



2014년 5월 8일

하나금융그룹

Special Report | 하나대투증권 2014년 하반기 산업전망 #8



Analyst 신민석
02-3771-7566
ms.shin@hanafn.com

RA 조건희
02-3771-8094
jogh2@hanafn.com

2014년 하반기 전망 | 운송 최악의 시점은 지나가고 있다

투자의견 Overweight(상향), Top Pick 현대글로벌비스
물동량 회복, 비용 절감, 재무 개선으로 업황 저점 통과 중
Top Picks: 현대글로벌비스 유지



CONTENTS

Summary	3
2014년 하반기 핵심차트	4
1. 투자포인트	5
외형 성장보다는 내실 강화를 통한 수익성 개선	5
2. Valuation	6
1) 글로벌 항공운송업체 실적 및 Valuation	6
2) 글로벌 육상운송업체 실적 및 Valuation	7
3) 글로벌 해운운송업체 실적 및 Valuation	8
3. 육상운송: 계열사 효과 지속	9
1) 계열사 모멘텀은 지속되지만, 효과는 과거보다 낮아져	9
2) 현대차그룹 자동차 생산량 증가는 중국 중심	10
3) 택배 시장은 Top3로 점진적으로 재편 될 전망	11
4. 항공운송: 화물 수요 회복, 유가 및 환율 하락 수혜	12
1) 화물 반등세 전환, 유류비 절감 효과 지속	12
2) 내국인 출국은 2014년 11.0%, 2015년 9.2% 증가 전망	13
3) 중국노선 탑재율 상승으로 수익 노선으로 변화	14
4) 항공화물은 inbound 증가로 전년대비 6.7% 증가 전망	16
5) 인천공항 노선별 여객 추이	17
6) 인천공항 노선별 화물 추이	18
5. 해상운송: 벌크 공급과잉 해소로 투자 매력도 개선	19
1) 벌크 정상화, 컨테이너 공급과잉 지속	19
2) 컨테이너 업황 전망	20
3) 벌크 업황 전망	22
Top Picks 및 관심종목	24
현대글로벌비스 (086280)	25
아시아나항공 (020560)	28
CJ대한통운 (000120)	31
한진해운 (117930)	34

2014년 5월 8일

운송

최악의 시점은 지나가고 있다

투자의견 Overweight(상향), Top pick 현대글로벌비스

운송업종 투자의견을 기존의 Neutral에서 Overweight로 상향한다. 투자의견 상향은 1)글로벌 물동량이 회복되면서 공급과잉이 점진적으로 해소되고 있으며, 2)대외변수 안정(유가/환율)으로 비용 절감이 예상된다. 3)자산 매각 및 계열사 지원을 통한 재무리스크가 완화되고 있으며, 4) 운임 상승으로 실적 개선이 예상된다. Top pick은 해상물류 매출 성장과 안정적 재무구조를 확보한 현대글로벌비스(TP 320,000원/매수)를 제시하며, 차선호주는 비용절감과 항공 수요 회복으로 실적 개선이 기대되는 아시아나항공(TP 7,000원/매수)이다.

물동량 회복, 비용 절감, 재무 개선으로 업황 저점 통과 중

2014년 하반기 운송업종 특징은 다음과 같다.

1)육상운송은 1위 사업자인 CJ대한통운의 시장 점유율 확대 속 2~3위 업체인 현대로지틱스와 한진의 설비투자 확대가 예상된다. 2015년 설비투자가 마무리 되면, 택배 시장은 상위업체들 중심의 과점이 예상된다.

2)항공운송은 유가 및 환율 하락으로 비용이 절감이 예상되며, 화물 수요가 증가하고 있어 실적에 긍정적이다. 다만, 저가 항공사 영업력 확대로 경쟁은 더욱 심화될 전망이다.

3)해상운송은 벌크 업황을 중심으로 정상화가 예상된다. 컨테이너는 선박 공급과잉 지속으로 제한적인 운임 회복이 전망된다. 벌크는 공급과잉 해소로 2014년 상반기부터 국내 대표 벌크 선사들이 흑자전환에 성공할 전망이다.

Top Picks: 현대글로벌비스 유지

운송업종 Top pick은 현대글로벌비스(TP 320,000원/매수)이다. 차선호주는 유가 및 환율 하락에 따른 비용 절감이 예상되는 아시아나항공(TP 7,000원/매수)이다.

관심종목은 CJ대한통운(TP 120,000원/중립)으로 택배 시장 1위 사업자로 경쟁력이 강화되며, 지난해 구조조정 효과로 빠른 실적 개선이 예상된다. 대한해운(Not Rated)은 벌크 업황 정상화 수혜가 예상되며, 장기적으로 용선선박(LNG선)확대로 외형 및 실적 개선이 전망된다.

Equity Research

2014년 하반기 산업전망

Overweight(상향)

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(5월7일)
현대글로벌비스(086280)	BUY	320,000원	23,7500원
아시아나항공(020560)	BUY	7,000원	4,800원
CJ대한통운(000120)	Neutral	120,000원	106,500원
한진해운(117930)	Neutral	7,500원	6,030원

Financial Data

투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	십억원	30,850.8	32,711.5	33,774.0	36,114.8	38,461.4
영업이익	십억원	826.3	447.4	1,275.2	1,525.2	1,859.2
세전이익	십억원	269.2	(149.4)	744.4	1,048.0	1,368.5
순이익	십억원	(8.2)	(373.6)	507.3	758.4	1,014.7
EPS	원	(24)	(1,077)	1,456	2,177	2,912
증감율	%	-	-	-	48.79	33.16
PER	배	-	-	26.43	17.68	13.21
PBR	배	1.92	1.94	1.90	1.73	1.54
EV/EBITDA	배	12.57	17.32	11.01	9.72	8.40
ROE	%	(0.12)	(5.52)	7.41	10.23	12.34
BPS	원	18,215	17,337	18,514	20,290	22,738
Net DER	%	132.56	161.08	154.55	142.36	123.04

주: 현대글로벌비스, 아시아나항공, CJ대한통운, 한진해운 총 4개 기업 합산



Analyst 신민석
02-3771-7566
ms.shin@hanafn.com

RA 조건희
02-3771-8094
jogh2@hanafn.com

Summary

✓ Catalyst

- 글로벌 물동량 회복으로 공급과잉 점진적인 해소
- 유가와 환율을 비롯한 대외변수의 안정으로 비용 절감 기대
- 자산 매각 및 계열사 지원을 통한 재무리스크 완화
- 운임 상승으로 실적 개선이 예상

✓ 하반기 전망

- 육상운송: 1위 사업자인 CJ대한통운의 시장 점유율 확대
- 항공운송: 유가 및 환율 하락으로 비용 절감, 화물 수요 증가 지속, 경쟁은 심화
- 해상운송: 벌크 업황 중심의 정상화 기대

✓ 종목 투자 Point

- 현대글로벌비스: 현대차 그룹 매출 성장 둔화에도 비계열사 매출 증가로 외형성장세 지속, 해외물류 사업부문의 견조한 성장세 전망.
- 아시아나항공: 환율과 유가 하향 안정으로 연료비 감소와 대형기 도입에 따른 장거리 여객 비중 증가로 인한 수익 개선 기대
- CJ대한통운: 택배사업부 정상화로 하반기 영업이익 정상화와 본격적인 CJ GLS 합병 시너지 기대
- 한진해운: 한진그룹 편입으로 인한 재무리스크 완화와 유럽노선과 미주노선의 운임 인상에 따른 실적 개선 예상

✓ Top Picks

- 현대글로벌비스 (086280, BUY, TP 320,000원)
- 아시아나항공 (020560, BUY, TP 7,000원)

✓ View Change

- 운송업종 : Neutral → Overweight

2014년 하반기 핵심차트

현대차 그룹 해외생산량은

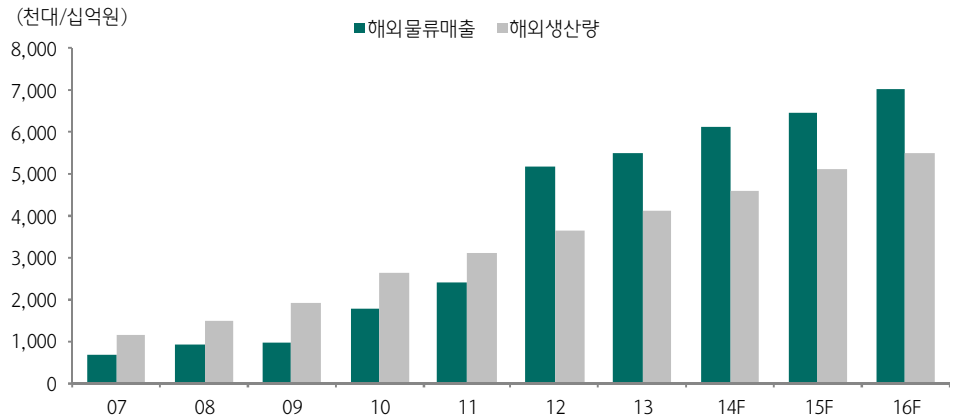
2014년 2015년 각각 10.6%, 7.6%

증가 전망

해외생산량 증가로 해외물류 매출은

지속 성장 전망

그림 1. 현대차그룹 해외생산량과 현대글로벌비스 해외물류 매출 추이 및 전망



자료: 현대차그룹, 현대글로벌비스, 하나대투증권

항공화물은 2011년~2013년 정체

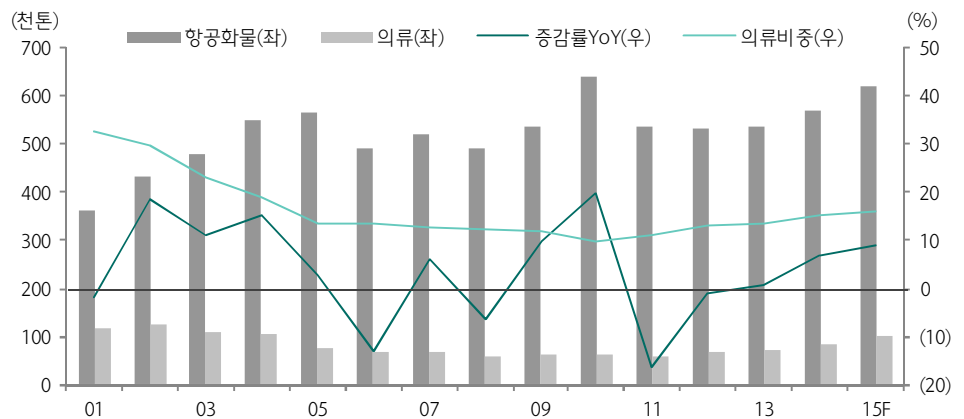
2014년과 2015년 각각 6.7%, 8.8%

성장 전망

2013년 하반기 이후 의류 수입량

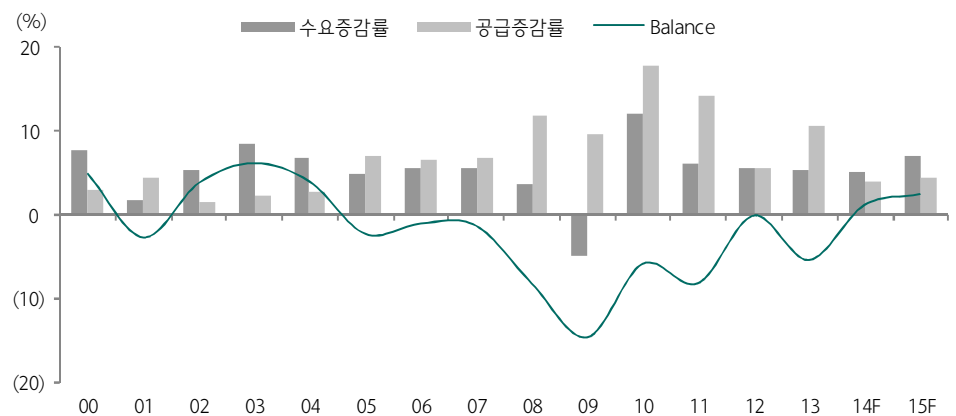
증가로 항공화물 탑승률 개선 중

그림 2. 항공화물과 의류 비중 추이 및 전망



자료: 무역협회, 하나대투증권

그림 3. 벌크 수요/공급 Balance 추이 및 전망



자료: Clarkson, 하나대투증권

1. 투자포인트

Top pick은 현대글로비스
(TP 320,000원/매수) 제시

외형 성장보다는 내실 강화를 통한 수익성 개선

하반기 운송업종은 외형 성장보다는 내실(자산 매각, 비용 절감 등) 강화를 통한 수익성 개선이 예상된다. 육상운송은 계열사 지원보다는 자체 성장 모멘텀을 찾고 있으며, 항공운송은 유가 및 환율 하락에 따른 비용절감과 화물 수요 회복 등으로 수익성 개선이 나타날 전망이다. 해상운송은 빠른 실적 개선은 어렵지만, 벌크업체들은 흑자전환이 가능할 전망이다.

육상운송은 대표 기업인 현대글로비스가 계열사 지원을 통한 성장보다는 자체 벌크해운 시장 진출 확대와 기타유통 사업 강화를 통해 외형성장을 유지하고 있다. 상대적으로 낮은 마진 사업부문 매출이 증가하고 있어 이익률 하락은 불가피하다. CJ대한통운은 2013년 합병에서 발생했던 비용을 지난해 반영하고, 구조조정을 통해 2014년 하반기부터 적정 마진 회복이 가능할 전망이다.

항공운송은 2013년 주력 노선인 일본노선 수익성 악화(수요 감소와 저비용 항공사 진입 확대)와 유가 급등, 화물 부진으로 실적이 급감했다. 2014년 일본노선 공급 축소로 탑재율 정상화, 유가 및 환율 하락에 따른 비용 절감, 그리고 최근 항공화물 수요 회복으로 2014년 하반기부터 실적이 정상화될 전망이다.

해상운송은 컨테이너 부진은 지속되지만, 벌크 시장 회복으로 벌크선사들은 2014년 상반기부터 흑자전환에 성공할 전망이다. 아직 전체적인 해운 시장 회복을 이야기하기는 빠르지만, 벌크 업황 정상화 이후 컨테이너 업황은 2015년부터 점진적으로 정상화될 전망이다. 해운 업체 실적은 2014년 하반기부터 꾸준히 회복될 전망이다.

표 1. 운송 업체 투자의견 및 실적 전망

기업명	투자의견	목표주가 (원)	상승여력 (%)	구분 (십억원)	2013	2014F	2015F	2016F
현대글로비스 (086280)	BUY (유지)	320,000(유지)	25.8	매출액	12,861	13,818	15,155	16,443
				영업이익	637	664	712	800
				순이익	481	510	548	605
				BPS (원)	62,236	74,364	87,484	102,127
				PBR (배)	3.7	3.3	2.8	2.4
				ROE (%)	22.6	19.9	18.1	17.0
아시아나항공 (020560)	BUY (유지)	7,000(유지)	31.4	매출액	5,724	5,996	6,225	6,477
				영업이익	(11)	246	319	425
				순이익	(115)	109	127	204
				BPS (원)	4,613	5,312	5,956	6,995
				PBR (배)	1.1	0.9	0.8	0.7
				ROE (%)	(12.1)	11.3	11.5	16.1
CJ대한통운 (000120)	Neutral (유지)	120,000(유지)	11.3	매출액	3,795	4,665	5,137	5,604
				영업이익	64	159	208	242
				순이익	(15)	87	123	147
				BPS (원)	120,396	124,397	129,956	136,603
				PBR (배)	0.8	0.9	0.8	0.8
				ROE (%)	(0.5)	3.1	4.2	4.8
한진해운 (117930)	Neutral (유지)	7,500(유지)	19.6	매출액	10,332	9,294	9,598	9,937
				영업이익	(242)	206	286	393
				순이익	(680)	(199)	(39)	58
				BPS (원)	5,049	3,254	2,739	2,989
				PBR (배)	1.5	1.8	2.2	2.0
				ROE (%)	(72.4)	(37.9)	(10.2)	16.0

자료: 하나대투증권

2. Valuation

1) 글로벌 항공운송업체 실적 및 Valuation

2014년 아시아나항공
ROE 11.3%, PBR 0.9배

아시아나항공은 PBR 0.9배로 아시아 주요 항공사 수준의 Valuation을 받고 있다. 미국 항공사는 실적 개선으로 Valuation 부담이 증가하고 있다.

표 2. 글로벌 항공운송 업체 영업실적 및 전망

(단위: 십억원)

회사명 (국가)	매출액			영업이익			영업이익률			순이익		
	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F
대한항공	12,163	12,471	12,880	30	501	662	0.2	4.0	5.1	(332)	241	167
아시아나항공	5,724	5,996	6,225	(11)	246	319	(0.2)	4.1	5.1	(115)	109	127
아시아 주요 업체												
ANA 홀딩스	17,446	16,959	17,625	719	817	958	4.1	4.8	5.4	206	338	437
중국국제항공	16,846	18,149	19,937	430	1,118	1,378	2.6	6.2	6.9	581	651	869
중국남방항공	17,549	18,036	19,825	352	625	844	2.0	3.5	4.3	354	336	506
중국동방항공	15,714	16,171	17,744	247	633	821	1.6	3.9	4.6	422	392	514
캐세이퍼시픽항공	14,183	14,389	15,321	736	772	977	5.2	5.4	6.4	370	597	806
싱가폴항공	13,549	12,639	13,284	256	315	503	1.9	2.5	3.8	340	397	556
미국 주요 업체												
델타 에어라인스	41,354	41,314	43,067	4,162	5,002	5,561	10.1	12.1	12.9	11,539	2,585	2,978
사우스웨스트	19,377	18,861	19,684	1,493	1,896	2,146	7.7	10.1	10.9	825	1,081	1,235
유나이티드 콘티넨탈	41,908	40,566	42,277	1,937	2,269	3,145	4.6	5.6	7.4	625	1,545	2,214

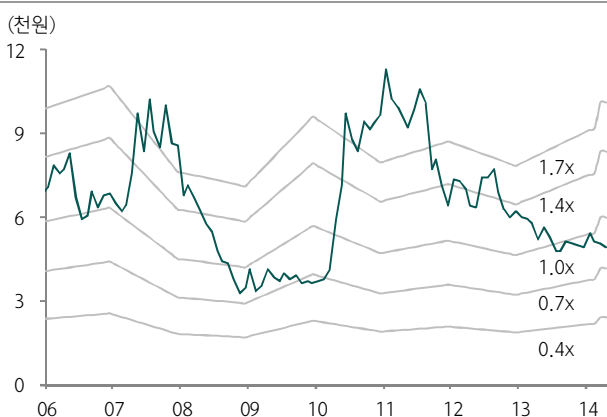
자료: 하나대투증권

표 3. 글로벌 항공운송 업체 영업실적 및 전망

회사명 (국가)	ROE(%)			EV/EBITDA			PER			PBR			주가상승률(%)		
	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F	5D	1M	3M
대한항공	(13.2)	9.8	6.3	10.3	6.5	6.7	NA	7.9	11.5	0.8	0.7	0.7	(1.5)	(13.6)	(5.8)
아시아나항공	(12.1)	11.3	11.5	14.2	6.6	6.1	NA	8.8	7.5	1.1	0.9	0.8	(1.1)	(2.3)	(9.1)
아시아 주요 업체															
ANA 홀딩스	2.5	4.3	5.4	6.1	5.5	5.0	41.6	25.0	19.0	1.1	1.0	1.0	0.4	0.0	7.1
중국국제항공	6.3	7.2	9.4	9.2	6.3	5.5	13.5	11.3	8.4	0.9	0.8	0.7	3.0	(4.7)	(9.2)
중국남방항공	5.9	5.3	8.2	7.1	5.7	4.9	9.1	10.2	5.7	0.5	0.5	0.5	(0.9)	(8.4)	(7.3)
중국동방항공	10.1	8.9	11.4	10.6	6.7	5.8	9.7	10.3	7.1	0.9	0.8	0.7	(1.3)	(10.7)	(4.9)
캐세이퍼시픽항공	4.4	7.0	8.7	7.4	7.0	6.1	21.9	12.8	9.4	0.9	0.9	0.8	(1.9)	3.1	(4.8)
싱가폴항공	3.0	3.3	5.2	4.6	4.1	3.4	30.2	24.5	17.4	0.9	0.9	0.9	0.4	(1.0)	8.3
미국 주요 업체															
델타 에어라인스	-	20.1	19.9	6.3	5.9	5.4	10.6	12.7	11.0	2.7	2.3	1.9	4.8	8.5	21.6
사우스웨스트	12.0	13.4	14.0	6.5	5.9	5.3	19.6	16.3	14.1	2.3	2.2	1.9	1.8	1.9	15.7
유나이티드 콘티넨탈	28.4	41.9	45.2	7.1	5.8	4.6	19.6	10.5	7.4	5.9	3.4	2.4	3.4	(9.7)	(10.0)

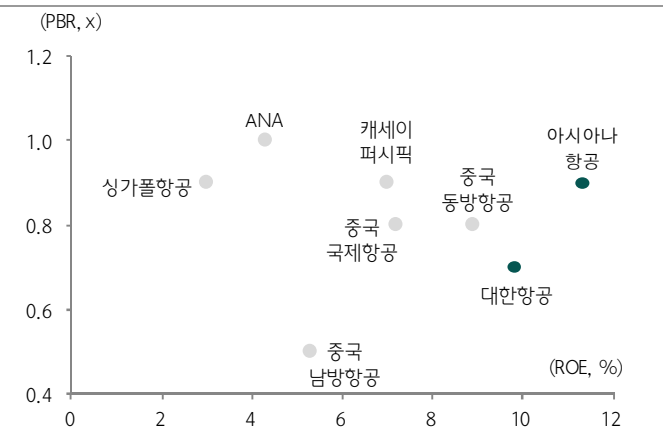
자료: 하나대투증권

그림 4. 아시아나항공 PBR 밴드



자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 5. 글로벌 항공업체 ROE-PBR 추이



자료: Bloomberg, 하나대투증권

2) 글로벌 육상운송업체 실적 및 Valuation

Valuation 부담은 성장으로
커버 가능

현대글로비스 ROE 19.9%, PBR 3.3배, CJ대한통운 ROE 3.1%, PBR 0.9배로 Valuation 부담은 존재한다. 하지만, 계열사 모멘텀이 존재하고 안정적인 재무구조를 가지고 있다.

