가능성이 높아 보여 미주노선 수지는 개선될 수 있을 것으로 보인다.

2014년 대한항공의 매출액은 12조원 (YoY +2.1%), 영업이익은 2,326억원 (YoY 흑자전환)을 각각 기록할 것으로 예상된다. Delta社와의 Code sharing 회복으로 좀더 수월하게 환승객을 유치할 수 있게 될 것으로 보이는데다가, 점진적으로 회복의 모습을 보이고 있는 화물의 Yield 상승과 수송량 증가도 실적에 개선에 기여할 것으로 보인다.

대한항공은 Delta와 태평양노선 J/V 설립을 논의중인 것으로 보이는데, 이것이 타결되면 대한항공의 장거리 노선 강화에 큰 도움이 될 것으로 보인다. 대한항공은 장거리 노선에 대한 투자를 늘리고 있는데 이는 Hardware에 대한 투자라고 할 수 있다. 한편, Delta와의 J/V는 장거리노선에서 Software라고 할 수 있는 대한항공의 영업력을 강화시켜줄 것으로 기대된다.

### 4Q'13 예상 실적 : 연결 영업이익 116억원 (YoY 흑전, QoQ -92.8%)

2013년 4Q'13 대한항공은 (연결) 매출액 2.9조원 (YoY -5.1%, QoQ -8.3%), 영업이익 116억원 (YoY 흑자전환, QoQ -92.8%, OPM 4.8%), 지배주주순이익 792억원 (YoY -44.0%, QoQ -84.1%)을 기록했을 것으로 예상된다. 2013년 연간 영업수지는 -258억원으로 전년 대비 적자전환한 것으로 보인다.

영업이익이 전년동기 대비 흑자전환하는 것은 주로 비용절감 덕분이다. 4Q'13 대한항공의 급유단가는 128.1\$/bbl로 YoY -4.4% 하락한 것으로 관측되며, 이는 급유비용으로 환산시 515억원에 해당된다. 환율이 YoY -2.6% 하락함에 따라 445억원의 제반 비용이 추가적으로 절감된 것으로 보인다. 한편, USD 기준 화물 Yield는 YoY -1.6% 하락했지만, 원화기준 화물 Yield는 YoY -

비용절감에도 불구하고, 국제여객단가의 큰 하락으로 인해 이익의 규모는 제한적이었다. 4Q'13 대한항공의 국제여객 Yield는 98.8원으로 YoY -4.8% 하락한 것으로 추정된다. 우리는 국제여객 Yield의 하락으로 인한 이익 감소 폭이 806억원에 달할 것으로 보고 있다.

당사의 이번 영업이익 추정치 116억원(OPM 0.4%)은 기존 전망치(290억원, OPM 1.0%) 및 컨센서스 391억원(OPM 1.3%)를 소폭 하회하는 것이다. 엔화의 계속된 약세로 인해 일본노선의 Yield가 여전히 하락세를 면치 못하고 있는데다가, Delta와의 Code sharing 중단으로 미주노선에서의 환승객 유치에 어려움을 겪은 것으로 보인다.

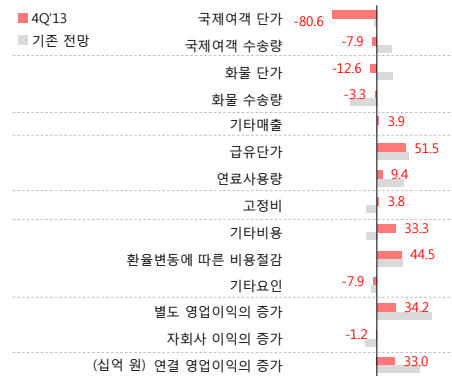
대한항공 4Q'13 예상 실적과 각종 비교

(단위: 십억 원)

대한항공 (연결)	4Q 2013	기존 전망치	컨센서스	4Q 2012	3Q 2013
매출액	2,919.3	2,989.6	3,017.8	3,075.1	3,183.3
영업이익	11.6	29.0	39.1	-21.4	160.1
순이익	79.2	85.8	7.1	141.4	498.7
<b>차이</b>		<b>기존전망대비</b>	<b>컨센서스대비</b>	<b>YoY</b>	<b>QoQ</b>
매출액		-70.3	-98.5	-155.8	-264.0
영업이익		-17.4	-27.5	33.0	-148.5
순이익		-6.7	72.1	-62.3	-419.5
<b>%</b>		<b>기존전망대비</b>	<b>컨센서스대비</b>	<b>YoY</b>	<b>QoQ</b>
매출액		-2.4%	-3.3%	-5.1%	-8.3%
영업이익		-60.1%	-70.3%	흑전	-92.8%
순이익		-7.8%	1019.4%	-44.0%	-84.1%
OPM	0.4%	1.0%	1.3%	-0.7%	5.0%

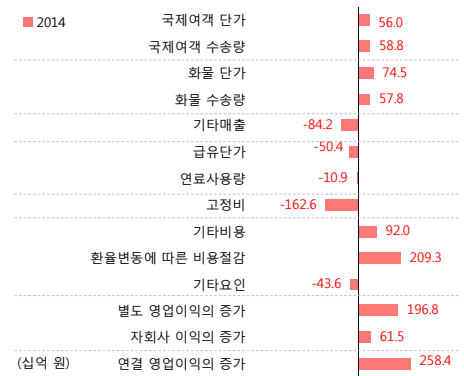
자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 4Q'13 추정요소별 영업이익 증감 기여 (YoY)



자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 2014년 추정요소별 영업이익 증감 기여 (YoY)



자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 적정주가 산출

(단위: 십억 원)

항목	1Q 2014	2Q 2014	3Q 2014	4Q 2014	비고
조정 BPS (A) = (B) / (C)	49,163	49,490	49,455	48,280	원
조정자본총계* (B)	2,884.6	2,903.8	2,901.8	2,832.9	
장부상자본총계	2,686.6	2,705.8	2,703.8	2,634.9	
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)	44,246	44,541	44,510	43,452	원
현재주가	33,800	33,800	33,800	33,800	원
상승여력	30.9%	31.8%	31.7%	28.6%	

자료: 동양증권 리서치센터, \*장부상자본총계와 조정자본총계의 차이는 자산재평가잉여금, 신종자본증권(영구채), IFRS 도입에 따른 부채 변동 (항공마일리지 등)

## 아시아나항공 (020560) - 목표주가 6,000원(M), BUY(M)

### 투자의견 BUY 유지 - 업황개선과 금호그룹 정상화 과정에 주목

우리는 아시아나항공에 대해 BUY 의견을 유지하고 목표주가는 6,000원을 유지한다. 목표주가 6,000원은 6개월 포워드 조정 BPS 5,738원에 1.2배를 적용한 것이다. 우리는 2014년 항공업황이 여객과 화물, 비용 모든 측면에서 2013년 대비 긍정적인 것으로 보고 있다.

