

2015년 11월 4일 | 하나금융투자 리서치센터

2016년 전망 #5 | 운송 Neutral(하향)

저 유가 보다는 수요 회복이 관건

- 2016년 저유가는 이어지지만, 제한적인 수요 회복 예상
- 영업이익 육상, 항공은 증가하지만, 해상은 감소 전망
- Top picks: 현대글로벌비스(TP 270,000원), 대한해운(TP 32,000원) 제시



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

RA 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com



CONTENTS

투자포인트와 관심종목	5
1. 더딘 수요 증가를 감안하면 보수적인 투자전략이 유효할 전망	5
2. Top picks 및 관심종목	6
육상운송	7
1. 택배시장 저렴한 가격을 바탕으로 두 자리 성장세 진입	7
2. 성장 둔화 우려 속 상위 업체들의 과점화 지속	8
항공운송	9
1. 여객 중심의 성장은 2016년에도 지속	9
2. 항공화물 눈높이를 낮춰야	13
해상운송	17
1. 벌크	17
2. 컨테이너	21
Top picks 및 관심종목	25
현대글로벌비스 (086280)	26
대한해운 (005880)	30
대한항공 (003490)	34
아시아나항공 (020560)	38
CJ대한통운 (000120)	40
한진해운 (117930)	42
제주항공 (089590)	44

2015년 11월 4일 | Equity Research

2016년 전망 #5 : 운송

저 유가 보다는 수요 회복이 관건

2016년 저유가는 이어지지만, 제한적인 수요 회복 예상

운송업종은 제한적인 경기 회복을 감안하면 물동량 증가세도 더디게 늘어날 전망이다. 여객은 단거리 중심의 성장이 이어지지만, 공급 증가로 가격 경쟁은 지속 될 전망이다. 화물은 2015년보다 높은 물동량 증가세를 기대하기는 어려워 보인다. 다만, 저 유가 효과로 비용 절감은 2016년까지 지속될 전망이다. 결국, 투자 확대를 통한 외형 성장보다는 내실 강화가 중요한 시점이다.

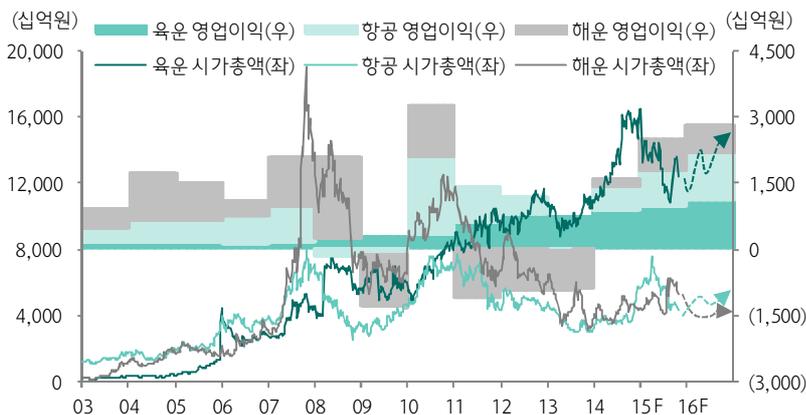
영업이익 육상, 항공은 증가하지만, 해상은 감소 전망

연료비 감소와 제한적인 수요 회복으로 육상운송과 항공운송은 영업이익이 증가하지만, 해상운송은 감소가 예상된다. 육상운송 영업이익은 전년대비 15.9% 증가한 1.1조원이 전망되며, 항공운송은 1.1조원으로 27.7% 증가가 예상된다. 해상운송은 컨테이너 경쟁 심화로 전년대비 7.3% 감소한 0.7조원이 전망된다.

Top pick's은 현대글로비스(TP 270,000원), 대한해운(TP 32,000원) 제시

현대글로비스는 2012년 영업이익 6,137억원 이후 지난 4년간 이익 성장세가 정체되었지만, 2016년 자동차 운반선 확대와 멕시코 공장 가동으로 이익 성장이 기대된다. 대한해운은 전용선 중심의 선대 운영으로 이익 안정성이 높으며, 2016년 실적 기준 PER 6.7배로 Valuation 매력이 높다. 항공과 해운업체는 유가와 운임가격의 방향성에 단기 대응이 유효해 보인다. 구조적인 이익 성장세에 진입하기에는 공급 대비 글로벌 물동량 증가세가 높지 않기 때문이다.

업종별 영업이익과 시가총액 추이 및 전망



자료: 하나금융투자

Neutral(하향)

Top Picks 및 관심종목			
종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(11월 3일)
현대글로비스 (086280)	BUY	270,000원	199,000원
대한해운 (005880)	BUY	32,000원	20,200원



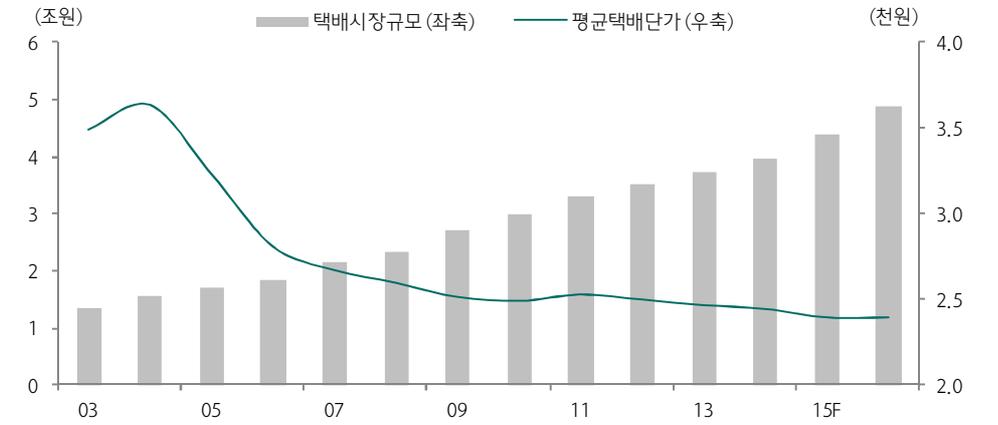
Analyst 신민석
02-3771-7566
ms.shin@hanafn.com

RA 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

Summary

2016년 택배시장은 5조 규모로 확대될 전망이다. 가격보다는 물동량 증가 효과이며, 단가는 업체들간의 경쟁 심화로 보험세 유지 전망

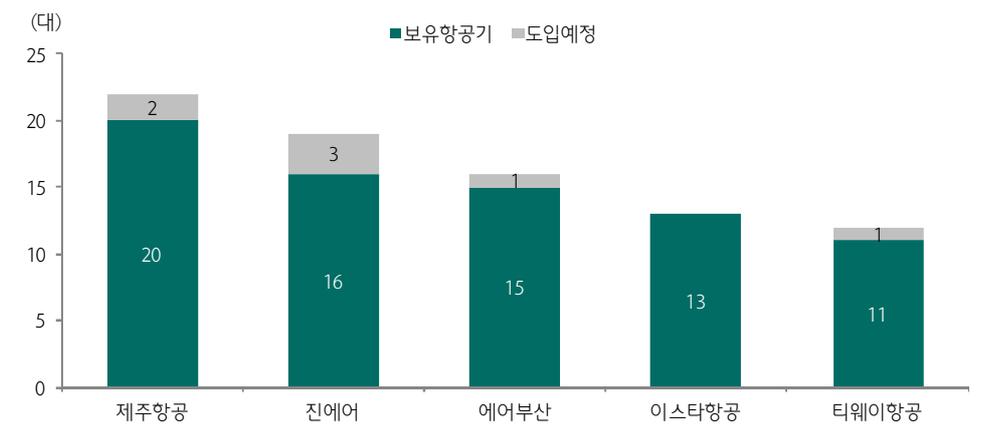
그림 1. 택배시장규모와 평균택배단가 추이 및 전망



자료: 하나금융투자

저비용항공사 항공기 도입은 꾸준히 증가하면서 단거리 노선 공급과잉 우려감 증가
제주항공은 2020년 40대 목표

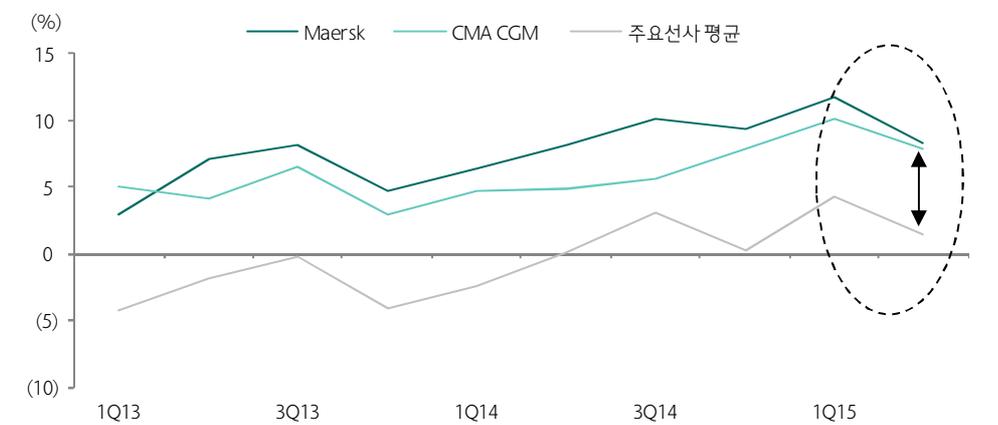
그림 2. 2015년 연말 기준 LCC(저비용항공사) 보유항공기 전망



자료: 하나금융투자

컨테이너 공급과잉으로 선사들의 영업 마진 하락 불가피, 유가 하락 효과는 2015년 상반기 마무리

그림 3. 주요 컨테이너 선사 영업이익률 추이



자료: 하나금융투자

투자포인트와 관심종목

1. 더딘 수요 증가를 감안하면 보수적인 투자전략이 유효할 전망

저유가 효과는 제한적이며, 더딘 수요 증가를 감안하면 이익 개선을 기대하기는 어려울 전망

운송업체는 2015년 유가가 하락하면서 연료비 부담이 급감했다. 대한항공과 아시아나항공 연료비는 전년대비 1,0조원, 0.5조원이 감소하지만, 영업이익은 2,047억원과 238억원 증가할 전망이다. 메르스 영향으로 여객 수요가 일시적으로 둔화된 영향도 있지만, 저비용 항공사들이 꾸준히 공급을 늘리면서 마진이 둔화되고 있기 때문이다. 해운업체는 한진해운이 전년대비 0.4조원의 연료비가 감소해 영업이익이 2,211억원이 증가가 예상된다. 하지만, 대형 컨테이너선사들의 선박 공급이 가중되면서 2015년 3분기 성수기 운임이 급락하는 등 연료비 절감효과가 수요 영향으로 극대화되지 못하고 있다.