표 4. 글로벌 육상운송업체 영업실적 및 전망

(단위: 십억원)

회사명 (국가)	매출액			영업이익			영업이익률			순이익		
	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F
현대글로벌비스	12,861	13,818	15,155	637	664	712	5.0	4.8	4.7	481	510	548
CJ대한통운	3,795	4,665	5,137	64	159	208	1.7	3.4	4.0	(15)	87	123
한진	1,500	1,559	1,633	40	46	49	2.7	3.0	3.0	(7)	6	7
일본 주요 업체												
아마토홀딩스	14,979	14,315	14,856	688	711	772	4.6	5.0	5.2	379	412	454
일본통운	21,800	17,226	17,836	449	417	484	2.1	2.4	2.7	322	265	326
미쓰비시물류	2,159	2,068	2,162	132	125	142	6.1	6.0	6.6	93	87	98
중국 주요 업체												
도이치 우체국	80,077	81,355	84,910	4,179	4,562	5,062	5.2	5.6	6.0	3,040	2,975	3,365
미국 주요 업체												
UPS	60,694	60,400	63,818	7,701	7,991	8,959	12.7	13.2	14.0	4,786	4,880	5,536
페덱스	49,171	46,784	49,118	3,565	3,543	4,449	7.3	7.6	9.1	1,733	2,137	2,670
CH로빈슨 월드와이드	13,961	13,879	14,780	747	724	785	5.4	5.2	5.3	455	433	468

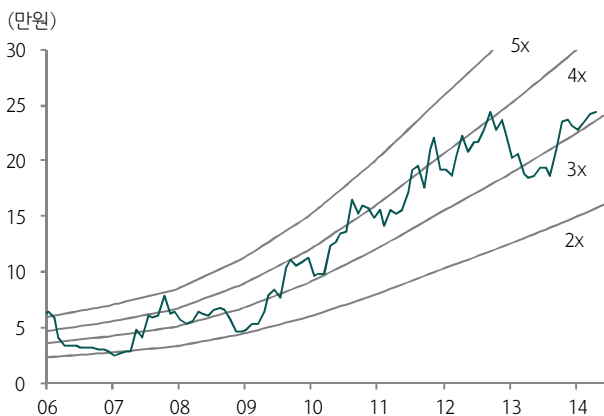
자료: 하나대투증권

표 5. 글로벌 육상운송 업체 영업실적 및 전망

회사명 (국가)	ROE(%)			EV/EBITDA			PER			PBR			주가상승률(%)		
	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F	5D	1M	3M
현대글로벌비스	22.6	19.9	18.1	11.5	12.1	11.1	18.0	18.0	16.8	3.7	3.3	2.8	(3.4)	0.8	6.8
CJ대한통운	(0.5)	3.1	4.2	55.0	15.2	12.6	-	28.6	20.3	0.8	0.9	0.8	1.4	(3.5)	1.9
한진	(1.0)	0.8	0.9	14.1	12.2	11.9	-	53.3	45.3	0.3	0.4	0.4	(0.6)	(5.1)	(0.6)
일본 주요 업체															
야마토 홀딩스	6.4	7.3	7.4	7.9	7.8	7.4	27.4	23.2	20.9	1.7	1.6	1.5	7.7	2.9	7.5
일본통운	5.1	5.1	6.0	7.5	7.2	6.7	19.3	19.2	15.4	0.9	1.0	0.9	0.2	(4.3)	11.4
미쓰비시물류	3.7	3.7	4.1	11.5	11.2	10.4	30.0	29.4	26.2	1.1	1.1	1.0	(1.5)	(0.8)	7.3
독일 주요 업체															
도이치 우체국	22.2	19.6	19.8	8.1	7.7	7.0	15.5	15.9	14.2	3.3	3.0	2.7	1.7	(4.5)	5.8
미국 주요 업체															
UPS	78.6	80.2	100.3	11.5	10.0	9.1	21.4	19.2	16.6	14.0	15.1	13.1	(0.3)	(0.2)	3.4
페덱스	10.7	12.5	15.7	7.0	6.9	5.9	21.0	20.3	15.4	2.6	2.6	2.3	1.0	1.1	3.8
CH로빈슨 월드와이드	32.8	43.7	47.0	11.6	12.3	11.4	22.1	20.4	18.6	8.7	8.4	8.4	3.0	11.0	10.9

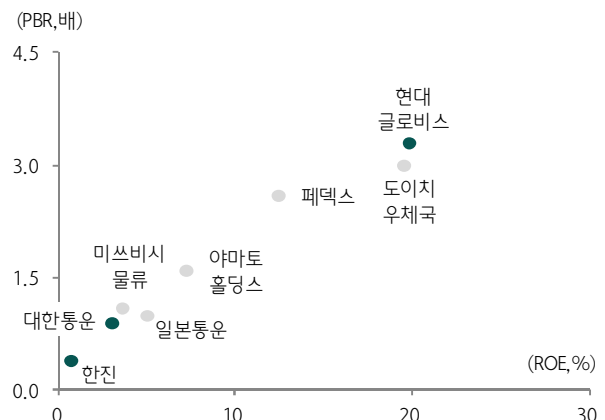
자료: 하나대투증권

그림 6. 현대글로벌비스 PBR 밴드



자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 7. 글로벌 육운업체 ROE-PBR 추이



자료: Bloomberg, 하나대투증권

3) 글로벌 해운운송업체 실적 및 Valuation

컨테이너 선사 2014년 순이익 적자
불가피할 전망

한진해운은 PBR은 1.8배로 글로벌 해운선사대비 높은 Valuation을 받고 있다. 장기적으로 한진그룹 편입을 통한 재무 건전성 회복이 필요하다.

표 6. 글로벌 해운운송업체 영업실적 및 전망

(단위: 십억원)

회사명 (국가)	매출액			영업이익			영업이익률			순이익		
	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F
한진해운	10,332	9,294	9,598	(242)	206	286	(2.3)	2.2	3.0	(680)	(199)	(39)
현대상선	8,149	8,378	8,912	(329)	124	288	(4.0)	1.5	3.2	(696)	(430)	(40)
일본 주요 업체												
미쓰이OSK라인(MOL)	18,845	18,011	18,557	448	717	834	2.4	4.0	4.5	625	572	685
엔와이케이(NYK)	24,379	23,051	23,821	490	818	941	2.0	3.6	4.0	360	535	673
가와사키선(K-Line)	13,339	12,593	13,007	314	440	542	2.4	3.5	4.2	181	257	327
중국 주요 업체												
중국해운컨테이너(CSCL)	6,040	5,988	6,543	(456)	(57)	227	(7.5)	(1.0)	3.5	(465)	(81)	142
Orient Oversea(OOIL)	6,822	6,777	7,259	10	191	304	0.2	2.8	4.2	51	141	245
넵툰 오리엔트 라인스	9,669	9,711	10,346	(267)	145	341	(2.8)	1.5	3.3	(84)	43	231
코스코 해운	874	913	994	256	300	333	29.3	32.8	33.5	769	340	375
퍼시픽 베이슨	1,871	1,934	2,192	43	87	138	2.3	4.5	6.3	2	43	106
덴마크 주요 업체												
AP Moller 머스크	51,895	51,557	54,295	7,385	9,287	9,895	14.2	18.0	18.2	3,778	4,579	5,347

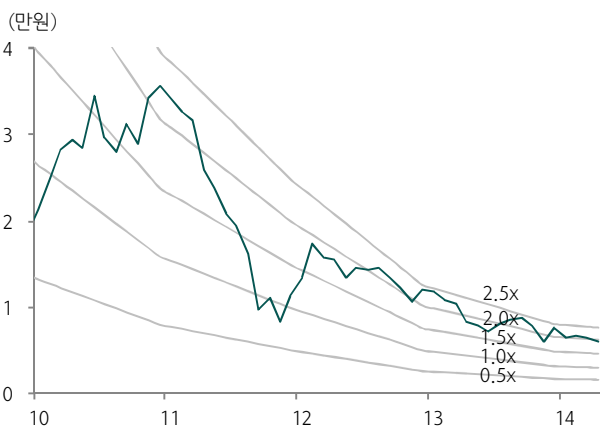
자료: 하나대투증권

표 7. 글로벌 해운운송업체 영업실적 및 전망

회사명 (국가)	ROE(%)			EV/EBITDA			PBR			PBR			주가상승률(%)		
	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F	5D	1M	3M
한진해운	(72.4)	(37.9)	(10.2)	29.9	12.2	10.0	NA	NA	NA	1.5	1.8	2.2	0.3	(5.9)	(6.8)
현대상선	(95.7)	(17.2)	9.2	(38.3)	-	-	-	-	64.5	4.1	5.4	6.6	(0.5)	0.5	(26.9)
일본 주요 업체															
미쓰이OSK라인(MOL)	9.4	8.4	9.1	11.9	9.0	8.0	7.4	7.5	6.3	0.6	0.6	0.6	0.0	(15.1)	(9.2)
엔와이케이(NYK)	4.8	7.0	8.1	9.5	7.6	6.7	14.8	9.5	7.4	0.7	0.7	0.6	1.8	(8.3)	(5.9)
가와사키선(K-Line)	4.6	6.5	8.2	7.2	5.4	4.9	12.1	8.1	6.4	0.5	0.5	0.5	3.9	(7.8)	(4.9)
중국 주요 업체															
중국해운컨테이너(CSCL)	(10.4)	(1.9)	3.4	-	35.8	13.9	-	-	18.9	0.7	0.7	0.7	0.0	(2.2)	0.6
Orient Oversea(OOIL)	1.1	3.0	5.0	14.2	9.1	7.0	62.6	22.8	13.6	0.7	0.6	0.6	(2.8)	(1.1)	2.1
넵툰 오리엔트 라인스	(3.6)	1.2	8.8	51.3	12.3	8.5	-	89.9	9.9	1.0	1.0	0.9	(0.5)	1.5	2.0
코스코 해운	16.5	7.4	7.7	12.3	11.0	9.7	12.9	11.2	10.1	0.8	0.8	0.7	(0.8)	(1.0)	5.2
퍼시픽 베이슨	0.1	4.1	8.3	15.9	10.0	7.2	113.8	26.4	10.7	0.9	0.8	0.8	(3.2)	(7.6)	(8.7)
덴마크 주요 업체															
AP Moller 머스크	9.1	11.8	10.4	5.3	5.0	4.6	16.4	12.8	10.7	1.3	1.1	1.1	1.7	(1.3)	6.0

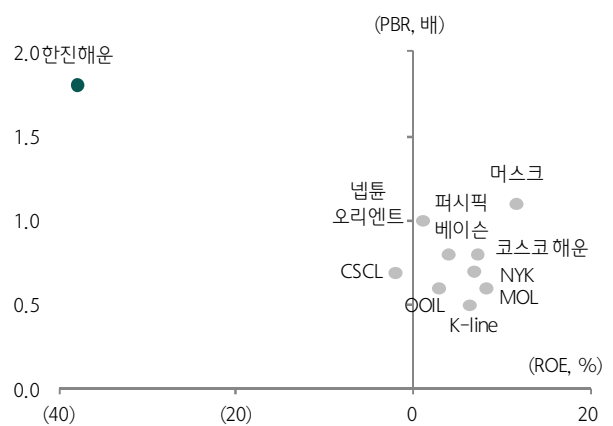
자료: 하나대투증권

그림 8. 한진해운 PBR 밴드



자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 9. 글로벌 해운운송 업체 ROE-PBR 추이



자료: Bloomberg, 하나대투증권

3. 육상운송: 계열사 효과 지속

국내 육상운송업체 계열사 지원은 다소 낮아지지만, 자체 사업을 통한 성장 모멘텀은 지속될 전망
택배시장은 2014년 CJ대한통운의 독점적 지위 확보가 예상되며, 향후 한진과 현대로지틱스의 설비 투자로 3개 업체 과점이 예상

1) 계열사 모멘텀은 지속되지만, 효과는 과거보다 낮아져

육상운송은 과거 계열사 지원을 통해 고 성장을 기록했지만, 2015년까지 계열사 지원보다는 자체 사업부 성장을 통한 매출 증가가 예상된다. 국내 대표적인 육상운송 업체인 현대글로비스는 현대차 그룹의 해외공장 생산량과 자동차 수출 성장률이 둔화되면서 외형 성장세가 한 단계 낮아지고 있다. 2014년과 2015년 계열사 성장 수혜를 기대하기 어렵지만, 해외물류(벌크해운)와 기타유통을 통한 매출 성장세는 지속될 전망이다.

2013년 국내 대표 벌크선사인 팬오션이 법정관리에 들어갔고, 1,2위 컨테이너 업체인 한진해운과 현대상선도 재무리스크가 부각되면서 벌커 및 LNG사업부를 매각했다. 이와 같이 국내 해운 경기 부진과 정부의 규제 완화로 현대글로비스는 벌크해운 시장 진출을 확대하고 있다. 아직 안정적인 이익구조를 갖춘 전용선 사업에 집중하고 있지만, 향후 고객 베이스가 확대될 경우 본격적인 화물 영업도 늘어날 전망이다.

CJ대한통운은 택배 시장 점유율 확대를 위해 노력 중이다. 지난해 합병을 통한 시너지보다는 합병에 따른 비용 증가와 네트워크 혼선으로 점유율이 하락했다. 2013년 4분기부터 구조조정과 시장 점유율 확대를 정상화 노력이 진행 중이며, 2015년까지 시장 지배력은 더욱 강화될 전망이다.

한진그룹은 한진해운 인수가 진행 중이다. 대한항공이 주도적으로 인수할 예정이며, 인수가 마무리될 경우 항공, 육상, 해상을 연계한 시너지가 기대된다. 특히, 2015년까지 지주사 전환을 앞두고 있어 한진은 대한항공 지분(9.9%) 유동화로 투자자금 확보가 가능하다. 택배 사업부 설비 투자에 집중할 경우 향후 택배 시장 점유율 확대에 이어질 전망이다.

표 8. 운송 업체 투자 의견 및 실적 전망

기업명	투자 의견	목표주가 (원)	상승여력 (%)	구분 (십억원)	2013	2014F	2015F	2016F
글로비스 (086280)	BUY(유지)	320,000(유지)	25.8	매출액	12,861	13,818	15,155	16,443
				영업이익	637	664	712	800
				순이익	481	510	548	605
				BPS (원)	62,236	74,364	87,484	102,127
				PBR (배)	3.7	3.3	2.8	2.4
CJ대한통운 (000120)	Neutral(유지)	120,000(유지)	11.3	ROE (%)	22.6	19.9	18.1	17.0
				매출액	3,795	4,665	5,137	5,604
				영업이익	64	159	208	242
				순이익	(15)	87	123	147
				BPS (원)	120,396	124,397	129,956	136,603
				PBR (배)	0.8	0.9	0.8	0.8
				ROE (%)	(0.5)	3.1	4.2	4.8

자료: 하나대투증권

2) 현대차그룹 자동차 생산량 증가는 중국 중심

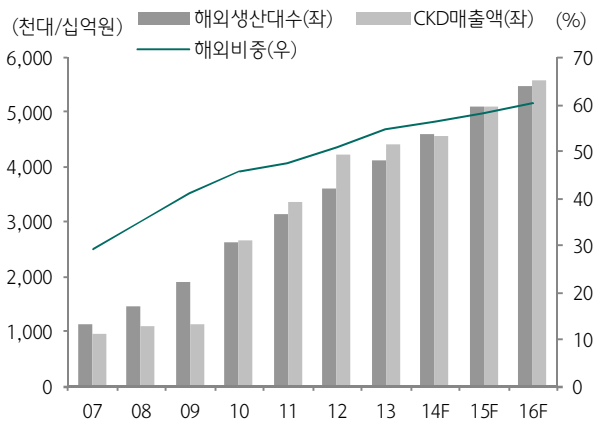
CKD 영업이익률은 환율 영향으로
소폭 감소 전망. 중국 생산량 확대로
해외물류 매출은 증가세 지속

현대차 그룹 자동차 수출은 전년대비 5.0% 증가한 242.8만대가 예상된다. 2013년 수출 증가율이 0.8% 감소하면서 2014년 수출 증가율 전망을 1.1%로 예상했지만, 최근 내수 부진, 수출 증가로 이어져 수출량은 기존대비 3.9%p 상향했다. 현대차 그룹은 2012년 이후 해외 현지법인 생산량을 꾸준히 늘리고 있다. 특히, 2014년부터는 중국 현지공장 증설로 중국 생산량이 증가하고 있다.

2014년 현대차 그룹 해외생산량은 전년대비 11.9% 증가한 461.0만대가 예상된다. 특히, 중국은 194.0만대로 전년대비 19.6% 증가가 예상되며, 중국 이외 지역은 6.9% 증가한 267.0만대가 추정된다. 중국 공장은 2015년에도 10.8%가 성장하면서 현대차 그룹 해외 공장 생산을 주도할 전망이다.

