

2014년 11월 12일 · 하나대투증권 리서치센터

운송 Overweight

저유가 시대 이익 모멘텀 극대화

- 낮은 유가는 운송업체 연료비 부담 완화로 이어질 전망
- 실적 모멘텀은 항공, 해운, 육상이지만, 해운업체 실적은 불확실성이 높아
- Top picks은 아시아나항공(TP 7,000원), 대한해운(TP 32,000원) 제시



운송/유틸리티/상사 Analyst 신민석
02-3771-7566
ms.shin@hanafn.com

RA 조건희
02-3771-8094
jogh2@hanafn.com



CONTENTS

Summary	3
1. 투자포인트	4
운송업체 영업이익 개선은 수요보다는 비용절감 효과로 판단	4
2. Valuation	5
1) 글로벌 항공운송업체 실적 및 Valuation	5
2) 글로벌 육상운송업체 실적 및 Valuation	6
3) 글로벌 해운운송업체 실적 및 Valuation	7
3. 육상운송	9
1) 택배 시장은 두 자리 성장세 지속 전망	9
2) 택배 단가는 2013년 저점으로 반등세 지속 전망	10
4. 항공운송	11
1) 저유가 시대 비용절감 효과 극대화 전망	11
2) 내국인 출국은 15년 7.4% 증가한 1,515.4만명 전망	12
3) 수출 항공 화물은 15년 7.7% 증가한 61.3만톤 전망	13
4) 증가하는 중국인 관광객 수요	14
5. 해상운송	16
1) 컨테이너 수요 모멘텀을 감안하면 공급과잉 해소 국면 진입	16
2) 2015년 미주노선 중심 운임 인상 확대	17
3) 신규 얼라이언스 출현, 높아지는 긴장감	19
4) 높아지는 환경 규제	21
5) 벌크 선박공급 확대로 공급과잉 우려 확대	22
6) 벌크 운임지수는 제한적인 박스권	23
7) 중국효과 기대하기는 어려울 전망	24
6. Top Picks 및 관심종목	25
아시아나항공(020560)	26
현대글로벌비스(086280)	29
대한해운(005880)	31
CJ대한통운(000120)	33



Analyst 신민석

☎ 02-3771-7566 ✉ ms.shin@hanafn.com

저유가 시대 이익 모멘텀 극대화

낮은 유가는 운송업체 연료비 부담 완화로 이어질 전망

국제유가는 하향 안정화가 예상된다. WTI기준 2014년 평균 가격은 배럴당 95달러지만, 2015년은 공급량 증가로 전년 대비 14.2% 하락한 81.5달러가 예상된다. 유가는 경기 둔화가 아닌 공급량 증가에 따른 약세로 판단된다. 유가 하락으로 운송업체 비용이 감소하며, 연료비 비중이 높은 항공업체 수혜가 예상된다. 업체별 연료비 비중은 항공업체 35%, 해운업체 20%, 육상운송 5% 내외이다.

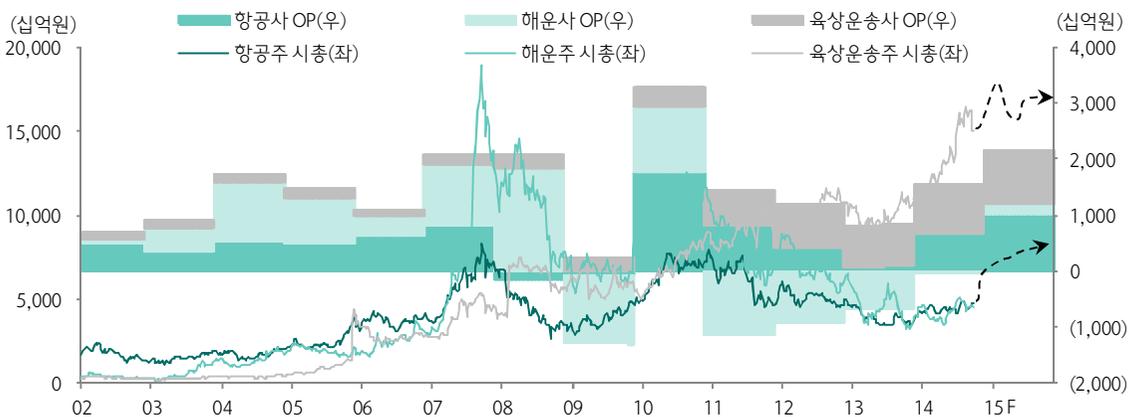
실적 모멘텀은 항공, 해운, 육상이지만, 해운업체 실적은 불확실성이 높아

국내 주요 운송업체 2015년 영업이익은 전년대비 43% 증가한 2조1,755억원이 전망된다. 특히, 해운업체는 2014년 383억원 적자에서 2015년 흑전하여 1,883억원이 예상된다. 하지만, 컨테이너업체들은 업체들간의 경쟁 심화로 운임 하락 가능성이 존재해 실적에 대한 불확실성이 높다. 항공업체는 비용절감과 단거리(중국, 일본)노선 회복으로 이익 성장에 대한 가시성이 높다. 2015년 실적에 따른 주가 모멘텀은 항공업체가 긍정적이다.

Top picks은 아시아나항공(TP 7,000원), 대한해운(TP 32,000원) 제시

운송업종 비중확대를 유지한다. 글로벌 경기는 미국 중심의 성장세가 지속되는 가운데 중국의 내수 부양책과 유로존의 점진적인 회복으로 반등세가 이어질 전망이다. 유가는 공급량 증가로 하향 안정세가 예상되고 있어 유류비 비중이 높은 업체를 중심으로 이익이 확대될 전망이다. Top pick은 저유가 시대 연료비 절감으로 이익이 증가하는 아시아나항공이며, 2nd는 전용선 중심의 선대 운영을 통해 단계별 성장이 가능한 대한해운을 제시한다.

운송업종 시가총액과 영업이익 추이 및 전망

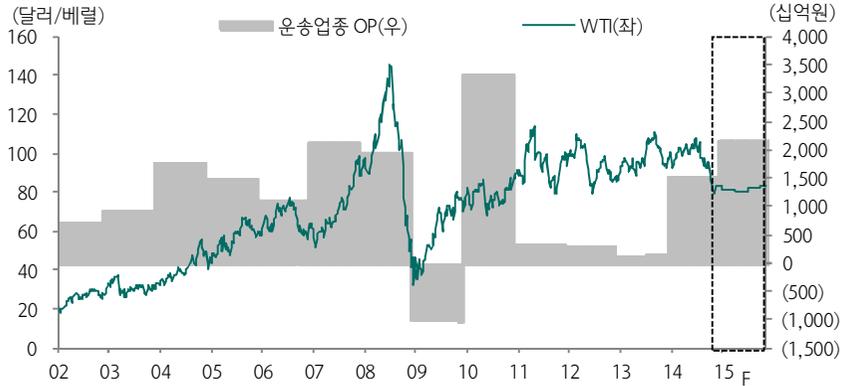


주: 대한항공, 아시아나항공, 한진해운, 현대상선, 팬오션, 대한해운, 현대글로벌비스, C대한통운, 한진
 자료: Quantwise, 하나대투증권

Summary

2015년 유가 하향 안정화 전망
 2015년 운송업종 영업이익은
 43.5% 성장 전망

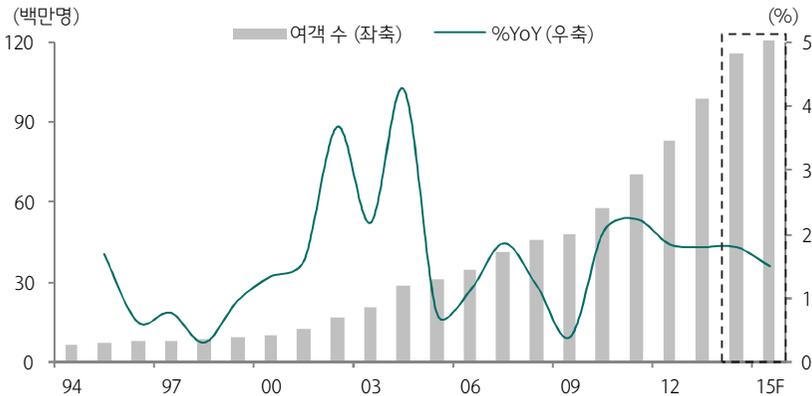
운송업종 영업이익 및 유가 전망



자료: Quantwise, DataStream, 하나대투증권

2014년 7.3%, 2015년 7.2% 높은
 증가세 전망
 요우커 증가는 항공업종에 긍정적

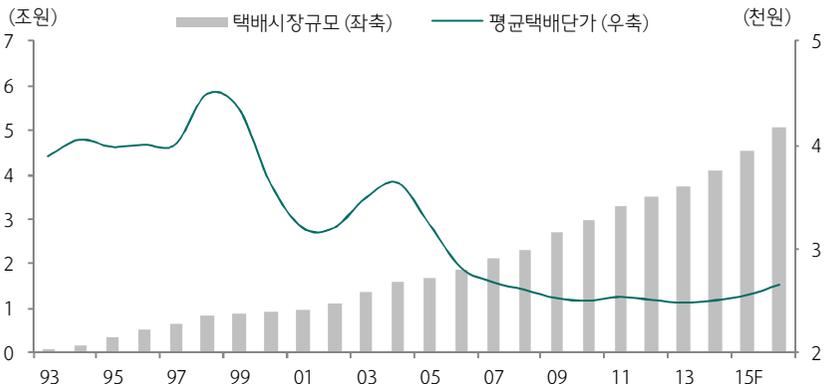
중국인 관광객 출국 추이



자료: 한국전력, 하나대투증권

택배단가는 2015년 하반기 반등세
 유지 전망

국내 택배시장과 가격 추이 및 전망



자료: 2014 물류총람, 하나대투증권

1. 투자포인트

운송업체 영업이익 개선은 수요보다는 비용절감 효과로 판단

Top pick은

아시아나항공, 대한해운 제시

2015년 운송업종은 영업이익 개선으로 주가는 점진적인 반등이 예상된다.

아시아나항공은 연료비 절감과 단거리(일본, 중국)노선 회복에 따른 실적 모멘텀이 확대될 전망이다. 현대글로벌비스는 매출성장세는 지속되지만, 영업이익률 하락은 불가피할 전망이다. 다만, 지배구조 이슈로 확대될 경우 주가 반등이 예상된다. 대한해운은 전용선 중심의 단계별 외형성장으로 주가도 점진적인 상승세 유지가 가능할 전망이다.

CJ대한통운은 택배가격 상승에 따른 이익 개선은 지속되지만, 주가는 이익보다 빠른 상승으로 Valuation 부담이 지속되고 있다. 한진해운은 연료비 절감 효과는 긍정적이지만, 경쟁 심화에 따른 이익 개선 모멘텀은 제한적일 전망이다.

표 1. 유틸리티 업체 투자 의견 및 실적 전망

기업명	투자 의견	목표주가 (원)	상승여력 (%)	구분 (십억원)	2013	2014F	2015F	2016F
아시아나항공 (020560)	BUY	7,000	52.2	매출액	5,723.5	5,821.1	6,070.1	6,450.5
				영업이익	(11.2)	110.6	242.5	274.6
				순이익	(115.7)	(61.1)	99.5	110.1
				BPS (원)	4,613	4,515	5,025	5,590
				PBR (배)	1.07	0.98	0.88	0.79
ROE (%)	(12.17)	(6.86)	10.69	10.63				
현대글로벌비스 (086280)	BUY	380,000	26.2	매출액	12,861.3	13,807.3	15,256.8	17,303.2
				영업이익	636.9	646.3	697.6	860.9
				순이익	481.3	593.3	557.5	692.5
				BPS (원)	62,236	76,035	89,403	106,370
				PBR (배)	3.71	3.66	3.11	2.61
ROE (%)	22.63	22.89	17.97	18.87				
대한해운 (005880)	BUY	32,000	14.7	매출액	535.5	555.2	547.8	637.3
				영업이익	101.4	111.1	103.9	121.0
				순이익	383.9	92.1	62.1	78.4
				BPS (원)	16,866	19,670	22,215	25,426
				PBR (배)	1.53	1.41	1.25	1.09
ROE (%)	329.44	20.83	12.15	13.48				
CJ대한통운 (000120)	Neutral	170,000	(12.8)	매출액	3,795.0	4,544.4	5,116.3	5,680.1
				영업이익	64.2	157.9	201.6	266.4
				순이익	(55.8)	53.6	128.0	169.2
				BPS (원)	120,396	122,354	127,964	135,382
				PBR (배)	0.83	1.52	1.46	1.38
ROE (%)	(2.47)	2.39	5.50	6.84				
한진해운 (117930)	Neutral	6,000	(1.0)	매출액	10,331.7	8,891.7	9,214.2	9,546.6
				영업이익	(242.4)	113.4	184.3	241.2
				순이익	(706.6)	(420.9)	(81.4)	(54.6)
				BPS (원)	5,049	4,539	4,207	3,985
				PBR (배)	1.52	1.30	1.41	1.49
ROE (%)	(75.26)	(72.48)	(16.83)	(13.14)				

자료: 하나대투증권

2. Valuation

1) 글로벌 항공운송업체 실적 및 Valuation

2015년 아시아나항공
ROE 10.7%, PBR 0.9배

아시아나항공은 PBR 0.9배로 아시아 주요 항공사 수준의 Valuation을 받고 있다. 미국 항공사는 실적 개선은 긍정적이지만, 주가 상승으로 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	5,821	6,070	(11)	111	243	(0.2)	1.9	4.0	(115)	(61)	99
아시아 주요 업체												
ANA 홀딩스	16,138	16,370	16,967	655	867	987	4.1	5.3	5.8	220	391	444
중국국제항공	18,639	18,431	20,411	1,042	877	1,254	5.6	4.8	6.1	775	497	730
중국남방항공	18,127	19,197	20,766	663	349	553	3.7	1.8	2.7	347	195	355
중국동방항공	15,960	16,620	18,083	456	303	659	2.9	1.8	3.6	321	240	470
캐세이퍼시픽항공	13,850	14,760	15,689	580	656	871	4.2	4.4	5.6	380	472	692
싱가폴항공	12,661	12,867	13,395	316	321	426	2.5	2.5	3.2	391	312	457
미국 주요 업체												
델타 에어라인스	40,110	43,739	45,548	3,740	5,539	6,567	9.3	12.7	14.4	2,852	2,992	3,644
사우스웨스트	18,776	20,243	21,289	1,483	2,432	2,912	7.9	12.0	13.7	826	1,469	1,775
유나이티드 콘티넨탈	40,669	41,845	42,940	1,800	2,802	3,781	4.4	6.7	8.8	1,096	2,059	2,726

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	(9.1)	(0.4)	2.4	10.5	8.8	8.1	-	81.0	28.7	1.0	0.9	0.9	4.2	9.4	17.9
아시아나항공	(12.2)	(6.9)	10.7	15.0	10.1	7.9	-	-	8.5	1.1	0.9	0.9	11.0	7.5	(1.7)
아시아 주요 업체															
ANA 홀딩스	2.8	5.3	5.9	6.9	6.1	5.6	45.5	22.8	20.0	1.2	1.2	1.1	1.4	7.5	7.6
중국국제항공	7.7	4.9	7.0	7.2	7.4	6.4	13.5	18.9	13.4	1.1	1.1	1.0	2.8	19.0	31.9
중국남방항공	4.3	2.7	5.0	6.8	6.6	5.9	15.5	25.3	12.1	1.1	1.1	1.1	7.4	22.7	44.2
중국동방항공	8.7	5.1	9.9	8.6	8.6	7.2	22.8	29.2	16.7	1.9	2.0	1.9	8.1	36.4	68.8
캐세이퍼시픽항공	4.5	5.4	7.5	8.8	7.3	6.3	20.6	17.2	11.7	1.0	0.9	0.8	1.2	2.8	0.1
싱가폴항공	3.3	3.1	4.4	3.9	4.0	3.5	24.4	33.3	22.7	0.9	0.9	0.9	1.8	5.3	4.6
미국 주요 업체															
델타 에어라인스	(155.8)	22.5	22.8	8.0	6.0	5.2	13.7	13.2	10.6	13.9	2.7	2.2	6.1	29.7	17.8
사우스웨스트	10.8	17.5	17.4	11.1	7.8	6.8	35.8	19.8	16.1	3.8	3.2	2.8	10.9	25.1	35.2
유나이티드 콘티넨탈	89.7	49.2	45.6	7.7	6.2	4.9	19.9	10.8	8.1	12.7	4.7	3.0	2.6	23.9	26.1

자료: 하나대투증권

2) 글로벌 육상운송업체 실적 및 Valuation

Valuation 부담은 성장 모멘텀으로 인해 현대글로벌리스 ROE 18.0%, PBR 3.2배, CJ대한통운 ROE 5.5%, PBR 1.4배로 상쇄 가능
 Valuation 부담은 존재한다. 하지만, 지배구조 이슈와 택배관련 긍정적인 센터먼트를 보유하고 있으며 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
현대글로벌리스	12,861	13,807	15,257	637	646	698	5.0	4.7	4.6	481	593	558
CJ대한통운	3,795	4,544	5,116	64	158	202	1.7	3.5	3.9	(60)	53	128
한진	1,500	1,559	1,633	40	46	49	2.7	3.0	3.0	(7)	6	7
일본 주요 업체												
야마토홀딩스	13,904	13,450	13,864	651	641	691	4.7	4.8	5.0	361	374	403
일본통운	17,226	17,752	18,195	417	433	481	2.4	2.4	2.6	265	291	329
미쓰비시물류	2,017	1,968	2,056	120	117	134	6.0	5.9	6.5	86	78	91
중국 주요 업체												
도이치 우체국	81,955	76,604	79,766	4,231	4,085	4,475	5.2	5.3	5.6	2,713	2,863	3,073
미국 주요 업체												
UPS	60,214	61,475	64,760	7,567	7,809	8,771	12.6	12.7	13.5	4,644	4,802	5,454
페덱스	46,361	51,521	54,209	3,504	4,553	5,390	7.6	8.8	9.9	2,117	2,760	3,286
CH로빈슨	13,969	14,659	15,634	763	811	882	5.5	5.5	5.6	464	485	527
월드와이드												