2016년 저유가는 지속되지만, 유가보다는 더디게 회복하는 경기를 감안하면 큰 폭의 물동량 개선을 기대하기 어려울 전망이다. 미국은 이미 경기 회복세가 진행되면서 금리 인상 가능성이 높아지고 있고, 유럽은 저 성장세가 지속되고 있기 때문이다. 또한, 중국은 7%대의 경제성장률이 마무리되고 저 성장세로 접어들고 있어 글로벌 교역량 증가에 따른 수혜를 기대하기는 어려울 전망이다. 다만, 중국, 일본, 한국 등 아시아 주요국가의 소득 증가로 단거리 여객을 중심으로 두 자리 수요 증가는 가능할 전망이다. 단거리 여객 수요 증가는 긍정적이지만, 최근 저비용 항공사들의 공격적인 항공기 투자는 다소 부담으로 작용할 전망이다.

육상운송은 택배시장을 중심으로 성장세는 지속되지만, 경쟁 강도는 높아질 전망이다. 한진은 지난 5월 송파구 장지동에 동남권 택배 허브터미널을 오픈했다. 최근 물동량이 빠르게 증가하면서 안정단계에 진입하고 있다. 우체국은 지난 9월 주 5일제 근무를 철폐하면서 점유율 확대를 위한 노력을 진행하고 있다. 현대로지스틱스는 오릭스와 롯데그룹의 SPC에 매각되면서 안정적인 재무구조를 확보했다. 또한, 쿠팡의 로켓 배송이 확대되면서 물류 업체들 간의 경쟁이 한층 강화될 전망이다.

결국, 2016년 운송업종은 저유가로 낮아진 비용을 가격에 전가해 이익 개선을 기대하기는 어려울 전망이다. 또한, 높은 수요 증가율이 기대하기 어렵기 때문에 과도한 투자와 부채비율이 높은 기업은 재무리스크가 부각될 수 있다. 투자에 보수적이고 안정적인 재무구조, 전방 산업이 두 자리 수요 증가가 예상되는 종목을 중심으로 관심이 필요하다.

2. Top picks 및 관심종목

Top picks는
현대글로비스, 대한해운을 제시

운송업종 Top picks는 현대글로비스, 대한해운을 제시하며 관심종목은 제주항공이다. 현대글로비스는 현대차 그룹 자동차 운반선 비중이 기존의 40%에서 50%로 확대되었으며, 멕시코 신규공장 가동에 따른 이익 증가가 가능할 전망이다. 대한해운은 POSCO, 한국가스공사, 한국전력 등 대형 화주와 장기 운송 계약을 체결해 안정적인 수익구조를 확보하고 Valuation 매력이 높아 긍정적이다. 제주항공은 단거리 노선 중심의 여객 성장세가 지속되는 가운데 한중FTA, 내국인 일본 방문 확대에 따른 수혜가 예상된다.

표 1. 운송업체 투자 의견과 실적전망

기업명	투자 의견	목표주가(원)	상승여력(%)	구분(십억원)	2014	2015F	2016F	2017F
현대글로비스 (086280)	BUY (유지)	270,000 (유지)	35.7	매출액	13,922	14,562	16,103	17,261
				영업이익	645	675	722	761
				순이익	536	405	532	570
				BPS (원)	73,895	82,559	94,747	107,959
				PBR (배)	3.9	2.3	2.0	1.8
				ROE (%)	21.0	13.8	16.0	15.0
대한해운 (005880)	BUY (유지)	32,000 (유지)	58.4	매출액	565	547	586	686
				영업이익	99	109	112	125
				순이익	70	59	73	88
				BPS (원)	20,170	23,046	26,018	29,639
				PBR (배)	1.2	0.9	0.8	0.7
				ROE (%)	15.7	11.3	12.1	13.0
대한항공 (003490)	BUY (신규)	40,000 (신규)	28.8	매출액	11,910	11,552	12,176	12,876
				영업이익	395	600	556	591
				순이익	(480)	(449)	293	228
				BPS (원)	33,197	30,927	34,895	37,983
				PBR (배)	1.4	1.0	0.9	0.8
				ROE (%)	(20.3)	(20.5)	12.1	8.5
아시아나항공 (020560)	Neutral (하향)	6,000 (하향)	23.2	매출액	5,836	5,645	6,061	6,466
				영업이익	98	122	159	199
				순이익	62	(40)	31	71
				BPS (원)	5,156	4,964	5,123	5,487
				PBR (배)	1.4	1.0	0.9	0.9
				ROE (%)	6.5	(4.1)	3.1	6.9
CJ대한통운 (000120)	Neutral (유지)	200,000 (유지)	2.3	매출액	4,560	5,071	5,902	6,622
				영업이익	167	202	258	303
				순이익	57	52	124	159
				BPS (원)	121,311	123,827	129,277	136,240
				PBR (배)	1.6	1.5	1.4	1.4
				ROE (%)	2.6	2.3	5.3	6.4
한진해운 (117930)	Reduce (유지)	N/A (유지)	N/A	매출액	8,655	8,164	8,302	8,653
				영업이익	82	303	202	242
				순이익	(448)	37	(149)	(94)
				BPS (원)	5,366	5,377	4,768	4,386
				PBR (배)	1.1	0.9	1.0	1.1
				ROE (%)	(65.6)	4.9	(20.7)	(15.6)

자료: 하나금융투자

육상운송

1. 택배시장 저렴한 가격을 바탕으로 두 자리 성장세 진입

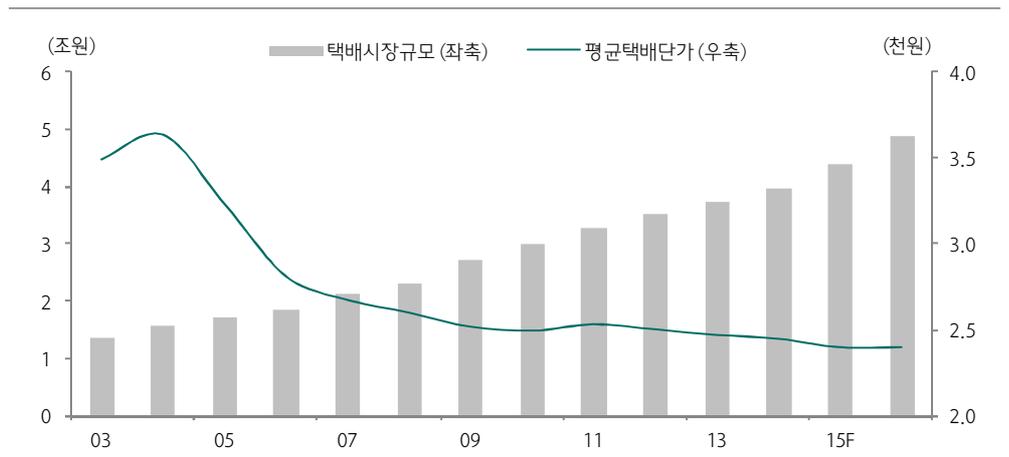
2016년 택배시장은 4.9조원으로 전년 대비 10.5% 증가 전망

국내 택배시장은 2014년 기준 4.0조원에서 2015년 소셜커머스의 가파른 성장에 힘입어 4.4조원으로 10% 확대가 예상된다. 특히, 2015년 소셜커머스의 등장은 2011년 이후 4년만에 두 자리 성장을 기록하는 계기가 되었다. 물동량은 전년대비 13.0% 증가하지만, 최근 저유가와 업체들간의 가격 경쟁이 진행되면서 단가는 2.0% 하락했다. 2016년 택배시장은 전년대비 10.5% 증가한 4.9조원 시장이 예상된다. 물동량이 전년대비 10.5% 증가하기 때문이다. 반면, 단가는 업체들간의 빠른 배송서비스 경쟁 확대와 추가적인 유류비 하락이 반영되지 않기 때문에 단기는 전년수준을 기록할 전망이다.

택배물동량은 지난 2010년 두 자리 성장 이후 한 자리 후반 성장세로 둔화되었지만, 저렴한 가격과 빠른 배송이 확산되면서 최근 두 자리 물동량 증가세가 이어지고 있다. 2014년 기준 1인당 연간 32개의 택배를 이용하면서 성장 둔화가 예상되었지만, 최근 편리성과 가격을 바탕으로 두 자리 성장세로 전환되고 있어 긍정적이다.

택배시장의 두 자리 성장은 가격보다 물동량 증가

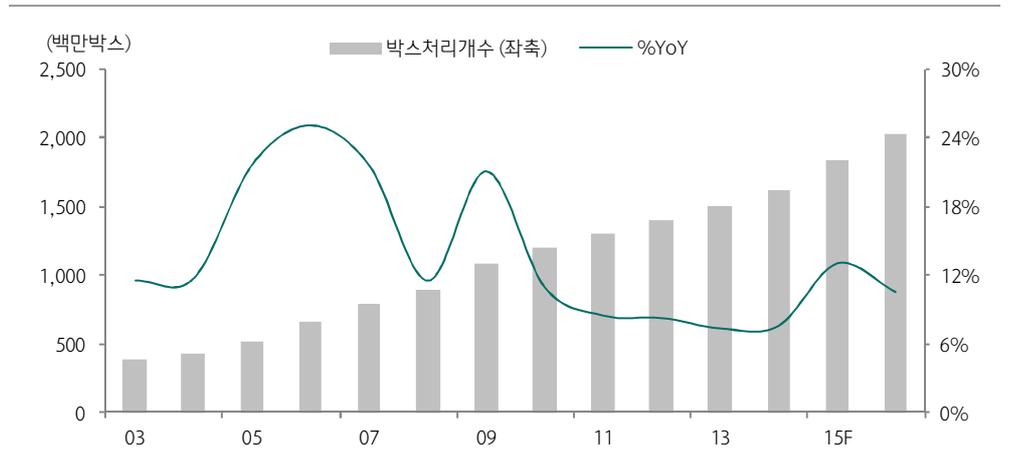
그림 4. 택배시장과 단가 추이 및 전망



자료: 하나금융투자

그림 5. 택배물동량 추이 및 전망

2015년 소셜커머스를 중심으로 빠른 배송서비스를 확대하면서 두 자리 성장세 진입



자료: 하나금융투자

2. 성장 둔화 우려 속 상위 업체들의 과점화 지속

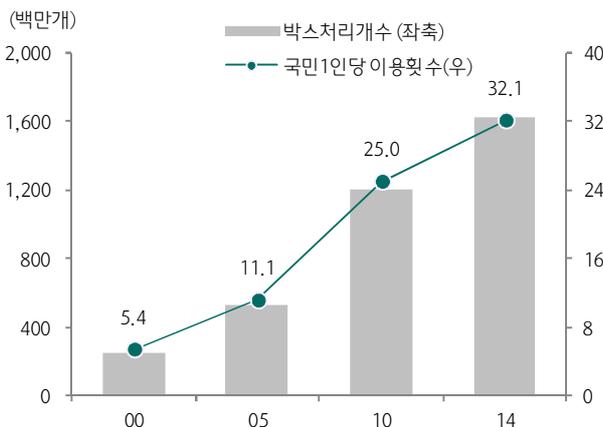
상위 5개사 점유율 79.2%까지 확대

택배 시장은 최근 두 자리 성장세를 기록하고 있지만, 상위 5위 업체들의 과점화도 빠르게 진행되고 있다. 2010년 상위 5개사(CJ대한통운, 현대로지스틱스, 한진, 우체국, 로젠) 점유율은 69.4%였지만, 2014년 79.2%까지 확대되었다. CJ대한통운의 합병 이후 점유율 확대 전략으로 중소 택배업체들의 점유율은 꾸준히 하락하고 있다. 향후 당일 배송 등 빠른 택배 서비스의 고객 요구가 증가하기 때문에 허브터미널 투자가 가능한 대형 택배 업체들의 과점화는 더욱 확대될 전망이다.