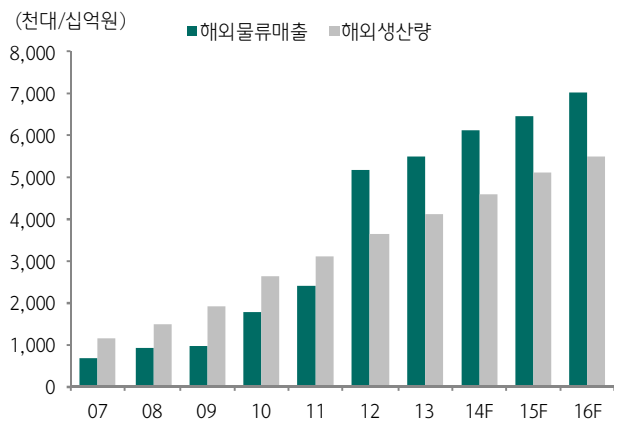
CKD매출과 밀접한 미국과 유럽 공장은 이미 3교대 풀캐파로 생산하고 있어 2014년 두 자리 성장을 기대하기 어려울 전망이다. 하지만, 중국 중심의 생산량 증가는 해외물류 매출 증가로 이어질 전망이다. 해외매출은 2013년 5.5조원에서 2014년 6.1조원으로 11.8% 증가가 예상되며, 2015년에는 5.5% 증가한 6.5조원이 예상된다.

그림 10. 현대차 그룹 해외 생산량과 CKD매출 추이 및 전망



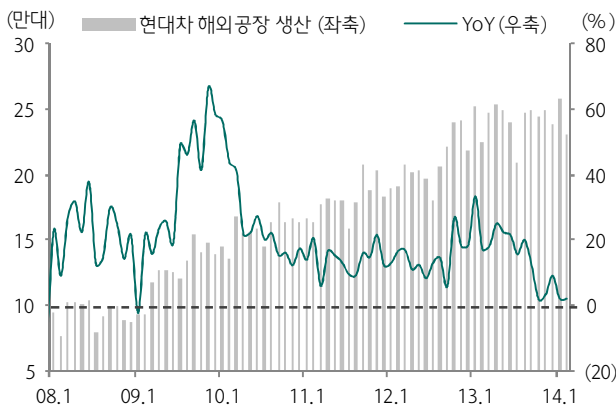
자료: 현대차그룹, 하나대투증권

그림 11. 현대차 그룹 수출 대수와 해외물류 매출 추이 및 전망



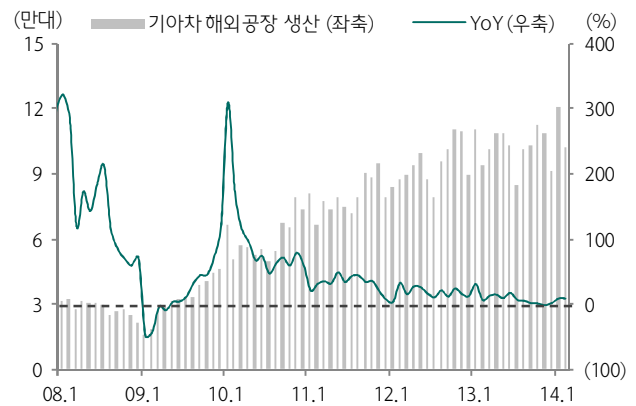
자료: 현대차그룹, 현대글로비스, 하나대투증권

그림 12. 현대차 그룹 해외 생산량과 CKD매출 추이 및 전망



자료: 현대차그룹, 하나대투증권

그림 13. 현대차 그룹 수출 대수와 해외물류 매출 추이 및 전망



자료: 현대차그룹, 현대글로비스, 하나대투증권

택배시장은 2014년 CJ대한통운의 독보적인 점유율 확대 이후, 2015년 한진, 현대로지틱스 점유율 확대

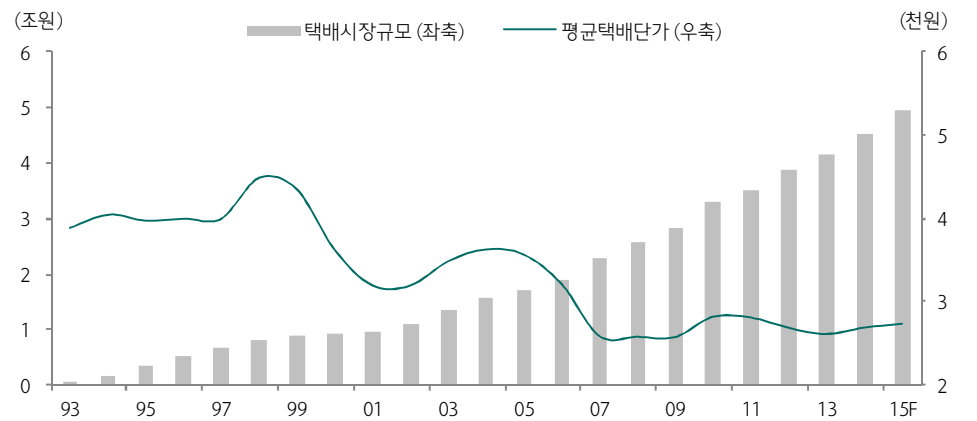
3) 택배 시장은 Top3로 점진적으로 재편 될 전망

택배 물동량은 2014년 전년대비 9.0% 증가가 예상된다. 지난해 10% 내외 성장에 비하면 다소 하락해 보이지만, 두 자리 성장을 기록하고 있다. 다만, 택배가격은 지난해 CJ대한통운 영향으로 소폭 하락했다. CJ대한통운이 정상화 되고 있어 2014년 택배가격은 2012년 수준까지 회복할 전망이다.

시장 점유율은 CJ대한통운의 확대가 예상된다. 현대로지틱스와 한진이 설비 투자가 늦어지면서 점유율 확대보다는 내실 경영에 중점을 두고 있기 때문이다. 하지만, 한진그룹이 2015년 지주사 전환이 마무리될 경우 대한항공 지분(9.9%) 매각을 통한 자금으로 설비투자가 가능할 전망이다. 또한, 현대그룹은 유동성 해소를 위해 현대로지틱스를 매각할 경우 인수 업체는 터미널 투자를 통한 점유율 확대가 가능하다. 결국, 택배산업은 2014년 CJ대한통운의 독보적 점유율 확대에서 2015년 Top3 체제로 진행될 전망이다.

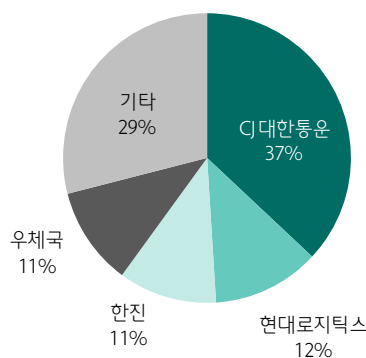
그림 14. 국내 택배 시장 추이 및 전망

택배 시장은 물동량 성장 지속, 가격은 2014년 반등 전망



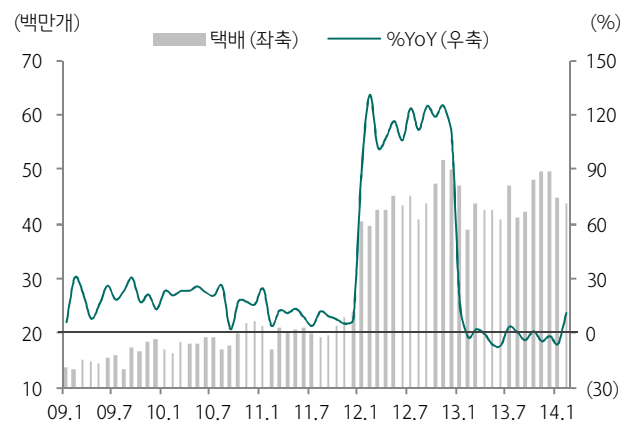
자료: 물류편람, 하나대투증권

그림 15. 국내 택배시장 점유율(2013년말 기준)



자료: 각사, 하나대투증권

그림 16. CJ대한통운 월별 택배 처리량 추이



자료: CJ대한통운, 하나대투증권

4. 항공운송: 화물 수요 회복, 유가 및 환율 하락 수혜

아시아 여객 수요는 증가세 지속
 화물 유럽 중심 반등
 유가/환율 하락으로 비용 절감

1) 화물 반등세 전환, 유류비 절감 효과 지속

항공운송은 2년 연속 부진했던 화물이 기저효과로 2014년 반등하고 있으며, 여객은 꾸준히 증가하고 있다. 여객과 화물 수요가 견조한 가운데 2014년 유가와 환율 하락은 비용절감으로 긍정적이다. 유가 하락은 연료비 절감으로 이어지며, 원/달러 환율 하락은 영업이익 개선과 외화환산이익 증가로 나타나기 때문이다.

여객은 두 자리 성장세를 기록하고 있지만, 저비용항공사 시장 진입 확대로 가격(Yield) 상승은 제한적이다. 특히, 국내 대형항공사(대한항공, 아시아나항공)의 대표적인 알짜 노선인 일본노선이 수요(RPK)와 가격(Yield)이 하락해 비 수익 노선으로 전환하고 있다. 노선 축소를 통한 탑재율을 정상화 시키고 있지만, 과거와 같은 고 수익을 기대하기는 어려울 전망이다. 일본노선은 부진하지만, 지난해 중국노선이 중국의 여유법을 시행으로 대형 항공사에게 수익 노선으로 변화하고 있다. 최근 저가 항공사에게 중국 노선권을 분배하고 있지만, 이미 대형항공사는 충분한 노선권을 확보하고 있어 2014년 하반기 중국노선 이익은 더욱 증가할 전망이다.

화물은 IT제품 경량화와 중동 항공사(Emirates, Etihad 등) 점유율 확대로 지난 3년간 마이너스 성장을 기록했다. 2014년 항공화물은 한국을 중심으로 outbound 물동량이 한 자리 초반 성장세를 기록하고 있지만, inbound 물동량이 직구와 의류 수입량 증가로 두 자리 이상 성장하면서 탑재율 상승으로 이어지고 있다. 2014년 상반기 탑재율 상승세가 이어지고 있으며, 과거 의류가 항공화물의 30%를 차지했던 경험을 비춰 볼 경우 inbound 수요 증가세는 2014년 하반기에도 지속될 전망이다.

항공사는 전체 비용에서 40%가 유류비이다. 그만큼 유가 변동에 따른 실적 변화가 심하다. 유가는 2013년 4분기부터 하향 안정세를 기록하고 있다. 셰일가스와 유류 재고가 증가하면서 나타나는 현상이다. 항공사는 유류할증료로 유류 상승분의 50%를 커버하고 있다. 지난 2007년에도 여객 및 화물 수요가 급증하면서 실적이 빠르게 개선되었지만, 유가가 급등하면서 비용 증가로 실적이 위축되기 시작했다. 2014년 유가 하락에 따른 연료비 감소는 항공사 실적에 긍정적이다.

원/달러 환율 하락은 영업이익과 세전이익 개선으로 이어질 전망이다. 영업측면에서 달러 비용이 많기 때문에 비용이 감소하고, 세전측면에서는 외화부채가 많아 외화환산이익이 늘어난다.

표 9. 운송 업체 투자 의견 및 실적 전망

기업명	투자 의견	목표주가 (원)	상승여력 (%)	구분 (십억원)	2013	2014F	2015F	2016F
아시아나 (020560)	BUY (유지)	7,000(유지)	31.4	매출액	5,724	5,996	6,225	6,477
				영업이익	(11)	246	319	425
				순이익	(115)	109	127	204
				BPS (원)	4,613	5,312	5,956	6,995
				PBR (배)	1.1	0.9	0.8	0.7
				ROE (%)	(12.1)	11.3	11.5	16.1

자료: 하나대투증권

내국인 출국은 1인당 국민소득
증가와 견조한 민간소비 회복,
원/달러 환율로 두 자리 성장 기대

2) 내국인 출국은 2014년 11.0%, 2015년 9.2% 증가 전망

2014년 내국인 출국자는 당초 전망인 전년대비 11.0% 증가한 1,402.0만명을 유지한다. 1분기 예상보다 양호한 성장세를 이어가고 있으며, 2분기 황금연휴와 최근 원/달러 환율 하락으로 내국인 출국자는 두 자리 성장이 가능할 전망이다. 다만, 최근 국내 대형 사건 사고로 인해 다소 위축 가능성은 존재하지만, 아직 취소 고객이 증가하고 있지 않다. 2015년 내국인 출국은 전년대비 9.2% 증가한 1,529.5만명을 유지한다. 2014년 기고 효과로 2015년 한 자리 후반 대 성장이 예상된다.

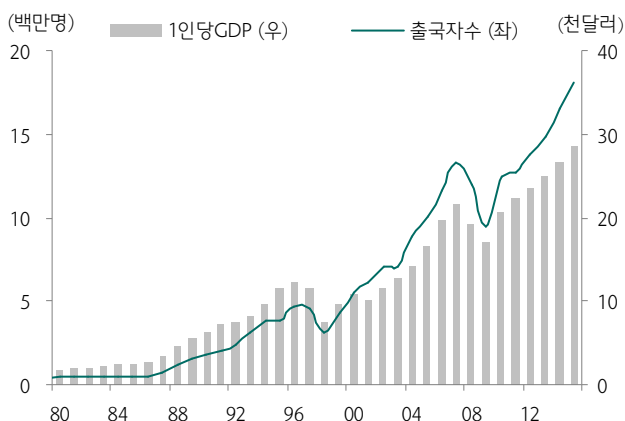
해외 여행은 소득에 비례한다. 내국인 해외여행 추이를 살펴보면, 지난 2000년 1인당 GDP가 10,159달러에서 2007년 21,653달러로 두 배 증가하는 동안 내국인 해외여행은 550.8만명에서 1,332.5만명으로 141.9% 증가했다. 연평균 13.5% 증가한 수치로 1인당 GDP를 상회했다.

소득이 증가하면서 해외여행 패턴은 단거리(아시아, 동남아)에서 장거리(유럽, 미주)로 변하고 있으며, 1인당 해외여행 횟수도 증가하게 된다. 지난해부터 미주노선 해외여행객이 급증하고 있으며, 특히 하와이 성장이 두드러지게 나타났다. 장기적으로 미국 본토 수요도 꾸준히 증가할 전망이다. 한국은 1인당 해외여행객은 연간 0.27회였으며, 선진국인 캐나다 0.8회, 독일 0.9회, 영국 1.1회 대비 낮은 수준이다.

2014년 민간소비는 견조한 상승세를 이어갈 전망이다. 지난 금융위기 이후 2009년 국내 민간소비는 마이너스 성장을 기록했지만, 이후 플러스 반전에 성공했다. 2014년 민간소비는 2% 이상의 안정적인 성장이 예상된다. 견조한 민간소비 회복은 내국인 해외여행은 두 자리 성장이 가능할 전망이다.

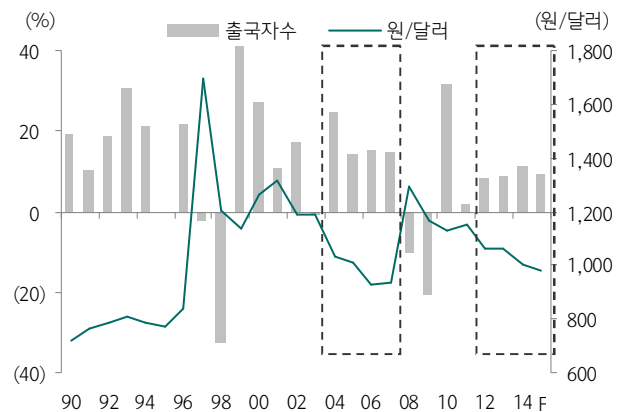
원/달러 환율 하락은 원화가치 상승으로 해외여행 수요를 증가시키는 요인이 될 전망이다. 지난, 2005년부터 2007년까지 원화가치가 상승하는 국면에서 내국인 해외여행 수요는 두 자리 성장을 이어갔다. 2014년 원화강세가 지속될 경우 지난 2005년부터 2007년에 나타난 내국이 출국자 수 급증으로 이어질 전망이다.

그림 17. 1인당 국민소득과 내국인 출국자 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 한국관광공사, 하나대투증권

그림 18. 내국인 출국자 증감률과 원/달러 환율 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 하나대투증권

중국인 해외여행 수요는 15년까지
연평균 12.0% 전망

3) 중국노선 탑재율 상승으로 수익 노선으로 변화

중국인 해외여행은 높은 GDP 성장률과 위안화 강세로 2010년부터 연 평균 20% 성장세를 이어가고 있다. 중국인들 해외여행 급증에도 중국 항공사들의 저가 정책으로 국내 대형항공사의 중국 노선 수익성은 제한적이었지만, 소비 증가와 위안화 강세 영향으로 항공권 가격이 상승하고 있어 국내 항공사 가격 경쟁력은 한층 강화되고 있다.

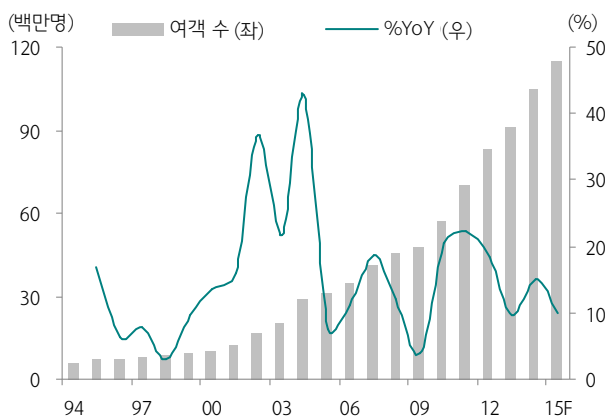
중국인 국내 입국 추이를 살펴보면, 2013년 438.3만명으로 지난 2010년 39.7%보다 높은 52.5%를 기록했다. 제주도 무비자 입국과 일본 원전 영향으로 2013년 중국인 입국은 큰 폭으로 증가했다. 2014년 1월과 2월 중국인 입국은 각각 51.1%, 30.7%로 40%에 가까운 성장세를 이어가고 있다. 기고 효과와 중국의 여유법 시행에도 불구하고 고 성장세는 지속되고 있다.

지난해 여유법 이전 저가항공사들은 부정기 노선을 통해 수익을 극대화 했지만, 여유법 이후 부정기 노선이 축소되면서 영업이 위축되고 있다. 지난 5월 한국과 중국은 추가 항공 노선권 확대를 체결했으며, 저가항공사를 중심으로 배분할 예정이다. 하지만, 이미 대형항공사는 일정 수준 이상의 노선권을 확보하고 있어 수익성은 지속적으로 개선될 전망이다.

중국인들 환승 고객은 중국과 미국이 항공자유화를 맺기 이전까지 고 성장세가 지속될 전망이다. 중국인들의 미국 비자 발급이 어려워 현재 연간 180만명 수준이 미국을 방문하고 있으며, 그 숫자는 두 자리 이상의 성장세를 기록하고 있다. 향후 미국 본토 여행까지 확대될 경우 중국-인천-미국을 연결하는 국내 대형항공사 실적에 긍정적인 전망이다.

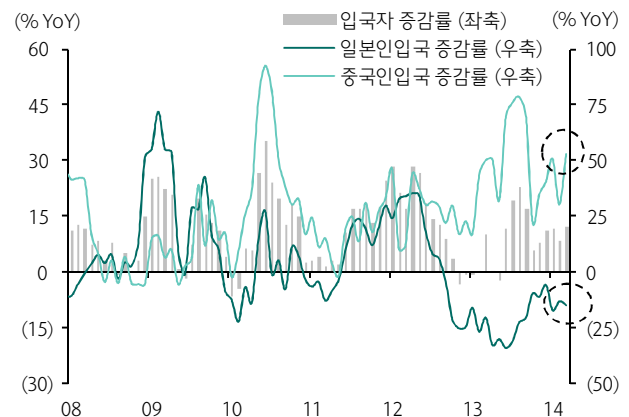
일본인 입국은 2012년 4분기 이후 마이너스 성장세를 지속하고 있다. 최근 엔화 영향으로 내국인 일본 방문은 증가하고 있지만, 일본인 입국이 급감하고 있어 일본노선 공급 조절은 불가피할 전망이다. 장기적으로 일본노선은 대형항공사에게 비수익 노선으로 전환될 전망이다.