아시아나항공의 2014년 예상 영업이익은 951억원을 기록할 것으로 보인다. 2013년의 영업이익이 매우 작았던 덕에 YoY 증가율은 +1659.1%에 달할 것으로 보인다. 영업이익 증가의 주된 원인은 신규항공기 투입에 따른 여객 수송량 증가와 환율변동에 따른 비용절감 등이다.

한편, 2014년 아시아나항공과 관련해 주의 깊게 보아야 할 포인트는 금호그룹의 정상화 과정이 될 것으로 보인다. 동사가 보유하고 있는 금호산업 지분 13%는 올해 4월까지 처분해야 한다. 지난해 말 개정된 공정거래법으로 인해 동사는 위 지분을 그룹 외부로 매각하게 되었으며, 이는 동사로의 현금 유입을 의미하므로 긍정적이다. 그러나 앞으로도 금호그룹의 정상화 과정에서 겪게 될 변화들은 동사 주가에 영향을 미칠 수 있다.

### 4Q'13 예상 실적 : 연결 영업손실 70억원 (YoY 적자지속, QoQ 적자전환)

2013년 4Q 아시아나항공은 (연결 기준) 매출액 1.4조원(YoY +0.1%, QoQ +14.3%), 영업손실 70억원 (YoY, QoQ 적자지속), 지배주주손실 161억원(YoY, QoQ 적자지속)을 기록했을 것으로 추정된다. 2013년 연간 영업이익은 54억원으로 YoY 97% 감소할 것으로 보인다.

아시아나항공의 4Q'13 영업손실규모는 YoY 축소될 것으로 보인다. 영업손실이 축소된 주요 원인은 여객 서비스 공급량 증가에 따른 매출 증가, 급유단가의 하락, 환율의 하락 등에 따른 비용 절감으로 보인다. 4Q'13 동사의 ASK는 YoY +2.5% 증가했고, RPK는 YoY +3.5% 증가한 것으로 관측된다. 4Q'13 동사의 급유단가는 YoY -4.1% 하락한 127.8\$/bbl이었을 것으로 추정된다.

비용절감에도 불구하고 국제여객 Yield가 크게 하락하면서 영업수지의 흑자전환을 막은 것으로 보인다. 4Q'13 국제여객 Yield는 YoY -5.9% 하락했고, 이로 인한 매출 감소폭은 503억원에 달하는 것으로 보인다. 동사의 4Q'13 국제여객 Yield가 약세를 보인 것은, 엔화 약세로 일본노선의 Yield가 지속하락했고, 중국의 부정기선 영업 제한으로, 동남아시아의 항공기 투입이 늘었기 때문으로 보인다. 당사의 영업손실 추정치 -70억원(OPM -0.5%)은 당사의 기존 전망치 279억원(OPM +1.9%) 및 컨센서스 130억원(OPM +0.9%)을 모두 하회하는 것이다.



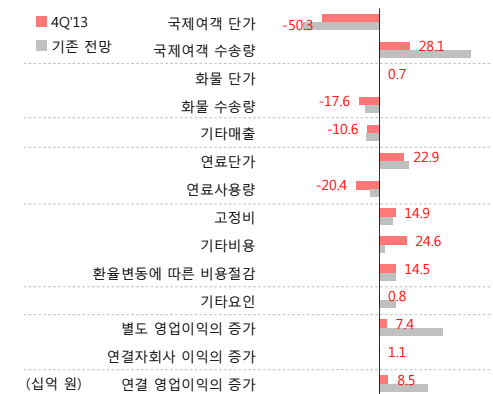
아시아나항공 4Q'13 예상 실적 및 각종 비교

(단위: 십억 원)

아시아나항공 (연결)	4Q 2013	기존 전망치	컨센서스	4Q 2012	3Q 2013
매출액	1,422.7	1,463.9	1,463.8	1,475.0	1,519.2
영업이익	-7.0	27.9	13.0	-15.5	63.4
순이익	-20.7	6.4	-1.5	21.6	82.8
<b>차이</b>		<b>기존전망 대비</b>	<b>컨센서스 대비</b>	<b>YoY</b>	<b>QoQ</b>
매출액		-41.2	-41.1	-52.3	-96.5
영업이익		-34.9	-20.0	8.5	-70.4
순이익		-27.0	-19.1	-42.3	-103.5
<b>%</b>		<b>기존전망 대비</b>	<b>컨센서스 대비</b>	<b>YoY</b>	<b>QoQ</b>
매출액		-2.8%	-2.8%	-3.5%	-6.4%
영업이익		적전	적전	적지	적전
순이익		적전	적지	적전	적전
OPM	-0.5%	1.9%	0.9%	-1.1%	4.2%

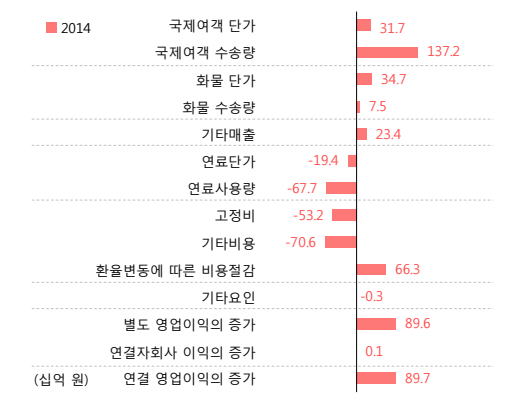
자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 4Q'13 추정요소별 영업이익 증감 기여 (YoY)