2016년 택배 업체들의 경쟁도 한층 강화될 전망이다. 물동량 기준 택배 시장은 두 자리 성장이 가능하지만, 업체들간의 경쟁이 지난해보다 심화될 전망이다. 우선 한진은 지난 5월 송파구 장지동에 동남권 택배 허브터미널을 오픈하면서 최근 M/S를 확대하고 있다. 우체국은 지난 9월부터 주 5일제 근무를 철폐하면서 낮아진 점유율 회복을 위한 노력을 진행 중이다. 현대로지스틱스는 오릭스와 롯데그룹의 SPC에 매각되면서 안정적인 재무구조를 확보해 터미널 투자가 예상된다.

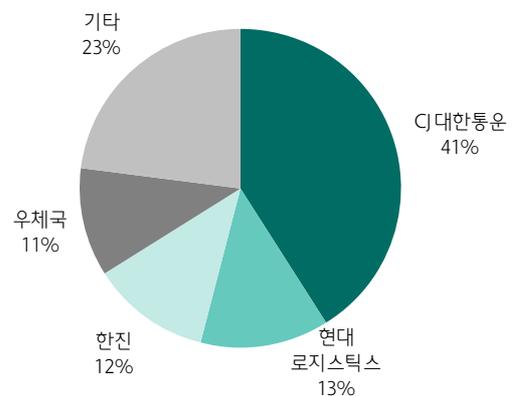
택배시장에 쿠팡의 등장은 당일배송 물량 증가와 터미널 투자 확대에 이어질 전망이다. 쿠팡은 온라인 쇼핑몰과 물류의 결합으로 소비자가 원하는 제품을 보다 빠르게 받아 볼 수 있게 하면서 물류를 활용해 다른 쇼핑몰과의 차별화를 강조 중이다. 결국 경쟁 업체들도 보다 빠른 배송 서비스 욕구 확대에 이어질 수 있으며, 빠른 배송 서비스를 위해서는 서울 인근에 거점 물류 터미널을 보유하고 있어야 한다. 따라서 5개 택배 업체를 중심으로 과점화 진행이 더욱 빨라질 전망이며, 빠른 배송 서비스는 쇼핑몰들간의 경쟁 심화로 택배 단가 인상도 가능할 전망이다. 쿠팡의 택배시장 진출 확대는 법적 문제 해결이 남아있지만, 대형 택배업체들에게는 부정보다 긍정적인 요소가 많을 전망이다.

그림 6. 국민 1인당 택배 이용 횟수



자료: 하나금융투자

그림 7. 택배시장 점유율



자료: 하나금융투자

항공운송

1. 여객 중심의 성장은 2016년에도 지속

1) 내국인 출국 두 자리 성장 기대

2016년 내국인 출국은 전년대비 11.3% 증가한 2,079.5만명 전망

2015년 내국인 출국은 전년대비 17.0% 증가한 1,873.4만명이 예상된다. 출국자수는 지난 2010년 금융위기와 신종플루로 눌렸던 이연 수요가 발생하면서 31.5% 성장한 이후 5년만에 두 자리 수 성장이다. 소득증가와 환율효과로 2004년부터 2007년까지 두 자리수 성장세를 기록했지만, 2011년 이후 내국인 출국은 한 자리 성장세를 유지했다. 국내 소비 경기는 꾸준히 성장했지만, 환율 효과로 단거리 노선인 중국과 일본을 중심으로 내국인 출국이 정체되었기 때문이다.

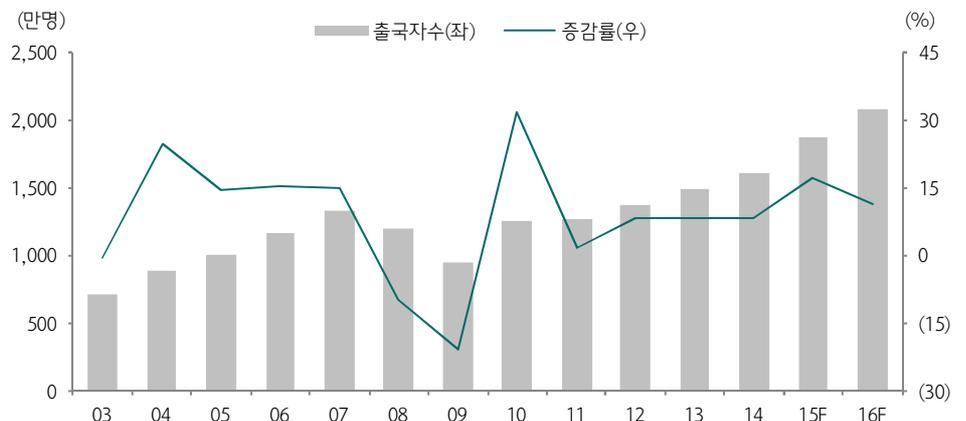
2016년 내국인 출국은 전년대비 11.3% 증가한 2,079.5만명이 전망된다. 내국인 출국자 수는 내수 경기 회복세 유지, 원/달러 환율 안정, 단거리 노선의 저가 항공사 진입에 따른 가격 하락과 대체 휴일제 확대에 의한 휴가 일수 증가 때문이다. 외국인 입국은 2015년 전년대비 4.8% 감소한 1,352.5만명을 기록했지만, 2015년 10월 이후 중국인들 중심 회복세가 나타나고 있다. 2016년 외국인 입국은 1,589.3만명으로 전년대비 17.5% 증가가 예상된다.

한-중 노선은 한중FTA가 발효될 경우 두 자리 성장이 가능할 전망이다. 엔화약세로 내국인 일본 방문이 2014년 10월 이후 빠르게 증가하고 있으며, 2016년까지 두 자리 성장세는 이어갈 전망이다. 2016년 공휴일은 대체휴일(구정 2월 8일~10일)을 포함해서 총 12일이다. 지난 2014년 이후 연간 공휴일은 12일을 유지하고 있으며, 상반기에 집중되어 있다. 다만, 2015년 상반기 내국인 출국이 20% 수준을 유지한 점을 감안하면 연간 10% 내외의 성장세 유지가 가능할 전망이다.

마지막으로 저비용 항공사들이 공급량을 늘리고 있어 단거리 여행 상품 가격 하락과 배낭여행을 중심으로 수요 성장이 가능할 전망이다. 대표적인 국내 저비용항공사인 제주항공은 2015년말 항공기를 22대로 확대했으며, IPO를 통해 자금조달을 맞춰 2020년까지 항공기 보유 대수를 40대로 확대할 예정이다.

2015년 이후 두 자리 성장 유지
단거리 중심 수요 회복 효과
(한중FTA, 엔화약세)

그림 8. 연간 내국인 출국자 수와 증감률 추이 및 전망



자료: 하나금융투자

중국인 입국자수 전망

2015년 611.2만명(YoY -0.1%)

2016년 804.7만명(YoY +31.5%)

2) 중국인 해외여행 확대에 따른 수혜는 지속 될 전망

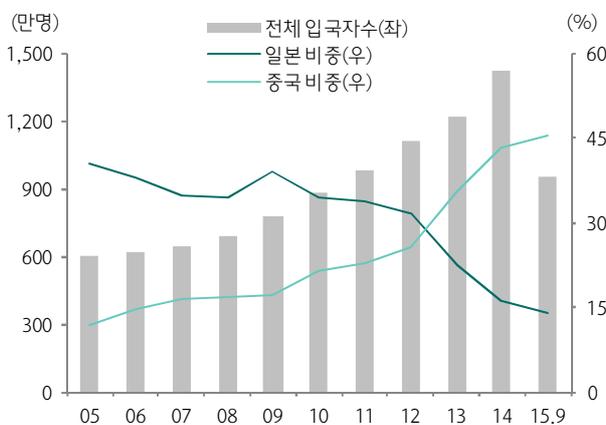
중국인 해외여행이 꾸준히 증가하면서 중국인들 국내 입국도 연평균 20% 이상 성장하고 있다. 2000년대 말부터 일본에 비해 저렴한 가격으로 쇼핑과 문화를 즐길 수 있는 한국으로 유입이 확대되고 있다. 중국인 입국은 2013년 432.6만명을 기록하면서 일본인 입국을 넘어섰으며, 2014년 41.6%로 큰 폭의 성장세를 기록했다. 2014년 한중 항공협정 합의에 의해 양국 간 항공운항편수가 주90회 증편되는 등 항공좌석 공급 및 항공노선 확충으로 중국인의 한국 입국의 증대 요인으로 작용하고 있다.

장기적으로 중국인 해외관광객은 인구(13.6억명)의 30%까지(선진국 평균수준)까지 증가할 경우 약 4억명으로 현재보다 4배 가량 증가하게 된다. 다만, 중국이 최근 제조업 중심의 수출주도 산업에서 내수 및 서비스산업으로 변화되며 경기 둔화 우려가 확산되고 있다. 2013년 중·일 외교 갈등으로 중국인의 일본 여행 자제 경향이 나타났지만, 최근 일본정부의 통화완화 정책으로 엔화 환율이 크게 하락하면서 중국인 관광객들의 일본 방문이 증가하고 있다. 중국정부가 위안화 약화 정책을 추진하고 있는 상황과 일본 엔화 약세로 일본여행 비용이 하락한 상황이 지속될 경우 중국인 입국 성장세에 부정적 요인으로 작용할 수 있다.