그림 19. 중국인 해외여행 추이 및 전망



자료: CIBC, 하나대투증권

그림 20. 중국인과 일본인 한국 입국 추이



자료: 관광공사, 하나대투증권

표 10. 중국 운수권 현황

노선	전체 운수권	국적 항공사 취항 현황				중국 항공사 취항 현황			
		대한항공	아시아나항공	국내 LCC	기타	남방항공	동방항공	중국국제항공	기타
서울/베이징	45	18	24	-	3	14	-	48	-
부산/베이징	21	10	11	-	-	-	-	7	-
제주/베이징	7	7	-	-	-	-	4	-	-
대구/베이징	7	-	-	-	7	-	-	4	-
청주/베이징	7	-	2	-	5	-	-	-	-
광주/베이징	5	-	2	-	3	-	-	-	-
서울/항저우	7	-	7	-	-	-	-	7	-
부산/항저우	5	-	2	-	3	-	-	-	-
청주/항저우	7	4	-	-	3	-	-	-	-
서울/충칭	7	-	4	-	3	-	-	-	-
서울/황산	7	4	3	-	-	-	-	-	-
서울/청두	8	-	7	-	1	-	-	5	2
서울/톈진	21	7	7	-	7	-	-	11	7
서울/난징	7	-	7	-	-	-	7	-	-
부산/난징	7	4	-	-	3	-	-	-	-
서울/시안	12	7	5	-	-	-	-	-	-
부산/시안	7	-	-	4	3	-	-	-	-
서울/쿤밍	5	2	-	-	3	-	2	-	-
서울/난창, 셴젠	14	4	4	-	6	14	-	-	8
서울/창춘	9	-	7	-	2	7	-	-	-
서울하얼빈	7	-	7	-	-	7	-	-	-
서울/선양	14	14	-	-	-	14	-	-	-
부산/선양	4	-	4	-	-	-	-	-	-
대구/선양	3	-	-	-	3	-	-	-	-
청주/선양	7	-	-	-	7	-	-	-	-
광주/선양	7	-	-	-	7	-	-	-	-
서울/다롄	21	7	7	-	7	21	-	-	-
서울/광저우	21	4	10	-	7	14	-	-	-
부산/광저우	7	-	5	-	2	-	-	-	-
양양/광저우	3	-	-	-	3	-	-	-	-
서울/샤먼	7	4	-	-	3	-	-	-	3
서울/구이린	7	-	2	-	5	-	2	-	-
서울/우한	5	5	-	-	-	3	-	-	-
서울/우름치	3	2	-	-	1	-	-	-	-
서울/창사	10	5	5	-	-	2	-	-	-
서울/옌지	14	5	5	-	4	5	-	5	-
서울/무단창	5	3	-	-	2	3	-	-	-
서울/장저우	7	7	-	-	-	3	-	-	-
서울/상하이	49	21	28	-	-	14	28	-	-
부산/상하이	14	9	5	-	-	-	7	-	-
제주/상하이	7	-	-	7	-	-	21	-	-
청주/상하이	7	-	-	-	7	-	-	-	-
대구/상하이	7	-	-	-	7	-	7	-	-
광주/상하이	7	-	-	-	7	-	4	-	-
양양/상하이	7	-	-	-	7	-	-	-	2
서울/인촨	3	-	-	-	3	-	-	-	-
서울/허베이	5	-	-	-	5	-	-	-	-
서울/옌청	3	-	-	-	3	-	-	-	-
서울/스자좡	2	-	-	-	2	-	-	-	-
서울/난닝	2	-	-	-	2	-	-	-	-
청주/옌진	3	-	-	-	3	-	-	-	-
청주/하얼빈	2	-	-	-	2	-	-	-	-
청주/다롄	2	-	-	-	2	-	-	-	-
부산/스자좡	3	2	-	-	1	-	-	-	-
서울/자무스	2	-	-	-	2	-	-	-	-
부산/장자지에	2	2	-	-	-	-	-	-	-
부산/옌지	3	-	-	-	3	-	-	-	-
광주/톈진	7	-	-	-	7	-	-	-	-
제주/관저우	3	-	-	-	3	-	-	-	-
제주/구이양	3	-	-	-	3	-	-	-	-
제주/난닝	3	-	-	-	3	-	-	-	-
제주/시안	3	-	-	-	3	-	-	-	-
총합	516	157	170	11	178	121	82	87	22

자료: 각 사, 인천공항공사, 한국공항공사, 국토교통부, 하나대투증권

4) 항공화물은 inbound 증가로 전년대비 6.7% 증가 전망

Outbound 성장은 정체되고 있지만, inbound 증가로 탑재율 상승으로 이어지고 있음

2014년 항공화물은 전년대비 6.7% 증가한 56.9만톤이 예상된다. 지난 2010년 64.0만톤을 고점으로 2011년 53.6만톤, 2012년 53.0만톤에서 2013년 56.9만톤으로 반등에 성공했다. 2014년 항공화물은 고 성장은 어렵지만, 제한적인 반등세는 유효할 전망이다. 기저효과와 IT신제품(아이패드 에어와 UHD TV)의 성장세는 긍정적이며, 지난 3년간 항공사들이 공급을 축소해 탑재율은 꾸준히 개선될 전망이다.

특히, 최근 직구와 의류 수입량 증가 등으로 outbound보다 inbound 수요 증가세가 높게 나타나고 있다. 과거 outbound가 탑재율이 100%일 경우 inbound는 70% 수준이지만, 최근 80% 수준까지 증가하면서 항공사 화물 탑재율 개선으로 이어지고 있다. 전체적인 화물 탑재율 상승은 항공사 입장에서 고정비 절감과 수익성 개선으로 이어진다.

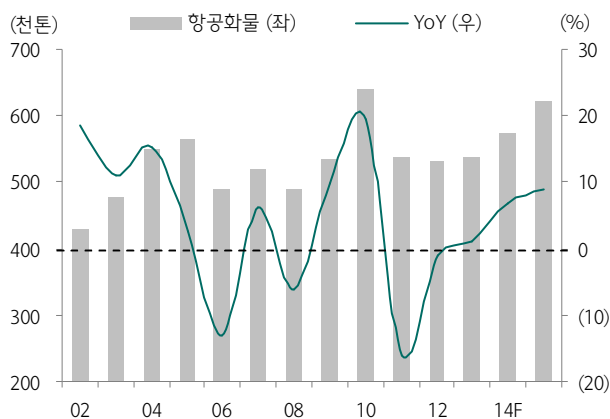
표 11. 항공화물 품목별 추이 및 전망

(단위: 천톤)

	07	08	09	10	11	12	13	14F	15F
전기전자	279	256	273	296	214	214	204	222	248
기계	83	99	101	168	149	119	116	125	130
섬유	67	59	62	62	58	69	72	85	99
화학공업	24	24	30	36	37	44	43	40	43
철강금속	38	18	32	31	24	32	39	34	37
기타	30	32	38	47	55	53	60	63	62
합계	521	488	535	640	536	530	533	569	619

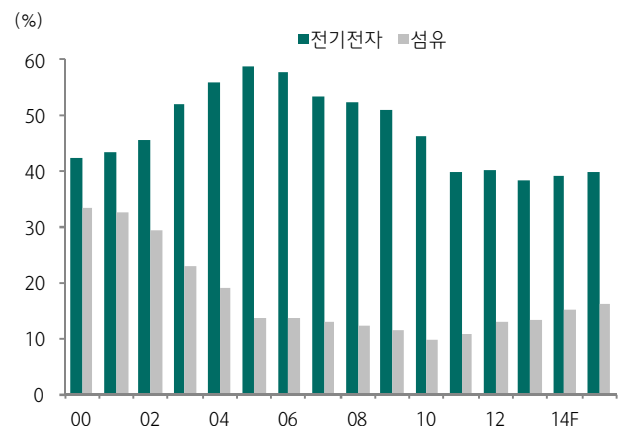
자료: 무역협회, 하나대투증권

그림 21. 항공화물 추이 및 전망



자료: 무역협회, 하나대투증권

그림 22. 항공화물 주요 품목별 비중 추이 및 전망



자료: 무역협회, 하나대투증권

5) 인천공항 노선별 여객 추이

중국노선 성장세 지속,
일본노선 정체

인천공항 3월 여객은 전년대비 2.1% 증가한 349.4만명을 기록했다. 중국, 유럽, 중동, 기타 노선 성장세가 지속되고 있으며, 일본, 동남아, 미주 노선의 감소가 나타나고 있다.

그림 23. 일본노선 여객 추이 (YoY -8.9%)



자료: 인천공항, 하나대투증권

그림 24. 중국노선 여객 추이 (YoY +14.2%)



자료: 인천공항, 하나대투증권

그림 25. 동남아노선 여객 추이 (YoY -4.1%)



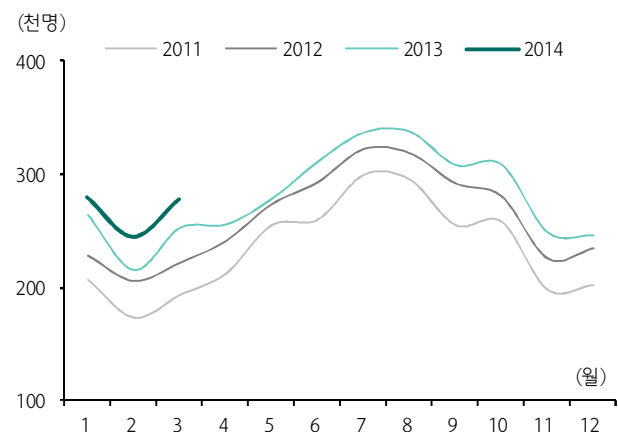
자료: 인천공항, 하나대투증권

그림 26. 미주노선 여객 추이 (YoY -1.5%)



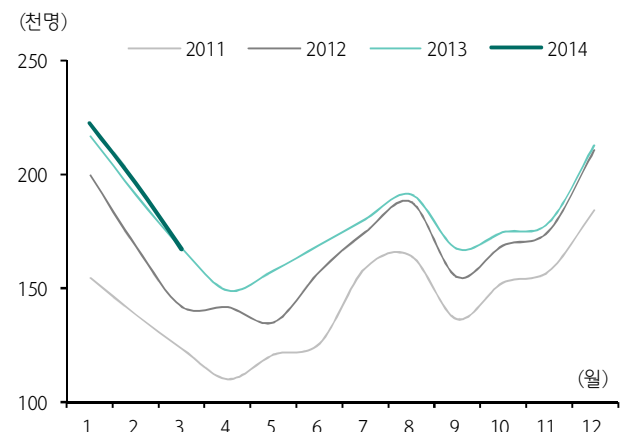
자료: 인천공항, 하나대투증권

그림 27. 유럽노선 여객 추이 (YoY +10.4%)



자료: 인천공항, 하나대투증권

그림 28. 오세아니아노선 여객 추이 (YoY -0.2%)



자료: 인천공항, 하나대투증권

6) 인천공항 노선별 화물 추이

유럽과 미주 등 장거리 화물 노선
수요 회복세 전환은 긍정적

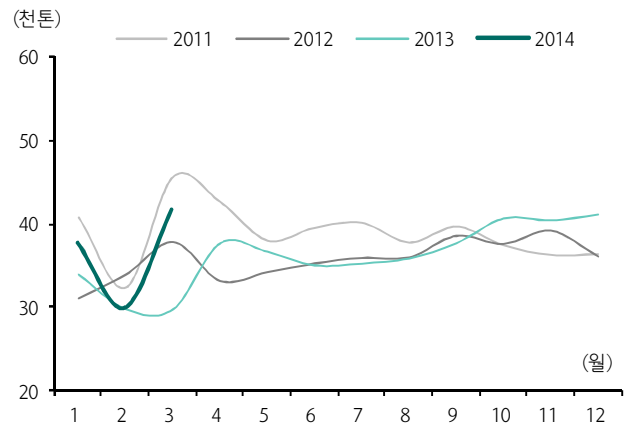
인천공항 3월 화물은 전년대비 4.8% 증가한 23.4만톤을 기록했다. 일본과 중국노선이 각각 3.8%, 40.5% 성장하였으며 장거리인 미주와 유럽노선도 각각 10.0%, 4.9% 성장을 보였다.

그림 29. 일본노선 화물 추이 (YoY +3.8%)



자료: 인천공항, 하나대투증권

그림 30. 중국노선 화물 추이 (YoY +40.5%)



자료: 인천공항, 하나대투증권

그림 31. 동남아노선 화물 추이 (YoY +7.4%)



자료: 인천공항, 하나대투증권

그림 32. 미국노선 화물 추이 (YoY +10.0%)



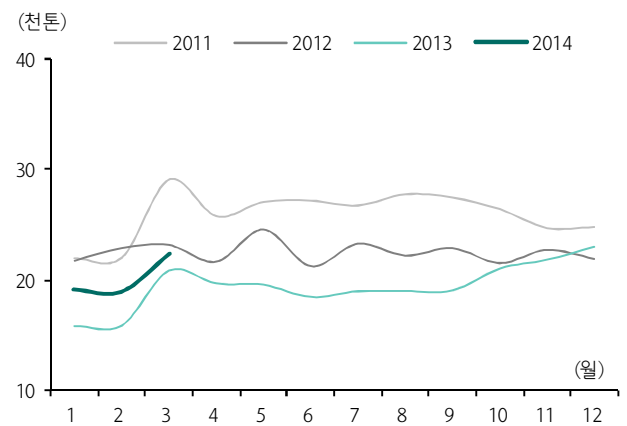
자료: 인천공항, 하나대투증권

그림 33. 유럽노선 화물 추이 (YoY +4.9%)



자료: 인천공항, 하나대투증권

그림 34. 오세아니아노선 화물 추이 (+7.7%)



자료: 인천공항, 하나대투증권

5. 해상운송: 벌크 공급과잉 해소로 투자 매력도 개선

벌크선 공급과잉은 2013년 하반기
컨테이너선은 2014년 하반기
해소될 전망
재무건전성 회복을 위해 자본
조달이 필요한 상황

1) 벌크 정상화, 컨테이너 공급과잉 지속

해상운송은 2008년 금융위기 이후 선박 공급과잉으로 선사들의 실적 악화가 지속되고 있다. 하지만 5년 동안 노후선박 해체와 신규 선박 공급 제한 등으로 공급과잉은 점진적으로 해소되고 있다.

벌크업황은 2013년 하반기 공급과잉이 해소된 것으로 판단된다. 하지만, 철광석과 석탄 수입의 대표 국가인 중국의 경제성장률이 하락하고 있어 벌크 시황에 다소 부정적일 전망이다. 결국, 벌크 운임은 BDI 기준 1,000~2,000포인트 박스권이 예상되며, 계절적인 성수기인 4분기 강세 모습이 예상된다.

컨테이너업황은 아직 공급과잉 해소를 말하기 이르다. 컨테이너 물동량은 과거 3배 이상의 높은 탄성치(물동량/경제성장률)를 가지고 있었다. 2008년 금융위기 이후 미국은 자채 생산과 소비, 유럽 경기 회복 지연으로 컨테이너 탄성치는 2배 이하로 하락했으며, 구조적으로 2배 수준에 머무를 전망이다. 물동량이 증가하지 않는 가운데 선박 공급은 선사들의 대형화 경쟁으로 증가세가 지속되고 있다. 또한, 2014년 글로벌 1~3위 업체인 머스크, MSC, CMA 등 3개 유럽선사가 P3로 공동운항에 나서면서 컨테이너 업황 부진은 장기화 가능성이 존재한다.

국내 해운업체는 2014년 상반기 구조조정이 진행중에 있다. 한진해운은 자산 매각과 동시에 대한항공 계열에 편입되면서 일차적인 재무 부담을 줄였다. 하지만, 누적적자가 많고 선대 경쟁력이 떨어져 2015년 운임 회복이 나타나지 않을 경우 추가 위험은 존재한다. 현대상선은 계열사 지원은 제한적인 가운데 자산 매각을 통한 재무 건전성 회복을 위한 노력 중이다. 2013년 6월 법정관리에 들어간 팬오션은 차입금에 대한 출자전환은 마무리되었지만, 5조원에 육박한 용선 출자전환이 남아 있다. 대한해운은 법정관리를 탈피하고 안정적인 전용선 사업과 재무 건전성이 회복되고 있어 투자 매력도가 높다. 다만, 실적에 비해 현재 주가가 빠르게 상승해 Valuation 부담이 존재한다.

표 12. 운송 업체 투자 의견 및 실적 전망

기업명	투자 의견	목표주가 (원)	상승여력 (%)	구분 (십억원)	2013	2014F	2015F	2016F
한진해운 (117930)	Neutral (유지)	7,500(유지)	19.6	매출액	10,332	9,294	9,598	9,937
				영업이익	(242)	206	286	393
				순이익	(680)	(199)	(39)	58
				BPS (원)	5,049	3,254	2,739	2,989
				PBR (배)	1.5	1.8	2.2	2.0
				ROE (%)	(72.4)	(37.9)	(10.2)	16.0

자료: 하나대투증권

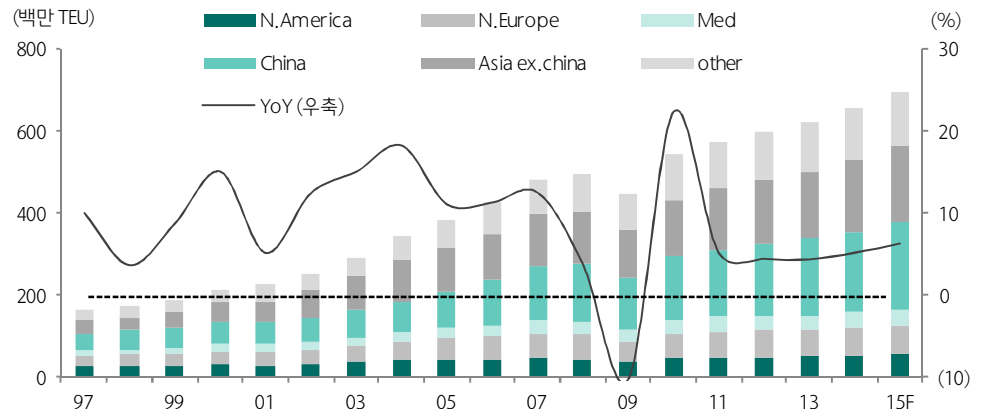
컨테이너 물동량은 2014년 4.9%,
2015년 5.9% 증가 전망

2) 컨테이너 업황 전망

컨테이너 처리량은 2014년 6.6억TEU, 2015년 7.0억TEU로 각각 전년대비 4.9%, 5.9% 증가할 전망이다. 2013년 3.4%로 다소 부진했지만, 최근 유럽 경기 회복으로 구주노선을 중심으로 회복세가 지속되고 있어 긍정적이다. 2014년 지역별로 증감률을 살펴보면, 미주와 구주가 전년대비 각각 4.0%, 3.0%가 추정되며, 중국이 5.9%가 예상된다. 중국은 2013년 7.4%에서 5.9%로 증가율이 하락하며, 유럽은 2013년 1.5%에서 3.0%로 증가할 전망이다.