자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 2014년 추정요소별 영업이익 증감 기여 (YoY)



자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 적정주가 산출

(단위: 십억 원)

항목	1Q 2014	2Q 2014	3Q 2014	4Q 2014	비고
조정 BPS (A) = (B) / (C)	4,783	4,781	4,744	4,560	원
조정자본총계*(B)	933.3	932.8	925.6	889.6	
자본총계	734.8	734.3	727.2	691.2	
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)	5,740	5,737	5,693	5,472	원
현재주가	5,300	5,300	5,300	5,300	원
상승여력	8.3%	8.2%	7.4%	3.2%	

자료: 동양증권 리서치센터, \*정부산자본총계와 조정자본총계의 차이는 IFRS 도입에 따른 부채 변동 (항공마일리지 등)

## 한진해운 (117930) - 목표주가 5,500원(D), HOLD(M)

### 투자의견 HOLD 유지, 목표주가 하향 - 당분간 유동성 문제는 없을 듯

우리는 한진해운에 대해 HOLD 의견을 유지하고 적정주가는 5,500원으로 하향한다. 목표주가 5,500원은 동사의 별도기준 예상 6개월 포워드 BPS 에 적정 PBR 0.7배를 적용한 것이다. 포워드 BPS 계산시 예정된 유상증자, 한국벌크해운 매각 및 터미널 잠재 매각 가치를 반영했다.

2014년 한진해운의 영업손실은 2,027억원으로 2013년과 크게 다르지 않을 것으로 보인다. 연료 단가가 YoY -2.2%하락할 것으로 보이지만 컨테이너 해운업의 경쟁심화로 인해 운임 인상폭은 제한적(YoY +0.9%)일 것으로 예상되는 등 실적 개선의 여지는 크지 않아 보인다. 한편, 연간 1,500억원가량의 영업이익을 창출하던 벌크전용선부분이 매각된 것도 이익 개선을 어렵게 하는 부분이다.

지난해 말 부각되었던 동사의 유동성 위기는 한진그룹(대한항공측)과 금융권의 전격적인 지원, 동사의 자산매각 등으로 고비를 넘긴 것으로 보인다. 우리는 동사가 이번에 확보한 자금들로 2014년 동사의 현금 소요를 대부분 충당할 수 있을 것으로 예상한다. 따라서 당분간은 경기회복에 대한 기대감도 주가에 반영될 수 있는 상황이다. 그러나, 신규투자에 의한 원가 절감, 얼라이언스 확대 및 비수익 노선 축소 등 네트워크의 질적 개선 등의 작업이 병행되지 않는 한, 동사의 고질적인 대규모 손실은 반복될 수 밖에 없어 보인다.

### 4Q'13 예상 실적 : 연결 영업손실 -912억원 (YoY, QoQ 적자지속)

2013년 4Q 한진해운은 (연결 기준) 매출액 2.4조원 (YoY -7.1%, QoQ -11.8%), 영업손실 912억원 (YoY, QoQ 적자지속, OPM -3.8%), 지배주주순손실 2,599억원 (YoY, QoQ 적자지속)을 기록했을 것으로 추정된다. 2013년 영업손실은 2,278억원, 순손실은 7,047억원으로 3년 연속 영업손실과 순손실을 기록했을 것으로 보인다.

한진해운의 4Q'13 영업손실 규모는 운임하락의 여파로 전년대비 313억원 확대된 것으로 보인다. 동사의 컨테이너 운임은 YoY -6.7% 하락한 것으로 보이는데, 운임하락에 따른 매출감소폭은 YoY 949억원에 달했을 것으로 보인다. 한편 동사의 컨테이너화물 수송량이 YoY 4% 증가하면서 매출이 569억원 증가하는 효과도 있을 것으로 보인다. 그런데 이는 화물비 또한 375억원 증가하는 등 비용증가로 상당부분 상쇄되었을 것으로 추정된다.

동사의 4Q'13 예상 영업손실 912억원은 당사의 기존추정치 (-973억원, OPM -4.0%)와는 유사하나 컨센서스(-574억원, OPM -2.3%)를 크게 하회할 것으로 보인다. 선진국 경기회복으로 양대 컨테이너 노선의 물동량은 증가했지만, 해운사간 비용절감 경쟁과 운임 인하 경쟁이 발생했기 때문이다. 양대노선에서 9월과 11월에 운임인상이 시도되기는 하였으나, 치열한 가격경쟁으로 인해 Spot 운임은 지속 하락하는 모습을 보였다.

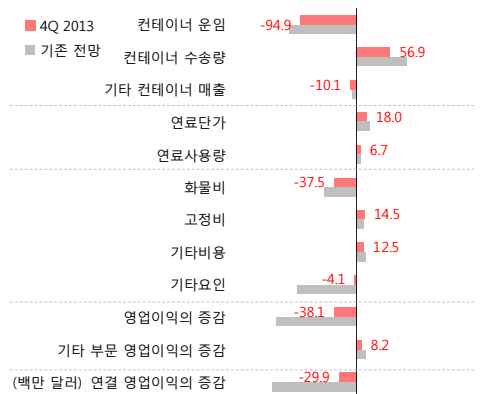
한진해운 4Q'13 예상 실적과 각종 비교

(단위: 십억 원)

한진해운 (연결)	4Q 2013	기존 전망치	컨센서스	4Q 2012	3Q 2013
매출액	2,389.6	2,421.1	2,534.8	2,573.0	2,709.7
영업이익	-91.2	-97.3	-57.4	-59.8	-21.0
순이익	-259.9	-241.5	-183.1	-253.0	-323.0
<b>차이</b>		<b>기존전망 대비</b>	<b>컨센서스 대비</b>	<b>YoY</b>	<b>QoQ</b>
매출액		-31.5	-145.2	-183.4	-320.1
영업이익		6.1	-33.8	-31.3	-70.2
순이익		-18.4	-76.9	-6.9	63.1
<b>%</b>		<b>기존전망 대비</b>	<b>컨센서스 대비</b>	<b>YoY</b>	<b>QoQ</b>
매출액		-1.3%	-5.7%	-7.1%	-11.8%
영업이익		적지	적지	적지	적지
순이익		적지	적지	적지	적지
OPM	-3.8%	-4.0%	-2.3%	-2.3%	-0.8%