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
현대글로벌리스	22.6	22.9	18.0	13.0	15.9	14.6	18.0	18.4	19.5	3.7	3.8	3.2	2.2	(7.6)	(5.4)
CJ대한통운	(2.5)	2.4	5.5	25.5	20.9	18.0	-	79.8	33.2	0.8	1.5	1.4	0.5	5.7	29.5
한진	-	0.6	0.4	-	15.4	14.8	-	131.3	185.2	-	0.8	0.8	(7.8)	5.0	48.9
일본 주요 업체															
야마토 홀딩스	6.5	7.0	7.2	9.6	8.8	8.4	29.0	25.7	23.7	1.8	1.8	1.7	2.7	19.6	15.9
일본통운	5.1	6.0	6.4	8.1	7.4	6.9	20.2	17.3	15.2	1.0	1.0	1.0	6.0	18.5	11.5
미쓰비시물류	3.5	3.5	3.9	13.7	13.0	12.0	35.4	36.9	31.6	1.3	1.3	1.2	3.2	16.0	18.6
독일 주요 업체															
도이치 우체국	17.5	20.1	19.6	8.0	7.6	7.2	16.6	14.6	13.6	3.0	2.8	2.5	0.9	8.1	7.0
미국 주요 업체															
UPS	100.1	69.9	80.0	11.7	11.1	10.1	23.7	21.8	19.1	34.5	15.7	14.7	3.3	13.1	12.9
페덱스	12.7	15.9	17.6	8.4	7.3	6.4	25.6	19.1	15.8	3.4	3.0	2.6	2.3	10.6	15.8
CH로빈슨	34.6	44.6	46.1	14.8	14.0	12.9	26.3	23.6	21.3	9.7	10.5	9.7	3.3	10.6	6.0
월드와이드															

자료: 하나대투증권

3) 글로벌 해운운송업체 실적 및 Valuation

컨테이너 선사 2015년 영업이익은 한진해운은 PBR은 1.2배로 글로벌 해운선사대비 높은 Valuation을 받고 있다. 장기 전년대비 증감세 유지 가능 전망 적으로 한진그룹 편입을 통한 재무 건전성 회복이 기대된다.

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	8,892	9,214	(242)	113	184	(2.3)	1.3	2.0	(680)	(407)	(79)
현대상선	8,149	8,378	8,912	(329)	124	288	(4.0)	1.5	3.2	(696)	(430)	(40)
일본 주요 업체												
미쓰이OSK라인(MOL)	17,348	17,397	17,942	497	373	515	2.9	2.1	2.9	499	395	476
엔와이케이(NYK)	22,525	22,091	22,790	529	616	723	2.3	2.8	3.2	347	362	511
가와사키선(K-Line)	12,348	11,953	12,380	292	375	447	2.4	3.1	3.6	162	199	267
중국 주요 업체												
중국해운컨테이너(CSCL)	5,593	6,298	6,777	(308)	(15)	104	(5.5)	(0.2)	1.5	(342)	(20)	108
Orient Oversea(OOIL)	6,612	6,953	7,349	46	349	403	0.7	5.0	5.5	26	323	340
넵튠 오리엔트 라인스	9,729	9,492	9,888	(104)	(41)	172	(1.1)	(0.4)	1.7	(188)	(81)	87
코스코 해운	1,302	1,310	1,446	(9)	12	38	(0.7)	0.9	2.7	1	20	33
퍼시픽 베이슨	1,705	1,995	2,254	67	25	113	3.9	1.3	5.0	38	(50)	78
덴마크 주요 업체												
AP Moller 머스크	62,846	51,776	54,299	8,329	8,216	9,895	13.3	15.9	18.2	3,973	5,207	5,477

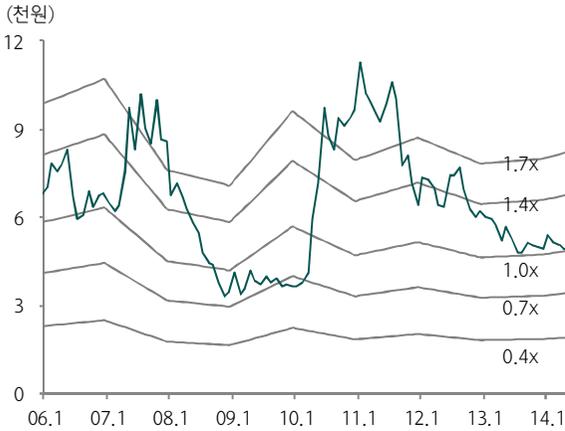
자료: 하나대투증권

표 7. 글로벌 해운운송업체 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
한진해운	(75.3)	(72.5)	(16.8)	33.4	13.0	11.7	-	-	-	1.4	1.1	1.2	9.2	16.8	(2.1)
현대상선	(51.1)	(40.5)	(36.7)	104.9	41.1	21.9	-	-	-	2.4	4.4	4.3	(0.5)	(6.3)	0.0
일본 주요 업체															
미쓰이OSK라인(MOL)	8.5	5.8	6.7	10.9	11.3	10.0	8.1	10.3	8.5	0.7	0.6	0.5	0.3	4.8	(0.3)
엔와이케이(NYK)	4.8	5.1	6.7	9.4	8.5	7.8	15.9	13.8	9.7	0.7	0.7	0.6	5.6	11.0	9.0
가와사키선(K-Line)	4.5	5.2	6.7	6.9	6.4	5.8	17.5	13.0	9.7	0.7	0.7	0.6	13.2	27.5	34.8
중국 주요 업체															
중국해운컨테이너(CSCL)	(6.9)	0.4	2.0	-	33.3	19.6	-	1925.4	37.0	0.9	0.9	0.9	8.4	15.6	14.6
Orient Oversea(OOIL)	1.0	6.5	6.6	17.2	7.6	7.0	94.5	12.9	11.8	0.8	0.7	0.7	3.5	1.6	11.1
넵튠 오리엔트 라인스	(3.0)	(9.0)	(1.4)	25.5	17.6	10.8	-	-	27.3	0.7	0.8	0.8	(4.9)	(11.9)	(18.4)
코스코 해운	0.3	1.9	3.0	27.6	15.1	12.6	868.3	66.8	40.7	1.3	1.3	1.3	13.5	30.6	57.9
퍼시픽 베이슨	2.5	(3.8)	6.2	11.3	14.7	7.9	25.0	-	14.4	0.7	0.7	0.7	1.7	(4.4)	(15.6)
덴마크 주요 업체															
AP Moller 머스크	8.9	12.1	11.4	4.7	4.7	4.3	13.0	11.5	9.6	1.2	1.1	1.0	(4.3)	2.1	3.6

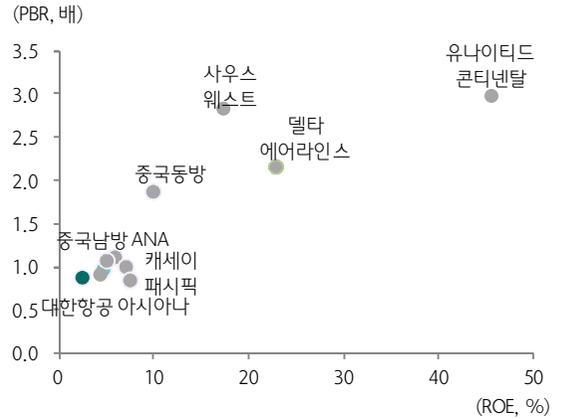
자료: 하나대투증권

그림 1. 아시아나항공 PBR 밴드



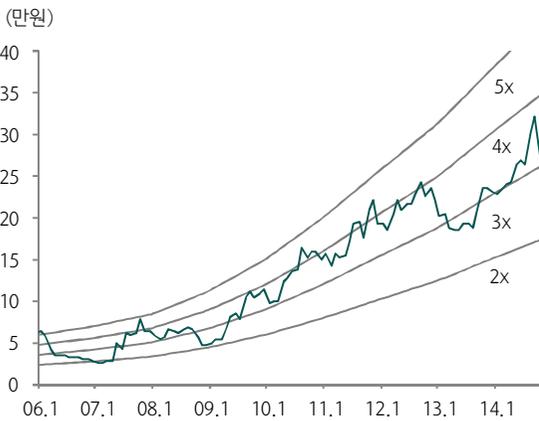
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 2. 글로벌 항공업체 ROE-PBR 추이



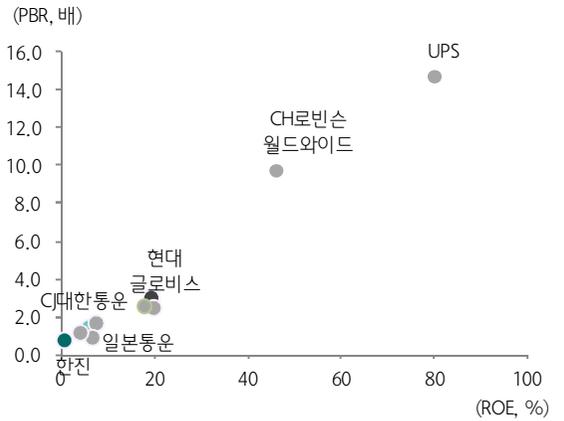
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 3. 현대글로벌비스 PBR 밴드



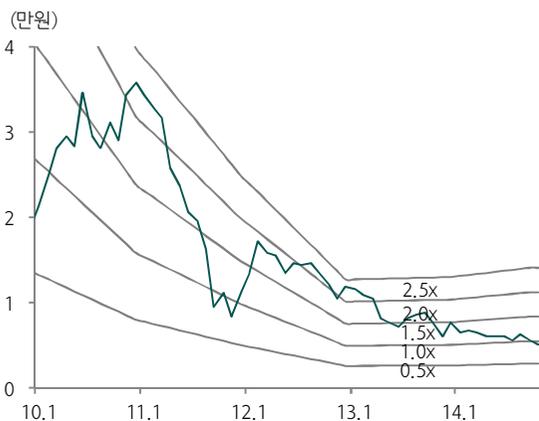
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 4. 글로벌 육운업체 ROE-PBR 추이



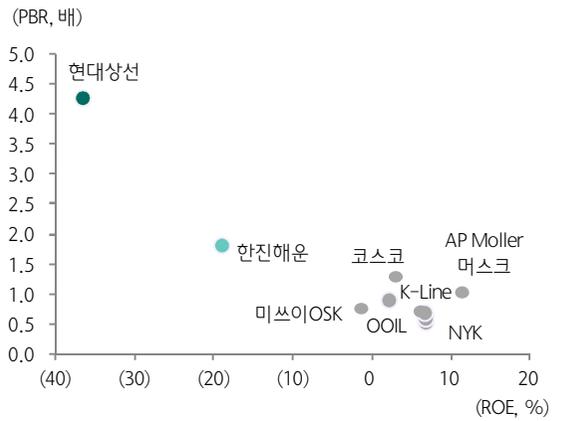
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 5. 한진해운 PBR 밴드



자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 6. 글로벌 해운운송 업체 ROE-PBR 추이



자료: Bloomberg, 하나대투증권

3. 육상운송

택배시장 경쟁 심화 속
CJ대한통운 독주 지속

1) 택배 시장은 두 자리 성장세 지속 전망

국내 택배시장은 관련법의 부재와 업체들간의 경쟁 심화에도 불구하고 온라인 쇼핑의 성장에 힘입어 두 자리 성장세를 유지하고 있다. 특히, 해외 직구의 증가와 이케아의 한국 시장 진출 등으로 시장 성장세는 당분간 지속될 전망이다.

택배박스 처리량은 지난 2013년 15억 박스를 넘어섰으며, 2014년은 전년대비 9.0% 증가한 16.4억 박스를 기록할 전망이다. 택배박스 처리량은 지난 2011년 이후 한자리 후반의 성장세를 기록하고 있으며, 2015년 17.7억 박스, 2016년 19.1억 박스를 기록할 전망이다.

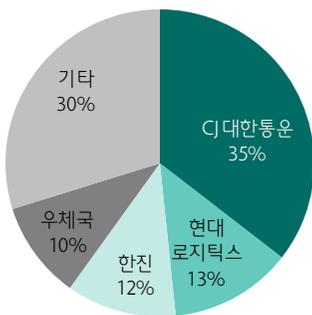
택배박스 처리량이 한자리 후반의 성장세를 기록하고 있는 택배시장은 업체들간의 안정적인 성장보다는 대형업체 중심의 M&A와 신규 진입, 도산 등이 반복되는 등 업체간의 경쟁이 어느 시장보다 치열하게 진행되고 있다.

2015년 택배 시장은 CJ대한통운의 점유율 확대 속 현대로지틱스(롯데, 오릭스 지분 참여)의 투자확대, 한진의 점유율 회복 노력이 예상된다. 또한, 농협이 상반기 중 소형 택배업체 인수를 통해 신규 진입이 전망된다. 현재 매각 가능한 중소형 택배 업체가 많아 농협은 기존의 중소형 업체 M&A를 통해 진출할 전망이다.

우체국택배는 지난해까지 10% 내외의 시장 점유율을 확보하고 있었지만, 2014년 하반기 토요 휴무 정책을 발표하면서 점유율 하락은 불가피할 전망이다. 특히, 농가를 중심으로 우체국 택배 사용 빈도가 높았지만, 토요 휴무로 최근 민간택배 업체로 이전이 지속되고 있기 때문이다.

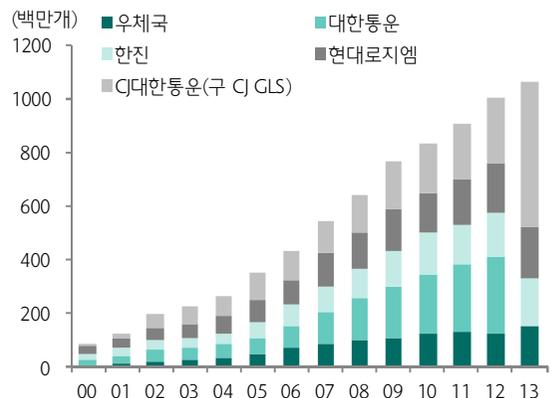
결국, 2015년 택배 시장은 CJ대한통운의 독보적 점유율 확대 속 현대로지틱스와 한진의 반전, 그리고 우체국의 점유율 축소가 예상되며, 향후 농협의 택배 시장 진출이 가시화될 경우 경쟁 심화는 가열될 전망이다.

그림 7. 택배시장 점유율 현황



자료: 물류편람, 하나대투증권

그림 8. 주요 택배업체 박스 처리량 추이



자료: 물류편람, 하나대투증권

택배단가는 2015년 2.0%,
2016년 4.0% 증가 전망

2) 택배 단가는 2013년 저점으로 반등세 지속 전망

택배 평균단가는 지난 2013년 CJ대한통운이 출범하면서 경쟁 심화로 2,500원을 하회했다. 하지만, 2014년 업체들의 인상 노력으로 2,500원을 회복했으며, 평균단가 상승세는 2016년까지 지속적 될 전망이다.

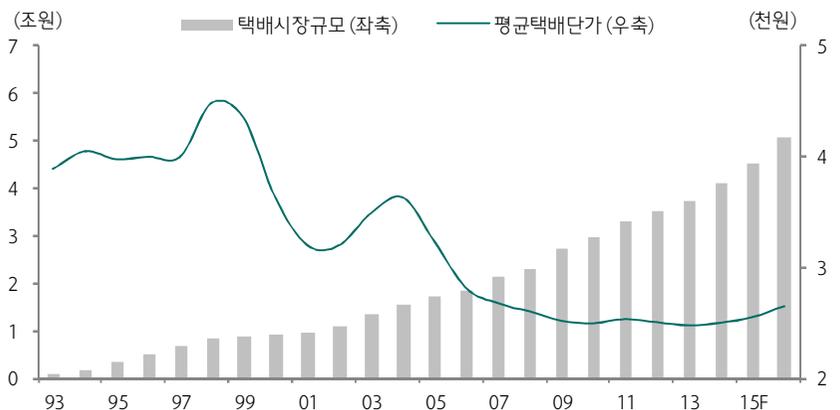
택배단가 인상에는 현대로지틱스가 가장 적극적인 모습을 보여왔다. 그룹사 실적이 악화되면서 현대로지틱스는 지난 2013년 박스당 500원 인상을 발표하는 등 택배 가격 현실화를 위한 노력을 기울이고 있다. 실질적으로 택배 단가는 신규 고객과의 계약에서 250원 인상에 성공했다. 또한, 우체국은 2014년 상반기 무게 기준으로 10kg은 500원, 20kg은 1,000원씩 인상을 했으며, 한진도 단가 인상에 동참하는 모습을 보이고 있다.