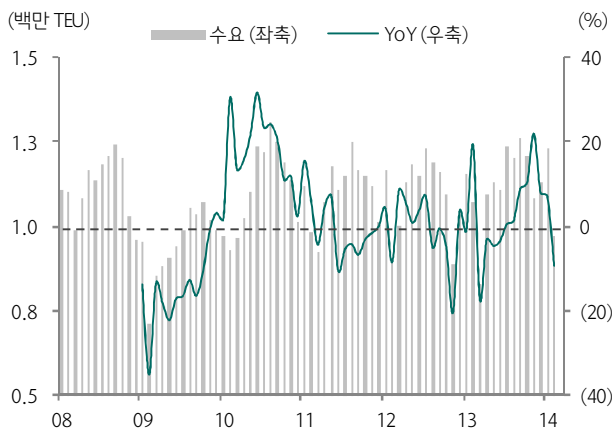
알파라이너에서 발표하는 물동량 추이를 살펴보면, 미주는 2012년 이후 계절성을 제외할 경우 꾸준한 성장세를 유지하고 있다. 반면, 구주는 2012년 하반기를 저점으로 플러스 반전에 성공했으며, 2013년 이후 성장세가 지속되고 있다. 최근 유럽 경기 회복은 컨테이너 물동량에 긍정적이며, 2014년 하반기에도 플러스 성장이 가능할 전망이다.

그림 35. 지역별 컨테이너 처리량 추이 및 전망



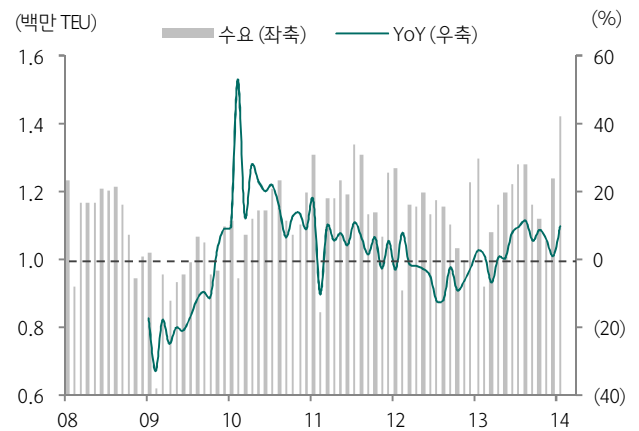
자료: Clarkson, 하나대투증권

그림 36. 월별 미주노선 물동량 추이



자료: Clarkson, 하나대투증권

그림 37. 월별 구주노선 물동량 추이



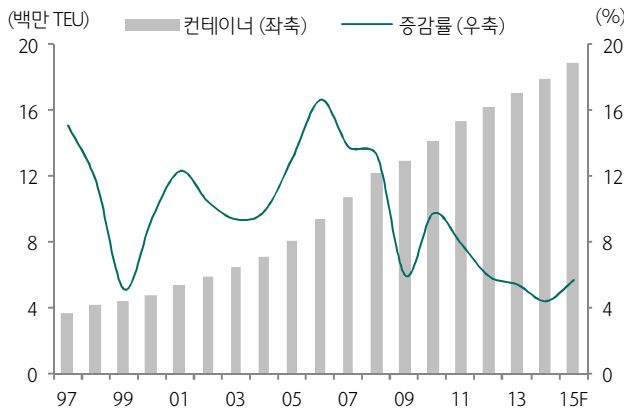
자료: Clarkson, 하나대투증권

대형선 중심의 선박 인도 지속

2014년 컨테이너 선박은 전년대비 4.5%증가한 1,788만TEU가 예상된다. 지난 2007년 컨테이너 선박은 1,077만TEU로 사상 처음으로 1,000만TEU를 넘었으며, 7년만에 800만 TUE가 증가했다. 특히, 지난 2009년 이후 10,000TEU 이상의 대형선박 인도가 늘어나면서 척수 기준으로는 연간 200척이지만, 선복량은 2013년 138만, 2014년 162만, 2015년 180만TEU씩 증가한다.

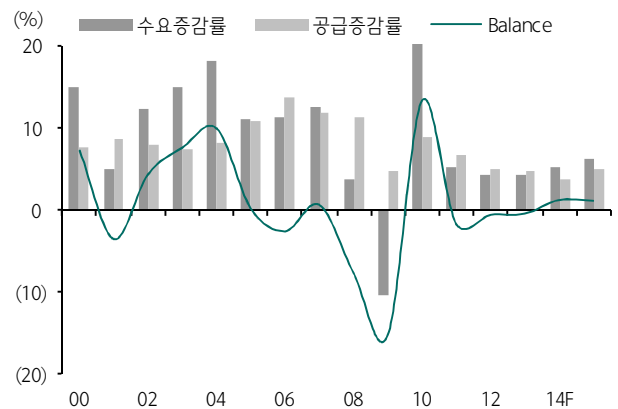
10,000TEU 이상의 대형선은 2014년과 2015년에 각각 77만TUE, 103만TEU가 인도될 예정이다. 대형선 인도가 2013년 48만TEU에서 두배 이상 급증할 것으로 보여 선박 공급과잉은 2015년에도 지속될 전망이다. 결국, 컨테이너 운임은 낮은 운임이 지속되고 선사들의 운임 인상 시도는 계속될 전망이다.

그림 38. 컨테이너 공급 및 증감률 추이



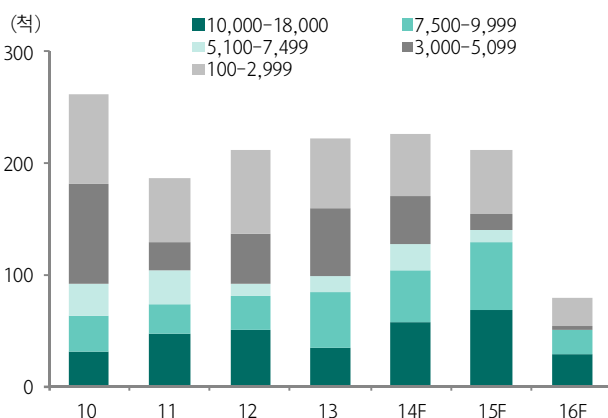
자료: Clarkson, 하나대투증권

그림 39. 컨테이너 수요/공급 Balance



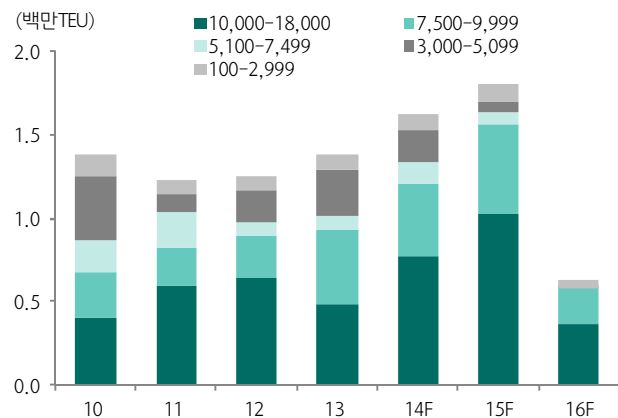
자료: Clarkson, 하나대투증권

그림 40. Size별 컨테이너 인도 척수 추이 및 전망



자료: Alphaliner, 하나대투증권

그림 41. Size별 컨테이너 인도 선복량 추이 및 전망



자료: Alphaliner, 하나대투증권

벌크 업황 정상화에도 수혜 종목은 제한적일 전망

3) 벌크 업황 전망

벌크 업황은 2013년 4분기부터 안정세를 찾아가고 있다. 벌크 화물에서 가장 높은 비중을 차지하는 철광석과 석탄 중국 수입량이 증가하고 있기 때문이다. 철광석은 2013년부터 중국의 재고조정으로 항만 재고가 급감했다. 2013년 4분기부터 재고 확충 사이클로 전환되면서 중국 철광석 수입량이 늘어났고 수입량 증가로 벌크 운임 반등에 성공했다. 중국은 향후 안정적인 재고를 확충한 이후 실 수요를 바탕으로 수입량을 조절할 것으로 보여 급격한 감소보다는 안정적인 증가세를 기록할 전망이다.

벌크 운임이 최근 급락한 이유는 벌크 비수기 진입 영향도 있다. 벌크 물동량은 동남아가 우기에 진입하는 시점이 대표적인 비수기로 운임이 약세를 기록했다. 지난 20년간 월별 벌크 운임을 비교해본 결과 6월, 7월, 8월이 연평균보다 마이너스를 기록했고 4월도 보험권에서 유지했다. 특히 4분기는 대표적인 성수기로 운임이 강세를 보였으며, 강세 이유는 곡물과 난방용 석탄 수요가 증가하기 때문이다.

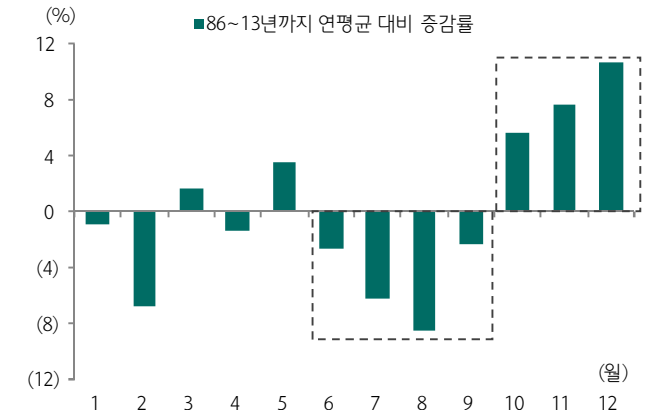
2014년 벌크 운임은 정상화 국면에 진입한 것으로 판단된다. 다만, 대표적인 국내 벌크선사인 팬오션이 법정관리에 들어가 투자 매력력이 떨어지고, 법정관리를 탈피한 대한해운은 실적 대비 Valuation 부담이 높은 상황이다. 결국, 업황 정상화에도 뚜렷한 수혜 종목을 찾기는 어려울 전망이다.

그림 42. 벌크운임 지수 추이



자료: Clarkson, 하나대투증권

그림 43. 월별 벌크 운임 변동 추이



자료: Clarkson, 하나대투증권

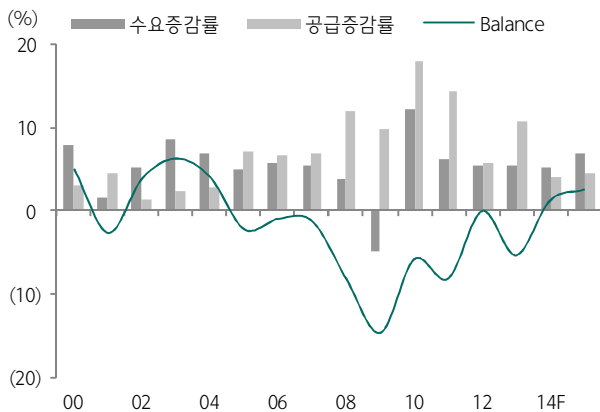
2014년 벌크 물동량은 6.5%,
선박량은 3.9% 증가 전망

벌크 물동량과 벌크선박 공급을 살펴보면, 2013년 하반기부터 공급과잉이 빠르게 해소되고 있다. 벌크 물동량/공급량 Balance를 살펴보면, 2014년부터 공급과잉 해소가 예상된다. 지난 3년간 낮은 운임이 지속되면서 선박 해체가 꾸준히 진행되었으며, 선박 발주도 실 수요 중심으로 늘어났기 때문이다.

벌크 물동량은 2013년 5.0%에서 2014년 6.5% 증가할 전망이다. 철광석과 석탄이 견조하게 증가하는 가운데, 2013년 마이너스 성장을 기록한 곡물이 플러스 반전이 예상된다.

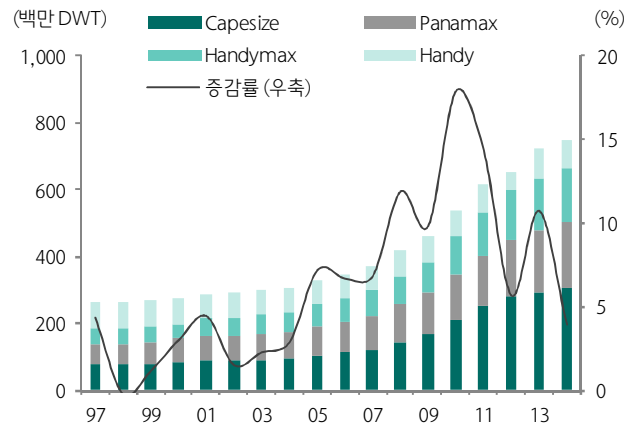
벌크 선박량은 전년대비 3.9% 증가한 7.5억DWT가 예상된다. 선종별로는 Capesize 선박이 3.8%, Panamax 5.8%, Handymax 2.2%로 대형선박 증가율이 큰 폭으로 하락할 전망이다. 대형선 인도가 감소하면서 벌크 물동량/공급량 Balance는 공급 부족으로 전환될 전망이다.

그림 44. 벌크 수요/공급 Balance



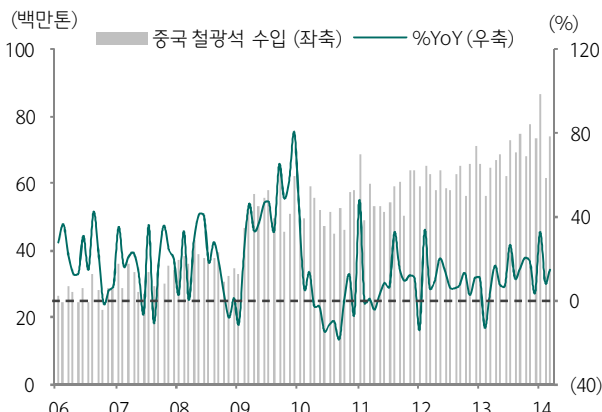
자료: Clarkson, 하나대투증권

그림 45. 벌크선 종별 증감률



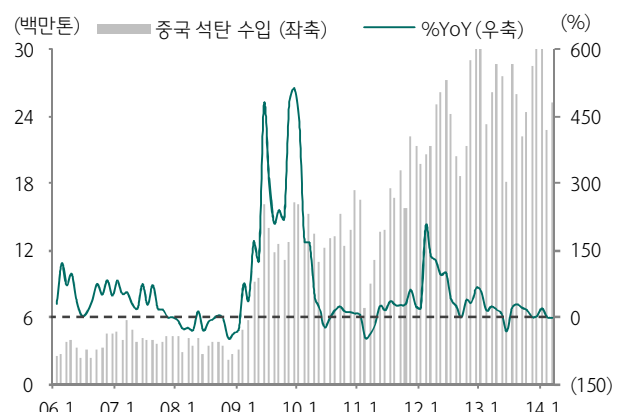
자료: Clarkson, 하나대투증권

그림 46. 월별 중국 철광석 수입량



자료: Clarkson, 하나대투증권

그림 47. 월별 중국 석탄 수입량



자료: Clarkson, 하나대투증권

운송 Overweight(상향)

Top Picks 및 관심종목

현대글로벌비스 (086280)	25
아시아나항공 (020560)	28
CJ대한통운 (000120)	31
한진해운 (117930)	34

2014년 5월 8일

현대글로벌비스(086280)

Top Picks

2014년 하반기 산업전망

비 계열 매출 증가로 외형 성장세 지속

목표주가 320,000원, 투자 의견 'BUY' 유지

현대글로벌비스 목표주가 320,000원, 투자 의견 매수를 유지한다. 현대차 그룹 매출 성장이 둔화되어도 비계열사 매출(벌크 화물 운송, 기타유통) 증가로 외형성장세는 이어질 전망이다. 다만, 수익성은 현대차 완성차 해상물류 매출이 늘어나는 2016년부터 나타날 전망이다.

투자포인트는 1)해외물류 사업부문은 완성차 수송량 증가와 벌크 운송 사업 확대로 두 자리 외형성장세가 예상되며, 2)비계열 매출 비중은 지난해 22.6%에서 1분기 25.8%로 꾸준히 증가하고 있다. 3)중고차와 기타유통은 거래처 확대로 매출 급등세를 유지하고 있으며, 4)장기적으로 완성차 운송 사업은 2016년 이후 본격적으로 확대될 전망이다.

매출은 성장하나, 영업 마진은 소폭 하락 전망

2014년 매출액은 전년대비 7.4% 증가한 13조8,183억원이 예상된다. 영업이익은 6,636억원으로 전년대비 4.2% 증가할 전망이다. 매출액과 영업이익이 전년대비 증가하지만, 영업이익률은 2013년 5.0%에서 2014년 4.8%로 0.2%p가 감소할 전망이다. 최근 원/달러 환율 하락으로 CKD 마진 하락이 예상되며, 마진이 낮은 벌크운송 매출액이 증가하기 때문이다.

영업이익률 개선 시점은 현대차 완성차 운송이 늘어나는 2016년이 예상된다. 해상운송 중 완성차 운송 사업 마진이 높기 때문에 현대차 완성차 운송 계약 매출이 증가하는 2016년부터 영업이익률은 점진적으로 상승할 전망이다.

그룹사 매출 비중 감소 중, 완성차 본격 성장은 2016년

동사의 비계열 매출 비중은 2013년 20% 수준에서 2014년 1분기 25.8%까지 증가했다. 2014년 해외물류 매출이 두 자리 성장이 예상되는 가운데, 벌크 운송사업부 성장이 빠르게 증가하고 있다. 2016년 현대차 그룹 완성차 운송사업비 본격적으로 증가하는 시점으로 이전까지 비계열 매출 비중은 꾸준히 증가할 전망이다.