하지만, 최근 원달러 환율이 하락하고 있고 일본 아베정권의 장기 집권 체제가 구축됨에 따라 중국-일본 간 센카쿠열도 영토분쟁 및 외교 갈등이 심화될 경우 중국인의 방한 여행이 증가할 전망이다. 한류열풍이 지속되면서 국내를 찾는 중국인들 숫자는 꾸준히 증가하고 있으며, 한중FTA 발효로 노선권이 확대될 경우 한국을 방문하는 중국자 수는 2016년 31.5% 성장이 가능할 전망이다.

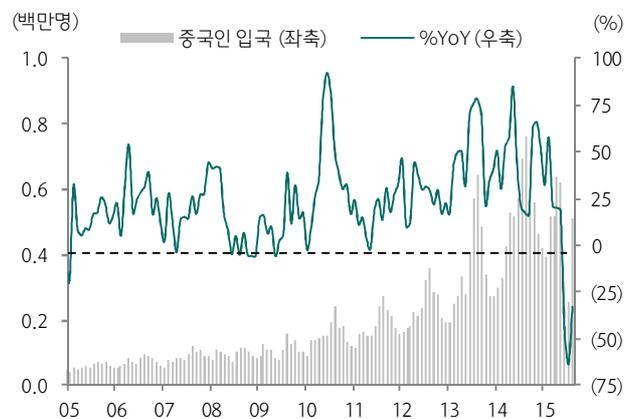
중국인 입국은 2015년 메르스 영향으로 4~5개월 역 성장하면서 전년대비 0.1% 감소한 611.2만명이 예상된다. 과거 홍콩의 SARS, 일본의 관동대지진 등의 유사 사례를 볼 때, 주요 이벤트 전 수준으로 회복하는데 통상 6~12개월이 소요된다. 이에 비해서 메르스의 부정적인 영향은 회복속도가 빠르며 약 6개월 정도면 이전 성장세를 회복할 전망이다. 이미 2015년 10월 중국인 입국이 빠르게 정상화되고 있어 2016년 전망은 긍정적이다.

그림 9. 일본과 중국 한국 입국자 비중 추이



자료: 한국관광공사, 하나금융투자

그림 10. 월별 중국인 입국자수 추이



자료: 한국관광공사, 하나금융투자

한국 여행업계의 중국 아웃바운드 시장 진출로 항공업체에 긍정적

3) 한중FTA 발효는 한-중 노선에 긍정적

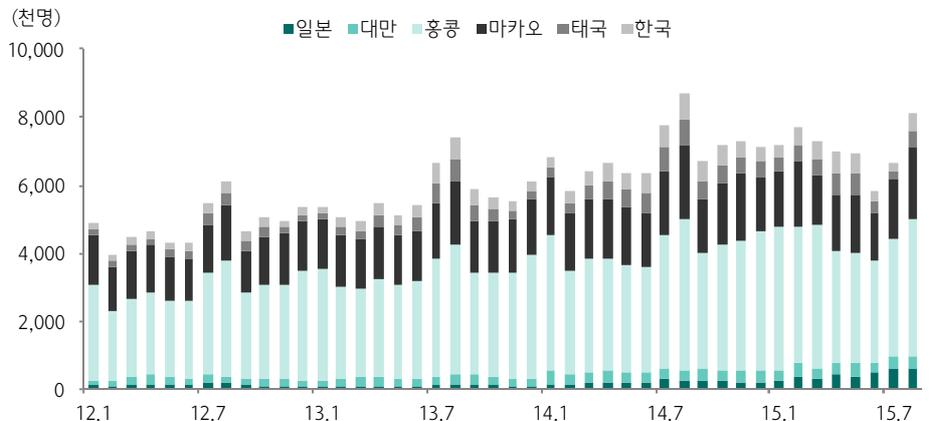
한중 FTA는 지난 6월 1일 정식서명이 이뤄졌으며 국회 비준을 앞두고 있다. 운송섹터에서 주목해야 할 부분은 물동량 증가와 여행서비스 규제 완화이다. 물동량 증가는 한중 무역이 활성화되면서 역내 해상운송 및 항공화물이 활발해질 전망이다. 중국 전자상거래 시장을 통해 역직구가 늘어나고, 한류 확대는 중국 현지화로 설비 및 물품 증가가 예상되고 있다.

여행서비스 규제 완화는 국내 여행업체들의 중국 현지 여행업 라이선스 허용에 대한 부분이다. 현재 중국 내에서 여행업 라이선스 확보는 미국·일본·독일 3국의 여행사에만 허용되고 있다. 한국은 중국 내 영업을 합작법인 또는 현지 업체와의 업무 제휴 방식으로 영위하고 있었다. 하지만 한중 FTA에서 중국인 대상 해외여행 업무 허용을 추진하기로 합의하면서 아웃바운드 서비스가 가능해질 것으로 예상된다.

중국인 아웃바운드 수요는 2009년부터 꾸준히 고 성장세를 유지하고 있다. 한국 여행사가 직접영업이 가능해질 경우 높은 성장세는 더욱 가속화될 전망이다. 과거에는 단순 여행서비스 대행 수준에 그쳤지만 향후 직접 서비스를 통한 한국 내 주요 거점 지역을 연결하면서 한국 여행에 대한 만족도가 향상될 전망이다. 국내 여행사의 중국 내 아웃바운드 영업 활성화는 항공여객 수요에 긍정적일 전망이다. 중국 여객 규모의 성장과 한국 비중을 고려할 때, 기존 여행사들과의 경쟁보다는 아웃바운드 시장 성장의 수혜가 지속될 수 있기 때문이다.

동북아시아 주요 국가 가운데 한국 비중은 6.4%

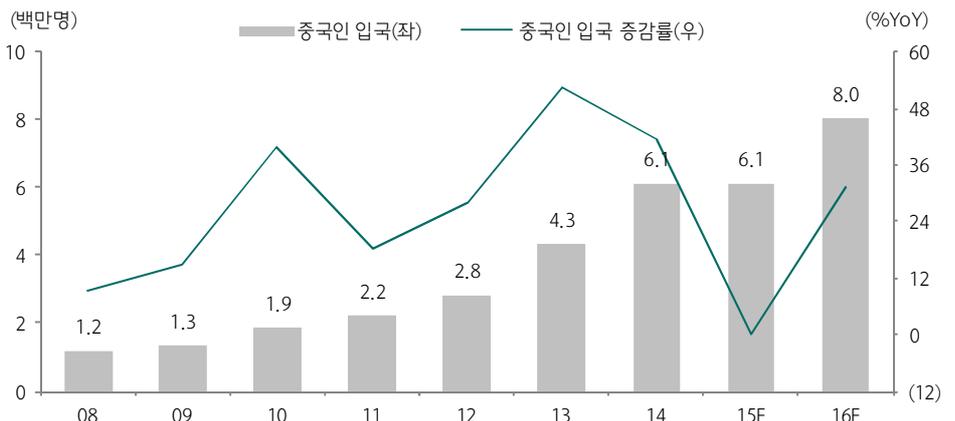
그림 11. 동북아시아 주요 국가별 중국인 아웃바운드 추이



자료: 하나금융투자

2016년 중국인 입국자수 804.7만명(YoY +31.5%) 전망

그림 12. 중국인 입국자수 추이 및 전망



자료: 하나금융투자

4) 중국 운수권 확대로 LCC 도약 기대

단기적으로는 대형항공사 수혜 예상
장기적 관점으로는 향후 한중 운수권 확대시 LCC의 수혜 기대

지난 2006년 6월 중국 해남성 및 산둥성과의 항공자유화 협정 체결 이후 한국-중국 취항노선은 지속적으로 확대되는 추세이다. 단기적으로 현지 아웃바운드 영업기능의 수혜는 취항노선 수가 많은 대형항공사가 유리할 전망이다.

장기적으로 한중 여객 증가는 항공운수권 확대가 예상된다. 지난해 4월 항공회담에서는 양국간 항공회담을 통해 17개 노선과 주 90회 운항이 추가되었다. 최근 중국 여객이 급격하게 증가하고 있기 때문에 향후 중국 운수권 확대를 예상해 볼 수 있다.

운수권이 확대되는 경우에는 LCC(저비용항공사)의 수혜가 기대된다. 최근 대형항공사의 중국 및 일본 등 단거리 노선 매출 증가율이 둔화되고 있다. 탑승률이 낮더라도 정기운항을 해야 하는 대형항공사와는 달리 LCC는 탑승률을 유지하면서 비용관리가 가능하다. 또한, 시간상의 이점을 감안하면 고객들의 저렴한 항공요금 이용을 장려하기 위해서 LCC에게 운수권을 우선적으로 배분할 가능성이 높다.

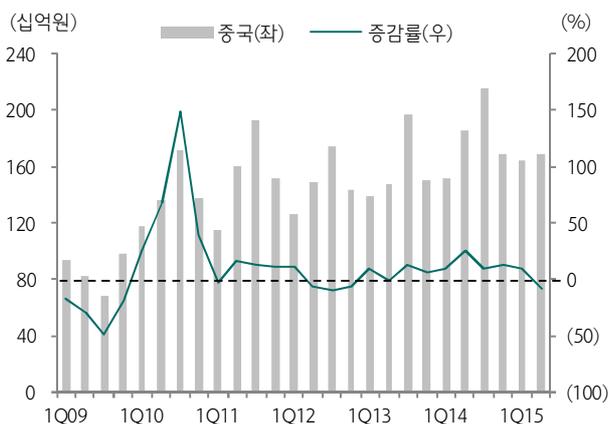
제주항공은 국내 LCC 업계 시장점유율 1위이며 LCC 가운데 중국 노선이 6개, 주 23회를 운항하고 있다. 현재 가장 많은 20대의 항공기를 보유하고 있으며 연내 2대를 추가하여 총 22대의 B737-800을 운영할 계획이다. 향후 중국 운수권 확대가 이루어지면 LCC에서도 공급능력이 가장 큰 제주항공의 수혜가 기대된다.