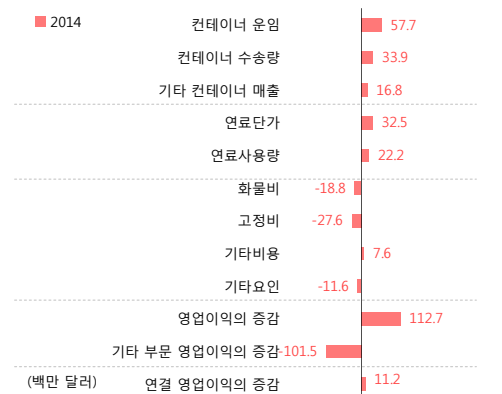
Source: TONGYANG Securities

한진해운 4Q'13 추정요소별 영업이익 증감 기여 (YoY)



자료: 동양증권 리서치센터

한진해운 2014 추정 요소별 영업이익 증감 기여 (YoY)



자료: 동양증권 리서치센터

한진해운 적정 주가 산출

(단위: 십억 원)

항목	1Q 2014	2Q 2014	3Q 2014	4Q 2014	비고
조정순자산가치 (A)	1,597.2	1,442.7	1,253.3	1,093.2	6M Fwd., 별도기준
장부상순자산가치	877.1	722.6	533.2	373.1	
IFRS 조정	-345.2	-345.2	-345.2	-345.2	
터미널가치	1,062.8	1,062.8	1,062.8	1,062.8	
BW, CB 누적 전환금액 가산	2.5	2.5	2.5	2.5	
조정 유통주식수 (B) *	205,280	205,280	205,280	205,280	천 주, 예정된 유상증자 감안 자사주 제외
유통주식수	205,302	205,302	205,302	205,302	
BW, CB 추기 전환 예상 주식수	-	-	-	-	
조정 BPS (C) = (A) / (B)	7,780	7,028	6,105	5,326	원
Target PBR	0.7	0.7	0.7	0.7	배
주당가치 (C) X (B)	5,549	5,012	4,354	3,798	원
현재주가	6,660	6,660	6,660	6,660	원
상승여력	-16.7%	-24.7%	-34.6%	-43.0%	

자료: 동양증권 리서치센터

## 현대상선 (011200) - 목표주가 15,000원(D), HOLD(M)

### 투자의견 HOLD 유지, 목표주가 하향 - 남북관계가 주가의 드라이버

현대상선에 대해서는 HOLD 의견을 유지하나 목표주가는 15,000원으로 소폭 하향한다. 유동성에 대한 안정성이 확보되는 한 현대상선의 주가는 본업인 해운업 실적보다는 대북사업 가치 변동에 영향을 많이 받는다. 현대상선은 2014년 중 계속해서 유동성을 확보하는 노력을 보여야 할 것으로 보인다. 우리는 현대상선이 한진해운과 유사한 유동성 확보의 과정을 거칠 것으로 보고 있다. 회사측이 이미 매각하기로 발표한 KB 금융지주 및 신한금융지주 지분에 이어 벌크전용선 및 LNG 선단, 현대증권 지분 등도 매각대상이 될 것으로 보인다.

2014년 동사의 영업손실은 -1,665억원으로 축소될 것으로 예상된다. 실적 개선의 주된 원인은 벌크선 운임의 실적 개선에 있을 것으로 보인다. 우리는 2014년 평균 BDI 가 1,199pt 로 전년동기대비 2.6% 상승할 것으로 보고 있으며, 동사의 벌크 매출도 전년동기대비 2.3억달러 증가할 것으로 예상된다.

현재의 남북관계는 특별한 진전이 보이지는 않지만, 지난 정부 때와 같이 관광객 피격사건과 군사적 충돌 등이 연이어 발생했던 최악의 상황은 지난 것으로 보인다. 이에 따라 과거 평균수준의 대북사업 프리미엄은 인정받을 수 있다는 생각이다. 이러한 관점에서 현재 주가는 과거대비 밸류에이션 매력이 있으나, 높은 주가 변동성으로 투자의견은 HOLD 를 유지한다.

### 4Q'13 예상 실적 : 연결 영업손실 519억원 (YoY, QoQ 적자지속)

4Q'13 현대상선은 (연결 기준) 매출액 1.7조원 (YoY -10.1%, QoQ -22.7%), 영업손실 -519억원 (YoY, QoQ 적자지속, OPM -3.0%), 지배주주순손실 1,602억원 (YoY, QoQ 적자지속)을 기록했을 것으로 추정된다. 2013년 연간 영업손실은 2,797억원, 순손실은 4,063억원으로 3년 연속 적자를 유지한 것으로 보인다.

현대상선의 4Q'13 영업손실 규모는 전년동기 대비 995억원 축소된 것인데, 주로 벌크부문의 실적 개선으로 판단된다. 벌크부문의 영업수지는 4Q'12 -1,003억원에서 4Q'13 -131억원으로 크게 개선되었을 것으로 보인다. 이는, 4Q'13 평균 케이프사이즈 용선료가 25,000\$/일(태평양 왕복 기준)로 QoQ 40%나 상승하는 등의 벌크선 운임 급등에 따른 것이다. 컨테이너 부문의 실적은 추가 악화된 것으로 보인다. 4Q'13 동사의 컨테이너 운임은 YoY -8.9% 하락하고, 이로 인해 매출액은 834억원 가량 감소할 것으로 보인다.