BUY

| TP(12M): 320,000원 | CP(5월7일): 237,500원

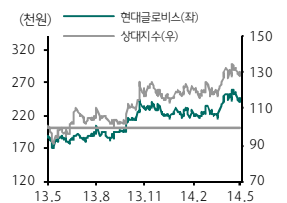
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,939.88
52주최고/최저(원)	258,000/169,500
시가총액(십억원)	8,906.2
시가총액비중(%)	0.79
발행주식수(천주)	37,500.0
60일 평균거래량(천주)	54.5
60일 평균거래대금(십억원)	12.7
14년 배당금(예상, 원)	1,500
14년 배당수익률(예상, %)	0.63
외국인 지분율(%)	25.67
주요주 지분율(%)	
정익선외 3인	52.73
덴노르스케아메리카	10.04
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.6) 0.8 30.1
상대	(3.1) 4.1 30.9

Consensus Data

	2014	2015
매출액(십억원)	13,826.5	15,049.9
영업이익(십억원)	690.6	768.3
순이익(십억원)	539.0	600.2
EPS(원)	14,373	16,005
BPS(원)	75,102	89,448

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	십억원	11,746.0	12,861.3	13,818.3	15,155.3	16,443.1
영업이익	십억원	613.7	636.9	663.6	712.5	799.5
세전이익	십억원	667.8	702.4	701.8	751.0	829.3
순이익	십억원	497.7	481.3	510.1	548.2	605.4
EPS	원	13,271	12,834	13,604	14,620	16,143
증감율	%	38.70	(3.29)	6.00	7.47	10.42
PER	배	16.69	18.00	17.46	16.24	14.71
PBR	배	4.33	3.71	3.19	2.71	2.33
EV/EBITDA	배	11.35	11.53	11.69	10.78	9.48
ROE	%	29.18	22.63	19.92	18.07	17.03
BPS	원	51,180	62,236	74,364	87,484	102,127
Net DER	%	3.1	15.0	13.0	10.9	3.3



Analyst 신민석
02-3771-7566
ms.shin@hanafn.com

RA 조건희
02-3771-8094
jogh2@hanafn.com



표 1. 현대글로벌비스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, 천대)

	2013				2014F				2Q증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	QoQ	YoY
매출액	3,070	3,284	3,256	3,251	3,284	3,499	3,493	3,541	6.6	6.6
국내물류	313	328	281	326	288	311	267	314	8.1	(5.3)
해외물류	1,297	1,438	1,367	1,397	1,437	1,609	1,544	1,554	12.0	11.9
CKD	1,213	1,227	1,259	1,201	1,163	1,217	1,312	1,313	4.7	(0.8)
중고차	70	83	78	80	83	91	86	88	9.7	10.0
기타유통	177	209	271	248	314	271	285	272	(13.6)	30.0
영업이익	140	179	170	148	154	165	166	177	7.1	(7.7)
법인세전순이익	154	185	207	156	166	170	184	182	2.3	(8.1)
순이익	109	128	150	94	119	124	134	133	4.2	(3.4)
영업이익률(%)	4.6	5.5	5.2	4.5	4.7	4.7	4.8	5.0	-	-
법인세전순이익률(%)	5.0	5.6	6.4	4.8	5.1	4.9	5.3	5.1	-	-
순이익률(%)	3.5	3.9	4.6	2.9	3.6	3.5	3.8	3.7	-	-
현대기아차판매 (천대)	1,870	1,948	1,737	1,980	1,959	2,081	1,960	2,170	6.2	6.8
내수	262	289	266	286	269	295	271	297	9.7	1.8
수출	578	608	475	651	596	634	542	655	6.3	4.3
해외공장	1,030	1,051	996	1,043	1,094	1,152	1,147	1,217	5.3	9.7

자료: 하나대투증권

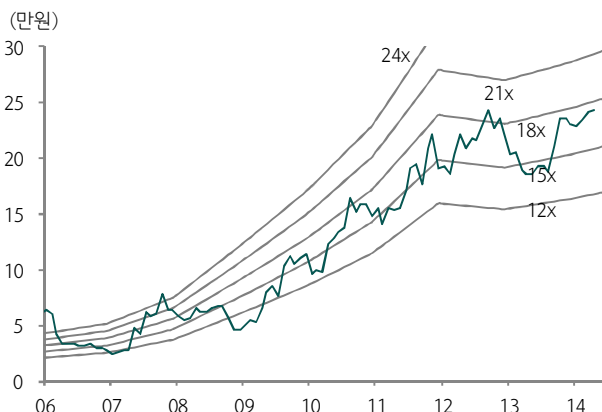
표 2. 현대글로벌비스 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, 천대)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	2,510	3,065	3,193	5,834	7,548	11,746	12,861	13,818	15,155	16,443
국내물류	720	812	837	985	1,150	1,275	1,247	1,179	1,227	1,276
해외물류	659	898	951	1,752	2,377	5,148	5,498	6,144	6,483	7,043
CKD	1,017	1,202	1,224	2,893	3,732	4,656	4,901	5,005	5,643	6,159
기타상품	114	154	180	204	290	666	1,216	1,489	1,802	1,964
영업이익	93	129	145	272	336	614	637	664	712	800
법인세전이익	96	127	144	284	374	668	702	702	751	829
순이익	49	91	100	233	302	498	481	510	548	605
영업이익률(%)	3.7	4.2	4.6	4.7	4.5	5.2	5.0	4.8	4.7	4.9
법인세전이익률(%)	3.8	4.1	4.5	4.9	5.0	5.7	5.5	5.1	5.0	5.0
순이익률(%)	1.9	3.0	3.1	4.0	4.0	4.2	3.7	3.7	3.6	3.7
현대차 기아차 판매	3,962	4,169	4,667	5,761	6,597	7,110	7,535	8,170	8,750	9,140
내수	894	885	1,114	1,141	1,174	1,149	1,104	1,132	1,155	1,178
수출	1,919	1,821	1,641	1,989	2,291	2,330	2,311	2,428	2,495	2,472
해외공장	1,149	1,463	1,912	2,631	3,132	3,630	4,119	4,610	5,100	5,490

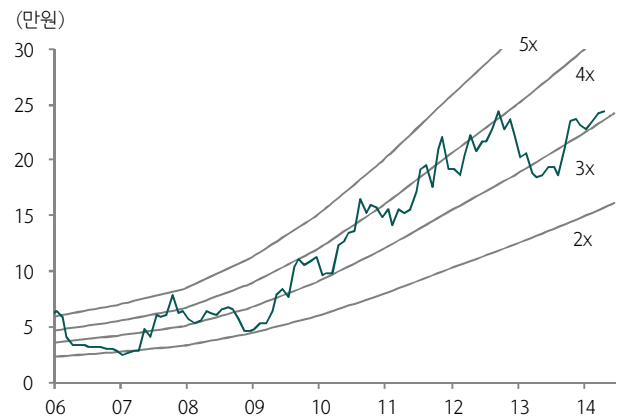
자료: 하나대투증권

그림 1. 현대글로벌비스 PER Band 추이



자료: 하나대투증권

그림 2. 현대글로벌비스 PBR Band 추이



자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	11,746.0	12,861.3	13,818.3	15,155.3	16,443.1
매출원가	10,763.0	11,845.7	12,761.3	13,991.3	15,123.0
매출총이익	983.0	1,015.6	1,057.0	1,164.1	1,320.1
판매비	369.3	378.7	393.4	451.6	520.6
영업이익	613.7	636.9	663.6	712.5	799.5
금융손익	(2.8)	1.0	9.6	11.9	6.6
종속/관계기업손익	40.6	37.3	28.7	26.6	23.1
기타영업외손익	16.2	27.2	0.0	0.0	0.0
세전이익	667.8	702.4	701.8	751.0	829.3
법인세	170.1	221.1	191.7	202.8	223.9
계속사업이익	497.7	481.3	510.1	548.2	605.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	497.7	481.3	510.1	548.2	605.4
비지배주주순이익	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	497.7	481.3	510.1	548.2	605.4
지배주주표결이익	483.8	470.8	510.1	548.2	605.4
NOPAT	499.7	480.6	503.2	539.6	600.6
EBITDA	737.2	781.6	793.0	859.5	952.9
성장성(%)					
매출액증가율	23.0	9.5	7.4	9.7	8.5
NOPAT증가율	39.2	(3.8)	4.7	7.2	11.3
EBITDA증가율	36.4	6.0	1.5	8.4	10.9
영업이익증가율	32.7	3.8	4.2	7.4	12.2
(지배주주)순이익증가율	38.7	(3.3)	6.0	7.5	10.4
EPS증가율	38.7	(3.3)	6.0	7.5	10.4
수익성(%)					
매출총이익률	8.4	7.9	7.6	7.7	8.0
EBITDA이익률	6.3	6.1	5.7	5.7	5.8
영업이익률	5.2	5.0	4.8	4.7	4.9
계속사업이익률	4.2	3.7	3.7	3.6	3.7

투자지표

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	13,271	12,834	13,604	14,620	16,143
BPS	51,180	62,236	74,364	87,484	102,127
CFPS	9,166	10,878	11,087	16,444	14,676
EBITDAPS	19,657	20,842	21,148	22,920	25,411
SPS	313,228	342,967	368,487	404,142	438,483
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	16.7	18.0	18.0	16.8	15.2
PBR	4.3	3.7	3.3	2.8	2.4
PCFR	24.2	21.2	22.1	14.9	16.7
EV/EBITDA	11.3	11.5	12.1	11.1	9.8
PSR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	29.2	22.6	19.9	18.1	17.0
ROA	12.3	10.3	9.6	9.3	9.3
ROIC	27.9	20.6	17.2	15.9	15.8
부채비율	121.8	117.2	100.8	89.1	78.8
순부채비율	3.1	15.0	13.0	10.9	3.3
이자보상배율(배)	29.9	40.1	47.5	50.2	56.1

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	9.5	8.4	9.1	26.5	12.1
Emerging Market	10.7	9.7	10.4	12.1	10.3
World	14.5	13.0	14.0	8.7	11.4

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	2,725.9	2,926.3	3,074.3	3,312.9	3,757.0
금융자산	742.0	735.9	719.3	730.3	957.5
현금성자산	731.9	729.3	675.0	609.7	661.5
매출채권 등	1,435.2	1,581.5	1,699.1	1,863.5	2,021.9
재고자산	474.1	522.1	562.5	616.7	666.6
기타유동자산	74.6	86.9	93.3	102.4	111.1
비유동자산	1,531.9	2,142.9	2,526.6	2,891.0	3,091.8
투자자산	451.8	503.7	532.4	559.0	582.2
금융자산	290.1	295.6	295.6	295.6	295.6
유형자산	977.4	1,515.1	1,870.7	2,205.7	2,379.9
무형자산	36.7	39.3	32.9	27.6	23.1
기타비유동자산	66.0	84.8	90.6	98.7	106.6
자산총계	4,257.8	5,069.2	5,600.8	6,203.9	6,848.8
유동부채	1,921.0	2,026.2	2,103.0	2,214.0	2,309.7
금융부채	861.0	889.4	887.0	891.5	889.2
매입채무 등	958.9	994.6	1,071.5	1,174.7	1,269.7
기타유동부채	101.1	142.2	144.6	147.8	150.8
비유동부채	417.5	709.2	709.1	709.3	709.4
금융부채	229.8	491.5	491.4	491.4	491.4
기타비유동부채	187.7	217.7	217.8	217.9	218.0
부채총계	2,338.6	2,735.4	2,812.2	2,923.3	3,019.0
지배주주지분	1,919.3	2,333.8	2,788.7	3,280.7	3,829.8
자본금	18.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	153.6	153.6	153.6	153.6	153.6
조정	(0.9)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	107.9	97.1	97.1	97.1	97.1
이익잉여금	1,640.0	2,065.3	2,519.2	3,011.2	3,560.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,919.3	2,333.8	2,788.7	3,280.7	3,829.8
순금융부채	58.8	349.4	363.4	356.9	127.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	345.8	407.3	408.8	608.0	545.5
당기순이익	497.7	481.3	510.1	548.2	605.4
조정	194.1	260.5	260.5	294.0	295.1
감가상각비	66.6	80.2	100.8	120.4	130.2
외환거래손익	(9.2)	(12.3)	(10.0)	(7.2)	(7.3)
지분법손익	(40.6)	(37.3)	(28.7)	(26.6)	(23.1)
기타	177.3	229.9	198.3	207.5	195.3
자산/부채의 변동	(214.8)	(169.8)	(169.8)	(36.1)	(130.4)
투자활동현금흐름	(268.8)	(642.6)	(404.3)	(621.6)	(435.2)
투자자산감소(증가)	(23.4)	(11.6)	(66.4)	(103.0)	(198.5)
유형자산감소(증가)	(236.7)	(619.5)	(450.0)	(450.0)	(300.0)
기타투자활동	(8.7)	(11.4)	112.0	(68.7)	63.3
재무활동현금흐름	29.8	238.2	(58.7)	(51.6)	(58.5)
금융부채증가(감소)	86.2	294.9	(2.6)	4.5	(2.3)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.1)	(0.4)	0.1	0.1	0.1
배당지급	(56.3)	(56.3)	(56.3)	(56.3)	(56.3)
현금의 증감	95.8	(2.6)	(54.3)	(65.3)	51.8
Unlevered CFO	343.7	407.9	415.8	616.6	550.3
Free Cash Flow	129.2	(224.6)	34.4	54.1	281.0

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	27.9	19.7	24.5	—	41.7
Emerging Market	18.4	14.2	16.7	58.3	30.0
World	16.5	14.2	15.8	16.0	16.8

* MSCI Transportation Industry Group

2014년 5월 8일

아시아나항공(020560)

성수기 진입, 2분기 흑자 기조 유지

목표주가 7,000원, 투자 의견 'BUY' 유지

아시아나항공 목표주가 7,000원, 투자 의견 매수를 유지한다. 2~3분기 여객 성수기 진입하면서 실적이 빠르게 개선되며, 유가 및 환율 하락에 따른 비용 절감 효과가 기대된다. 동사의 주력 노선인 일본노선이 저가항공사들 영향으로 수익성이 급감했지만, 2014년부터 대형기 도입으로 장거리 노선 비중이 늘어나 저가항공사 영향은 점진적으로 낮아질 전망이다.

투자포인트는 1)대외변수(환율, 유가) 하향 안정으로 연료비 감소가 예상되며, 2)5월 황금연휴를 앞두고 2분기부터 여객 예약률이 성수기 수준을 유지하고 있다. 3)주력 노선인 일본노선은 공급 축소로 탑승률이 회복되고 있으며, 4)2014년 대형 신형기(A380) 도입으로 장거리 기재 경쟁력이 강화될 전망이다.

2014년 여객 수요 회복과 비용 절감으로 흑자전환 전망

2014년 매출액은 전년대비 4.8% 증가한 5조 9,958억원이 예상된다. 영업이익은 2,462억원으로 흑자전환에 성공할 전망이다. 2013년 실적은 일본노선 수요 급감과 유류비 증가로 616억원 적자를 기록했지만, 일본노선 공급 축소와 중국노선 수요 증가, 화물 회복과 유류비 절감 등으로 흑자전환에 성공할 전망이다.

대형 신형기 A380 도입으로 장거리 경쟁력 강화

아시아나항공은 2014년부터 A380을 도입할 예정이다. 경쟁사인 대한항공이 보유하고 있는 초대형 항공기로 동사는 비즈니스 좌석을 줄여 전체 좌석수는 500석으로 경쟁사 대비 25% 가까이 많다. 신형기 도입으로 연료비 절감이 예상되며, 500석에 가까운 좌석을 보유하고 있어 미주노선 경쟁력이 한층 강화될 전망이다. 태평양 노선 성장세는 지속적으로 증가하고 있어 향후 신형기 도입효과가 기대된다.

관심종목

2014년 하반기 산업전망

BUY

| TP(12M): 7,000원 | CP(5월7일): 4,800원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,939.88
52주최고/최저(원)	5,760/4,530
시가총액(십억원)	936.4
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	195,101.4
60일 평균거래량(천주)	583.3
60일 평균거래대금(십억원)	3.0
14년 배당금(예상, 원)	0
14년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인 지분율(%)	5.44
주요주주 지분율(%)	
금호산업외 3인	30.10
금호석유화학	12.61
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.6) (1.7) (8.9)
상대	(0.1) 1.5 (8.2)

Consensus Data

	2014	2015
매출액(십억원)	5,980.9	6,241.3
영업이익(십억원)	170.9	245.1
순이익(십억원)	32.0	75.8
EPS(원)	164	389
BPS(원)	4,734	5,134

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	십억원	5,887.9	5,723.5	5,995.8	6,224.9	6,477.3
영업이익	십억원	179.4	(11.2)	246.2	318.8	424.7
세전이익	십억원	86.5	(140.6)	149.3	173.3	279.2
순이익	십억원	61.4	(115.7)	108.0	125.5	202.8
EPS	원	317	(593)	554	644	1,040
증감율	%	NA	NA	NA	16.22	61.56
PER	배	19.52	NA	8.67	7.46	4.62
PBR	배	1.21	1.07	0.90	0.81	0.69
EV/EBITDA	배	7.82	14.15	6.55	6.06	5.06
ROE	%	6.61	(12.17)	11.16	11.42	16.05
BPS	원	5,128	4,613	5,312	5,956	6,995
Net DER	%	273.1	337.7	279.8	255.2	214.5



Analyst 신민석
02-3771-7566
ms.shin@hanafn.com

RA 조건희
02-3771-8094
jogh2@hanafn.com

표 1. 아시아나항공 분기별 실적 추이 및 전망 (IFRS 별도기준)

(단위: 십억원, %, 원/달러, 달러/배럴)

	2013				2014F				1Q 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	QoQ	YoY
매출액	1,356	1,308	1,456	1,343	1,348	1,407	1,524	1,456	0.3	(0.6)
여객	883	834	1,000	836	883	923	1,050	918	5.6	(0.0)
화물	347	347	328	379	333	351	340	402	(12.0)	(4.0)
기타	126	127	128	129	132	133	134	135	2.7	5.0
영업이익	(32)	(41)	49	(36)	(1)	43	110	51	(95.9)	(95.4)
연료비	538	509	552	528	500	521	539	526	(5.3)	(7.1)
기타비용	717	708	724	723	717	716	746	746	(0.8)	0.0
법인세차감전이익	(55)	(108)	88	(106)	(40)	35	80	30	(62.3)	(26.8)
순이익	(38)	(83)	63	(86)	(30)	27	61	23	(64.9)	(20.3)
영업이익률(%)	(2.4)	(3.2)	3.3	(2.7)	(0.1)	3.0	7.2	3.5	-	-
세전이익률(%)	(4.0)	(8.3)	6.0	(7.9)	(3.0)	2.5	5.3	2.0	-	-
순이익률(%)	(2.8)	(6.3)	4.4	(6.4)	(2.2)	1.9	4.0	1.5	-	-
여객RPK	8,401	8,240	9,275	8,607	8,818	9,039	9,910	9,196	2.5	5.0
화물FTK	1,086	1,048	993	1,060	1,053	1,090	1,033	1,113	(0.6)	(3.0)
환율 (원/달러)	1,084	1,122	1,085	1,050	1,052	1,045	1,038	1,025	0.2	(3.0)
항공유가 (달러/배럴)	128	116	123	125	127	126	126	126	1.2	(1.0)

자료: 하나대투증권

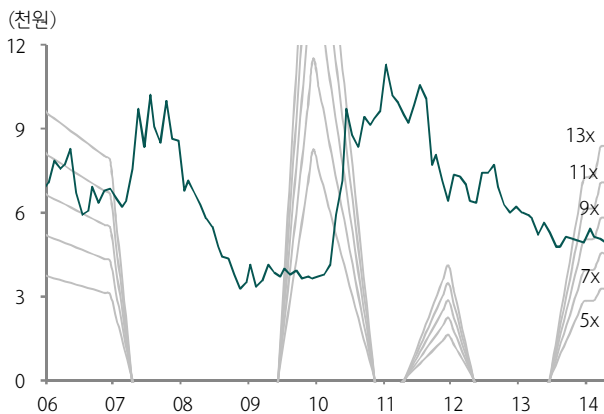
표 2. 아시아나항공 연간실적 추이 및 전망 (IFRS 별도기준)

(단위: 십억원, %, 달러/배럴)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	3,452	3,650	4,261	3,887	5,073	5,331	5,638	5,463	5,735	5,963	6,216
영업이익	127	172	(53)	(237)	612	343	132	(62)	202	275	381
법인세전이익	141	114	(265)	(381)	350	15	70	(181)	105	129	234
순이익	131	106	(227)	(266)	219	16	51	(144)	80	98	178
영업이익률(%)	3.7	4.7	(1.2)	(6.1)	12.1	6.4	2.3	(1.1)	3.5	4.6	6.1
법인세전이익률(%)	4.1	3.1	(6.2)	(9.8)	6.9	0.3	1.2	(3.3)	1.8	2.2	3.8
순이익률(%)	3.8	2.9	(5.3)	(6.9)	4.3	0.3	0.9	(2.6)	1.4	1.6	2.9
RPK	21,924	23,479	24,521	24,418	28,702	30,359	33,035	34,523	36,963	38,363	40,263
FTK	3,470	3,577	3,340	3,137	3,661	3,929	4,209	4,186	4,288	4,502	4,683
항공유가(달러/배럴)	86	89	120	70	90	126	129	123	126	126	124