표 2. 국적항공사 중국 취항도시 비교

분류	대형항공사				저비용항공사					화물항공사
	항공사	대한항공	아시아나항공	복수취항	에어부산	이스타항공	제주항공	진에어	티웨이항공	에어인천
운항지점	곤명	계림	광저우	창사	청도	심양	청도	상해	해구	청도
	무안	연대	항주	천진	서안	제남	석가장	센양	제남	
	하문	장춘	대련	청도	연길	연길	가옥사		상해	
	옥단강	하얼빈	북경	성도		대련	웨이하이		난닝	
	정주	중경	상해	황산		하얼빈	북경			
	난닝	안청	서안	남경		상해				
	우루무치		심천	심양						
합계	7	6	17	3	6	5	2	4	1	

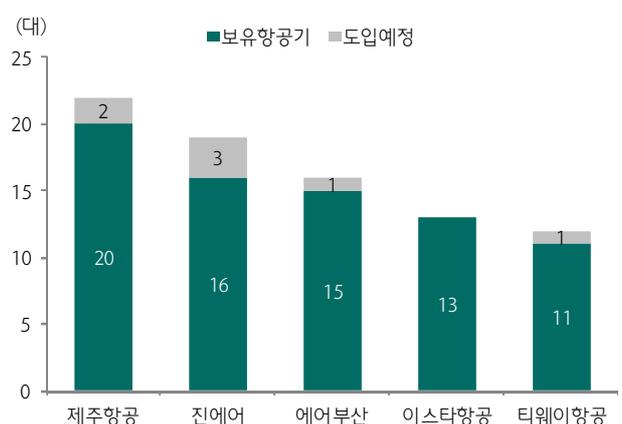
주: 2015년 8월 1일 정기노선 기준, 자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 13. 아시아나항공 중국노선 매출액 추이



자료: 아시아나항공, 하나금융투자

그림 14. 2015년 연말 기준 LCC 보유항공기 예정



자료: 각사, 하나금융투자

2. 항공화물 눈높이를 낮춰야

1) 항공화물 수출은 IT 경량화로 성장률 둔화

2016년 항공화물 수출량은 전년대비 2.5% 증가 전망

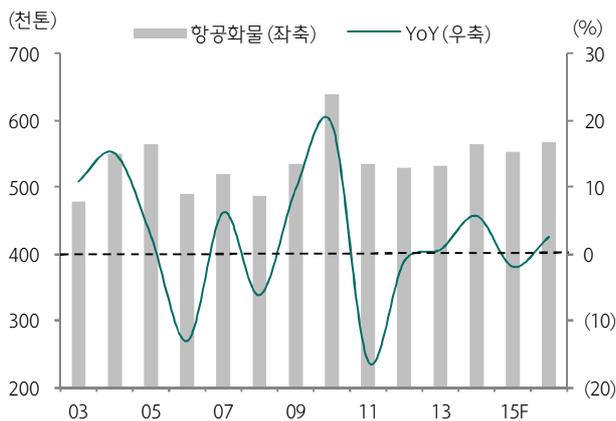
2015년 국내 항공화물 수출량(무역협회 수출 기준)은 전년대비 1.8% 감소한 55.4만톤이 예상된다. 2014년 IT경기 호조세로 5.7% 증가했지만, 구조적인 IT제품 경량화와 해외 공장 생산량 확대로 항공화물 수송량은 저 성장 구간에 진입하고 있다. 2016년 항공화물 수출량은 저 성장 구간을 감안해 전년대비 2.5% 증가한 56.8만톤이 예상된다.

최근 몇 년간 자동차 해외공장 증설과 반도체 중국 생산설비 확대로 기계류를 중심으로 꾸준한 수출량 증가세를 이어갔다. 하지만, 해외 공장 증설이 마무리되면서 기계류 중심의 수출량 증가를 기대하기 어려운 상황이다. 또한, 경기 호황으로 수요 증가로 나타날 경우 급행 수요 증가는 항공화물에 긍정적이지만, 미국과 유럽 등의 선진국 재고 수준이 높아 급행 수요 증가를 기대하기 어려울 전망이다.

결국, 기존 품목들의 중심으로 수요 증가를 기대하기는 어려우며, 새로운 항공화물을 통한 성장이 필요하다. 향후 기대되는 신규 항공화물은 전기차용 대형 배터리와 모터 등이며, 2017년 이후 전기차에 대한 수요가 증가할 경우 2016년 하반기부터 점진적인 증가세가 기대된다.

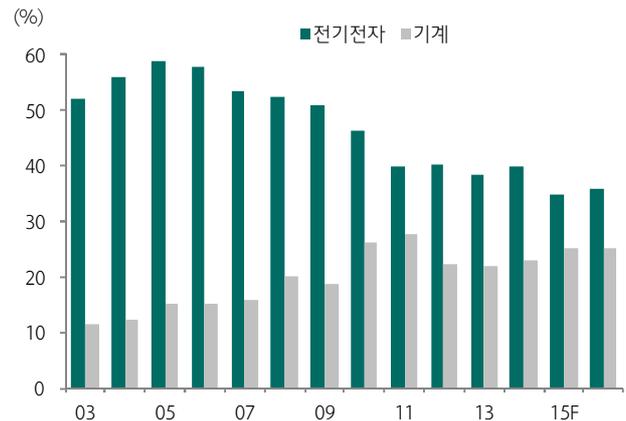
지난 2013년 하반기부터 해외 직구 열풍으로 항공사들 실적에 긍정적이었지만, 최근 유통업체들의 가격 인하와 수입선 다변화로 항공 수출입 물량 성장세는 한 자리 수준으로 하락했다.

그림 15. 항공화물 추이와 전망



자료: 하나금융투자

그림 16. 주요 품목별 항공화물 비중 추이



자료: 하나금융투자

2) 신규 화물 아이템은 2017년에 기대된다

전기차 시장이 예상보다 빠르게 성장할 경우 배터리와 관련 부품을 중심으로 신규 항공화물로 자리잡을 전망이다

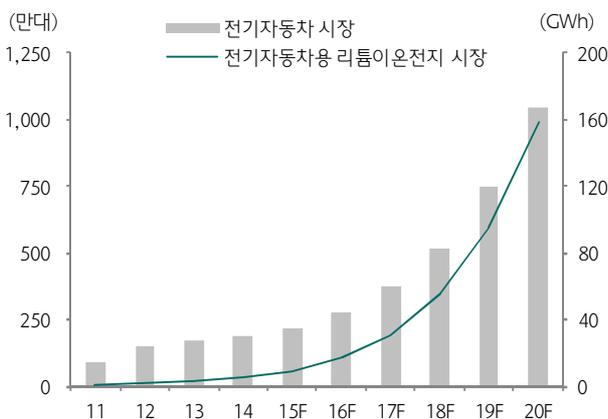
유럽과 미국의 환경규제 강화는 전기차 시장점유율 확대에 긍정적인 전망이다. 2016년부터 전기차 판매량과 전체 자동차 대비 비중이 증가하면서 자동차용 2차전지 수요가 늘어날 전망이다. 전기차가 전체 자동차 판매량에서 차지하는 비중이 현재는 2% 수준이지만, 자동차용 2차전지 시장은 2020년까지 급속한 성장이 예상된다.

전기차 배터리 공장의 해외 증설 우려는 높지 않을 전망이다. 전기차 제조업체 테슬라는 리튬이온 배터리공장 기가팩토리(Gigafactory)를 2017년까지 완공하는 계획을 갖고 있다. 연간 전기차 50만대에 배터리를 공급하는 것을 목표로 하고 있다. 테슬라의 정책에 대해 국내 업체들은 배터리 기술 분야는 단기간에 만들어 지지 않고 테슬라 배터리 기술은 국내 기업에 비해 현저히 뒤떨어져 있다고 말하고 있다. 따라서 현재 국내 업체가 주도하고 있는 시장 점유율에 변화를 가져올 가능성은 낮다고 판단된다.

국내 2차전지 제조업체들도 최근 Capa를 증설하고 있다. LG화학은 난징시에 연간 10만대 규모의 배터리 공장을 건설했다. 삼성SDI는 현재 중국 시안에 연 4만대 이상의 순수 전기차에 배터리를 공급할 수 있는 규모의 공장을 건설 중이다. SK이노베이션은 충남 서산의 전기차 배터리 공장 설비 증설을 올해 7월 마무리했다.

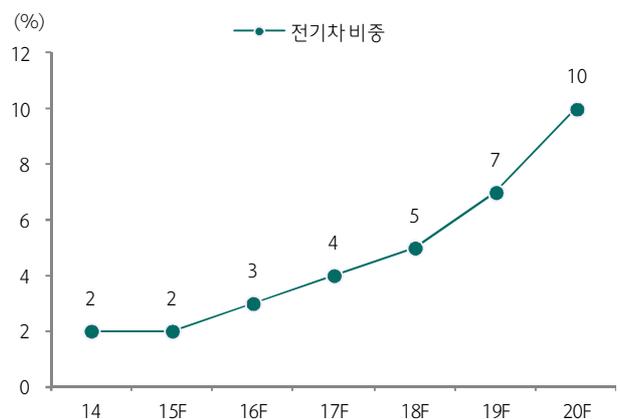
현재 전기차 배터리는 IT제품용 시장의 1/5 수준에 그치고 있어 향후 전기차 판매증가에 따라 비중은 점차 늘어날 전망이다. 소형 리튬이온전지가 사용되는 모바일용과 달리 자동차용 전지는 중대형 리튬이온전지를 사용한다. 따라서 자동차용 전지는 항공화물운송 측면에서 경량화 이슈에 다소 둔감할 것으로 볼 수 있다. 전기차 수요가 얼마나 늘어날지는 예측하기 어렵다. 하지만, 2017년 예상보다 빠르게 증가한다면, 항공화물 측면에서는 새로운 IT 제품군으로 형성되면서 반사 수혜를 받을 수 있다. 항공화물 측면에서는 나쁘지 않은 제품이다.

그림 17. 글로벌 전기자동차 시장 전망



자료: SNE Research, 하나금융투자

그림 18. 글로벌 전기자동차 비중 추이 및 전망



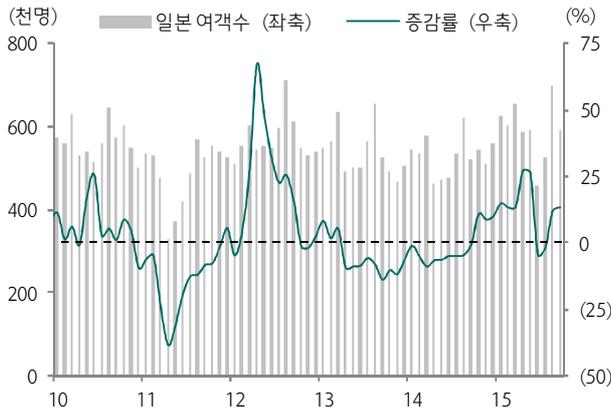
자료: SNE Research, 하나금융투자

3) 인천공항 노선별 여객 추이

중국노선 성장세 회복되는 국면

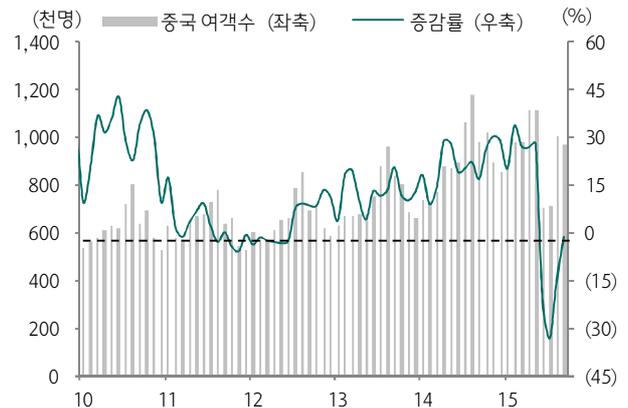
인천공항 9월 여객은 전년대비 5.3% 증가한 393.6만명을 기록했다. 여름 성수기에 메르스 영향으로 수요가 다소 둔화되었으나 9월 들어 지난해 수준으로 회복되는 양상이다. 4분기 이후부터는 여객 수송량의 회복세가 확연히 나타날 전망이다.