택배 평균단가는 업체들의 노력으로 2014년 상승세 유지는 가능하지만, 추세가 지속되기 위해서는 중소형 택배업체의 M&A 확대, 또는 대형 업체들의 과점화 진행이 필요하다. 현재 CJ대한통운 점유율이 40%를 상회하고 있으며, 2015년 하반기 45%를 넘어설 전망이다. 현대로지틱스는 13%에서 15% 확대를 위한 노력이 진행 중이다. 이와 같이 대형 업체들의 과점화 진행이 마무리되는 2015년 하반기부터 택배 평균 단가는 점진적인 상승세가 가능할 전망이다.

다만, 택배 기사들의 처우 개선을 위한 비용이 증가하고 있어 택배업체들의 마진은 단가 인상에 비해 더디게 진행될 전망이다.

그림 9. 택배시장규모와 단가 추이 및 전망

택배시장 성장세 유지는 계속되겠지만 단가 인상은 제한적



자료: 물류협회, 하나대투증권

4. 항공운송

1) 저유가 시대 비용절감 효과 극대화 전망

연료비는 매출원가의 35%
유가 하락으로 영업이익 개선

2014년 7월 이후 유가가 약세로 전환되고 있다. WTI기준 배럴당 105달러 수준이었던 유가는 2015년 11월 배럴당 78.7달러까지 하락하였다. 동시에 항공유도 하락세를 보여 유류할증료 적용 유가도 배럴당 120달러에서 105달러까지 하락했다.

2015년 유가는 국제 에너지 생산량 증가와 수요 증가 둔화가 맞물려 하향 안정세를 보일 전망이다. 항공업체는 전체 매출원가에서 유류비가 차지하는 비중이 35% 내외를 기록하고 있다. 그 만큼 유가에 따른 실적 변동이 크다. 국내는 유류할증료 제도를 통해 유가 변동분의 50%를 커버하지만, 유가가 하락할 경우 이익이 확대된다. 유가가 하락할 경우 유류할증료 도입 가격 하락으로 매출은 감소하지만, 연료비 절감으로 영업이익이 개선된다.

2015년 아시아나항공 항공유가 116달러를 기준으로 민감도를 구해보면 다음과 같다. 2015년 영업이익은 2,425억원으로 유가가 5% 상승할 경우 1,920억원으로 감소하며, 5%가 하락할 경우 2,932억원으로 개선된다. 아시아나항공은 유가 5% 변동에 따라 500억원의 영업이익이 증감된다.

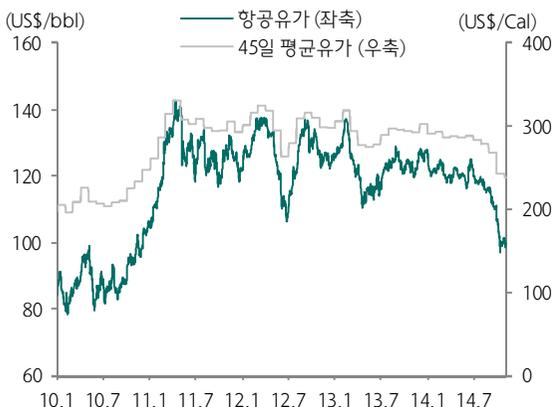
표 8. 아시아나항공 유가 민감도 분석

(단위: %)

민감도(%)	(15.0)	(10.0)	(5.0)	기준유가	5.0	10.0	15.0
항공유가	99	105	110	116	122	128	134
매출액	5,919	5,969	6,020	6,070	6,121	6,171	6,221
영업이익	394	343	293	243	192	142	91
세전이익	281	231	181	130	80	29	(21)
순이익	214	176	137	99	61	22	(16)
EPS	2,971	2,439	1,906	1,374	841	308	(224)
연료비	1,715	1,816	1,917	2,017	2,118	2,219	2,320

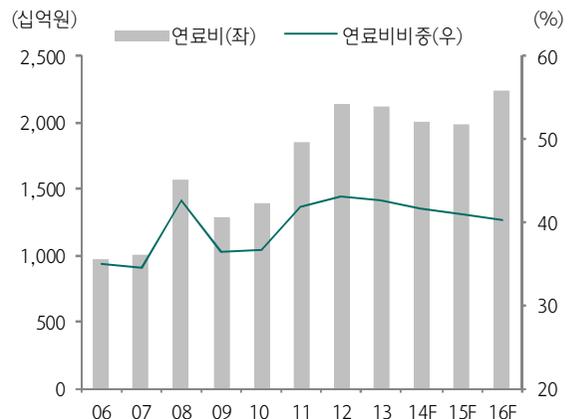
자료: 하나대투증권

그림 10. 항공유가 및 유류할증료 추이



자료: Data Stream, 하나대투증권

그림 11. 아시아나항공 연료비 및 비중 추이와 전망



자료: 아시아나항공, 하나대투증권

2015년에도 단거리 중심의
출국자 성장 지속
입국자수는 중국인 입국자
중심으로 두 자리 성장 기대

2) 내국인 출국은 15년 7.4% 증가한 1,515.4만명 전망

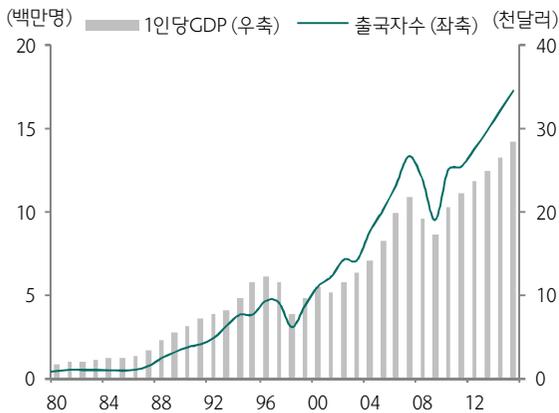
2015년 내국인 출국은 전년대비 7.4% 증가한 1,515.4만명이 예상된다. 2014년 출국자는 전년대비 8.2%가 증가한 1,389.7만명으로 추정된다. 2014년 2분기와 3분기는 세월호 영향으로 내국인 출국이 전년대비 4.8%, 7.5% 증가했다. 하지만, 8월 이후 10%에 육박한 수요 증가율을 보이고 있어 8.2% 성장은 가능할 전망이다. 특히, 단거리 노선인 일본노선을 중심으로 지난 10월부터 빠르게 회복되고 있어 한자리 후반의 출국자 증가는 가능할 전망이다.

일본과 중국 등 단거리 중심 성장은 2015년에도 지속될 전망이다. 특히, 엔저 영향으로 일본노선 성장세가 두드러지게 나타날 전망이다. 2014년 4분기부터 일본노선이 전년대비 플러스 전환했으며, 2015년 상반기까지 이어질 전망이다.

2015년 민간소비는 2.5% 증가할 전망이다. 2014년 1.9%에 비해 0.6%p 증가하면서 내국인 출국자 성장을 이끌 전망이다. 과거 내국인 출국은 민간소비와 유사한 패턴을 보이고 있어 민간소비 회복은 내국인 출국에 긍정적인 영향을 줄 전망이다.

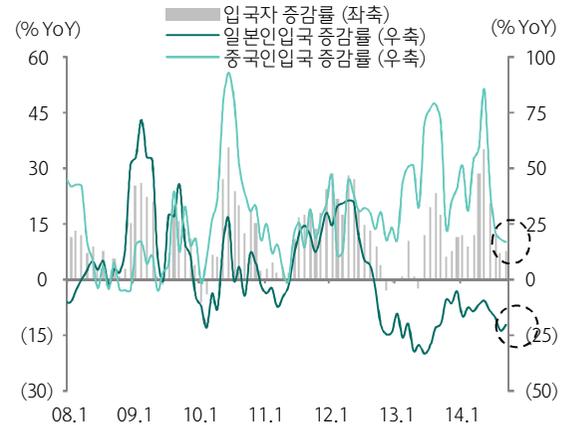
2015년 국내 입국자는 9.0% 성장이 예상된다. 2014년은 일본인 입국이 전년대비 10.6% 감소했지만, 중국인 입국이 33.1% 증가하면서 14.1%의 높은 성장세를 기록했다. 중국인 입국이 2015년에도 두 자리 성장이 가능하기 때문에 외국인 국내 입국은 두 자리 성장이 가능할 전망이다.

그림 12. 민간소비와 내국인 출국자 추이와 전망



자료: 한국관광공사, 하나대투증권

그림 13. 월별 국내 입국자 추이



자료: 한국관광공사, 하나대투증권

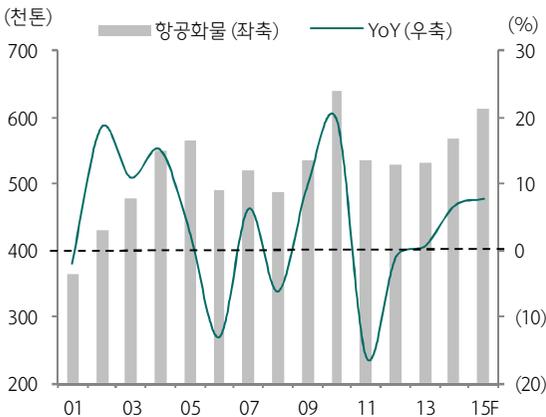
3) 수출 항공 화물은 15년 7.7% 증가한 61.3만톤 전망

선진국 경기 회복과 신규 TV 수요 증가로 한자리 중반 성장 기대

항공화물 수출 물동량은 2014년 6.7%에서 2015년 7.7%로 성장할 전망이다. 지난 2011년 16.2% 감소한 이후 2012년과 2013년 각각 -1.1%, 0.6% 성장에 그쳤지만, 2014년 6.7% 성장 이후 2015년은 7.7%까지 확대될 전망이다. 특히, 선진국 경기 회복과 IT 신제품, 의류 성장에 힘입어 두 자리 중반 대 성장이 기대된다.

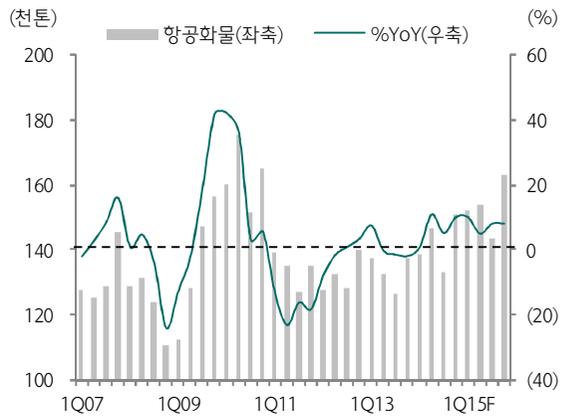
항공화물은 2014년 3분기부터 빠르게 성장하고 있다. 특히, 디스플레이 중심으로 고성장세가 유지되면서 한자리 중반 성장을 기록하고 있다. UHD TV 출하량 증가와 신규 IT제품 수요 증가로 2014년 하반기 성장세를 유지하고 있는 것으로 판단된다. 2015년 상반기까지 기저효과와 선진국 경기 회복으로 반등세 유지는 가능 할 전망이다.

그림 14. 연간 항공화물 증감을 추이와 전망



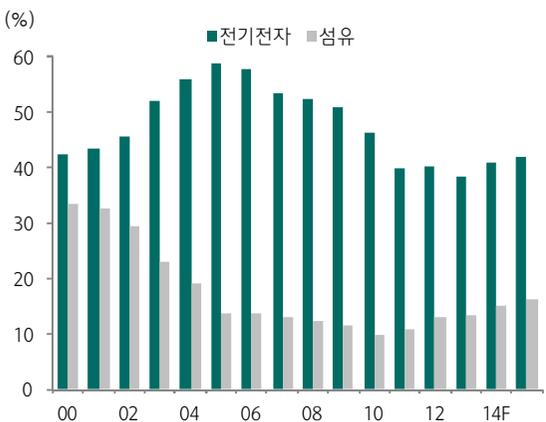
자료: 무역협회, 하나대투증권

그림 15. 분기별 항공화물 증감을 추이와 전망



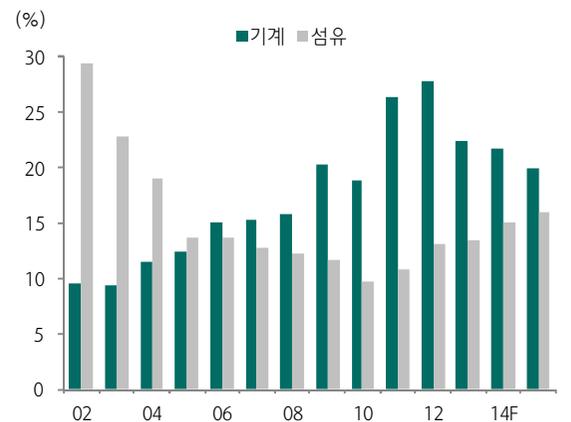
자료: 무역협회, 하나대투증권

그림 16. 품목별 항공화물 증감을 추이와 전망(1)



자료: 무역협회, 하나대투증권

그림 17. 품목별 항공화물 증감을 추이와 전망(2)



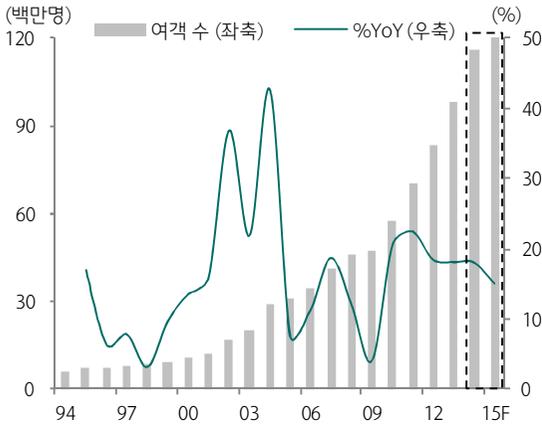
자료: 무역협회, 하나대투증권

4) 증가하는 중국인 관광객 수요

2015년 중국인 출국자수
15% 증가 예상

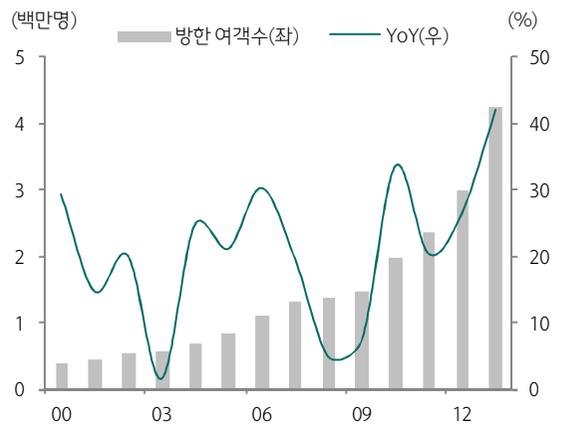
매년 증가하는 중국인 해외여행은 항공수요에 있어서 큰 영향을 미치고 있다. 2010년 이후 매년 10% 후반대의 증가를 보이고 있는 중국인 출국자수는 2014년과 2015년에도 각각 18%와 15%의 성장을 보일 것으로 예상되고 있다. 한편 한국행 출국자 수는 2011년 이후 20~30%대의 높은 증가세를 기록하다가 2013년 사상 최고치인 42%를 기록하였다. 올해도 9월까지 누적 입국자수는 36.5%를 기록하여 여전히 높은 수준의 증가율을 보이고 있다. 특히 11월 둘째주에 APEC 임시 휴일이 지정되어 비수기인 11월임에도 해당기간 동안 대한항공과 아시아나항공의 중국 노선 예약률은 평년 수준인 60%를 웃도는 90%대를 기록하고 있다.

그림 18. 중국인 출국자수 증가 추이



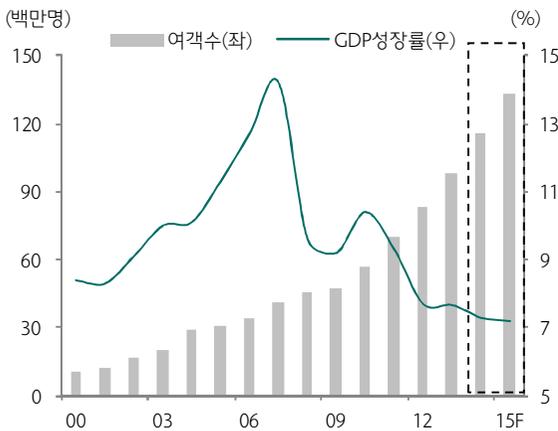
자료: CEIC, 하나대투증권

그림 19. 중국인 한국행 출국자수 증가 추이



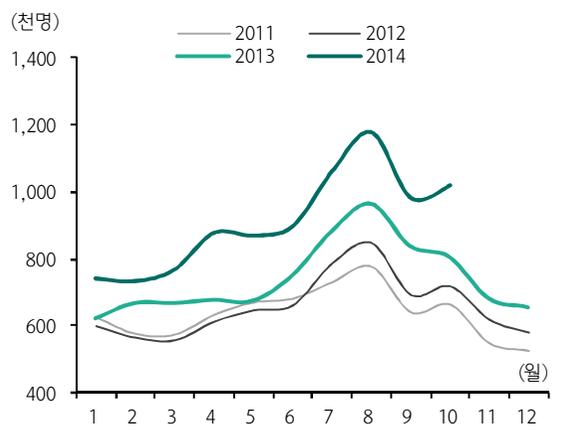
자료: CEIC, 하나대투증권

그림 20. 중국 출국자수 및 GDP 성장률 추이



자료: CEIC, 하나대투증권

그림 21. 인천공항 중국 노선 탑승객 추이



자료: 인천공항공사, 하나대투증권

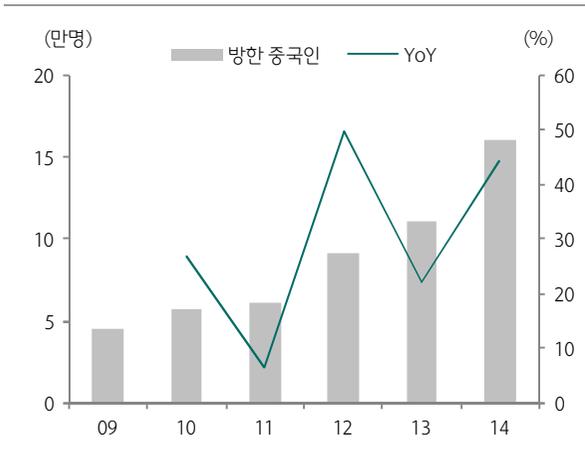
중국인 효과: 극대화되는 성수기효과와 높아지는 평균 수송객

2015년 중국인 출국자수 15% 증가 예상

중국인 인바운드의 증가는 성수기에 효과를 배로 보여줬다. 중국 국경절 기간의 방한 중국인 추이를 본다면 최근 3년간 CAGR 38.6%를 기록했으며 2014년에는 44.1%의 증가를 기록했다. 한편 중국 2015년 중국 국경절은 올해보다 주말이 많아 긍정적인 전망이다. 여전히 성장하고 있는 국민소득과 대체휴일 제도로 최소화되는 연휴일수 감소는 해외여행객 증가로 이어질 전망이다.