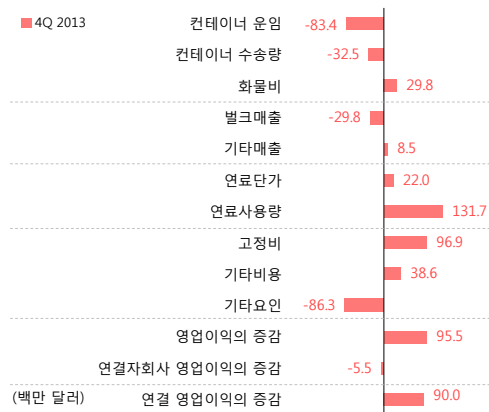
현대상선 4Q'13 예상 실적과 각종 비교

(단위: 십억 원)

현대상선 (연결)	4Q 2013	기존 전망치	컨센서스	4Q 2012	1Q 2013
매출액	1,741.8	1,736.5	1,847.7	1,937.3	2,254.5
영업이익	-51.9	-68.2	-42.8	-151.4	-33.0
순이익	-160.2	-173.1	-112.2	-412.9	-270.4
<b>차이</b>		<b>기존전망 대비</b>	<b>컨센서스 대비</b>	<b>YoY</b>	<b>QoQ</b>
매출액		5.3	-105.9	-195.5	-512.7
영업이익		16.4	-9.1	99.5	-18.8
순이익		12.9	-48.0	252.7	110.2
<b>%</b>		<b>기존전망 대비</b>	<b>컨센서스 대비</b>	<b>YoY</b>	<b>QoQ</b>
매출액		0.3%	-5.7%	-10.1%	-22.7%
영업이익		적지	적지	적지	적지
순이익		적지	적지	적지	적지
OPM	-3.0%	-3.9%	-2.3%	-7.8%	-1.5%

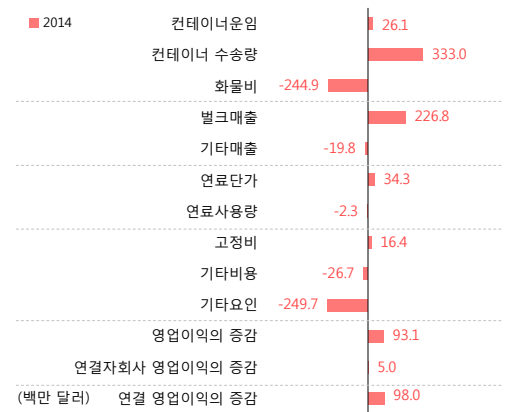
자료: 동양증권 리서치센터

현대상선 4Q'13 추정요소별 영업이익 증감 기여 (YoY)



자료: 동양증권 리서치센터

현대상선 2014년 추정요소별 영업이익 증감 기여 (YoY)



자료: 동양증권 리서치센터

현대상선 적정 주가 산출

(단위: 원)

항목	1Q 2014	2Q 2014	3Q 2014	4Q 2014	비고
주당 해운업가치 (A) = (B) X (C)	741.7	2,439.9	1,730.7	879.2	
Target PBR (B)	0.8	0.8	0.8	0.8	배
BPS (C)	916	3,014	2,138	1,086	
주당 프리미엄* (D)	14,255.7	14,255.7	14,255.7	11,581.2	
<b>주당가치 ** (E) = (A) + (D)</b>	<b>14,997</b>	<b>16,696</b>	<b>15,986</b>	<b>12,460</b>	
현재주가	12,200	12,200	12,200	12,200	
상승여력	22.9%	36.8%	31.0%	2.1%	

자료: 동양증권 리서치센터,

\* 당사는 대북사업가치, 적대적 M&amp;A 예의 노출 등으로 유사업체인 한진해운대비 프리미엄을 받아왔음 (적정주가 산출시 2007년 이후 받은 프리미엄의 평균치 적용)

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

## 현대글로비스 (086280) - 목표주가 320,000원(U), BUY(M)

### 투자의견 BUY 유지, 목표주가 유지 - 하반기 해운업진출 가시성 높아

현대글로비스에 대해 투자의견 BUY 를 유지하고 목표주가는 32만원으로 상향한다. 우리는 동사의 해운업진출 가능성을 50%로 보았을 때 동사의 물류사업의 가치는 주당 29.5만원, 투자자산 가치는 주당 26,000원으로 평가하고 있다. (해운업진출 가능성을 배제하면 적정주가는 26.3만원=물류사업가치 주당 23.7만원 + 투자자산가치 2.6만원)

해운업 진출은 현대글로비스 주가의 중요한 모멘텀이 될 것으로 보인다. 지난해 동사가 해운업 비전을 제시한 이후로, 한진해운이 전용선부문을 분리매각하는 등 해운업의 업계 재편 움직임이 시작되었다. 현대상선도 전용선부문을 분리 매각할 것으로 관측되고, 팬오션도 출자전환이 마무리되면 매물화 될 것으로 보인다. 이러한 상황은 동사가 진출을 좀더 저렴한 비용으로 벌크해운업 진출을 이룰 수 있는 기회가 될 것으로 보인다. 우리는 한진해운도 최근 전용선부문을 매각하는 과정에서 높은 가격을 받지는 못한 것으로 보고 있다. 우리는 동사가 해운업 진출과정에서 절감하는 비용이 동사의 주가에 반영될 것이라고 생각한다.

2014년 현대글로비스의 영업이익은 7,794억원으로 YoY +22.4% 증가할 것으로 보인다. 여기에는 해운업 M&A 에 관련된 이익 증가는 배제되어있다. 우리는 해외법인이 기여하는 영업이익도 계속 증가할 것으로 기대한다. 2013년 악화되었던 해외물류 매출과 기타유통매출의 마진도 일부 정상화되는 것으로 가정하고 있다.

### 4Q'13 잠정 실적 : 연결 영업이익 1,478억원 (YoY +10.7%, QoQ -13.0%)

4Q'13 현대글로비스는 (연결 기준) 매출액 3.3조원(YoY +11.0%, QoQ -0.1%), 영업이익 1,478억원(YoY +10.7%, QoQ -13.0%, OPM 4.5%), 당기순이익 870억원(YoY +2.2%, QoQ -26.0%)을 기록했을 것으로 추정된다.