그림 19. 일본노선 여객 추이 (YoY +13.2%)



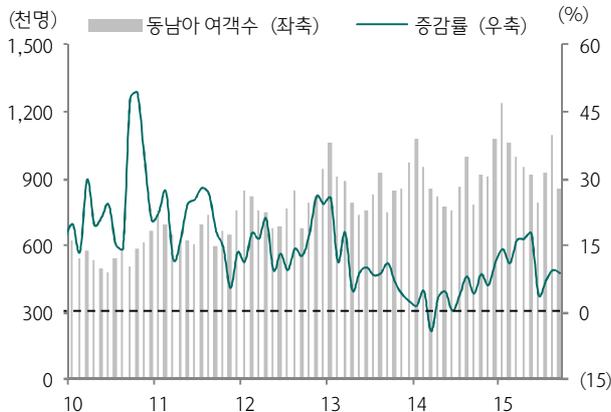
자료: 인천공항, 하나금융투자

그림 20. 중국노선 여객 추이 (YoY -1.3%)



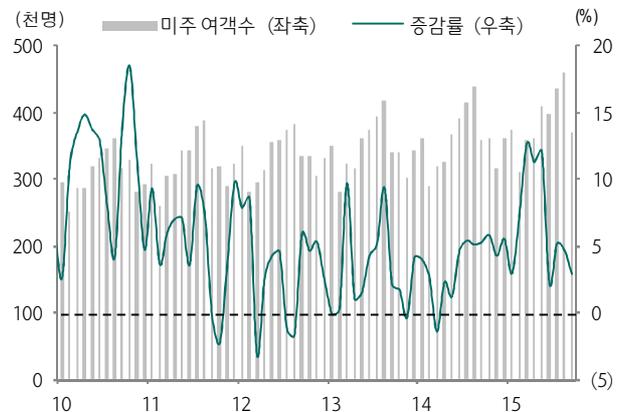
자료: 인천공항, 하나금융투자

그림 21. 동남아노선 여객 추이 (YoY +9.0%)



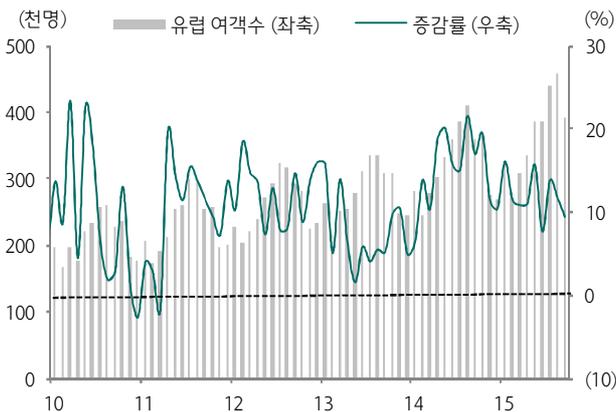
자료: 인천공항, 하나금융투자

그림 22. 미주노선 여객 추이 (YoY +2.9%)



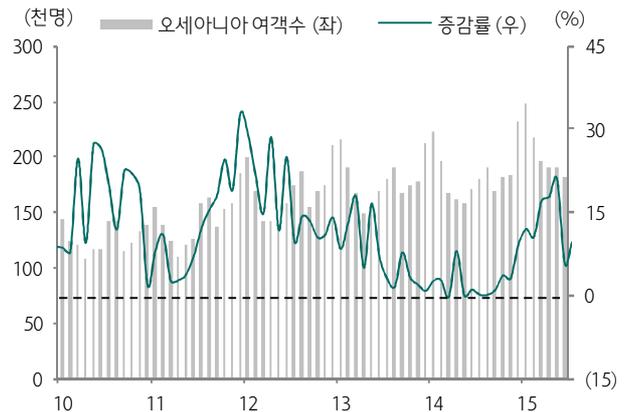
자료: 인천공항, 하나금융투자

그림 23. 유럽노선 여객 추이 (YoY +9.5%)



자료: 인천공항, 하나금융투자

그림 24. 오세아니아노선 여객 추이 (YoY +15.9%)



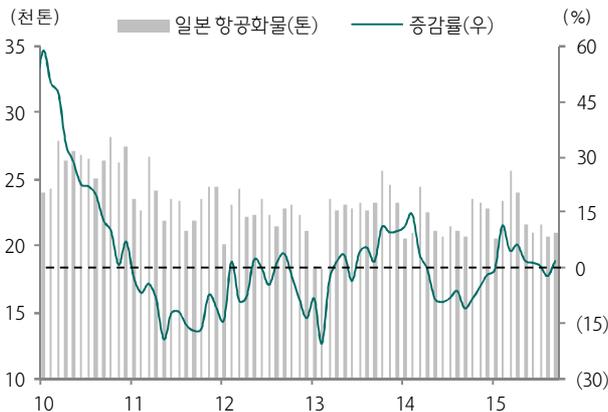
자료: 인천공항, 하나금융투자

4) 인천공항 노선별 화물 추이

유럽과 미주 등 장거리 화물 노선
수요 회복이 관건

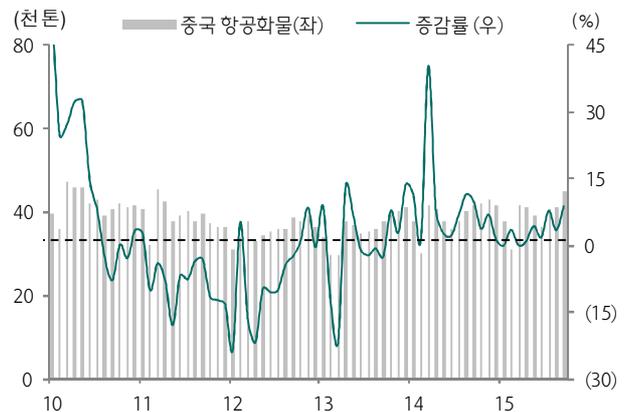
인천공항 9월 화물은 전년대비 3.9% 증가한 21.5만톤을 기록했다. 단거리 노선에서는 일본과 중국노선이 각각 +1.9%, +8.9% 성장하였고 장거리 노선에서는 미주노선이 -4.0%로 감소했지만 유럽노선은 +1.6%로 성장세로 전환했다.

그림 25. 일본노선 화물 추이 (YoY +1.9%)



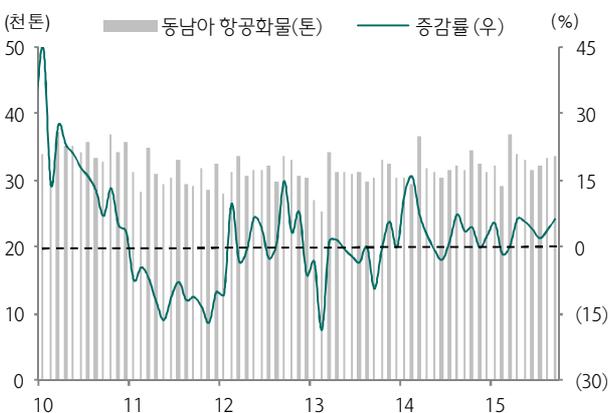
자료: 인천공항, 하나금융투자

그림 26. 중국노선 화물 추이 (YoY +8.9%)



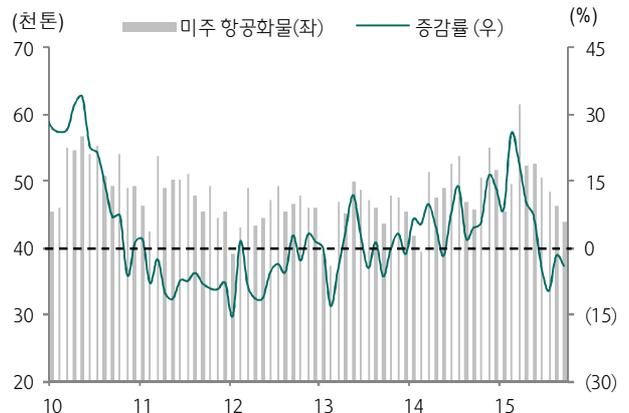
자료: 인천공항, 하나금융투자

그림 27. 동남아노선 화물 추이 (YoY +6.4%)



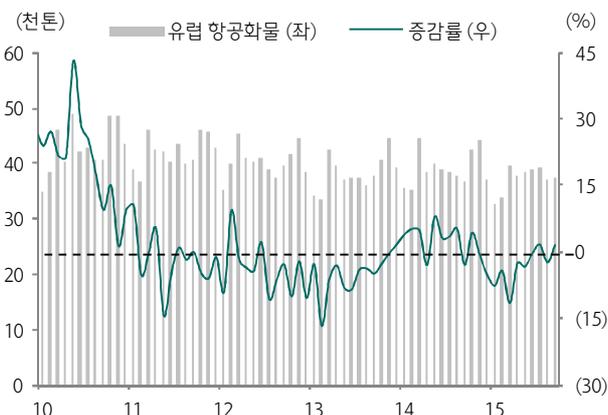
자료: 인천공항, 하나금융투자

그림 28. 미국노선 화물 추이 (YoY -4.0%)



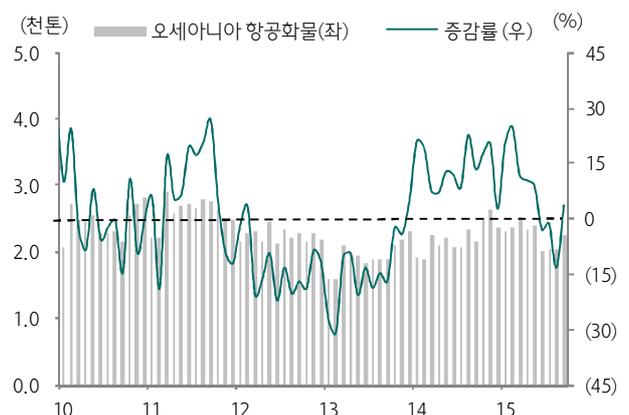
자료: 인천공항, 하나금융투자

그림 29. 유럽노선 화물 추이 (YoY +1.6%)



자료: 인천공항, 하나금융투자

그림 30. 오세아니아노선 화물 추이 (+3.8%)