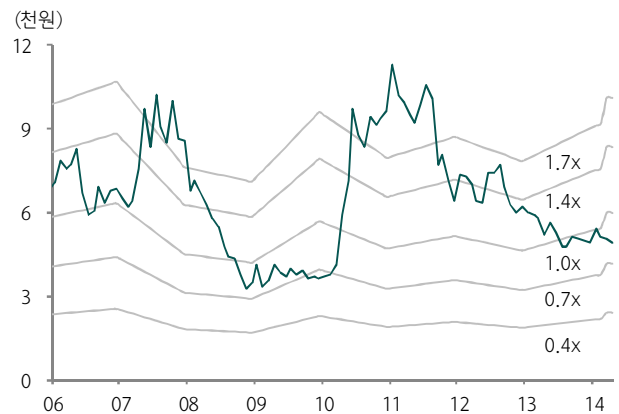
자료: 하나대투증권

그림 1. 아시아나항공 PER Band 추이



자료: 하나대투증권

그림 2. 아시아나항공 PBR Band 추이



자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	5,887.9	5,723.5	5,995.8	6,224.9	6,477.3
매출원가	5,109.1	5,159.6	5,171.9	5,284.5	5,451.2
매출총이익	778.8	563.9	824.0	940.4	1,026.1
판매비	599.4	575.1	577.7	621.6	601.4
영업이익	179.4	(11.2)	246.2	318.8	424.7
금융손익	(134.5)	(126.6)	(127.5)	(145.5)	(145.5)
종속/관계기업손익	9.6	18.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	32.0	(21.6)	30.6	0.0	0.0
세전이익	86.5	(140.6)	149.3	173.3	279.2
법인세	24.1	(25.9)	40.3	46.8	75.4
계속사업이익	62.5	(114.7)	109.0	126.5	203.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	62.5	(114.7)	109.0	126.5	203.8
비지배주주순이익	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
지배주주순이익	61.4	(115.7)	108.0	125.5	202.8
지배주주표결이익	83.7	(100.6)	109.0	126.5	203.8
NOPAT	159.6	(11.4)	202.1	232.8	310.0
EBITDA	505.5	283.6	587.0	644.7	765.0
성장성(%)					
매출액증가율	5.0	(2.8)	4.8	3.8	4.1
NOPAT증가율	46.7	NA	NA	15.2	33.2
EBITDA증가율	34.6	(43.9)	107.0	9.8	18.7
영업이익증가율	(49.9)	NA	NA	29.5	33.2
(지배주주)순이익증가율	NA	NA	NA	16.2	61.6
EPS증가율	NA	NA	NA	16.2	61.6
수익성(%)					
매출총이익률	13.2	9.9	13.7	15.1	15.8
EBITDA이익률	8.6	5.0	9.8	10.4	11.8
영업이익률	3.0	(0.2)	4.1	5.1	6.6
계속사업이익률	1.1	(2.0)	1.8	2.0	3.1

투자지표

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	317	(593)	554	644	1,040
BPS	5,128	4,613	5,312	5,956	6,995
CFPS	1,284	3,258	4,585	1,950	2,456
EBITDAPS	2,612	1,454	3,009	3,304	3,921
SPS	30,418	29,336	30,732	31,906	33,200
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	19.5	NA	8.8	7.6	4.7
PBR	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
PCFR	4.8	1.5	1.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	7.8	14.2	6.6	6.1	5.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
재무비율(%)					
ROE	6.6	(12.2)	11.2	11.4	16.1
ROA	1.1	(1.8)	1.5	1.8	2.8
ROIC	4.5	(0.3)	5.1	5.8	7.3
부채비율	505.7	676.3	581.8	520.9	448.5
순부채비율	273.1	337.7	279.8	255.2	214.5
이자보상배율(배)	1.1	0.0	1.8	2.0	2.7

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	9.5	8.4	9.1	26.5	12.1
Emerging Market	10.7	9.7	10.4	12.1	10.3
World	14.5	13.0	14.0	8.7	11.4

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	1,064.5	1,466.7	1,631.6	1,578.3	1,658.4
금융자산	258.8	726.7	864.5	784.8	834.4
현금성자산	162.8	498.9	522.7	542.6	564.6
매출채권 등	475.6	436.4	457.2	474.6	493.9
재고자산	161.2	178.8	179.2	183.1	188.9
기타유동자산	168.9	124.8	130.7	135.7	141.2
비유동자산	5,021.8	5,545.3	5,458.1	5,658.1	5,846.3
투자자산	450.0	675.2	675.2	675.2	675.2
금융자산	308.1	278.3	278.3	278.3	278.3
유형자산	3,554.3	3,757.4	3,897.2	4,071.4	4,231.1
무형자산	197.8	209.9	209.9	209.9	209.9
기타비유동자산	819.8	902.9	675.8	701.6	730.0
자산총계	6,086.4	7,012.0	7,089.7	7,236.4	7,504.7
유동부채	2,028.5	2,048.7	2,041.6	2,047.3	2,090.2
금융부채	936.0	1,070.2	1,066.7	1,051.3	1,062.7
매입채무 등	819.8	704.4	706.1	721.5	744.3
기타유동부채	272.7	274.1	268.7	274.6	283.2
비유동부채	3,053.0	4,060.0	4,008.3	4,023.6	4,046.3
금융부채	2,375.8	2,985.5	2,985.5	2,985.5	2,985.5
기타비유동부채	677.2	1,074.5	1,022.9	1,038.2	1,060.8
부채총계	5,081.5	6,108.7	6,049.9	6,071.0	6,136.5
지배주주지분	1,000.5	899.9	1,036.4	1,162.0	1,364.8
자본금	975.5	975.5	975.5	975.5	975.5
자본잉여금	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
자본조정	(28.5)	(28.5)	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	22.9	17.7	17.7	17.7	17.7
이익잉여금	29.4	(65.9)	42.1	167.7	370.5
비지배주주지분	4.4	3.4	3.4	3.4	3.4
자본총계	1,004.9	903.3	1,039.8	1,165.4	1,368.2
순금융부채	2,744.8	3,050.6	2,909.4	2,973.6	2,935.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	345.7	739.0	987.6	486.7	585.5
당기순이익	61.4	(115.7)	108.0	125.5	202.8
조정	452.9	559.2	519.0	595.3	635.9
감가상각비	284.5	297.5	310.1	325.8	340.3
외환거래손익	(102.7)	(113.4)	(30.6)	0.0	0.0
지분법손익	(9.5)	(17.5)	0.0	0.0	0.0
기타	280.6	392.5	239.5	269.4	295.6
자산/부채의 변동	(45.0)	407.6	527.4	(42.8)	(33.3)
투자활동현금흐름	(620.8)	(811.3)	(961.4)	(466.6)	(597.5)
투자자산감소(증가)	(126.0)	(375.9)	(114.1)	99.7	(27.6)
유형자산감소(증가)	(381.5)	(377.5)	(450.0)	(500.0)	(500.0)
기타투자활동	(113.2)	(57.9)	(397.3)	(66.3)	(69.9)
재무활동현금흐름	242.8	409.2	(1.8)	(0.1)	34.1
금융부채증가(감소)	184.3	411.2	(3.4)	(15.4)	11.4
자본증가(감소)	58.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	1.7	15.3	22.6
배당지급	(0.2)	(2.0)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(35.0)	335.6	24.4	20.0	22.0
Unlevered CFO	248.6	635.7	894.5	380.5	479.3
Free Cash Flow	(181.0)	(215.5)	206.8	42.9	145.4

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	27.9	19.7	24.5	—	41.7
Emerging Market	18.4	14.2	16.7	58.3	30.0
World	16.5	14.2	15.8	16.0	16.8

* MSCI Transportation Industry Group



2014년 5월 8일

CJ대한통운(000120)

관심종목

2014년 하반기 산업전망

2014년 합병시너지 본격화로 마진 개선

목표주가 120,000원, 투자 의견 'Neutral' 유지

CJ대한통운 목표주가 120,000원, 투자 의견 'Neutral'을 유지한다. 2012년 CJ GLS와 합병을 통해 2013년 시너지가 기대되었지만, 합병에 따른 부작용으로 마진 축소 및 점유율 하락이 나타났다. 2013년 하반기 구조조정과 영업망 통합 작업이 마무리 되면서 2014년부터 본격적인 시너지 효과가 기대된다.

다만, 실적개선 모멘텀이 주가에 일정부분 반영하고 있어 추가적인 주가 상승은 제한적일 전망이다.

투자포인트는 1)택배사업부 정상화로 하반기 영업이익 정상화가 예상되며, 2)장기적으로 택배단가 상승은 마진 개선으로 이어질 전망이다. 3)해운사업부 정리로 추가 부실 우려는 제한적이며, 4)유류자산을 활용한 외형 성장 노력은 지속될 전망이다.

2014년 하반기부터 마진 개선(통합 시너지+비용 절감)

매출액은 전년대비 9.0% 증가한 4조 6,655억원이 예상되며, 영업이익은 1,590억원으로 전년대비 147.7% 증가가 전망된다. 지난해 합병에 따른 비용 증가로 부진했던 택배사업부 매출총이익이 전년대비 69.7% 증가한 1,110억원으로 증가하기 때문이다. 택배사업부는 2014년 하반기부터 완전 정상화가 예상되며, 2015년 이후 단가 인상이 진행될 경우 마진은 점진적으로 개선될 전망이다. 해운항만은 2013년 부실을 반영해 2014년부터 흑자 기조를 유지할 전망이다.

택배사업부 시장 점유율 확대와 가격 인상 시도

2013년 GLS와 합병을 통해 택배사업부 시너지를 예상했지만, 시스템 통합과정에서 문제가 발생하면서 고객사가 이탈하고 터미널 투자에 따른 고정비 부담으로 2013년 택배사업부 적자를 기록했다. 택배사업부 시스템 문제는 대부분 해결했으며, 지난해 4분기부터 기존 고객사 이외 추가 고객사 확보로 점유율이 확대되고 있다. 또한, 신규 고객과 계약과정에서 일정부분 단가 인상이 이루어지고 있어 단가도 점진적인 상승이 예상된다.

Neutral

| TP(12M): 120,000원 | CP(5월7일): 106,500원

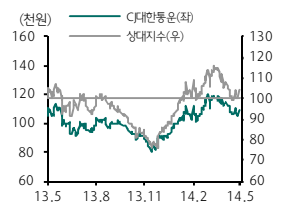
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,939.88
52주최고/최저(원)	120,000/81,000
시가총액(십억원)	2,429.5
시가총액비중(%)	0.21
발행주식수(천주)	22,812.3
60일 평균거래량(천주)	42.3
60일 평균거래대금(십억원)	4.7
14년 배당금(예상, 원)	0
14년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인 지분율(%)	8.77
주요주주 지분율(%)	
C제일제당외 1인	40.16
국민연금공단	7.03
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.3) 23.7 (2.3)
상대	(2.8) 26.9 (1.6)

Consensus Data

	2014	2015
매출액(십억원)	4,548.3	4,928.3
영업이익(십억원)	141.5	189.8
순이익(십억원)	71.8	109.7
EPS(원)	3,149	4,807
BPS(원)	134,792	140,881

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	십억원	2,627.5	3,795.0	4,665.5	5,136.7	5,604.1
영업이익	십억원	143.0	64.2	159.0	207.7	241.7
세전이익	십억원	123.1	(45.5)	119.1	167.8	201.8
순이익	십억원	82.8	(55.8)	91.3	126.8	151.6
EPS	원	3,630	(2,445)	4,001	5,559	6,647
증감율	%	(1.95)	NA	NA	38.95	19.58
PER	배	27.68	NA	26.62	19.16	16.02
PBR	배	0.83	0.83	0.86	0.82	0.78
EV/EBITDA	배	12.94	54.98	14.96	12.41	11.00
ROE	%	3.79	(0.39)	3.27	4.37	4.99
BPS	원	121,359	120,396	124,397	129,956	136,603
Net DER	%	25.4	67.3	59.2	58.3	55.5



Analyst 신민석
02-3771-7566
ms.shin@hanafn.com

RA 조건희
02-3771-8094
jogh2@hanafn.com

표 1. CJ대한통운 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %, 천박스)

	2013				2014F				1Q증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	QoQ	YoY
매출액	10,862	10,548	10,593	10,813	11,450	11,115	11,764	12,326	5.9	5.4
CL	4,042	4,322	4,315	4,417	4,329	4,402	4,707	4,913	(2.0)	7.1
택배	2,818	2,357	2,501	3,012	3,241	2,982	3,164	3,637	7.6	15.0
포워딩	3,291	3,129	3,047	2,839	3,283	3,121	3,291	3,158	15.6	(0.2)
해운항만	711	740	730	545	597	611	602	617	9.6	(16.0)
매출총이익	860	787	649	830	797	965	1,001	978	(4.0)	(7.4)
CL	406	525	424	415	448	466	486	456	8.0	10.4
택배	232	105	88	229	186	279	301	344	(18.9)	(19.9)
포워딩	231	155	153	144	151	178	172	135	4.8	(34.7)
해운항만	(9)	2	(16)	42	12	43	42	43	(71.6)	(232.7)
영업이익	143	142	(28)	385	256	389	462	482	(33.5)	79.1
세전이익	125	25	(377)	(1,240)	156	290	363	383	(112.6)	25.5
순이익	81	(20)	(324)	(1,350)	114	211	265	279	(108.5)	41.5
영업이익률(%)	1.3	1.3	(0.3)	3.6	2.2	3.5	3.9	3.9		
세전이익률(%)	1.1	0.2	(3.6)	(11.5)	1.4	2.6	3.1	3.1		
순이익률(%)	0.7	(0.2)	(3.1)	(12.5)	1.0	1.9	2.2	2.3		
택배물동량(천박스)	130,162	125,880	130,662	147,214	149,686	144,762	150,261	169,296	1.7	15.0

자료: 하나대투증권

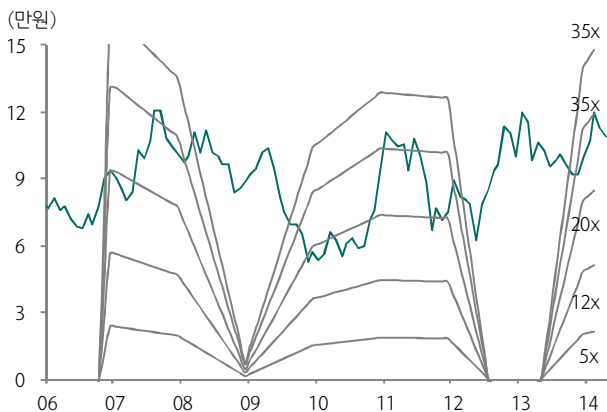
표 2. CJ대한통운 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	07	08	09	10	11	12	13	14F	15F	16F
매출액	12,669	17,367	18,317	20,976	25,880	27,732	42,816	46,655	51,367	56,041
CL(육상운송)	5,494	6,578	6,284	7,488	10,068	10,808	17,096	18,351	20,296	22,040
택배	2,931	3,656	4,244	4,956	5,536	6,249	10,688	13,023	14,755	16,718
포워딩	-	3,243	4,268	5,356	5,776	6,270	12,306	12,853	13,765	14,604
해운항만	3,012	3,091	2,860	2,911	4,174	3,842	2,726	2,427	2,550	2,679
매출총이익	1,378	1,627	1,749	1,893	2,351	2,463	3,126	3,740	4,354	4,902
CL(육상운송)	678	698	612	597	1,057	1,243	1,770	1,855	2,036	2,223
택배	285	301	445	556	575	587	654	1,110	1,373	1,676
포워딩	-	138	219	268	354	339	683	635	741	789
해운항만	196	360	341	362	337	249	19	140	204	214
영업이익	631	649	945	1,013	1,249	1,319	642	1,590	2,077	2,417
세전이익	913	1,862	867	1,275	434	1,063	(1,467)	1,191	1,678	2,018
순이익	761	1,377	971	872	(66)	725	(1,613)	870	1,225	1,473
매출총이익률(%)	10.9	9.4	9.5	9.0	9.1	8.9	7.3	8.0	8.5	8.7
CL(육상운송)	12.3	10.6	9.7	8.0	10.5	11.5	10.4	10.1	10.0	10.1
택배	9.7	8.2	10.5	11.2	10.4	9.4	6.1	8.5	9.3	10.0
포워딩	-	4.3	5.1	5.0	6.1	5.4	5.6	4.9	5.4	5.4
해운항만	6.5	11.6	11.9	12.4	8.1	6.5	0.7	5.8	8.0	8.0
영업이익률(%)	5.0	3.7	5.2	4.8	4.8	4.8	1.5	3.4	4.0	4.3
순이익률(%)	6.0	7.9	5.3	4.2	(0.3)	2.6	(3.8)	1.9	2.4	2.6

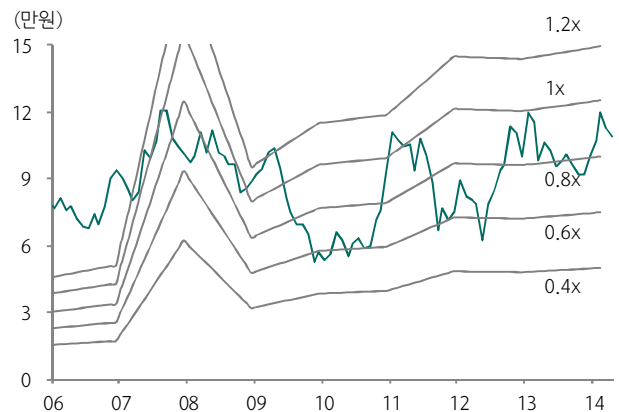
자료: 하나대투증권

그림 1. CJ대한통운 PER Band 추이



자료: 하나대투증권

그림 2. CJ대한통운 PBR Band 추이



자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	2,627.5	3,795.0	4,665.5	5,136.7	5,604.1
매출원가	2,369.6	3,497.5	4,291.4	4,701.3	5,113.9
매출총이익	257.8	297.5	374.0	435.4	490.2
판매비	114.8	233.4	215.0	227.7	248.5
영업이익	143.0	64.2	159.0	207.7	241.7
금융손익	(13.0)	(27.4)	(39.9)	(39.9)	(39.9)
종속/관계기업손익	(5.7)	4.7	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.2)	(87.0)	0.0	0.0	0.0
세전이익	123.1	(45.5)	119.1	167.8	201.8
법인세	33.0	(30.4)	32.2	45.3	54.5
계속사업이익	90.1	(15.1)	87.0	122.5	147.3
중단사업이익	(20.5)	(45.0)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	69.6	(60.1)	87.0	122.5	147.3
비지배주주순이익	(13.2)	(4.3)	(4.3)	(4.3)	(4.3)
지배주주순이익	82.8	(55.8)	91.3	126.8	151.6
지배주주표결이익	75.9	(83.0)	82.7	116.5	140.1
NOPAT	79.1	(51.0)	116.1	151.6	176.4
EBITDA	223.0	69.0	255.1	312.2	353.9
성장성(%)					
매출액증가율	1.5	44.4	22.9	10.1	9.1
NOPAT증가율	(13.4)	NA	NA	30.6	16.4
EBITDA증가율	33.0	(69.0)	269.6	22.3	13.4
영업이익증가율	14.4	(55.1)	147.7	30.6	16.4
(지배주주)순이익증가율	(2.0)	NA	NA	38.9	19.6
EPS증가율	(2.0)	NA	NA	38.9	19.6
수익성(%)					
매출총이익률	9.8	7.8	8.0	8.5	8.7
EBITDA이익률	8.5	1.8	5.5	6.1	6.3
영업이익률	5.4	1.7	3.4	4.0	4.3
계속사업이익률	2.6	(1.6)	1.9	2.4	2.6

투자지표

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	3,630	(2,445)	4,001	5,559	6,647
BPS	121,359	120,396	124,397	129,956	136,603
CFPS	4,711	(4,457)	1,416	6,375	7,865
EBITDAPS	9,774	3,026	11,184	13,684	15,513
SPS	115,177	166,359	204,515	225,173	245,660
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	27.7	NA	27.2	19.6	16.4
PBR	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
PCFR	21.3	NA	77.0	17.1	13.9
EV/EBITDA	12.9	55.0	15.2	12.6	11.2
PSR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	3.8	(0.4)	3.3	4.4	5.0
ROA	2.5	(0.4)	1.9	2.6	2.9
ROIC	2.8	(1.5)	3.1	4.0	4.4
부채비율	57.6	105.0	98.5	98.3	97.7
순부채비율	25.4	67.3	59.2	58.3	55.5
이자보상배율(배)	4.1	1.1	2.3	2.9	3.4

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	9.5	8.4	9.1	26.5	12.1
Emerging Market	10.7	9.7	10.4	12.1	10.3
World	14.5	13.0	14.0	8.7	11.4