현대글로비스의 4Q'13 영업이익은 YoY 24억원 증가한 것으로 보이는데, 이익 증가는 전적으로 해외연결자회사에서부터 나왔을 것으로 생각되며, 별도기준 영업이익은 국내물류매출의 감소, CKD 마진 악화 등으로 오히려 역성장한 것으로 생각된다. 4Q'13 현대글로비스의 해외법인 매출은 YoY 10.5% 증가한 것으로 보이는데, 이는 해외공장의 자동차 생산과 판매량 증가 (YoY +6.6% 추정) 때문이기도 하지만, 1년전 (4Q'12) 매출액이 부진했던 것에 대한 기저효과를 기대하기 때문이다. CKD 마진이 악화된 것은 원화 강세에 따른 것도 있으나, 매출과 비용의 인식 시점과 관련된 일회성 요인도 크다고 보여진다.

한편 본사(국내법인)은 국내물류매출의 감소 (중소기업에 대한 매출 개방), CKD 마진의 악화 등이 실적 악화의 요인으로 작용한 것으로 보인다. 현대자동차그룹은 중소기업과의 상생차원에서 연간 4,800억원 규모의 국내물류 매출을 중소기업에 개방한다고 밝힌 바 있다.

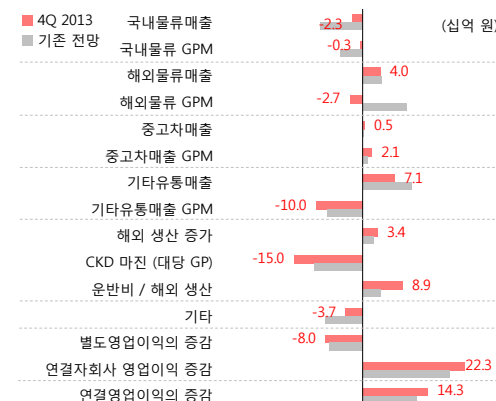
현대글로벌비스 4Q'13 잠정 실적 및 각종 비교

(단위: 십억 원)

현대글로벌비스 (연결)	4Q 2013	기존 전망치	컨센서스	4Q 2012	3Q 2013
매출액	3,251.3	3,258.5	3,331.5	2,928.2	3,255.9
영업이익	147.8	145.4	154.9	133.5	169.9
순이익	87.0	109.7	131.1	108.5	149.9
<b>차이</b>		<b>기존전망대비</b>	<b>컨센서스대비</b>	<b>YoY</b>	<b>QoQ</b>
매출액		-7.3	-80.2	323.1	-4.6
영업이익		2.4	-7.1	14.3	-22.1
순이익		-22.7	-44.2	-21.5	-62.9
<b>%</b>		<b>기존전망대비</b>	<b>컨센서스대비</b>	<b>YoY</b>	<b>QoQ</b>
매출액		-0.2%	-2.4%	11.0%	-0.1%
영업이익		1.7%	-4.6%	10.7%	-13.0%
순이익		-20.7%	-33.7%	-19.9%	-42.0%
OPM	4.5%	4.5%	4.6%	4.6%	5.2%

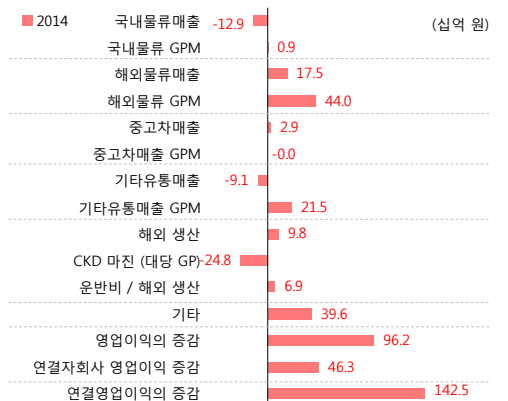
자료: 동양증권 리서치센터

현대글로벌비스 4Q'13 추정요소별 영업이익 증감 기여 (YoY)



자료: 동양증권 리서치센터

현대글로벌비스 2014년 추정요소별 영업이익 증감 기여 (YoY)



자료: 동양증권 리서치센터

현대글로벌비스 적정 주가 산출

(단위: 십억 원)

항목	1Q 2014	2Q 2014	3Q 2014	4Q 2014	비고
사업가치 (A) = (B) - (E)	11,069.1	11,069.4	11,034.3	11,172.8	
EV (B) = (C)X(D)	10,101.6	10,189.7	10,463.6	8,493.0	
EV/EBITDA(C)	10.1	10.1	10.1	10.1	배
EBITDA(D)	1,004.0	1,012.8	1,040.0	844.1	12m fwd.
조정순차입금(E)	-967.8	-844.6	-709.2	-653.8	단기차입금은 제외*
투자자산가치 (F)	985.9	985.9	985.9	985.9	
보통주가치 (G) = (A) + (F)	12,055.0	12,055.3	12,020.2	12,158.7	
발행주식수 (H)	37,500	37,500	37,500	37,500	천 주
주당가치 ** (G) / (H)	321,468	321,475	320,539	324,232	원
현재주가	223,000	223,000	223,000	223,000	원
상승여력	44.2%	44.2%	43.7%	45.4%	

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% 이상이므로 목표주가 조정

## CJ 대한통운 (000120) - 목표주가 100,000원(M), HOLD(M)

### 투자의견 HOLD로 유지 - 한번 더 참는 이유

CJ 대한통운에 대한 목표주가를 10만원으로 유지하고, 투자의견도 HOLD를 유지한다. 택배시장의 진입장벽 형성, 메이저 업체들의 택배요금과 관련된 긍정적인 변화는 15년만의 택배요금 반등 가능성을 높이고 있지만, 아직 주가에 반영되지는 않을 것으로 생각된다.

택배요금 인상을 배제할 경우 2014년 영업이익은 1,249억원으로 YoY 182.8% 증가할 것으로 예상된다. (CJ GLS와의 효과를 1Q'13에도 소급 적용하여 비교) 영업이익이 증가할 것으로 보는 주된 원인은 택배부문 실적 안정화다. 우리는 CJ 대한통운이 2013년 CJ GLS와의 합병과정에서 겪었던 물량감소와 단가하락이 일부 진정될 것으로 보인다. 이는 CJ 대한통운이 합병 초기의 분류 오류 등의 문제가 완전히 정상화 된 것으로 보이기 때문이다. KBCT 문제가 해결되는 등의 효과로 해운항만부문의 손실도 개선될 것으로 보고 있다.