한편 중국 국무원에서 발표한 “관광업 발전계획에 관한 의견”에 따르면, 2020년까지 중국내 관광업 소비규모가 GDP의 5%이상을 달성하는 것을 목표로 세웠다. 2014년 7.3%, 2015년 7.5% 성장이 예상되는 GDP 성장률의 증가세도 긍정적이다. 또한 증가하는 중국인 관광객 1인당 지출 경비에 맞춰 정비되고 있는 국내 관광 인프라 상황도 인바운드 수요를 늘리는 효과를 가져올 것으로 기대한다.

그림 22. 중국 국경절 중국인 방한객 추이



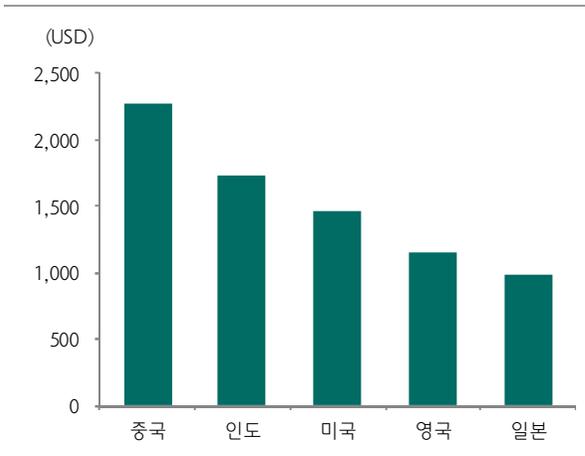
자료: 한국관광공사, 하나대투증권

그림 23. 중국 국경절 예정일

2014년 휴일		2015년 휴일	
춘절	1월 31- 2월 6일	춘절	2월 19 - 25일
청명절	4월 4 - 6일	청명절	4월 4 - 6일
노동절	5월 1 - 3일	노동절	5월 1 - 3일
단오절	5월 31 - 6월 2일	단오절	6월 20 - 22일
중추절	9월 6 - 8일	중추절	9월 26 - 28일
국경절	10월 1 - 7일	국경절	10월 1 - 7일

자료: 하나대투증권

그림 24. 2013년 주요국 외국인 관광객 1인당 지출경지



자료: 한국관광공사, 하나대투증권

그림 25. 중국 국경절 예정일

연도	가명점수 (천개)	매출건수 (천건)	총매출액 (억원)
2006년	11	14	45
2007년	12	30	95
2008년	16	76	290
2009년	17	306	1260
2010년	122	911	3202
2011년	304	1949	7459
2012년	359	3048	10425

자료: 언론자료, 하나대투증권

5. 해상운송

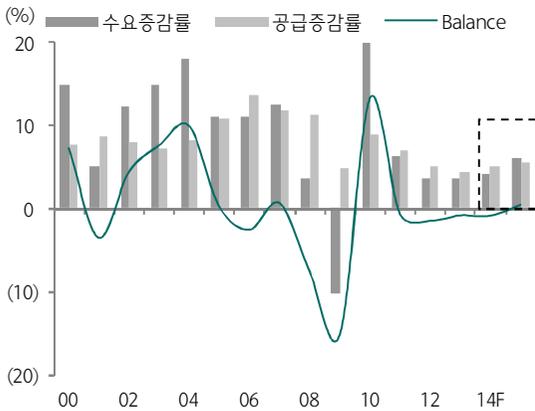
1) 컨테이너 수요 모멘텀을 감안하면 공급과잉 해소 국면 진입

구주노선 물동량 증가시 공급과잉은 점진적으로 해소 가능

2015년 컨테이너 공급 증가율은 5.5%이다. 2014년 5.0%에 비해 소폭 증가한 수치로 대형선 중심의 인도가 이어지고 있는 상황이다. 반면에 수요 증가율은 6.0%로 공급 대비 수요가 늘어날 가능성이 높다. 다만, 수요 증가율의 핵심은 구주 노선으로 유럽 경기가 얼마나 회복 할 지가 변수이다.

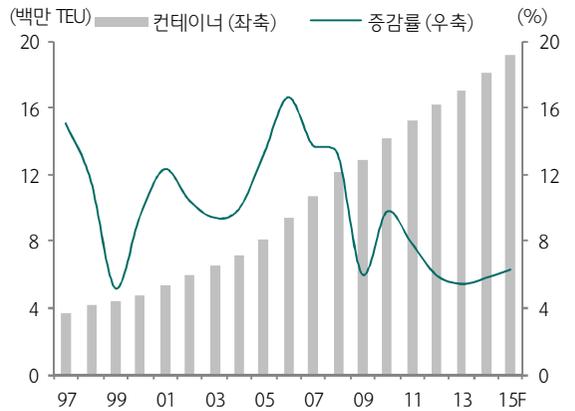
유럽 경기 회복이 예상보다 부진할 경우 대형선 중심의 구주노선 운임은 올해와 비슷하게 낮은 박스권 수준을 유지할 전망이다. 미주와 아시아역내 물동량은 2014년과 비슷한 수준의 견조한 상승세 흐름을 유지하기 때문에 2015년 컨테이너 수요는 유럽이 좌우할 전망이다.

그림 26. 컨테이너 수요/공급 Balance



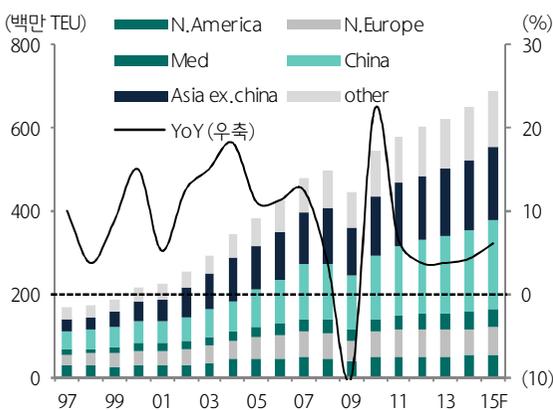
자료: 하나대투증권

그림 27. 컨테이너 공급 추이 및 전망



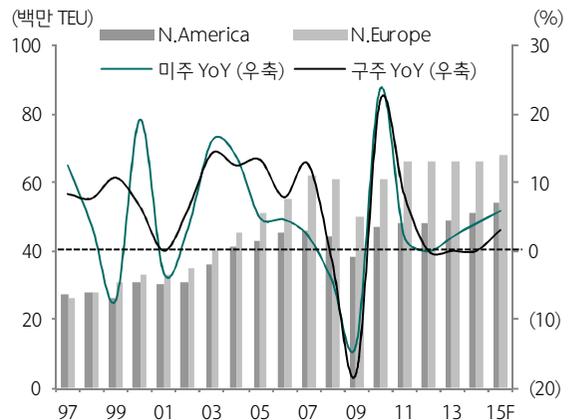
자료: 하나대투증권

그림 28. 컨테이너 노선별 물동량 추이 및 전망



자료: 하나대투증권

그림 29. 컨테이너 미주/구주 노선별 물동량



자료: 하나대투증권

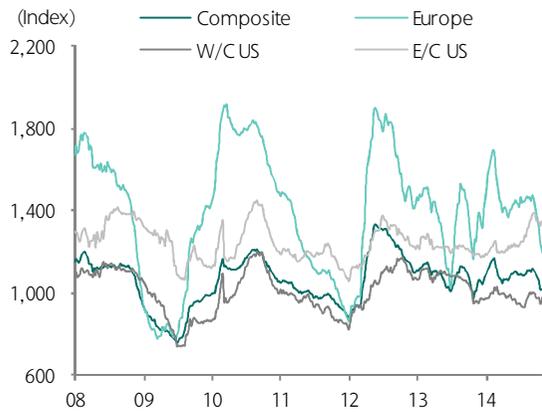
2) 2015년 미주노선 중심 운임 인상 확대

TSA는 최소기준운임을 상향 발표

TSA(Transpacific Stabilization Agreement) 회원 15개 컨테이너 선사들은 2015년 동북아~미국 서안 최소기준운임을 2,000달러/FEU로, 동북아~미국 동안 최소기준운임을 3,500달러/FEU로 발표하였다. 동남아~미주 운임은 여기에 150달러/FEU이 추가 운임으로 붙을 예정이다. TSA는 지난 5년간 연간 인상률만 제안해 온 것에 비해 올해는 5년만에 최저기준운임을 제시하였다. 이는 계속해서 운임 인상에 실패한 결과 제시된 방안으로 판단한다.

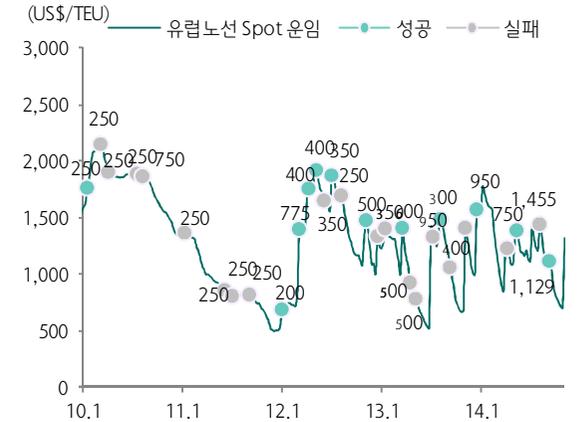
과거 TSA는 2009년 동북아~미국 서안은 1,350달러/FEU, 동북아~미국 동안은 2,500달러/FEU로 제시하였지만 선박공급의 감축과 강한 수요증가가 없어 운임은 1,000달러/FEU 이하로 급락하였다. 이후 2010년에 중국발 강한 운임 반등이 이루어 지고 나서야 가격은 오르기 시작했다. 이후 선사들의 운임 인상 노력(GRI)은 꾸준히 제시되었지만 각 선사들의 시장 점유율 향상을 위한 신규 선박 투입이 끊이지 않아 대부분 실패로 돌아섰다.

그림 30. CCFI 지수 추이



자료: Chinese Shipping, 하나대투증권

그림 31. 운임인상 시도 및 결과 추이



자료: Alphaliner, 하나대투증권

공급 축소를 통한 운임 인상 기대

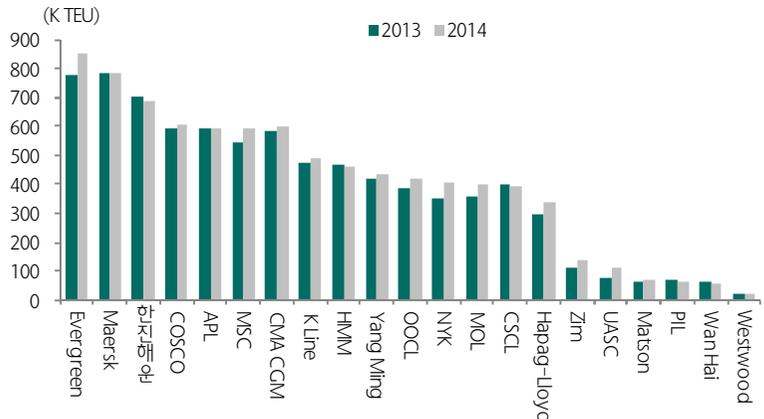
올해 미국 노선의 운임은 평소와 다른 양상을 보이고 있다. 미국 노선을 운항하는 선사들이 8월 1일 FEU당 600달러 운임인상에 성공한데 이어 9월 1일부터 FEU당 600달러 추가인상을 발표하였기 때문이다. 특히 미국 동해안 노선의 운임은 CCFI 기준 연초대비 13.8%를 상승하는 강세를 보이고 있다. 이는 미국 서안 항만 노조 협상 문제와 항만 운영사들의 장비부족으로 인한 적체 현상이 발생하고 있기 때문이다. 이에 선사들은 미주 서안의 적체를 피하기 위해 일부 화물을 동안으로 보내고 있는 것으로 판단된다. 한편 이러한 미국 서안 지역의 적체 현상은 1만 TEU급 선박들의 취항에 따라 장비의 보강과 인력의 보강을 통하여 지속적인 대응이 가능한 만큼 단시간에 해결되기는 쉽지 않을 전망이다. 당분간 미국 노선은 혼잡세와 일부 물량의 미국 동안 수요로의 전환이 예상된다.

한편 각사의 미주 노선은 노선의 합리화와 화주의 합리화를 통한 원가절감이 계속해서 진행되었다. PIL은 중소형 선박 서비스를 전면 중단하여 북미노선 CAPA가 12.2% 감소하는 모습을 보였다. 반면 전체 선사들의 미주노선 CAPA는 전년 대비 4.6% 증가를 보였는데 이는 노선을 합리화하면서 선박은 대형화된 영향으로 판단한다.

향후 운임 인상 여부의 방향은 선사들의 공급능력 축소 여부에 달려있다. 최근 G6는 중국~미주 서안 'CC2' 노선 서비스를 동계시즌에 정지한다고 발표했다. 해당 서비스는 5,500~6,300 TEU급 선박 5척을 이용해서 닝보, 상하이, LA를 순환하는 서비스였다. 아직까지 G6 이외에 동계 운항 계획에서 CAPA를 조절한 것은 없지만 이러한 움직임은 각 선사들의 수익보전을 위한 공급 축소로 이어질 것으로 기대되어 긍정적이다. 또한 비용절감을 위한 '슬로우스티밍'으로 주 27만 TEU 수준의 아시아~북미 CAPA가 축소되는 점도 긍정적으로 판단한다.

그림 32. 극동아시아~미주 운항 해운사별 CAPA 추이

2014년 총 CAPA 증가는 4.6%



자료: Alphaliner, 하나대투증권

3) 신규 얼라이언스 출현, 높아지는 긴장감

2M, Ocean 3 출범 임박

한편 2015년에는 2M, Ocean 3 등 신규 얼라이언스들 출범이 예정되어있다. 2M은 세계 1, 2, 3위 해운사인 APM-Maersk, MSC, CMA-CGM이 추진했던 P3네트워크가 무산되고 APM-Maersk, MSC가 연합해서 신청한 연합체이다. Ocean 3는 3위업체인 CMA-CGM이 중심이 되어 CSCL, UASC가 참여하는 연합체이다. 2M은 아시아~북미 노선의 15%, 아시아~유럽 노선의 32%, 아시아~지중해 노선의 39%를 점유하고 있는 것으로 파악되며 Ocean 3는 아시아~북미 13%, 아시아~유럽 19%, 아시아~지중해 노선의 27%를 점유하고 있는 것으로 파악된다.

2M과 Ocean3는 각각 2015년 출범을 목표로 각국의 경쟁당국 심사를 받고 있는 중이다.

표 9. 해운 얼라이언스의 노선별 점유율 현황

(단위: %)

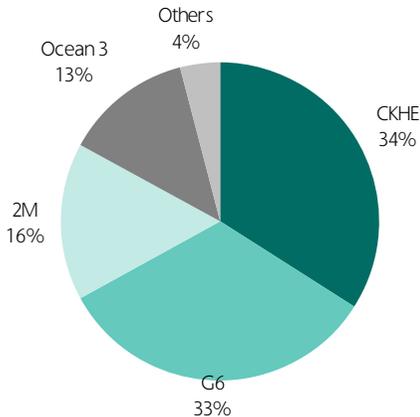
	아시아~북미	아시아~유럽	아시아~지중해
2M	15%	32%	39%
CKYHE	34%	26%	20%
G6	32%	23%	8%
Ocean 3	13%	19%	27%

자료: Alphaliner, 하나대투증권

Ocean 3에 주목

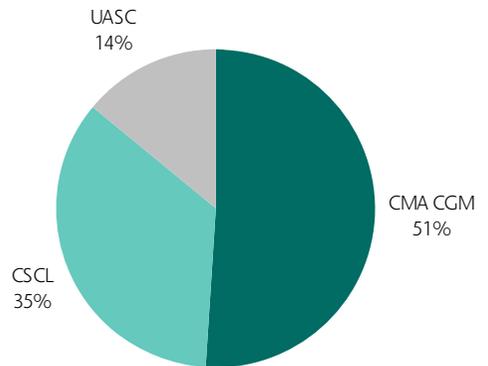
여기서 주목해야 할 얼라이언스는 Ocean 3이다. Ocean 3는 국내 해운업체들이 집중하고 있는 아시아~북미 노선에 신규 서비스 계획을 발표했다기 때문이다. 매주 48,130 TEU의 서비스를 공급할 예정이다. 특히 UASC는 13,000 TEU급 이상의 대형선박을 5척 이상 보유하고 있는 것으로 파악되어 아시아 노선 취항시 영향력을 무시하기 어렵다고 판단한다.