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	677.7	1,153.4	1,437.4	1,572.1	1,754.9
금융자산	156.5	125.6	174.9	182.2	238.6
현금성자산	151.6	101.4	124.6	137.2	149.7
매출채권 등	463.8	963.1	1,183.9	1,303.5	1,422.1
재고자산	13.6	14.9	18.2	20.0	21.7
기타유동자산	43.7	49.9	60.3	66.4	72.5
비유동자산	2,991.9	3,455.3	3,214.7	3,339.2	3,455.7
투자자산	205.8	53.8	53.8	53.8	53.8
금융자산	112.7	38.8	38.8	38.8	38.8
유형자산	1,623.2	1,816.5	1,933.3	2,041.7	2,142.1
무형자산	615.6	954.1	941.1	928.3	915.6
기타비유동자산	547.3	630.9	286.5	315.4	344.1
자산총계	3,669.5	4,608.7	4,652.1	4,911.3	5,210.6
유동부채	600.4	864.6	859.7	930.0	1,014.4
금융부채	262.3	368.5	257.8	270.6	297.1
매입채무 등	333.4	481.0	590.2	646.5	703.3
기타유동부채	4.7	15.1	11.7	12.9	14.0
비유동부채	741.0	1,495.9	1,448.6	1,504.6	1,560.7
금융부채	599.1	1,310.0	1,343.5	1,393.5	1,443.5
기타비유동부채	141.9	185.9	105.2	111.2	117.2
부채총계	1,341.4	2,360.5	2,308.3	2,434.7	2,575.1
지배주주지분	2,288.9	2,217.9	2,309.1	2,435.9	2,587.6
자본금	114.1	114.1	114.1	114.1	114.1
자본잉여금	2,197.5	2,247.7	2,247.7	2,247.7	2,247.7
자본조정	(480.0)	(531.4)	(531.4)	(531.4)	(531.4)
기타포괄이익누계	13.0	(11.7)	(11.7)	(11.7)	(11.7)
이익잉여금	444.3	399.2	490.5	617.3	769.0
비지배주주지분	39.2	30.4	34.6	40.6	47.9
자본총계	2,328.1	2,248.2	2,343.7	2,476.6	2,635.5
순금융부채	592.2	1,514.1	1,387.6	1,443.2	1,463.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	116.9	(92.6)	61.4	174.5	208.5
당기순이익	82.8	(55.8)	91.3	126.8	151.6
조정	187.4	123.6	196.0	219.3	238.5
감가상각비	86.9	87.2	96.1	104.5	112.2
외환거래손익	3.3	2.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	5.7	(4.7)	0.0	0.0	0.0
기타	91.5	38.6	99.8	114.8	126.3
자산/부채의 변동	(126.0)	(143.7)	(149.5)	(82.1)	(83.0)
투자활동현금흐름	(219.1)	(128.6)	27.4	(230.8)	(278.6)
투자자산감소(증가)	24.7	59.3	(26.0)	5.3	(43.9)
유형자산감소(증가)	(173.4)	(167.3)	(200.0)	(200.0)	(200.0)
기타투자활동	(70.4)	(20.7)	253.4	(36.1)	(34.7)
재무활동현금흐름	22.3	173.9	(65.6)	68.8	82.6
금융부채증가(감소)	27.2	187.0	(77.2)	62.8	76.5
자본증가(감소)	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(4.9)	(13.8)	11.6	6.0	6.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(79.1)	(50.2)	23.2	12.6	12.5
Unlevered CFO	107.5	(101.7)	32.3	145.4	179.4
Free Cash Flow	(112.9)	(893.0)	147.0	(36.8)	(2.6)

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	27.9	19.7	24.5	—	41.7
Emerging Market	18.4	14.2	16.7	58.3	30.0
World	16.5	14.2	15.8	16.0	16.8

* MSCI Transportation Industry Group



2014년 5월 8일

한진해운(117930)

한진그룹 편입 재무리스크 완화

목표주가 7,500원, 투자 의견 'Neutral' 유지

한진해운 목표주가 7,500원, 투자 의견 'Neutral'을 유지한다. 컨테이너 공급과잉으로 실적 부진이 지속되고 있다. 다만, 지난 4월말 한진그룹에 편입되면서 재무리스크는 완화될 전망이다. 영업실적은 4월 유럽노선, 5월 미주노선 운임 인상에 성공할 경우 2분기부터 흑자전환이 가능할 전망이다. 하지만, 글로벌 1~3위 업체인 머스크, MSC, CMA가 P3 공동운항에 나서면서 경쟁 심화는 2014년에도 지속될 전망이다.

투자포인트는 1)6월 3일 한진해운홀딩스 분할 합병 2)대한항공 4,000억원 유상증자 참여로 한진그룹에 편입되면서 재무리스크 한층 완화될 전망이다. 3)2014년 영업이익은 벌크 전용선 사업부 매각과 효율성 낮은 컨테이너노선 축소로 흑자전환이 예상된다.

2014년 유럽 경기 회복으로 영업 흑자전환 기대

동사는 지난 2012년 4분기부터 2013년 4분기까지 5분기 연속 영업적자를 기록하고 있다. 2014년 1분기에도 적자가 예상되고 있어 6분기 연속 적자는 불가피할 전망이다. 실적부진으로 2013년 4분기 벌크 전용선 사업부 매각과 컨테이너선 매각을 통해 재무 건전성 회복을 위한 노력이 진행되고 있다. 2014년 컨테이너 업황은 P3출범으로 경쟁심화는 불가피하지만, 2013년 하반기부터 유럽 경기 회복세가 이어지고 있어 구주 물동량 증가로 최악의 상황은 지나가고 있는 것으로 판단된다. 2014년 2분기 운임인상에 성공할 경우 2014년 영업이익은 흑자전환이 가능할 전망이다.

재무 건전성 회복을 위한 노력은 지속될 전망

상반기 벌크 전용선 사업부 매각과 컨테이너선 13척 매각으로 전체 차입금은 2조원 이상 감소할 전망이다. 또한, 계열사 유상증자 지원을 감안하면 이자비용은 전년대비 500억원 감소가 예상된다. 한진그룹 편입으로 외형 확대보다는 내실 강화 전략이 예상되며, 2015년까지 수익성 개선을 위한 노력이 지속될 전망이다.

관심종목

2014년 하반기 산업전망

Neutral

TP(12M): 7,500원 | CP(5월7일): 6,030원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,939.88
52주최고/최저(원)	10,100/5,730
시가총액(십억원)	764.3
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	126,760.9
60일 평균거래량(천주)	678.2
60일 평균거래대금(십억원)	4.4
14년 배당금(예상, 원)	0
14년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인 지분율(%)	12.62
주요주주 지분율(%)	
한진해운홀딩스외 2인	36.35
자사주	0.02
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.6) (15.3) (28.0)
상대	(3.1) (12.1) (27.2)

Consensus Data

	2014	2015
매출액(십억원)	10,095.9	10,170.8
영업이익(십억원)	89.6	233.8
순이익(십억원)	(222.0)	(91.4)
EPS(원)	(1,751)	(721)
BPS(원)	4,276	4,256

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	십억원	10,589.4	10,331.7	9,294.4	9,597.9	9,936.9
영업이익	십억원	(109.8)	(242.4)	206.4	286.2	393.2
세전이익	십억원	(608.2)	(665.7)	(225.9)	(44.2)	58.1
순이익	십억원	(650.5)	(706.6)	(225.2)	(65.3)	31.7
EPS	원	(5,204)	(5,648)	(1,777)	(515)	250
증감율	%	NA	NA	NA	NA	NA
PER	배	NA	NA	NA	NA	24.11
PBR	배	1.20	1.52	1.85	2.20	2.02
EV/EBITDA	배	22.55	29.90	12.23	10.05	8.69
ROE	%	(40.29)	(75.22)	(42.89)	(17.19)	8.73
BPS	원	9,927	5,049	3,254	2,739	2,989
Net DER	%	448.4	848.7	1,388.7	1,621.1	1,474.4



Analyst 신민석
02-3771-7566
ms.shin@hanafn.com

RA 조건희
02-3771-8094
jogh2@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	10,589.4	10,331.7	9,294.4	9,597.9	9,936.9
매출원가	10,222.5	10,109.3	8,615.5	8,840.4	9,074.1
매출총이익	366.9	222.5	678.9	757.5	862.8
판매비	476.7	464.9	472.5	471.4	469.6
영업이익	(109.8)	(242.4)	206.4	286.2	393.2
금융손익	(501.6)	(438.4)	(340.0)	(285.7)	(284.5)
종속/관계기업손익	9.7	29.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(6.6)	(14.8)	(92.3)	(44.6)	(50.6)
세전이익	(608.2)	(665.7)	(225.9)	(44.2)	58.1
법인세	29.7	14.4	(27.1)	(5.3)	0.0
계속사업이익	(638.0)	(680.2)	(198.8)	(38.9)	58.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(638.0)	(680.2)	(198.8)	(38.9)	58.1
비지배주주순이익	12.5	26.4	26.4	26.4	26.4
지배주주순이익	(650.5)	(706.6)	(225.2)	(65.3)	31.7
지배주주표결이익	(747.1)	(661.2)	(198.8)	(38.9)	58.1
NOPAT	(111.9)	(232.3)	100.4	212.5	342.6
EBITDA	323.0	224.3	575.4	699.4	797.3
성장성(%)					
매출액증가율	11.2	(2.4)	(10.0)	3.3	3.5
NOPAT증가율	NA	NA	NA	111.6	61.2
EBITDA증가율	NA	(30.6)	156.5	21.6	14.0
영업이익증가율	NA	NA	NA	38.6	37.4
(지배주주)순이익증가율	NA	NA	NA	NA	NA
EPS증가율	NA	NA	NA	NA	NA
수익성(%)					
매출총이익률	3.5	2.2	7.3	7.9	8.7
EBITDA이익률	3.1	2.2	6.2	7.3	8.0
영업이익률	(1.0)	(2.3)	2.2	3.0	4.0
계속사업이익률	(6.0)	(6.6)	(2.1)	(0.4)	0.6

투자지표

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	(5,204)	(5,648)	(1,777)	(515)	250
BPS	9,927	5,049	3,254	2,739	2,989
CFPS	(1,719)	1,097	3,827	2,603	1,970
EBITDAPS	2,584	1,793	4,539	5,517	6,289
SPS	84,715	82,577	73,323	75,716	78,391
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	NA	NA	NA	NA	24.0
PBR	1.2	1.5	1.8	2.2	2.0
PCFR	NA	7.0	1.6	2.3	3.0
EV/EBITDA	22.5	29.9	12.2	10.0	8.7
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	(40.3)	(75.2)	(42.9)	(17.2)	8.7
ROA	(5.7)	(6.3)	(1.9)	(0.4)	0.5
ROIC	(1.7)	(3.4)	1.5	3.2	5.2
부채비율	754.4	1,462.5	2,223.7	2,654.3	2,479.0
순부채비율	448.4	848.7	1,388.7	1,621.1	1,474.4
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.5	0.9	1.2

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	9.5	8.4	9.1	26.5	12.1
Emerging Market	10.7	9.7	10.4	12.1	10.3
World	14.5	13.0	14.0	8.7	11.4

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	2,198.6	1,993.7	1,929.4	2,115.4	2,289.6
금융자산	817.6	737.9	815.0	966.4	1,102.6
현금성자산	558.0	517.2	465.3	480.4	497.4
매출채권 등	915.1	853.6	767.9	792.9	820.9
재고자산	356.3	323.1	275.4	282.6	290.1
기타유동자산	109.6	79.1	71.2	73.5	76.1
비유동자산	8,832.2	8,585.6	8,569.8	8,530.6	8,496.4
투자자산	300.4	354.1	354.1	354.1	354.1
금융자산	194.6	242.1	242.1	242.1	242.1
유형자산	7,801.0	7,570.3	7,661.0	7,605.0	7,552.2
무형자산	24.1	22.3	22.1	21.9	21.5
기타비유동자산	706.7	638.8	532.5	549.6	568.6
자산총계	11,030.8	10,579.3	10,499.2	10,646.0	10,786.0
유동부채	4,308.7	4,439.6	4,070.1	4,139.2	4,202.9
금융부채	3,362.1	3,242.0	3,047.6	3,090.4	3,126.7
매입채무 등	879.4	1,134.1	966.5	991.7	1,017.9
기타유동부채	67.2	63.5	56.0	57.1	58.3
비유동부채	5,430.9	5,462.7	5,977.3	6,120.3	6,164.9
금융부채	3,439.5	3,484.0	4,284.0	4,384.0	4,384.0
기타비유동부채	1,991.4	1,978.6	1,693.3	1,736.3	1,780.9
부채총계	9,739.7	9,902.3	10,047.4	10,259.5	10,367.8
지배주주지분	1,240.4	637.3	412.1	346.8	378.5
자본금	625.0	631.6	631.6	631.6	631.6
자본잉여금	1,433.7	1,485.4	1,485.4	1,485.4	1,485.4
자본조정	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
기타포괄이익누계	445.4	487.6	487.6	487.6	487.6
이익잉여금	(1,263.2)	(1,966.5)	(2,191.8)	(2,257.1)	(2,225.4)
비지배주주지분	50.7	39.7	39.7	39.7	39.7
자본총계	1,291.1	677.1	451.8	386.5	418.2
순금융부채	5,789.5	5,746.0	6,274.5	6,265.9	6,166.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	311.2	585.2	784.3	581.4	534.1
당기순이익	(650.5)	(706.6)	(225.2)	(65.3)	31.7
조정	976.9	905.6	905.6	969.5	797.2
감가상각비	429.7	451.7	461.3	457.9	454.6
외환거래손익	187.4	52.1	79.4	27.3	34.7
지분법손익	(15.8)	(22.9)	0.0	0.0	0.0
기타	375.6	424.7	364.9	484.3	307.9
자산/부채의 변동	6.1	390.5	390.5	(68.7)	(36.7)
투자활동현금흐름	(660.8)	76.3	(1,156.5)	(751.9)	(598.1)
투자자산감소(증가)	(132.7)	(21.7)	(129.1)	(136.2)	(119.2)
유형자산감소(증가)	(570.6)	74.3	(550.0)	(400.0)	(400.0)
기타투자활동	42.5	23.6	(477.4)	(215.7)	(78.9)
재무활동현금흐름	222.3	(666.5)	320.3	185.7	80.9
금융부채증가(감소)	593.8	(321.7)	605.6	142.8	36.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(369.3)	(343.5)	(285.3)	42.9	44.6
배당지급	(2.2)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(126.2)	(40.8)	(51.9)	15.2	17.0
Unlevered CFO	(214.9)	137.3	485.1	330.0	249.7
Free Cash Flow	(935.1)	425.2	(202.8)	286.5	410.8

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	27.9	19.7	24.5	—	41.7
Emerging Market	18.4	14.2	16.7	58.3	30.0
World	16.5	14.2	15.8	16.0	16.8

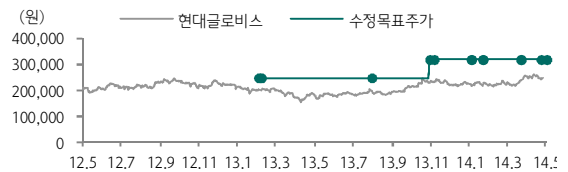
* MSCI Transportation Industry Group



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

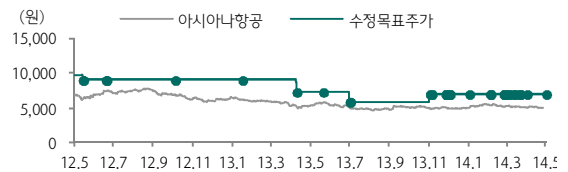
현대글로벌비스

날짜	투자의견	수정목표주가
14.5.8	BUY	320,000 원
14.4.28	BUY	320,000 원
14.3.28	BUY	320,000 원
14.3.27	BUY	320,000 원
14.1.27	BUY	320,000 원
14.1.26	BUY	320,000 원
14.1.9	BUY	320,000 원
14.1.8	BUY	320,000 원
13.11.11	BUY	320,000 원
13.11.4	BUY	320,000 원
담당 애널리스트 변경		
13.8.5	BUY	250,000 원
13.2.12	BUY	250,000 원
13.2.8	BUY	250,000 원



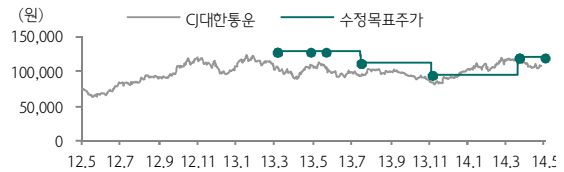
아시아나항공

날짜	투자의견	수정목표주가
14.5.8	BUY	7,000 원
14.4.7	BUY	7,000 원
14.3.28	BUY	7,000 원
14.3.27	BUY	7,000 원
14.3.19	BUY	7,000 원
14.3.18	BUY	7,000 원
14.3.10	BUY	7,000 원
14.3.9	BUY	7,000 원
14.3.3	BUY	7,000 원
14.3.2	BUY	7,000 원
14.2.10	BUY	7,000 원
14.2.9	BUY	7,000 원
14.1.8	BUY	7,000 원
13.12.9	BUY	7,000 원
13.12.8	BUY	7,000 원
13.12.3	BUY	7,000 원
13.12.2	BUY	7,000 원
13.11.11	BUY	7,000 원
13.11.8	BUY	7,000 원
담당 애널리스트 변경		
13.7.8	BUY	5,900 원
13.7.7	BUY	5,900 원
13.5.27	BUY	7,300 원
13.4.16	BUY	7,300 원
13.1.22	BUY	9,000 원
12.10.10	BUY	9,000 원
12.6.26	BUY	9,000 원
12.6.25	BUY	9,000 원
12.5.21	BUY	9,000 원
12.5.20	BUY	9,000 원



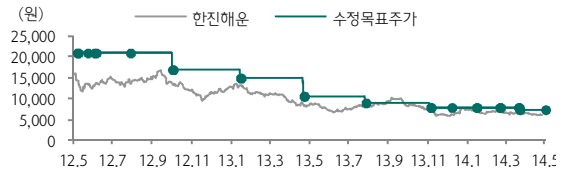
CJ대한통운

날짜	투자의견	수정목표주가
14.5.8	Neutral	120,000 원
14.3.28	Neutral	120,000 원
14.3.27	Neutral	120,000 원
13.11.11	Neutral	95,000 원
13.11.10	Neutral	95,000 원
	담당 애널리스트 변경	
13.7.22	BUY	112,000 원
13.7.21	BUY	112,000 원
13.5.27	BUY	128,000 원
13.5.3	BUY	128,000 원
13.3.12	BUY	128,000 원
13.3.11	BUY	128,000 원



한진해운

날짜	투자의견	수정목표주가
14.5.8	Neutral	7,500 원
14.3.28	Neutral	7,500 원
14.3.27	Neutral	8,000 원
14.3.26	Neutral	8,000 원
14.2.26	Neutral	8,000 원
14.2.25	Neutral	8,000 원
14.1.21	Neutral	8,000 원
14.1.20	Neutral	8,000 원
13.12.13	Neutral	8,000 원
13.11.11	Neutral	8,000 원
13.11.10	Neutral	8,000 원
	담당 애널리스트 변경	
13.8.2	Neutral	9,100 원
13.4.29	BUY	10,700 원
13.4.28	BUY	10,700 원
13.1.21	BUY	15,000 원
13.1.20	BUY	15,000 원
12.10.8	BUY	17,000 원
12.10.7	BUY	17,000 원
12.8.3	BUY	21,000 원
12.6.11	BUY	21,000 원
12.6.8	BUY	21,000 원
12.5.29	BUY	21,000 원
12.5.14	BUY	21,000 원
12.5.13	BUY	21,000 원



투자의견 분류 및 적용

투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(신민석)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2014년 5월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(신민석)는 2014년 5월 8일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.