택배요금 인상을 배제한다면 동사의 현재 주가는 매력적이지 않다. 우리는 동사의 2014년 EPS를 3,277원으로 보고 있고, 이를 기준으로 보면 현재 주가는 PER 32.4배에 달해, 동사 과거 평균 19.7배를 크게 상회한다. 동사의 비용절감에 따른 턴어라운드 스토리에 동의하지만, 그 효과는 OPM이 2013년 0.9%에서 2014년 2.7%로 회복하는 정도로 보이며, 기존의 5% 수준으로 회복할 것으로 단언하기는 어렵다. 또한, 대우건설은 동사의 주식 5.3%를 아시아나항공은 4.9%의 지분을 보유하고 있는데, 이들은 현재의 동사 주가에서는 손실 없이 이 주식들을 처분할 수 있다.

우리는 택배업체들이 구체적인 요금인상으로 나서기 전에 인상가능성만으로 주가가 미리 상승할 것으로 보지는 않는다. 이는 택배요금이 장기간 하락해온 것을 알고 있는 시장참여자들이 택배요금 반등 가능성을 쉽게 받아들이고 있지 않기 때문이다.

### 4Q'13 예상 실적 : 연결 영업이익 96억원 (YoY -77.7%, QoQ 흑전)

4Q'13 CJ 대한통운은 (연결) 매출액 1.1조원(YoY -3.1%, QoQ +6.0%) 영업이익 96억원(YoY -77.7%, QoQ 흑자전환, OPM 0.9%) 지배주주순손실 382억원(YoY 적전, QoQ 적지)을 기록했을 것으로 추정된다. 2013년 영업이익은 442억원으로 YoY -76.5% 감소한 것으로 보인다. (CJ GLS와의 효과를 2012년에도 소급 적용하여 비교)

4Q'13 영업이익이 YoY 감소한 주된 원인은 포워딩 매출의 상실, 해운항만 실적의 부진, 택배원가의 증가 등으로 추정된다. 포워딩 매출은 CJ GLS가 처리하던 삼성그룹 물량이 빠져나가면서 합병 전 대비 감소하는 효과가 매 분기 발생해왔다. 해운항만 실적이 부진했던 것은 자회사인 KBCT가 부산신항만으로의 물량이전 효과로 인해 지속적으로 손실을 발생시켜왔기 때문이다. 택배부문의 비용 증가는 합병에 대비해 택배관련 인력과 설비를 증설한데서 발생하는 것이다.



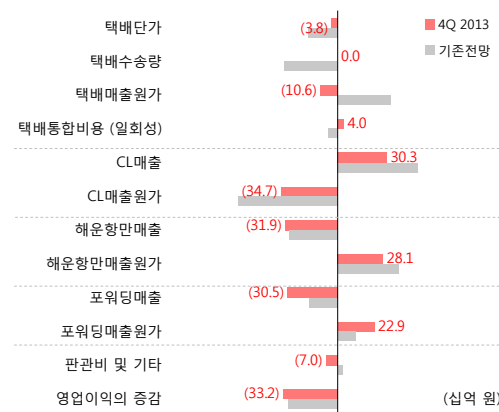
CJ대한통운 예상 실적 및 각종 비교

(단위: 십억 원)

대한통운 (연결)	4Q 2013	기존 추정치	컨센서스	4Q 2012	3Q 2013
매출액	1,123.2	1,100.8	1,120.3	1,159.1	1,059.3
영업이익	9.6	10.3	13.6	42.8	-2.8
순이익	-38.2	0.1	-1.7	8.2	-29.2
<b>차이</b>		<b>기존전망 대비</b>	<b>컨센서스 대비</b>	<b>YoY</b>	<b>QoQ</b>
매출액		22.4	2.9	-35.9	63.9
영업이익		-0.8	-4.1	-33.2	12.3
순이익		-38.3	-36.4	-46.4	-9.0
<b>%</b>		<b>기존전망 대비</b>	<b>컨센서스 대비</b>	<b>YoY</b>	<b>QoQ</b>
매출액		2.0%	0.3%	-3.1%	6.0%
영업이익		-7.4%	-29.9%	-77.7%	흑전
순이익		적전	적지	적전	적지
OPM	0.9%	0.9%	1.2%	3.7%	-0.3%

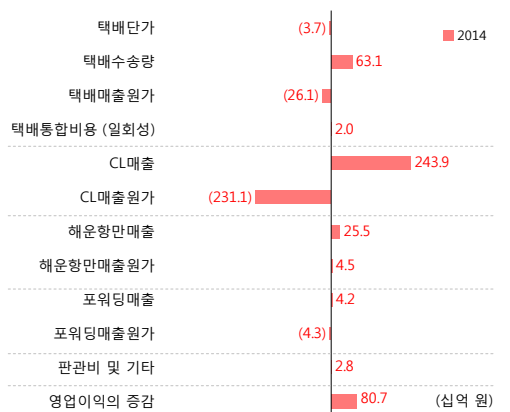
자료: 동양증권 리서치센터

3Q'13 CJ 대한통운 추정 요소별 영업이익 증감 기여 (YoY)



자료: 동양증권 리서치센터

4Q'13 CJ 대한통운 추정 요소별 영업이익 증감 기여 (YoY)



자료: 동양증권 리서치센터

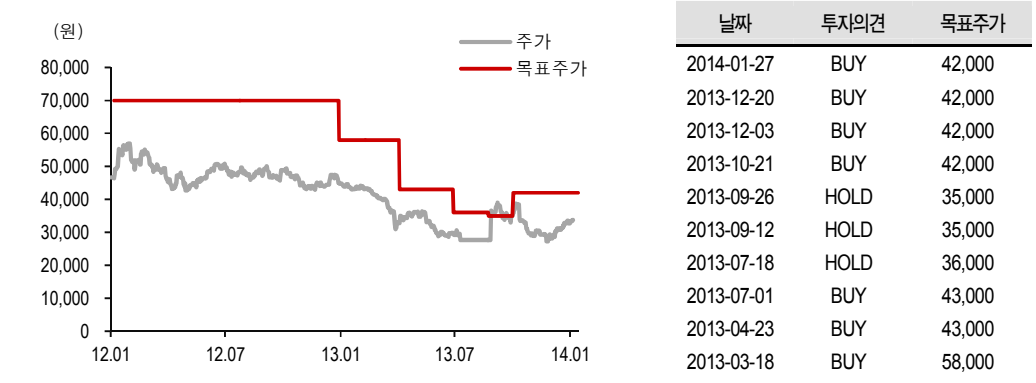
CJ대한통운 적정 주가 산출

(단위: 십억 원)