그림 33. 아시아~북미 노선 얼라이언스별 점유율



자료: Chinese Shipping, 하나대투증권

그림 34. Ocean 3 아시아~북미 노선 선사별 공급량



자료: Alphaliner, 하나대투증권

표 10. Ocean 3 서비스 예정 아시아~북미 노선

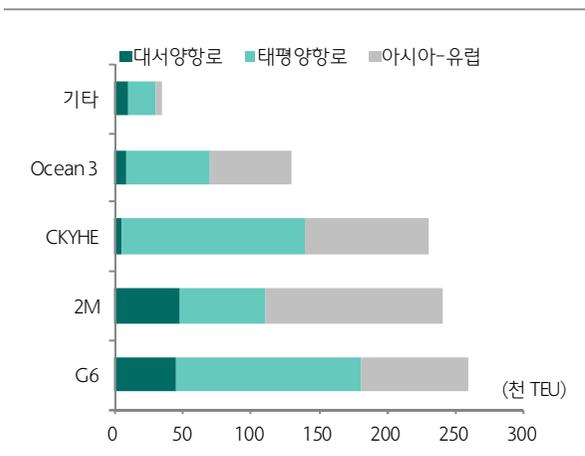
루트 명	사용 선박	정박 항구
PSW 1	11,000TEU급 6대 (CMA CGM 선박)	푸저우, 사면, 난샤, 치완, 홍콩, 옌티안, 롱비치, 오클랜드, 푸저우
PSW 2	Yang Ming Slot 사용 예정	홍콩, 옌티안, 카오슝, 킵룽, LA, 오클랜드, 부산, 광양, 홍콩
PSW 3	8,000TEU급 6대 (CMA CGM, CSCL, UASC + PIL 선박 사용 예정)	닝보, 상하이, 부산, LA, 오클랜드, 닝보
PSW 4	8,500 TEU급 6대 (CSCL 선박)	칭따오, 란용강, 상하이, 닝보, LA, 오클랜드, 칭따오
PNW 5	8,000TEU급 17대 (CMA CGM 9대, CSCL 6대, UASC 2대)	포트 켈랑, 홍콩, 옌타이, 닝보, 상하이, 부산, 시에틀, 벤쿠버, 상하이, 닝보, 홍콩, 옌티안, 포트 켈랑
USEC 1		상하이, 닝보, 홍콩, 옌티안, 포트 켈랑, 포트 사이드, 뉴욕, 노포크, 사바나, 포트 세트, 포트 켈랑, 홍콩, 옌티안, 닝보, 상하이, 부산
USEC 2	4,500TEU급 11대 (CMA CGM 11대)	홍콩, 치완, 닝보, 상하이, 부산, 만자니로, 휴스턴, 모빌, 마이애미, 잭슨빌, 사바나, 찰스턴, 홍콩

자료: Alphaliner, 하나대투증권

Hamburg-sud의
연계서비스도 주의

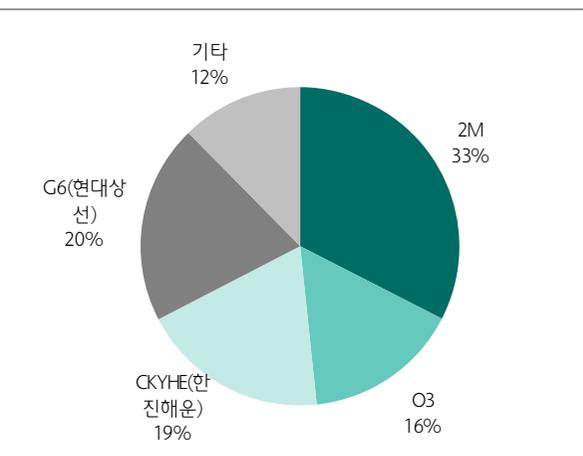
한편 Ocean 3의 회원사인 UASC는 전통적으로 유럽을 중심으로 한 남북항로에 강점을 갖고 있는 Hamburg-sud사와 전략적 제휴를 발표하였다. 이를 통해 Hamburg-sud사는 태평양 횡단 노선에 첫 서비스를 개시할 예정이다. 이는 2011년 이후 첫 신규 선사의 해당 노선 진출이다. 구체적인 서비스 항로와 선박 공유 계획은 아직 발표되지 않았지만 대규모 선박 동원이 가능한 Ocean 3 얼라이언스의 회원사인 UASC와의 협력발표로 Ocean 3는 남북항로 경쟁력 강화가, Hamburg-sud사는 라이벌인 Hapag-Lloyd사를 견제하기 위한 동서항로 진출이 예상되고 있다. Hapag-Lloyd사는 최근 칠레의 CSAV를 인수하여 남북항로를 크게 강화하였다.

그림 35. 얼라이언스별 주간 CAPA 현황



자료: Alphaliner, 하나대투증권

그림 36. 얼라이언스별 글로벌 선박량 점유율 현황



자료: Alphaliner, 하나대투증권

2M, Ocean 3 출범 임박

4) 높아지는 환경 규제

TSA(Transpacific Stabilization Agreement)는 2015년 1월 1일부터 부과하기로 예정되어있는 저황연료 추가요금제도를 발표했다. 각 선사들은 청정 연료를 사용하도록 유해 연료 사용시 차액만큼 추가 비용을 부과하도록 되어있으며 해당 사항은 북미와 유럽의 탄소배출량 제한해역에서 적용될 예정이다. ECA(탄소배출량 제한해역)에서는 병커유 함유 황을 현 1.0%에서 0.1%까지 줄일 것을 요구하고 있다. TSA는 저황연료 추가요금을 FEU당 53~67달러를 부과할 예정이다. TEU에 대해서는 FEU의 90%에 해당하는 추가요금을 부과할 예정이다.

LSF(저황연료 추가요금)은 태평양 횡단 노선보다 대서양 횡단 노선이 양쪽 목적지 모두 ECA에 속하는 만큼 더 높게 부과될 것으로 예상된다.

이러한 환경규제로 인한 비용 증가로 에너지 효율이 높은 대형선 위주로 운항하는 선사가 유리한 고지를 선점할 것으로 예상된다. 한편 아직 투명화되지 않은 LSF 산정 방식은 시간이 지나면서 합리적인 방식으로 통일될 것으로 예상된다.

LSF 규제는 2007년 첫 시행 이후 2015년 대폭 규정 강화가 예정되어 있으며 2020년까지 ECA 내부 및 외부 모든 곳에서 점진적으로 강화될 예정이다. 향후 선사들의 수익성에 있어서 규제로 인한 비용 증가는 중요한 변수로 작용할 것으로 예상된다.

그림 37. 지역별 ECA 설정 현황

2015년 ECA 내부 황 물질 배출
제한량은 0.1%



자료: Alphaliner, 하나대투증권

표 11. ECA 내부 및 외부의 황 배출 허용량 규제 예정치

(단위: %)

연도	ECA 내부 황 배출 허용량	ECA 외부 황 배출 허용량
2007	4.5%	1.5%
2010	4.5%	1%
2012	3.5%	1%
2015	3.5%	0.1%
2020	0.5%	0.1%

자료: Alphaliner, 하나대투증권

5) 벌크 선박공급 확대로 공급과잉 우려 확대

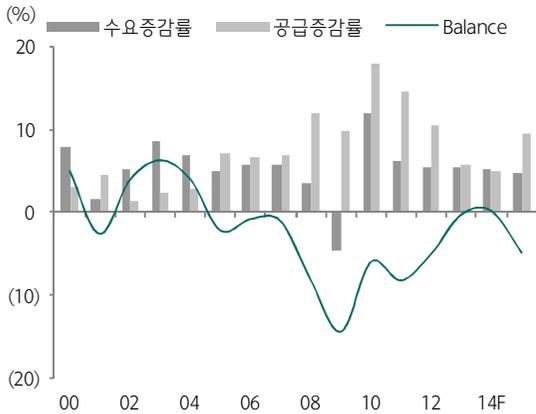
중국 중심 발주량 증가로
공급과잉 재차 심화 중

2015년 벌크 물동량 증가율은 중국의 철광석 수요 둔화 영향으로 2014년 대비 소폭 감소한 4.7%가 예상된다. 반면, 벌크선 공급량은 전년대비 전년대비 9.6% 증가가 전망된다. 중국을 중심으로 벌크선 발주가 급증하면서 2015년 벌크 시장은 공급과잉이 예상된다.

특히, 선종별로는 Capesize선박이 전년대비 9.0%, Handymax size 선박이 전년대비 13.2% 증가하면서 벌크 선박량 증가의 주요 원인이다. 중국을 중심으로 대형선은 전용선 중심의 발주가 증가하고 있으며, 선박 노후화로 선박 해체가 많았던 중형 선박 중심의 발주가 큰 폭으로 늘어나고 있다.

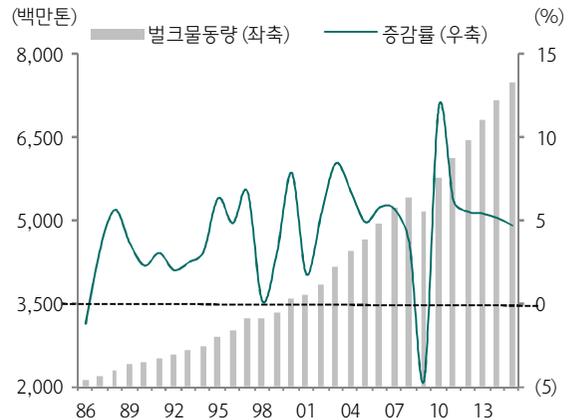
물동량은 중국의 철광석 수입량 둔화 영향으로 2014년 대비 소폭 감소가 예상된다. 중국의 부양책이 과거와 달리 인프라보다는 소비에 초점을 두면서 철광석에 대한 수요 둔화가 지속되고 있다.

그림 38. 벌크 수요/공급 Balance 추이 및 전망



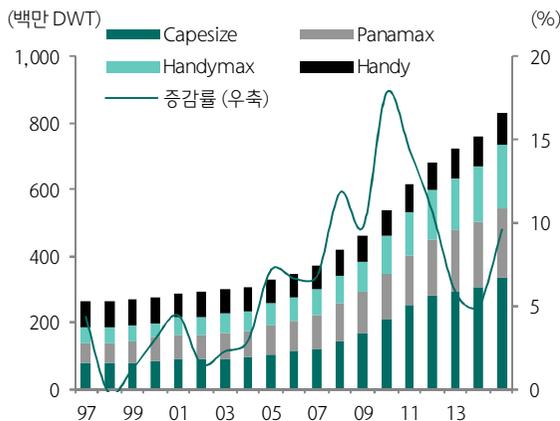
자료: Clarkson, 하나대투증권

그림 39. 벌크 물동량 증감률 추이 및 전망



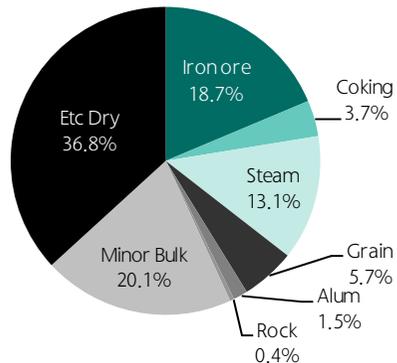
자료: Clarkson, 하나대투증권

그림 40. 벌크 선종별 증감률 추이 및 전망



자료: Clarkson, 하나대투증권

그림 41. 벌크 품목별 비중



자료: Clarkson, 하나대투증권

6) 벌크 운임지수는 제한적인 박스권

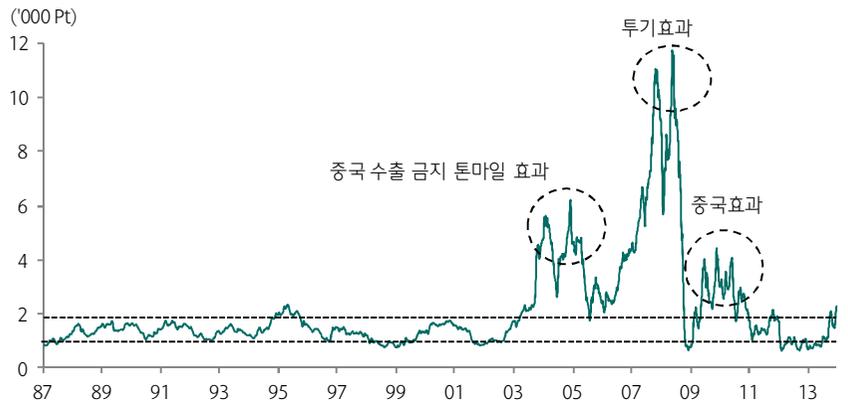
BDI는 장기 박스권에 진입할 전망
(1,000Pt~2,000Pt)

벌크 운임은 장기적으로 1,000포인트에서 2,000포인트 박스권이 예상되며, 계절적 성수기에 진입하는 2분기와 4분기에 소폭의 반등이 전망된다. 2014년 10월부터 벌크 운임은 Capesize를 중심으로 반등하고 있다. 운임 반등의 주요 원인은 중국 열연 생산가격대비 철광석 수입가격이 급락하면서 유통업체들을 중심으로 철광석 수입량을 늘리고 있기 때문이다.

과거에도 중국유통업체들은 실수요 보다는 투기적인 움직임을 통해 철광석 수입량을 늘려 재고를 쌓는 경우가 있어 최근의 반등은 실수요 보다는 재고 사이클로 판단된다. 2015년 중국의 조강생산량 전망이 밝지 않아 실질적인 철광석 수입량 증가율은 한 자리 초반을 기록할 전망이다.

중국 철광석 수입량 둔화는 벌크 운임의 빠른 반등을 기대하기 어려우며, 계절성을 가지고 박스권에서 움직이는 모습이 예상된다.

그림 42. 벌크운임 추이



자료: Data Stream, 하나대투증권

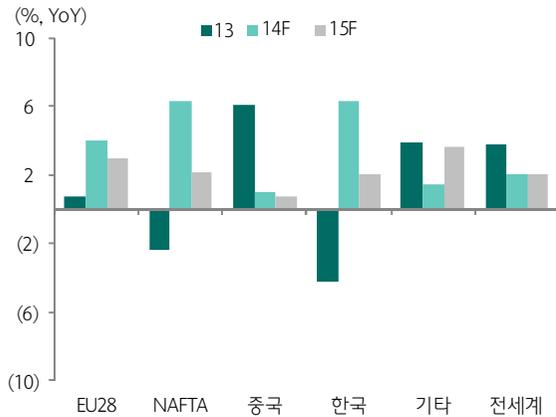
7) 중국효과 기대하기는 어려울 전망

중국 중심의 철광석 수요 성장을 기대하기는 어려울 전망

2015년 전세계 철강수요는 2.0% 증가가 예상된다. 최근 신흥국의 철강수요 둔화로 세계 철강수요 전망치가 하향되고 있다. 특히, 중국이 과거 인프라 투자를 확대하면서 세계 철강수요를 이끌었지만, 최근 인프라 투자보다는 내수부양에 중점을 두고 있어 빠른 수요 개선을 기대하기는 어려울 전망이다.

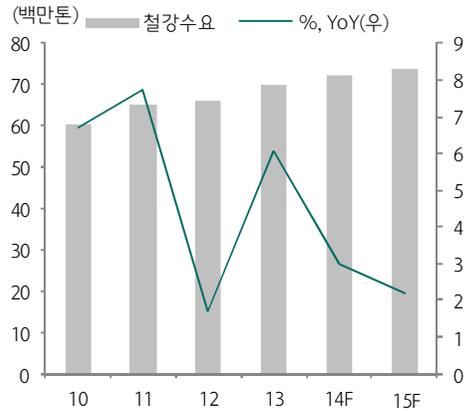
중국의 조강 생산량은 2014년 3분기까지 전년 대비 2.3% 증가한 6,754만톤을 기록했다. 부동산 침체가 장기화되면서 철강소비가 한자리 초반까지 하락 하는 등 중국의 조강 생산량 회복을 기대하기 어려운 상황이다. 다만, 최근 열연 유통가격 대비 철광석 수입가격이 하락하고 있어 유통업체를 중심으로 재고 수요는 꾸준히 증가하고 있는 것으로 판단된다.