자료: 인천공항, 하나금융투자

해상운송

1. 벌크

1) 운임전망: 제한적인 박스권 유지

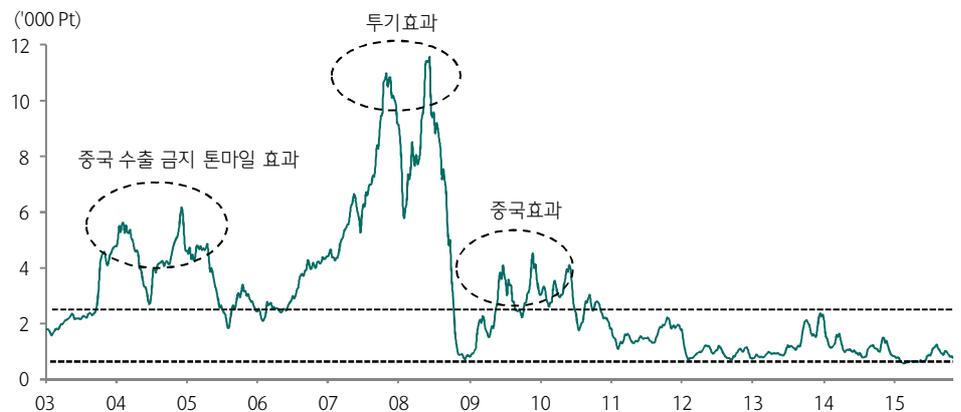
BDI는 800~1,200포인트 박스권 전망

벌크운임지수인 BDI(Baltic Dry Index)는 장기적으로 800~1,200포인트의 제한적 움직임이 예상된다. 2015년 7~8월 벌크운임은 9월 전승절을 앞두고 유통업체들의 철광석, 석탄 재고 확보 움직임이 나타나면서 반등을 했다. 하지만, 수입 물량이 증가했음에도 BDI는 1,200포인트를 돌파하지 못했다. 전승절 이후 철광석 수입량이 감소하면서 BDI는 700포인트 초반으로 하락했다. 2015년 4분기 벌크 운임은 성수기에 진입하는 시점이지만, 하락세를 벗어나지 못하고 있다. 4분기는 철광석 수송 성수기로 생산량 및 선적물량 증가로 운임이 상승하는 시점이다. 석탄은 중국과 인도의 수요가 견인하지만, 최근 자급률을 높이고 있어 장기적으로 높은 성장세를 기대하기는 어려울 전망이다.

최근 BDI 하락이 가파른 이유는 낮아진 벌크 운임 영향도 존재한다. 벌크운임에는 유류비가 포함되어 있기 때문에 벙커유 하락에 따른 운임 하락세도 추가로 나타나고 있는 상황이다. 2016년 낮은 유가가 지속되고 중국을 중심으로 철광석과 석탄 수입량이 증가하지 않는다면, 벌크운임 상승을 기대하기는 어려울 전망이다.

그림 31. BDI운임지수 추이

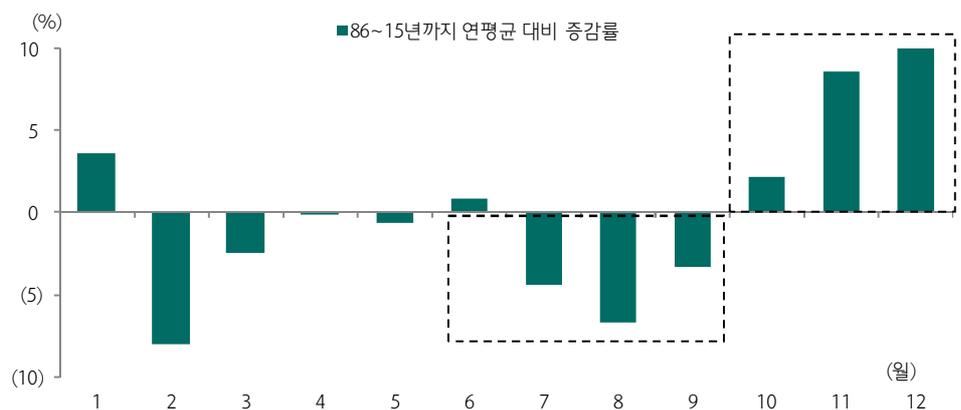
벌크 운임은 벙커유 하락으로 하락세 확대 중, 저유가를 감안하면 큰 폭의 반등 기대는 어려울 전망



자료: 하나금융투자

그림 32. 연평균 대비 월별 BDI 증감률

벌크운임은 10월 이후 성수기 진입, 성수기 반등은 가능할 전망



자료: 하나금융투자

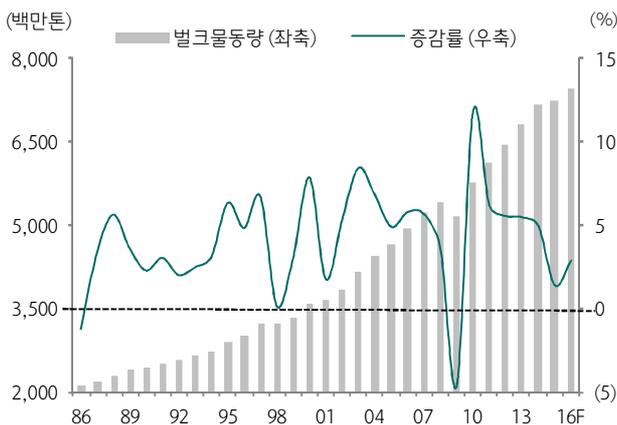
수요는 2.9%, 공급은 4.0%로 선박해체 없이는 공급과잉 지속

2) 선박 수요보다 공급이 많아

단기 시황은 해체선이 급증하고 신조선이 줄어 들었음에도 여전히 좋지 않다. 2015년 기준으로 케이프사이즈 평균 운임이 8,322달러/일로 전년대비 48%가 하락했다. 9월 15일 기준으로 전 세계 케이프사이즈 선대는 1,624척으로 307.8백만DWT이다. 수주잔고는 265척, 52.4백만DWT으로 전체 선대의 16%를 차지하고 있다. 중국과 유로존 경기둔화로 올해 물동량 증가율은 1.4%로 전망된다. 2016년 물동량 증가율은 전년대비 2.9% 증가하며 1.5%P 개선될 전망이다.

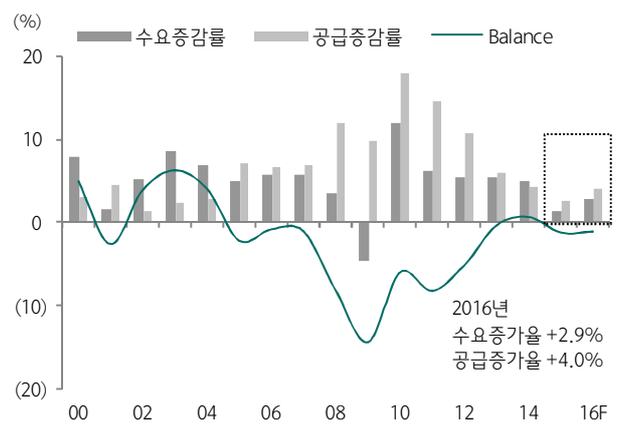
과거 전세계적인 해운 호황기를 이끌었던 중국의 철광석 수입은 당분간 정체될 전망이다. 중국 내수 불황으로 건설경기가 악화되어 중국내 철강 제품의 소비가 감소하는 추세이기 때문이다. 그러나, 브라질과 호주의 메이저 광산기업들이 M/S 확보 전략으로 철광석의 생산을 늘리고 있어 일정 수준의 물동량은 지속될 전망이다. 중장기적으로도 중국의 철강 제품 생산량은 늘어나지만, 과거와 같은 급성장은 없다.

그림 33. 연간 벌크물동량 추이 및 전망



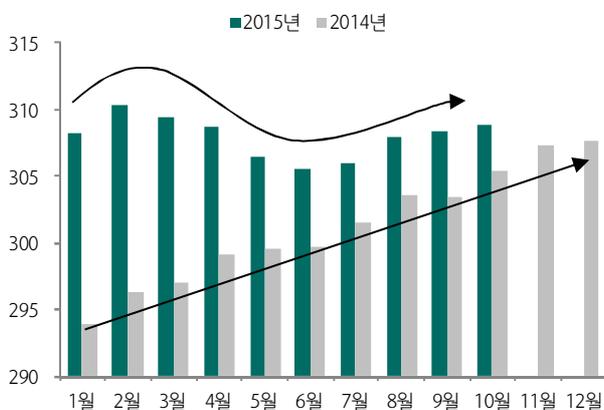
자료: Claksons, 하나금융투자

그림 34. 연간 벌크선 수급 추이 및 전망 - 공급과잉 지속



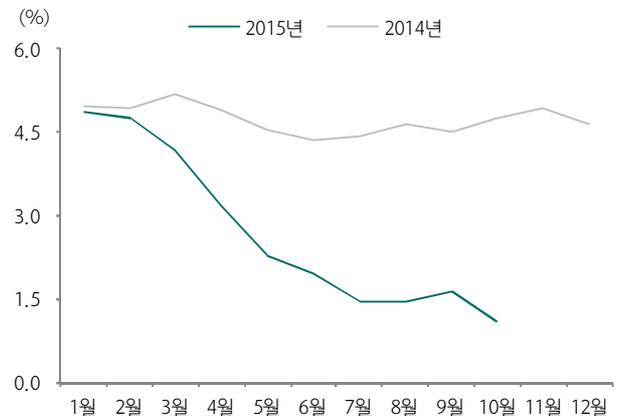
자료: Claksons, 하나금융투자

그림 35. 케이프사이즈 선복량 추이



자료: Claksons, 하나금융투자

그림 36. 케이프사이즈 선복량 증가율 추이



자료: Claksons, 하나금융투자

3) 운임은 선박 해체가 중요

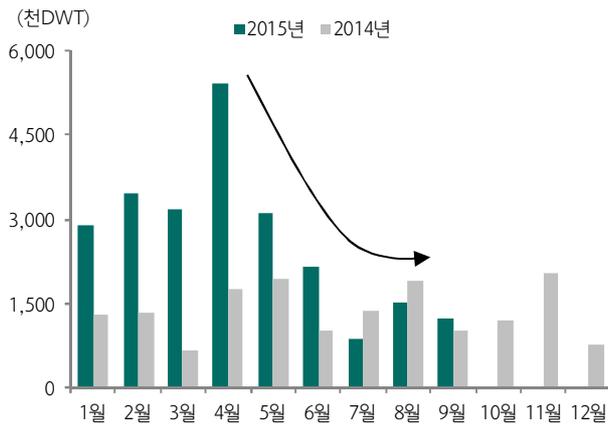
선박해체 3% 이상 유지할 경우 선사들 이익 구간에 진입 가능

상반기 급증했던 케이프사이즈 벌크선 해체량이 줄어들고 있다. 2015년 10월까지 1,140만 DWT로 전년도 총 해체량의 약 3배에 가까운 실적을 기록했지만 4월을 고점으로 해체량은 다시 감소하고 있다.