항목	1Q 2014	2Q 2014	3Q 2014	4Q 2014	비고
순자산가치 (A)	2,264.3	2,293.8	2,316.9	2,339.5	
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)	130,116	131,807	133,137	134,436	원
PBR (D)	0.7	0.7	0.7	0.7	배
주당가치 (C) X (D) *	94,583	95,813	96,780	97,724	원
현재주가	107,000	107,000	107,000	107,000	원
상승여력	-11.6%	-10.5%	-9.6%	-8.7%	

자료: 동양증권 리서치센터, \*주당가치가 기존 목표주가(120,000 원) 대비 ±10% 이상이므로 목표주가 조정

### 대한항공 (003490) 투자등급 및 목표주가 추이

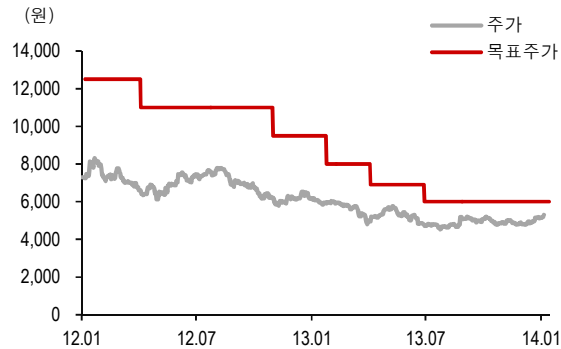


자료: 동양증권

- 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 배무자는 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: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급(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 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 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

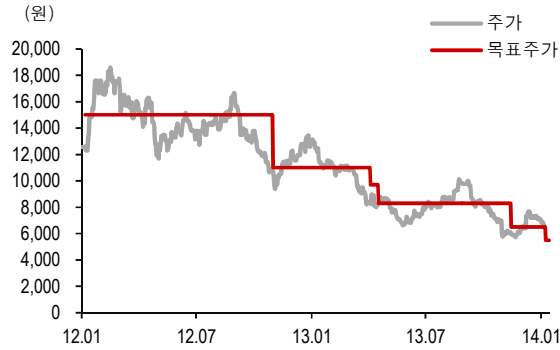


자료: 동양증권

- 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 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 (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: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 (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 신뢰할만하다고 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



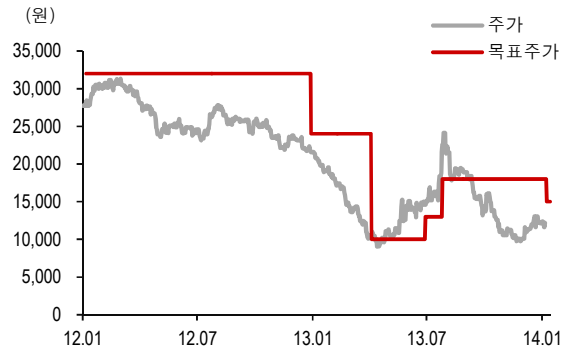
날짜	투자의견	목표주가
2014-01-27	HOLD	5,500
2013-12-20	HOLD	6,500
2013-12-03	HOLD	6,500
2013-10-21	HOLD	8,300
2013-09-16	HOLD	8,300
2013-08-12	HOLD	8,300
2013-07-18	HOLD	8,300
2013-06-24	HOLD	8,300
2013-05-06	HOLD	8,300
2013-04-23	HOLD	9,700

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 배무자는 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: -10%이상(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 신뢰할만하다고 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

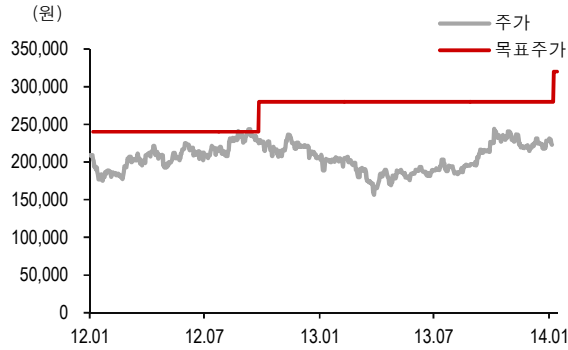


자료: 동양증권

- 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 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 (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: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 (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 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 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.

### 현대글로벌비스 (086280) 투자등급 및 목표주가 추이



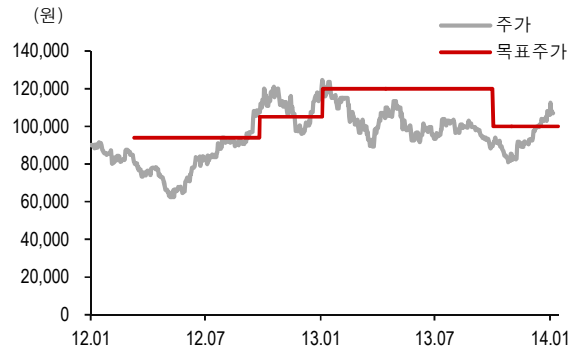
날짜	투자의견	목표주가
2014-01-27	BUY	320,000
2013-12-03	BUY	280,000
2013-10-21	BUY	280,000
2013-08-05	BUY	280,000
2013-07-18	BUY	280,000
2013-04-29	BUY	280,000
2013-04-23	BUY	280,000
2013-01-28	BUY	280,000
2013-01-17	BUY	280,000
2012-11-19	BUY	280,000

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 현대글로벌비스종목을 기초자산으로 하는 추가연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 (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: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 (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
2014-01-27	HOLD	100,000
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

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 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 (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: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 (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 신뢰할만하다고 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.