그림 43. 지역별 철강수요 전망



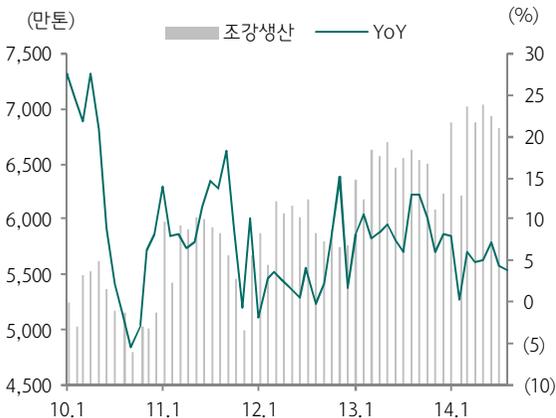
자료: WSA, 하나대투증권

그림 44. 중국 철강수요 동향



자료: WSA, 하나대투증권

그림 45. 중국 조강생산량 추이



자료: WSA, 하나대투증권

그림 46. 중국 철광석 수입가격과 열연 유통가격 추이



자료: Bloomberg, 하나대투증권

운송 Overweight

Top picks 및 관심종목

아시아나항공 (020560)	26
현대글로벌비스 (086280)	29
대한해운 (005880)	31
CJ대한통운 (000120)	33

아시아나항공(020560)

유가 하락과 일본노선 회복 수혜

연료비는 공급증가에도 전년수준인 2.0조원 유지

2014년 7월 이후 유가하락에 따른 연료비 절감이 기대된다. 아시아나항공 연료비는 2015년 2.0조원으로 전년과 유사한 수준이 예상된다. 이는 신형기 도입으로 사용량은 5.4% 증가하지만, 유가하락으로 제트유 가격의 하락에 따른 것이다. 따라서 연료비 부담은 증가하지 않을 전망이다. 당사가 추정하는 2015년 항공유가는 116달러로 최근 100달러 초반을 감안하면 유가 하락에 따른 연료비 절감은 개선이 가능하다.

중국성장, 일본회복에 따른 수혜

동사는 단거리 노선 비중이 높다. 특히, 일본노선은 매출과 이익 기여도가 높았다. 지난 2013년 4월 이후 일본노선이 역 성장하면서 매출과 영업이익 감소가 나타났다. 그러나 2014년 10월 인천공항 일본노선이 플러스 전환에 성공했다. 기저효과와 엔저로 최근 내국인들 출국이 늘어나면서 나타나는 현상이다. 엔저가 2015년에도 지속된다면 내국인들을 중심으로 일본 출국자 증가로 동사의 수혜가 예상된다.

중국노선은 중국인들 해외여행 확대에 따른 수혜가 예상된다. 2014년 중국인들 해외여행은 이미 1.2억명을 넘어 서고 있으며, 연간 15%의 고성장이 이어지고 있어 국내 항공사 중 중국노선 매출 비중이 높은 동사의 수혜는 지속될 전망이다.

목표주가 7,000원, 투자 의견 'BUY' 유지

아시아나항공 투자 의견 매수, 목표주가 7,000원을 유지한다. 유가 하락에 따른 비용 절감이 예상되며, 단거리(중국, 일본)노선을 중심으로 2015년 수요 전망이 밝아 동사에게 기회의 요인이 될 전망이다. 또한, A380기와 같은 대형기 도입으로 장거리 투자 확대에 따른 가시적인 성과도 기대된다.

2015년 산업전망

Top Picks

BUY

| TP(12M): 7,000원 | CP(11월11일): 4,600원

Key Data		Consensus Data	
		2014	2015
KOSPI 지수 (pt)	1,963.00		
52주 최고/최저(원)	5,490/3,860	매출액(십억원)	5,779.8 5,960.0
시가총액(십억원)	897.5	영업이익(십억원)	94.4 187.6
시가총액비중(%)	0.07	순이익(십억원)	(35.8) 41.5
발행주식수(천주)	195,101.4	EPS(원)	(178) 231
60일 평균 거래량(천주)	743.4	BPS(원)	4,594 4,783
60일 평균 거래대금(십억원)	3.3		
14년 배당금(예상, 원)	0	Stock Price	
14년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	4.96		
주요주주 지분율(%)			
금호석유화학	30.10		
금호석유화학	12.61		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	11.4 (5.9) (3.6)		
상대	10.1 (6.2) (2.9)		

Financial Data						
투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	십억원	5,887.9	5,723.5	5,821.1	6,070.1	6,450.5
영업이익	십억원	179.4	(11.2)	110.6	242.5	274.6
세전이익	십억원	86.5	(140.6)	(90.5)	130.1	144.0
순이익	십억원	61.4	(115.7)	(61.1)	99.5	110.1
EPS	원	317	(593)	(313)	510	564
증감율	%	(285.4)	(287.1)	(47.2)	(262.9)	10.6
PER	배	19.52	N/A	N/A	9.02	8.15
PBR	배	1.21	1.07	1.02	0.92	0.82
EV/EBITDA	배	9.19	15.00	10.23	7.97	7.37
ROE	%	6.61	(12.17)	(6.86)	10.69	10.63
BPS	원	5,128	4,613	4,515	5,025	5,590
Net DER	%	303.8	368.5	428.1	388.1	347.9



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

(단위: 십억원, %)

	2014F				2015F			
	1Q	2Q	3QP	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF
매출액	1,415	1,410	1,524	1,472	1,456	1,472	1,611	1,532
여객	878	879	1,014	917	922	930	1,088	953
화물	344	332	315	357	337	343	331	377
기타	193	198	195	198	196	198	192	202
영업이익	(2)	3	66	44	66	47	102	27
연료비	518	501	511	482	460	487	534	537
기타비용	755	763	799	792	781	789	827	815
법인세차감전이익	(66)	(21)	18	(21)	54	16	76	(16)
순이익	(47)	(12)	14	(16)	41	12	58	(12)
영업이익률(%)	(0.1)	0.2	4.3	3.0	4.5	3.2	6.3	1.8
세전이익률(%)	(4.7)	(1.5)	1.2	(1.4)	3.7	1.1	4.7	(1.0)
순이익률(%)	(3.3)	(0.8)	0.9	(1.1)	2.8	0.8	3.6	(0.8)
여객RPK	8,744	8,744	9,934	9,241	9,509	9,509	10,425	9,699
화물FTK	1,022	1,022	949	1,028	1,074	1,074	997	1,079
환율 (원/달러)	1,069	1,029	1,025	1,050	1,035	1,040	1,038	1,040
항공유가 (달러/배럴)	121	121	124	112	110	115	120	120

자료: 하나대투증권

표 2. 아시아나항공 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	3,650	4,261	3,887	5,073	5,331	5,888	5,724	5,821	6,070	6,450
영업이익	172	(53)	(237)	612	343	179	(11)	111	243	275
법인세전이익	114	(265)	(381)	350	15	87	(141)	(91)	130	144
순이익	106	(227)	(266)	219	16	62	(115)	(61)	99	109
영업이익률(%)	4.7	(1.2)	(6.1)	12.1	6.4	3.0	(0.2)	1.9	4.0	4.3
법인세전이익률(%)	3.1	(6.2)	(9.8)	6.9	0.3	1.5	(2.5)	(1.6)	2.1	2.2
순이익률(%)	2.9	(5.3)	(6.9)	4.3	0.3	1.1	(2.0)	(1.0)	1.6	1.7
RPK	23,479	24,521	24,418	28,702	30,359	33,035	34,523	36,662	39,141	41,078
FTK	3,577	3,340	3,137	3,661	3,929	4,209	4,186	4,022	4,223	4,392
항공유가	89	122	79	94	126	130	128	123	116	125

자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	5,887.9	5,723.5	5,821.1	6,070.1	6,450.5
매출원가	5,109.1	5,159.6	5,121.5	5,228.8	5,590.4
매출총이익	778.8	563.9	699.6	841.3	860.1
판매비	599.4	575.1	589.0	598.8	585.5
영업이익	179.4	(11.2)	110.6	242.5	274.6
금융손익	(134.5)	(126.6)	(145.4)	(148.6)	(149.0)
종속/관계기업손익	9.5	18.7	20.1	16.1	18.3
기타영업외손익	32.2	(21.4)	(75.9)	20.0	0.0
세전이익	86.5	(140.6)	(90.5)	130.1	144.0
법인세	24.1	(25.9)	(30.0)	31.2	34.6
계속사업이익	62.5	(114.7)	(60.6)	98.9	109.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	62.5	(114.7)	(60.6)	98.9	109.4
포괄이익	1.1	1.0	0.5	(0.6)	(0.7)
(지분법제외)순이익	61.4	(115.7)	(61.1)	99.5	110.1
지배주주포괄이익	83.7	(100.6)	(18.9)	96.2	106.5
NOPAT	129.5	(9.2)	74.0	184.3	208.7
EBITDA	463.9	286.3	458.2	591.0	636.6
성장성(%)					
매출액증가율	5.0	(2.8)	1.7	4.3	6.3
NOPAT증가율	(55.6)	(107.1)	(904.3)	149.1	13.2
EBITDA증가율	(22.7)	(38.3)	60.0	29.0	7.7
(조정)영업이익증가율	(49.9)	(106.2)	(1,087.5)	119.3	13.2
(지분법제외)순이익증가율	(298.7)	(288.4)	(47.2)	(262.8)	10.7
(지분법제외)EPS증가율	(285.4)	(287.1)	(47.2)	(262.9)	10.6
수익성(%)					
매출총이익률	13.2	9.9	12.0	13.9	13.3
EBITDA이익률	7.9	5.0	7.9	9.7	9.9
(조정)영업이익률	3.0	(0.2)	1.9	4.0	4.3
계속사업이익률	1.1	(2.0)	(1.0)	1.6	1.7

투자지표

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	317	(593)	(313)	510	564
BPS	5,128	4,613	4,515	5,025	5,590
CFPS	2,662	2,278	2,280	3,214	3,357
EBITDAPS	2,396	1,467	2,349	3,029	3,263
SPS	30,418	29,336	29,836	31,113	33,062
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	19.5	N/A	N/A	9.0	8.2
PBR	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
PCFR	2.3	2.2	2.0	1.4	1.4
EV/EBITDA	9.2	15.0	10.2	8.0	7.4
PSR	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	6.6	(12.2)	(6.9)	10.7	10.6
ROA	1.0	(1.8)	(0.9)	1.4	1.5
ROIC	3.3	(0.2)	1.6	3.8	4.2
부채비율	505.7	676.3	721.6	658.5	606.7
순부채비율	303.8	368.5	428.1	388.1	347.9
이자보상배율(배)	1.1	(0.1)	0.7	1.4	1.6

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	10.6	9.0	9.2	4.9	17.6
Emerging Market	11.6	10.4	10.5	4.4	11.6
World	14.8	13.2	13.5	5.7	11.7

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

	(단위: 십억원)				
	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	1,064.5	1,466.7	1,228.1	1,233.4	1,304.8
금융자산	258.8	726.7	454.9	428.5	445.8
연금성자산	162.8	498.9	217.2	181.1	181.7
매출채권 등	475.6	436.4	455.3	474.0	505.9
재고자산	161.2	178.8	186.5	194.1	207.2
기타유동자산	168.9	124.8	131.4	136.8	145.9
비유동자산	5,021.8	5,545.3	6,037.2	6,217.6	6,405.0
투자자산	450.0	675.2	704.5	733.3	782.8
금융자산	308.1	278.3	290.4	302.3	322.6
유형자산	3,554.3	3,757.4	4,189.4	4,340.9	4,478.9
무형자산	197.8	209.9	209.5	209.5	209.5
기타비유동자산	819.7	902.8	933.8	933.9	933.8
자산총계	6,086.4	7,012.0	7,265.3	7,451.0	7,709.8
유동부채	2,028.5	2,048.7	1,990.6	2,032.4	2,103.9
금융부채	936.0	1,070.2	971.1	971.3	971.6
매입채무 등	819.8	704.4	735.0	765.1	816.6
기타유동부채	272.7	274.1	284.5	296.0	315.7
비유동부채	3,053.0	4,060.0	4,390.4	4,436.3	4,515.0
금융부채	2,375.8	2,985.5	3,269.3	3,269.3	3,269.3
기타비유동부채	677.2	1,074.5	1,121.1	1,167.0	1,245.7
부채총계	5,081.5	6,108.7	6,381.1	6,468.7	6,618.9
지배주주지분	1,000.5	899.9	880.9	980.4	1,090.5
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)	(28.5)	(28.5)	(28.5)
기타포괄이익누계	22.9	17.7	61.0	61.0	61.0
이익잉여금	29.4	(65.9)	(128.2)	(28.7)	81.4
비지배주주지분	4.4	3.4	3.3	1.9	0.4
자본총계	1,004.9	903.3	884.2	982.3	1,090.9
순금융부채	3,053.0	3,328.9	3,785.6	3,812.1	3,795.2

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	345.7	739.0	(56.5)	503.2	567.1
당기순이익	62.5	(114.7)	(60.6)	98.9	109.4
조정	328.2	446.1	379.0	348.5	362.0
감가상각비	284.5	297.5	347.6	348.5	362.0
외환거래손익	(102.7)	(113.4)	(33.1)	0.0	0.0
지분법손익	(9.5)	(17.5)	(12.4)	0.0	0.0
기타	155.9	279.5	76.9	0.0	0.0
자산/부채의 변동	(45.0)	407.6	(374.9)	55.8	95.7
투자활동현금흐름	(620.8)	(811.3)	(453.9)	(539.4)	(566.9)
투자자산감소(증가)	(5.6)	(191.4)	(39.9)	(28.8)	(49.4)
유형자산감소(증가)	(381.5)	(377.5)	(495.5)	(500.0)	(500.0)
기타투자활동	(233.7)	(242.4)	81.5	(10.6)	(17.5)
재무활동현금흐름	242.8	409.2	230.0	0.2	0.3
금융부채증가(감소)	230.4	743.8	184.8	0.2	0.3
자본증가(감소)	59.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(46.4)	(332.6)	45.4	0.0	0.0
배당지급	(0.2)	(2.0)	(0.2)	0.0	0.0
현금의 증감	(35.0)	335.6	(281.7)	(36.0)	0.5
Unlevered CFO	515.4	444.5	444.8	627.1	655.0
Free Cash Flow	(42.4)	354.1	(552.5)	3.2	67.1

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	33.3	24.6	25.7	--	35.3
Emerging Market	22.4	16.4	17.0	32.3	27.6
World	17.3	14.7	15.1	14.8	17.1

* MSCI Transportation Industry Group

현대글로비스(086280)

2015년 산업전망

Top Picks

외형 성장세 지속, 지배구조 이슈의 중심

2015년 매출 성장세 지속, 이익은 정체

2015년까지 상대적으로 마진이 낮은 비 벌크와 기타유통(상사) 등 비 계열 매출 증가로 매출액 증가대비 영업이익 개선 속도는 더디게 진행될 전망이다. 하지만, 2016년 자동차 운반선(현대차 그룹 물량 100%로 확대, 현재 40% 유지) 매출 증가와 기아차 멕시코공장 가동으로 CKD매출이 늘어나면서 수익성 개선이 기대된다. 또한, 건설 자회사 엠코 엔지니어링의 높은 주주를 바탕으로 빠른 실적 개선은 지분법 이익 증가로 이어질 전망이다.

그룹사 성장 모멘텀 지속, 지배구조 핵심

상대적으로 마진이 높은 CKD와 자동차 운반 관련 실적은 2016년부터 추가 반영될 전망이다. 2015년 그룹사 신규 매출 증가는 제한적이지만, 자회사 엠코 엔지니어링 성장에 따른 지분법 이익 증가가 예상된다.

동사는 현대차그룹내 지배주주관련 오너 지분이 많아 지속적인 외형 성장과 수익성 개선을 기록해왔다. 2015년 실적은 다소 정체되지만, 장기적으로 현대차그룹 지주사 전환등을 감안하면 지분가치를 극대화할 필요가 있으며, 지배구조 관련 수혜는 지속될 전망이다.

목표주가 380,000원, 투자 의견 'BUY'

현대글로비스 목표주가 380,000원, 투자 의견 BUY를 유지한다. 2015년까지 비계열사 매출 증가로 외형 성장이 지속되며, 본격적인 이익 성장세는 2016년에 발생할 전망이다.

투자포인트는 1)해외물류와 기타유통 등 비 계열사 매출 성장세는 지속될 전망이며, 2)환율 상승으로 4분기 영업이익 회복이 기대되며, 3)건설 자회사 이익 확대로 지분법 이익 증가가 예상된다. 4)2016년 완성차 운송량 증가와 신규 해외법인 확대로 이익 성장세가 본격화될 전망이다.

BUY

| TP(12M): 380,000원 | CP(11월11일): 301,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,963.00
52주 최고/최저(원)	327,500/215,000
시가총액(십억원)	11,287.5
시가총액비중(%)	0.94
발행주식수(천주)	37,500.0
60일 평균 거래량(천주)	82.8
60일 평균 거래대금(십억원)	24.7
14년 배당금(예상, 원)	1,500
14년 배당수익률(예상, %)	0.50
외국인지분율(%)	23.85
주요주주 지분율(%)	
정익선 외 3인	52.73
덴 노르스케 아메리카린제 에이에스	10.04
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.0 21.6 31.2
상대	(1.1) 21.2 32.1

Consensus Data

	2014	2015
매출액(십억원)	13,928.2	15,090.3
영업이익(십억원)	650.8	733.2
순이익(십억원)	590.9	591.7
EPS(원)	15,758	15,780
BPS(원)	75,978	89,837

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	십억원	11,746.0	12,861.3	13,807.3	15,256.8	17,303.2
영업이익	십억원	613.7	636.9	646.3	697.6	860.9
세전이익	십억원	667.8	702.4	777.1	733.6	911.2
순이익	십억원	497.7	481.3	593.3	557.5	692.5
EPS	원	13,271	12,834	15,823	14,867	18,467
증감율	%	38.7	(3.3)	23.3	(6.0)	24.2
PER	배	16.69	18.00	19.02	20.25	16.30
PBR	배	4.33	3.71	3.96	3.37	2.83
EV/EBITDA	배	12.72	12.98	16.46	15.06	12.36
ROE	%	29.18	22.63	22.89	17.97	18.87
BPS	원	51,180	62,236	76,035	89,403	106,370
Net DER	%	18.2	27.6	37.5	34.4	30.3



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	11,746.0	12,861.3	13,807.3	15,256.8	17,303.2
매출원가	10,763.0	11,845.7	12,791.2	14,134.3	15,960.7
매출총이익	983.0	1,015.6	1,016.1	1,122.5	1,342.5
판매비	369.3	378.7	369.8	424.9	481.6
영업이익	613.7	636.9	646.3	697.6	860.9
금융손익	(2.8)	1.0	(5.4)	(6.6)	(6.2)
총속/관계기업손익	40.6	37.3	36.9	44.7	53.5
기타영업외손익	16.2	27.2	99.3	(2.1)	3.1
세전이익	667.8	702.4	777.1	733.6	911.2
법인세	170.1	221.1	183.8	176.1	218.7
계속사업이익	497.7	481.3	593.3	557.5	692.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	497.7	481.3	593.3	557.5	692.5
포괄이익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	497.7	481.3	593.3	557.5	692.5
지배주주포괄이익	483.8	470.8	573.7	557.5	692.5
NOPAT	457.4	436.4	493.5	530.2	654.3
EBITDA	680.3	717.1	750.6	826.1	1,011.4
성장성(%)					
매출액증가율	23.0	9.5	7.4	10.5	13.4
NOPAT증가율	34.0	(4.6)	13.1	7.4	23.4
EBITDA증가율	31.7	5.4	4.7	10.1	22.4
(조정)영업이익증가율	32.7	3.8	1.5	7.9	23.4
(지분법제외)순이익증가율	38.7	(3.3)	23.3	(6.0)	24.2
(지분법제외)EPS증가율	38.7	(3.3)	23.3	(6.0)	24.2
수익성(%)					
매출총이익률	8.4	7.9	7.4	7.4	7.8
EBITDA이익률	5.8	5.6	5.4	5.4	5.8
(조정)영업이익률	5.2	5.0	4.7	4.6	5.0
계속사업이익률	4.2	3.7	4.3	3.7	4.0

투자지표

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	13,271	12,834	15,823	14,867	18,467
BPS	51,180	62,236	76,035	89,403	106,370
CFPS	18,448	19,780	19,473	21,971	27,053
EBITDAPS	18,143	19,122	20,017	22,028	26,970
SPS	313,228	342,967	368,196	406,848	461,419
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	16.7	18.0	19.0	20.2	16.3
PBR	4.3	3.7	4.0	3.4	2.8
PCFR	12.0	11.7	15.5	13.7	11.1
EV/EBITDA	12.7	13.0	16.5	15.1	12.4
PSR	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
재무비율(%)					
ROE	29.2	22.6	22.9	18.0	18.9
ROA	12.3	10.3	10.8	8.8	9.7
ROIC	23.9	17.9	15.2	13.4	14.4
부채비율	121.8	117.2	107.3	99.9	91.8
순부채비율	18.2	27.6	37.5	34.4	30.3
이자보상배율(배)	29.9	40.1	67.7	34.6	40.3

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	10.6	9.0	9.2	4.9	17.6
Emerging Market	11.6	10.4	10.5	4.4	11.6
World	14.8	13.2	13.5	5.7	11.7

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	2,725.9	2,926.3	2,924.0	3,266.9	3,682.4
금융자산	742.0	735.9	597.2	613.5	657.4
연금성자산	731.9	729.3	590.2	605.5	648.4
매출채권 등	1,435.2	1,581.5	1,679.9	1,915.7	2,184.0
재고자산	474.1	522.1	554.6	632.5	721.1
기타유동자산	74.6	86.8	92.3	105.2	119.9
비유동자산	1,531.9	2,142.9	2,986.9	3,433.6	3,968.5
투자자산	451.8	503.7	535.1	610.2	695.6
금융자산	290.1	295.6	314.0	358.1	408.3
유형자산	977.4	1,515.1	2,330.5	2,708.1	3,162.4
무형자산	36.7	39.3	34.0	28.0	23.1
기타비유동자산	66.0	84.8	87.3	87.3	87.4
자산총계	4,257.8	5,069.2	5,910.9	6,700.4	7,650.9
유동부채	1,921.0	2,026.2	2,178.3	2,334.2	2,511.4
금융부채	861.0	889.4	1,015.5	1,015.6	1,015.6
매입채무 등	958.9	994.6	1,056.5	1,204.8	1,373.5
기타유동부채	101.1	142.2	106.3	113.8	122.3
비유동부채	417.5	709.2	881.2	1,013.7	1,150.6
금융부채	229.8	491.5	650.0	750.0	850.0
기타비유동부채	187.7	217.7	231.2	263.7	300.6
부채총계	2,338.6	2,735.4	3,059.6	3,347.8	3,662.0
지배주주지분	1,919.3	2,333.8	2,851.3	3,352.6	3,988.9
자본금	18.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	153.6	153.6	153.6	153.6	153.6
자본조정	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
기타포괄이익누계	107.9	97.1	77.9	77.9	77.9
이익잉여금	1,640.0	2,065.3	2,601.9	3,103.2	3,739.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,919.3	2,333.8	2,851.3	3,352.6	3,988.9
순금융부채	348.8	645.1	1,068.3	1,152.1	1,208.2

투금흐름표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	345.8	407.3	264.3	502.9	632.1
당기순이익	497.7	481.3	593.3	557.5	692.5
조정	62.9	95.8	(67.4)	83.8	97.1
감가상각비	66.6	80.2	104.3	128.5	150.5
외환거래손익	(9.2)	(12.3)	(23.2)	0.0	0.0
지분법손익	(40.6)	(37.3)	(136.3)	(44.7)	(53.5)
기타	46.1	65.2	(12.2)	0.0	0.1
자산/부채의 변동	(214.8)	(169.8)	(261.6)	(138.4)	(157.5)
투자활동현금흐름	(268.8)	(642.6)	(646.9)	(531.4)	(633.1)
투자자산감소(증가)	(13.3)	(14.6)	5.6	(30.4)	(32.0)
유형자산감소(증가)	(236.7)	(619.5)	(725.0)	(500.0)	(600.0)
기타투자활동	(18.8)	(8.5)	72.5	(1.0)	(1.1)
재무활동현금흐름	29.8	238.2	254.7	43.8	43.8
금융부채증가(감소)	48.2	290.1	284.5	100.1	100.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	37.9	4.4	26.5	0.0	0.0
배당지급	(56.3)	(56.3)	(56.3)	(56.3)	(56.3)
현금의 증감	95.8	(2.6)	(139.1)	15.3	42.8
Unlevered CFO	691.8	741.8	730.2	823.9	1,014.5
Free Cash Flow	105.3	(218.7)	(487.8)	2.9	32.1

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	33.3	24.6	25.7	--	35.3
Emerging Market	22.4	16.4	17.0	32.3	27.6
World	17.3	14.7	15.1	14.8	17.1

* MSCI Transportation Industry Group

대한해운(005880)

흔들림 없이 단계별 성장 가능

전용선 중심의 안정적인 실적 성장

벌크선 운임인 BDI는 3분기 700포인트에서 최근 1,400 포인트까지 반등에 성공했다. 운임 상승은 긍정적이지만, 변동성 확대는 선사입장에서는 반갑지 않다. 하지만, 동사는 전용선 중심의 안정적인 이익구조를 확보하고 있어 시황에 변화에 이익 변동성이 높지 않다. 전체 매출의 90%가 전용선 매출이며, POSCO, 한국전력, 한국가스공사 등 국내 대표기업과 안정적인 거래 관계를 유지하고 있다.

영업이익 15년 1,039억원, 16년 1,210억원 전망

2015년 매출액은 5,478억원, 영업이익 1,039억원이 예상된다. 전용선 중심의 안정적인 선대 운영으로 2015년 실적 개선은 제한적이지만, 2015년 신규 선박 도입으로 2016년 이후 단계별 외형 성장과 수익성 개선의 모습이 나타날 전망이다. 또한 가스공사 신규 선박 2척은 2017년 매출 발생이 가능할 전망이다. 시황에 이익 변화가 높지 않은 안정적인 구조이며, 단계별 실적 성장으로 주가 재평가가 기대된다.

목표주가 32,000원, 투자의견 'BUY'

대한해운 목표주가 32,000원, 투자의견 BUY를 유지한다. 2014년 순이익은 법인세 비용 환급 영향이며, 전용선 중심의 안정적인 영업이익은 꾸준히 증가하고 있다. 특히, 한국가스공사 전용선 매출 비중이 30%이며, 한국가스공사 LNG선 2척 추가 수주로 지속 성장이 가능할 전망이다. 한국전력과 포스코 중심의 선대 운영으로 이익 안정성이 높으며, 벌크 시황과 무관한 이익달성이 가능할 전망이다. 투자포인트는 1)전용선 중심의 안정적인 선대 운영으로 꾸준한 이익 달성이 가능하며, 2)대형 해운업체 대비 안정적인 재무구조를 보유하고 있다. 3)단계적 성장에 따른 주가 재평가가 기대된다.

2015년 산업전망

Top Picks

BUY

| TP(12M): 32,000원 | CP(11월11일): 27,900원

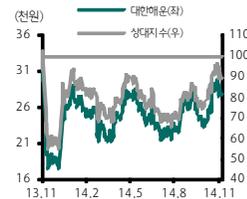
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,963.00
52주 최고/최저(원)	29,800/17,500
시가총액(십억원)	681.2
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	24,416.1
60일 평균 거래량(천주)	205.1
60일 평균 거래대금(십억원)	5.5
14년 배당금(예상, 원)	0
14년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	5.76
주요주주 지분율(%)	
티케이케미칼 외 3인	50.16
주가상승률	1M 6M 12M
절대	16.7 0.5 3.5
상대	15.4 0.2 4.3

Consensus Data

	2014	2015
매출액(십억원)	555.6	557.4
영업이익(십억원)	97.8	101.2
순이익(십억원)	69.0	58.0
EPS(원)	2,846	2,375
BPS(원)	19,495	21,912

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	십억원	595.6	535.5	555.2	547.8	637.3
영업이익	십억원	(109.6)	101.4	111.1	103.9	121.0
세전이익	십억원	(250.4)	383.9	74.4	62.1	78.4
순이익	십억원	(250.4)	383.9	92.1	62.1	78.4
EPS	원	(206,163)	32,462	3,799	2,545	3,211
증감율	%	(93.0)	(115.7)	(88.3)	(33.0)	26.2
PER	배	N/A	0.79	7.34	10.96	8.69
PBR	배	N/A	1.53	1.42	1.26	1.10
EV/EBITDA	배	N/A	6.66	6.57	6.70	5.93
ROE	%	533.36	329.44	20.83	12.15	13.48
BPS	원	(114,616)	16,866	19,670	22,215	25,426
Net DER	%	(758.3)	167.0	128.5	115.0	99.4



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	595.6	535.5	555.2	547.8	637.3
매출원가	673.9	413.2	424.1	423.2	492.7
매출총이익	(78.3)	122.3	131.1	124.6	144.6
판매비	31.4	20.9	20.0	20.8	23.6
영업이익	(109.6)	101.4	111.1	103.9	121.0
금융손익	(99.1)	(131.0)	(45.6)	(49.8)	(50.7)
총속/관계기업손익	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(41.8)	413.4	8.9	8.0	8.0
세전이익	(250.4)	383.9	74.4	62.1	78.4
법인세	0.0	0.0	(17.7)	0.0	0.0
계속사업이익	(250.4)	383.9	92.1	62.1	78.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(250.4)	383.9	92.1	62.1	78.4
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	(250.4)	383.9	92.1	62.1	78.4
지배주주포괄이익	(242.9)	360.6	76.2	62.1	78.4
NOPAT	(109.6)	101.4	137.5	103.9	121.0
EBITDA	(29.0)	194.0	197.7	194.9	219.1
성장성(%)					
매출액증가율	(25.6)	(10.1)	3.7	(1.3)	16.3
NOPAT증가율	(20.8)	(192.5)	35.6	(24.4)	16.5
EBITDA증가율	(33.3)	(769.0)	1.9	(1.4)	12.4
(조정)영업이익증가율	(20.8)	(192.5)	9.6	(6.5)	16.5
(지분법제외)순이익증가율	(78.3)	(253.3)	(76.0)	(32.6)	26.2
(지분법제외)EPS증가율	(93.0)	(115.7)	(88.3)	(33.0)	26.2
수익성(%)					
매출총이익률	(13.1)	22.8	23.6	22.7	22.7
EBITDA이익률	(4.9)	36.2	35.6	35.6	34.4
(조정)영업이익률	(18.4)	18.9	20.0	19.0	19.0
계속사업이익률	(42.0)	71.7	16.6	11.3	12.3

투자지표

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	(206,163)	32,462	3,799	2,545	3,211
BPS	(114,616)	16,866	19,670	22,215	25,426
CFPS	(53,185)	17,701	8,227	8,311	9,302
EBITDAPS	(23,891)	16,407	8,152	7,983	8,974
SPS	490,445	45,282	22,898	22,438	26,102
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	0.8	7.3	11.0	8.7
PBR	N/A	1.5	1.4	1.3	1.1
PCFR	N/A	1.5	3.4	3.4	3.0
EV/EBITDA	N/A	6.7	6.6	6.7	5.9
PSR	0.2	0.6	1.2	1.2	1.1
재무비율(%)					
ROE	533.4	329.4	20.8	12.2	13.5
ROA	(15.9)	29.1	7.5	4.9	5.8
ROIC	(8.4)	9.1	12.6	9.2	10.1
부채비율	(930.1)	202.5	157.4	139.4	123.7
순부채비율	(758.3)	167.0	128.5	115.0	99.4
이자보상배율(배)	(0.8)	1.0	2.0	2.0	2.2

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	10.6	9.0	9.2	4.9	17.6
Emerging Market	11.6	10.4	10.5	4.4	11.6
World	14.8	13.2	13.5	5.7	11.7

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	260.5	194.0	193.6	186.8	214.1
금융자산	85.5	77.4	68.5	61.6	68.1
연금성자산	83.5	73.0	63.8	57.0	62.7
매출채권 등	118.5	71.2	76.3	76.3	89.0
재고자산	24.4	26.1	28.0	28.0	32.7
기타유동자산	32.1	19.3	20.8	20.9	24.3
비유동자산	1,158.9	1,028.4	1,042.8	1,111.8	1,174.7
투자자산	18.4	5.3	5.7	5.7	6.6
금융자산	17.0	3.9	4.1	4.1	4.8
유형자산	1,130.9	1,008.5	1,006.7	1,076.7	1,139.4
무형자산	7.3	5.3	3.7	2.7	1.9
기타비유동자산	2.3	9.3	26.7	26.7	26.8
자산총계	1,419.4	1,222.4	1,236.5	1,298.6	1,388.8
유동부채	332.0	329.7	398.1	398.1	407.2
금융부채	144.2	278.9	343.7	343.7	343.7
매입채무 등	179.3	43.1	46.1	46.1	53.8
기타유동부채	8.5	7.7	8.3	8.3	9.7
비유동부채	1,258.4	488.6	358.1	358.1	360.8
금융부채	1,237.8	473.4	341.7	341.7	341.7
기타비유동부채	20.6	15.2	16.4	16.4	19.1
부채총계	1,590.4	818.4	756.2	756.2	768.0
지배주주지분	(171.0)	404.0	480.3	542.4	620.8
자본금	91.6	119.8	122.1	122.1	122.1
자본잉여금	698.6	953.8	36.9	36.9	36.9
자본조정	6.4	(62.5)	6.4	6.4	6.4
기타포괄이익누계	262.5	239.1	223.3	223.3	223.3
이익잉여금	(1,230.1)	(846.2)	91.6	153.8	232.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	(171.0)	404.0	480.3	542.4	620.8
순금융부채	1,296.6	674.9	616.9	623.8	617.3

연금흐름표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동연금흐름	40.5	210.5	125.0	94.1	107.5
당기순이익	(250.4)	383.9	92.1	62.1	78.4
조정	185.8	(174.6)	41.7	32.0	38.1
감가상각비	80.6	92.6	86.5	91.0	98.1
외환거래손익	14.4	(9.5)	(0.3)	0.0	0.0
지분법손익	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	91.0	(257.6)	(44.5)	(59.0)	(60.0)
자산/부채의 변동	105.1	1.2	(8.8)	(0.0)	(9.0)
투자활동연금흐름	32.7	(2.6)	(105.0)	(163.0)	(164.5)
투자자산감소(증가)	5.8	13.2	(0.4)	(0.0)	(0.9)
유형자산감소(증가)	(21.3)	(3.8)	(106.3)	(160.0)	(160.0)
기타투자활동	48.2	(12.0)	1.7	(3.0)	(3.6)
재무활동연금흐름	(158.6)	(177.3)	(26.4)	62.1	62.7
금융부채증가(감소)	(74.3)	(629.7)	(66.9)	0.0	0.0
자본증가(감소)	66.0	283.3	(914.6)	0.0	0.0
기타재무활동	(150.3)	169.1	955.1	62.1	62.7
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연금의 증감	33.4	(10.4)	(9.2)	(6.9)	5.7
Unlevered CFO	(64.6)	209.3	199.5	202.9	227.1
Free Cash Flow	19.2	206.7	18.7	(65.9)	(52.5)

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	33.3	24.6	25.7	--	35.3
Emerging Market	22.4	16.4	17.0	32.3	27.6
World	17.3	14.7	15.1	14.8	17.1

* MSCI Transportation Industry Group

CJ대한통운(000120)

택배 중심의 이익 성장세 지속

2015년 영업이익 2,016억원(27.8%YoY) 전망

2015년 매출액은 전년대비 6.1% 증가한 4조 5,444억원이 전망된다. 매출액 성장과 택배 사업부 마진 회복으로 영업이익은 전년대비 27.8% 증가한 2,016억원이 예상된다. 지속적인 외형성장과 택배 단가 인상으로 2016년 영업이익은 2,664억원으로 확대가 예상된다.

택배 과점화 진행 중, 단가 인상은 2015년 하반기

국내 택배시장은 CJ대한통운의 독점적 지위가 확대될 전망이다. 시장점유율이 지난해 기준 40%에 육박하고 있으며, 2015년에는 50%까지 확대될 전망이다. 지난 2월부터 물동량 확대 정책으로 점유율이 상승하고 있어 택배시장 내 지배적 사업자가 가능할 전망이다.

택배단가는 2015년 하반기부터 상승할 전망이다. 경쟁 심화 속에서 주도적 사업자들의 경쟁력을 확보한다면 단가 인상을 위한 노력이 진행될 예정이며, 그 시점은 2015년 하반기로 예상된다.

목표주가 170,000원, 투자 의견 '중립' 유지

CJ대한통운 목표주가 170,000원, 투자 의견 중립을 유지한다. 실적은 2013년 적자에서 2014년 흑자로 전환하고, 2015년 택배 사업부 실적 증가로 이익 성장이 지속되고 있다. 실적 개선으로 주가 상승은 당연하지만, 2015년과 2016년 실적 대비 현재 주가의 Valuation이 높아 투자의견 중립을 유지한다.

동사는 국내 택배 시장 내 독점적인 구조를 확보하고 있어 주가의 재평가가 가능하지만, 대기업의 신규 진입 가능성과 제한적인 시장규모를 감안하면 지속적인 고 성장을 기대하기는 어려울 전망이다. 이미 동사의 주가는 과점화가 마무리된 일본 육상운송 업체들의 Valuation을 받고 있어 투자의견 중립을 유지한다.

2015년 산업전망

Top Picks

Neutral

| TP(12M): 170,000원 | CP(11월11일): 195,000원

Key Data		Consensus Data	
KOSPI 지수 (pt)	1,963.00	2014	2015
52주 최고/최저(원)	214,000/81,000	매출액(십억원)	4,522.0 4,855.9
시가총액(십억원)	4,448.4	영업이익(십억원)	160.6 214.1
시가총액비중(%)	0.37	순이익(십억원)	56.0 129.8
발행주식수(천주)	22,812.3	EPS(원)	2,463 5,700
60일 평균 거래량(천주)	74.3	BPS(원)	130,260 137,456
60일 평균 거래대금(십억원)	13.2		
14년 배당금(예상, 원)	0		
14년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	10.19		
주요주주 지분율(%)			
CJ제일제당 외 1인	40.16		
국민연금공단	7.03		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	10.5 77.3 133.3		
상대	9.2 76.7 135.0		

Stock Price	
(천원)	CJ대한통운(지)
	상대지수(우)
233	270
213	220
193	170
173	120
153	70
133	
113	
93	
73	
13.11	14.2 14.5 14.8 14.11

Financial Data						
투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	십억원	2,627.5	3,795.0	4,544.4	5,116.3	5,680.1
영업이익	십억원	143.0	64.2	157.9	201.6	266.4
세전이익	십억원	123.1	(45.5)	88.9	175.3	231.8
순이익	십억원	82.8	(55.8)	53.6	128.0	169.2
EPS	원	3,630	(2,445)	2,348	5,610	7,419
증감율	%	(2.0)	(167.4)	(196.0)	138.9	32.2
PER	배	27.68	N/A	83.07	34.76	26.28
PBR	배	0.83	0.83	1.59	1.52	1.44
EV/EBITDA	배	13.21	25.54	21.60	18.57	15.26
ROE	%	3.68	(2.47)	2.39	5.50	6.84
BPS	원	121,359	120,396	122,354	127,964	135,382
Net DER	%	30.3	69.1	66.6	62.2	56.6



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	2,627.5	3,795.0	4,544.4	5,116.3	5,680.1
매출원가	2,369.6	3,497.5	4,085.2	4,574.5	5,041.7
매출총이익	257.9	297.5	459.2	541.8	638.4
판매비	114.8	233.4	301.3	340.2	371.9
영업이익	143.0	64.2	157.9	201.6	266.4
금융손익	(13.0)	(27.4)	(43.2)	(26.3)	(34.6)
종속/관계기업손익	(5.7)	4.7	(10.5)	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.2)	(87.0)	(15.3)	0.0	0.0
세전이익	123.1	(45.5)	88.9	175.3	231.8
법인세	33.0	(30.4)	27.0	47.3	62.6
계속사업이익	90.1	(15.1)	61.9	128.0	169.2
계단사업이익	(20.5)	(45.0)	(8.6)	0.0	0.0
당기순이익	69.6	(60.1)	53.3	128.0	169.2
포괄이익	(13.2)	(4.3)	(0.2)	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	82.8	(55.8)	53.6	128.0	169.2
지배주주포괄이익	75.9	(83.0)	50.4	118.7	157.0
NOPAT	104.7	21.3	110.0	147.2	194.5
EBITDA	229.9	151.3	278.8	323.1	390.6
성장성(%)					
매출액증가율	1.5	44.4	19.7	12.6	11.0
NOPAT증가율	304.2	(79.7)	416.4	33.8	32.1
EBITDA증가율	15.3	(34.2)	84.3	15.9	20.9
(조정)영업이익증가율	14.4	(55.1)	146.0	27.7	32.1
(지분법제외)순이익증가율	(2.0)	(167.4)	(196.1)	138.8	32.2
(지분법제외)EPS증가율	(2.0)	(167.4)	(196.0)	138.9	32.2
수익성(%)					
매출총이익률	9.8	7.8	10.1	10.6	11.2
EBITDA이익률	8.7	4.0	6.1	6.3	6.9
(조정)영업이익률	5.4	1.7	3.5	3.9	4.7
계속사업이익률	3.4	(0.4)	1.4	2.5	3.0

투자지표

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	3,630	(2,445)	2,348	5,610	7,419
BPS	121,359	120,396	122,354	127,964	135,382
CFPS	11,264	2,783	11,057	13,010	15,604
EBITDAPS	10,078	6,634	12,222	14,163	17,121
SPS	115,177	166,359	199,207	224,278	248,990
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	27.7	N/A	83.1	34.8	26.3
PBR	0.8	0.8	1.6	1.5	1.4
PCFR	8.9	35.9	17.6	15.0	12.5
EV/EBITDA	13.2	25.5	21.6	18.6	15.3
PSR	0.9	0.6	1.0	0.9	0.8
재무비율(%)					
ROE	3.7	(2.5)	2.4	5.5	6.8
ROA	2.3	(1.3)	1.1	2.6	3.3
ROIC	3.9	0.7	3.2	4.4	5.6
부채비율	57.6	105.0	105.7	103.5	100.0
순부채비율	30.3	69.1	66.6	62.2	56.6
이자보상배율(배)	4.1	1.1	0.0	0.0	0.0

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	10.6	9.0	9.2	4.9	17.6
Emerging Market	11.6	10.4	10.5	4.4	11.6
World	14.8	13.2	13.5	5.7	11.7

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

	(단위: 십억원)				
	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	677.7	1,329.7	1,434.2	1,596.6	1,788.2
금융자산	156.5	125.6	113.6	136.3	177.9
연금성자산	151.6	101.4	85.0	104.3	142.4
매출채권 등	463.8	963.1	1,137.6	1,268.6	1,409.2
재고자산	13.6	14.9	17.5	19.6	21.7
기타유동자산	43.8	226.1	165.5	172.1	179.4
비유동자산	2,991.9	3,279.0	3,300.6	3,346.5	3,410.2
투자자산	205.8	53.8	63.5	70.8	78.7
금융자산	112.7	38.8	45.8	51.0	56.7
유형자산	1,623.2	1,816.5	1,815.3	1,888.0	1,976.8
무형자산	615.6	954.1	944.9	910.7	877.7
기타비유동자산	547.3	454.6	476.9	477.0	477.0
자산총계	3,669.5	4,608.7	4,734.9	4,943.1	5,198.4
유동부채	600.4	957.0	1,039.5	1,107.0	1,179.4
금융부채	262.3	368.5	364.0	364.8	365.6
매입채무 등	333.4	481.0	568.2	633.6	703.8
기타유동부채	4.7	107.5	107.3	108.6	110.0
비유동부채	741.0	1,403.5	1,393.8	1,406.5	1,420.2
금융부채	599.1	1,310.0	1,283.3	1,283.3	1,283.3
기타비유동부채	141.9	93.5	110.5	123.2	136.9
부채총계	1,341.4	2,360.5	2,433.3	2,513.5	2,599.6
지배주주지분	2,288.9	2,217.8	2,262.6	2,390.6	2,559.8
자본금	114.1	114.1	114.1	114.1	114.1
자본잉여금	2,197.5	2,247.7	2,238.5	2,238.5	2,238.5
자본조정	(480.0)	(531.4)	(531.3)	(531.3)	(531.3)
기타포괄이익누계	13.0	(11.7)	(11.5)	(11.5)	(11.5)
이익잉여금	444.3	399.2	452.8	580.8	750.0
비지배주주지분	39.2	30.4	39.0	39.0	39.0
자본총계	2,328.1	2,248.2	2,301.6	2,429.6	2,598.8
순금융부채	704.9	1,552.8	1,533.8	1,511.9	1,471.0

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	116.9	(92.6)	108.9	189.2	228.7
당기순이익	69.6	(60.1)	53.3	128.0	169.2
조정	173.3	111.2	157.0	121.4	124.2
감가상각비	86.9	87.2	121.0	121.5	124.1
외환거래손익	3.3	2.5	1.9	0.0	0.0
지분법손익	5.7	(4.7)	(0.4)	0.0	0.0
기타	77.4	26.2	34.5	(0.1)	0.1
자산/부채의 변동	(126.0)	(143.7)	(101.4)	(60.2)	(64.7)
투자활동현금흐름	(219.1)	(128.6)	(98.9)	(170.6)	(191.4)
투자자산감소(증가)	25.5	158.9	(9.7)	(7.3)	(7.9)
유형자산감소(증가)	(173.4)	(167.3)	(108.1)	(160.0)	(180.0)
기타투자활동	(71.2)	(120.2)	18.9	(3.3)	(3.5)
재무활동현금흐름	22.3	173.9	(23.0)	0.7	0.8
금융부채증가(감소)	21.4	817.1	(31.1)	0.7	0.8
자본증가(감소)	2.0	50.2	(9.1)	0.0	0.0
기타재무활동	(1.1)	(693.4)	17.2	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(79.1)	(50.2)	(16.4)	19.3	38.1
Unlevered CFO	257.0	63.5	252.2	296.8	356.0
Free Cash Flow	(65.7)	(336.8)	(17.2)	29.2	48.7

Sector Aggregates

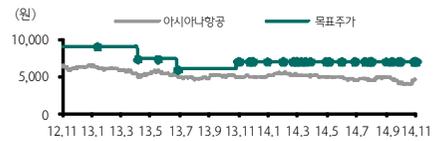
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	33.3	24.6	25.7	--	35.3
Emerging Market	22.4	16.4	17.0	32.3	27.6
World	17.3	14.7	15.1	14.8	17.1

* MSCI Transportation Industry Group

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

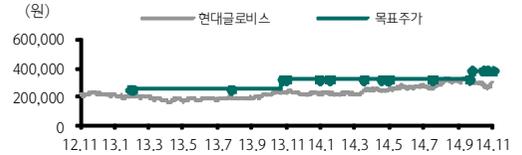
아시아나항공

날짜	투자 의견	목표주가
14.11.12	BUY	7,000
14.11.10	BUY	7,000
14.11.9	BUY	7,000
14.11.7	BUY	7,000
14.11.6	BUY	7,000
14.10.10	BUY	7,000
14.10.9	BUY	7,000
14.10.6	BUY	7,000
14.9.23	BUY	7,000
14.9.22	BUY	7,000
14.9.10	BUY	7,000
14.8.11	BUY	7,000
14.8.10	BUY	7,000
14.8.8	BUY	7,000
14.8.7	BUY	7,000
14.7.29	BUY	7,000
14.7.28	BUY	7,000
14.7.8	BUY	7,000
14.7.7	BUY	7,000
14.6.11	BUY	7,000
14.6.10	BUY	7,000
14.5.16	BUY	7,000
14.5.15	BUY	7,000
14.5.8	BUY	7,000
14.4.7	BUY	7,000
14.3.28	BUY	7,000
14.3.27	BUY	7,000
14.3.19	BUY	7,000
14.3.18	BUY	7,000
14.3.10	BUY	7,000
14.3.9	BUY	7,000
14.3.3	BUY	7,000
14.3.2	BUY	7,000
14.2.10	BUY	7,000
14.2.9	BUY	7,000
14.1.8	BUY	7,000
13.12.9	BUY	7,000
13.12.8	BUY	7,000
13.12.3	BUY	7,000
13.12.2	BUY	7,000
13.11.11	BUY	7,000
13.11.8	BUY	7,000
13.7.8	BUY	5,900
13.7.7	BUY	5,900
13.5.27	BUY	7,300
13.4.16	BUY	7,300
13.1.22	BUY	9,000



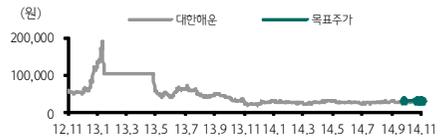
현대글로벌비스

날짜	투자의견	목표주가
14.11.12	BUY	380,000
14.11.3	BUY	380,000
14.11.2	BUY	380,000
14.10.27	BUY	380,000
14.10.26	BUY	380,000
14.10.6	BUY	380,000
14.10.1	BUY	320,000
14.7.28	BUY	320,000
14.7.27	BUY	320,000
14.5.12	BUY	320,000
14.5.11	BUY	320,000
14.5.8	BUY	320,000
14.4.28	BUY	320,000
14.3.28	BUY	320,000
14.3.27	BUY	320,000
14.1.27	BUY	320,000
14.1.26	BUY	320,000
14.1.9	BUY	320,000
14.1.8	BUY	320,000
13.11.11	BUY	320,000
13.11.4	BUY	320,000
13.8.5	BUY	250,000
13.2.12	BUY	250,000
13.2.8	BUY	250,000



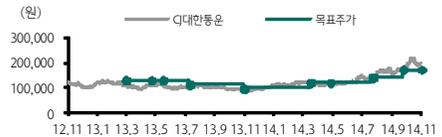
대한해운

날짜	투자의견	목표주가
14.11.12	BUY	32,000
14.11.11	BUY	32,000
14.11.10	BUY	32,000
14.11.3	BUY	32,000
14.11.2	Neutral	32,000
14.10.6	Neutral	32,000



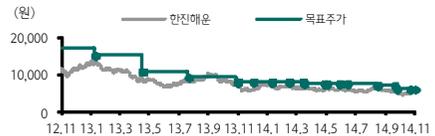
CD대한통운

날짜	투자의견	목표주가
14.11.12	BUY	170,000
14.10.6	Neutral	170,000
14.8.4	Neutral	140,000
14.8.3	Neutral	140,000
14.5.8	Neutral	120,000
14.3.28	Neutral	120,000
14.3.27	Neutral	120,000
13.11.11	Neutral	95,000
13.11.10	Neutral	95,000
13.7.22	BUY	112,000
13.7.21	BUY	112,000
13.5.27	BUY	128,000
13.5.3	BUY	128,000
13.3.12	BUY	128,000
13.3.11	BUY	128,000



한진해운

날짜	투자의견	목표주가
14.11.12	BUY	6,000
14.11.3	BUY	6,000
14.11.2	Neutral	6,000
14.10.6	Neutral	6,000
14.10.1	Neutral	7,000
14.8.27	Neutral	7,000
14.8.26	Neutral	7,000
14.6.26	Neutral	7,500
14.6.25	Neutral	7,500
14.6.10	Neutral	7,500
14.6.9	Neutral	7,500
14.5.15	Neutral	7,500
14.5.8	Neutral	7,500
14.3.28	Neutral	7,500
14.3.27	Neutral	8,000
14.3.26	Neutral	8,000
14.2.26	Neutral	8,000
14.2.25	Neutral	8,000
14.1.21	Neutral	8,000
14.1.20	Neutral	8,000
13.12.13	Neutral	8,000
13.11.11	Neutral	8,000
13.11.10	Neutral	8,000
13.8.2	Neutral	9,100
13.4.29	BUY	10,700
13.4.28	BUY	10,700
13.1.21	BUY	15,000
13.1.20	BUY	15,000



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 11월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(신민석)는 2014년 11월 12일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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.