여름철 일시적인 BDI의 급격한 상승으로 케이프사이즈 수요가 증가하고 운임시장이 회복되면서 해체량 증가가 둔화되었다. 최근에는 국제 철강 가격이 공급과잉으로 절반 이상 폭락했다. 하락세를 보이고 있는 철강 가격과 중국의 철강 덤프잉으로 인해 값싼 철강가격으로 주요 해체 3국(중국, 인도, 방글라데시)에서의 선박 해체는 감소하고 있다.

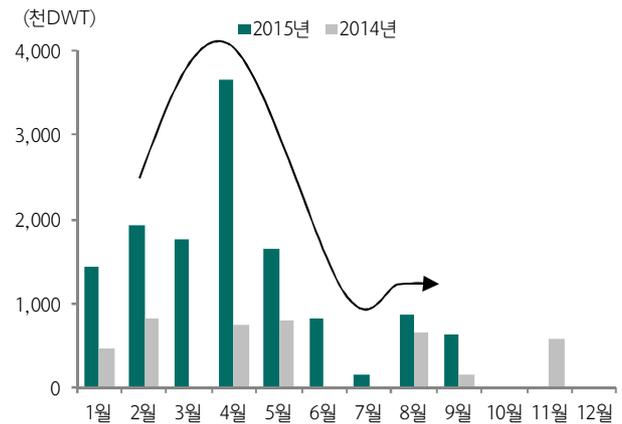
케이프사이즈 벌크선 스크랩 가격은 인도 기준 285달러/톤으로 전년대비 40% 이상 하락했다. 중국산 저가 철재 수출이 증가하면서 주요 해체 국가들의 스크랩 시장가격이 300달러/톤을 하회하기 때문에 스크랩 가격에 의한 해체수요 크지 않을 것으로 보이며 해체량은 현재 수준을 유지할 것으로 전망된다.

그림 37. 월별 벌크선 해체량 추이



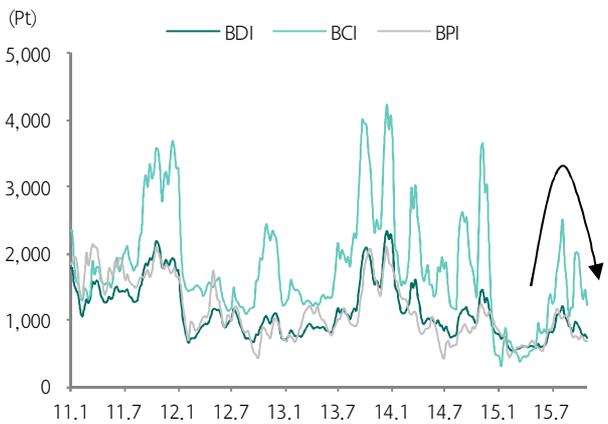
자료: Claksons, 하나금융투자

그림 38. 월별 케이프사이즈 해체량 추이



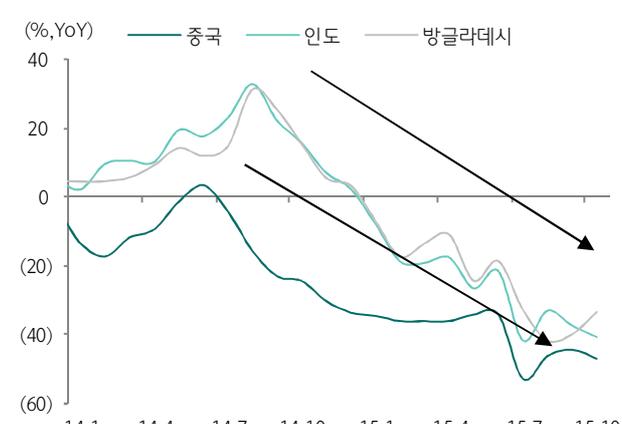
자료: Claksons, 하나금융투자

그림 39. BDI 운임지수 추이



자료: Claksons, 하나금융투자

그림 40. 케이프사이즈 스크랩 가격 증감 추이



자료: Claksons, 하나금융투자

벌크선도 운임 경쟁력 확보를 위한
대형화 진행 중

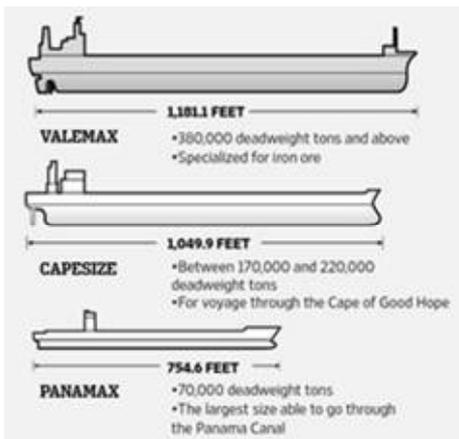
4) Capesize에서 ValeMax의 시대로

2015년 7월 3일 중국은 칭다오를 포함한 4개 주요 항구에 발레막스의 입항을 공식적으로 허용했다. 발레막스는 브라질 철광석메이저인 Vale이 발주한 40만DWT(재화중량톤수)급 초대형벌크선을 뜻한다. 작년 9월에 중국의 COSCO, CMES(초상국에너지운수)는 발레와 발레막스급 24척에 대해 25년간 브라질산 철광석 장기용선계약(COA)을 체결하였다.

중국 정부의 발레막스 입항 허용으로 향후 철광석 운송수단이 케이프사이즈에서 발레막스로 집중될 가능성도 기대된다. 선박규모로 볼 때 케이프사이즈(약 18만DWT)의 2배가 넘기 때문에 비용측면에서 운임절감 효과가 크다. 발레막스의 출현으로 대서양 루트의 케이프사이즈급 선형 위축 등의 변화를 가져올 것으로 예상된다.

또한 중국이 호주보다 장거리인 브라질로부터 철광석 수입을 늘릴 경우 전체적인 톤마일 증가로 이어져 전체적인 시장운임의 상승효과를 가져올 것으로 예상된다.

그림 41. 벌크선 주요 선형별 크기 비교



자료: Vale, 하나금융투자

그림 42. 발레막스 아시아 항해루트



자료: Vale, 하나금융투자

2. 컨테이너

1) 운임은 공급과잉으로 제한적인 상승세 전망

운임을 감안하면 중소형 선사들의
2016년 영업이익은 감소할 전망

10월 30일 발표된 SCFI(상하이발 컨테이너운임지수)는 전년대비 31.7% 하락한 759포인트를 기록했다. 10월 성수기에 진입하고 있지만, 수요부진과 공급과잉으로 운임은 하락하고 있다. 10월 초에는 SCFI가 기록되기 시작한 2009년 10월 16일 이후 가장 낮은 533.9포인트를 기록하기도 했다.

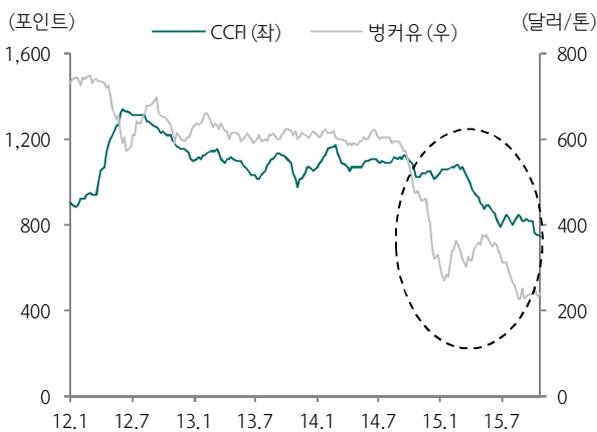
10월 23일 기준 유럽노선 운임은 TEU당 233달러로 최근 고점인 7월말 1,109달러대비 79.0% 하락하였다. 10월 말 운임인상에 성공하면서 TEU당 988달러로 크게 상승했지만, 운임 반등 후 하락세가 지속되었던 점을 감안하면 추세를 이어갈 가능성은 제한적일 전망이다. 낮은 유류비를 감안할 경우 선사들의 손익분기점은 TEU당 최소 800달러로 현재 운임 수준은 선사들에게 부담스러운 가격이다. 지속되는 운임 약세로 선사들의 4분기 영업이익은 큰 폭으로 하락할 전망이다.

알파라이너에 따르면 10월 계선 규모는 77.9만TEU(243척)로 전체 선대의 4%를 기록하고 있다. 2015년 1분기 1%에서 8월에 2%까지 상승한 이후 성수기에 진입하는 기간임에도 계선이 지속적으로 증가하고 있다. 특히, 7,500TEU의 대형선 중심으로 계선이 늘어나고 있어 향후 운임에 부정적이다.

선사들은 운항서비스를 개편하고 계선량을 증가시키고 있지만 1만TEU급 대형선박의 인도가 집중되면서 운임 상승이 제한되고 있다. 10월 말부터 얼라이언스들의 추가적 선복감축이 계획되어 있지만 시황개선은 쉽지 않을 전망이다.

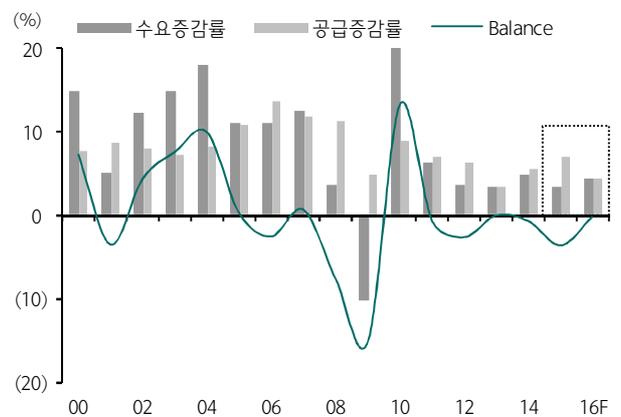
2016년 선박 인도는 전년대비 4.4%증가가 예상된다. 물동량은 최근 선진국 경기 둔화를 감안해도 4.3%(2015년 3.5% 증가) 증가가 가능할 전망이다. 결국, 공급 조절을 통해 운임 반등을 시도하지 않을 경우 선사들이 이익을 크게 내기는 어려울 전망이다.

그림 43. CCFI 지수와 벙커유가 추이



자료: ChineseShipping, DataStream, 하나금융투자

그림 44. 컨테이너 물동량과 공급량 추이 및 전망



자료: Clarkson, 하나금융투자

**2016년 신규 공급예정 131만TEU
선박량 4.4% 증가 예상**

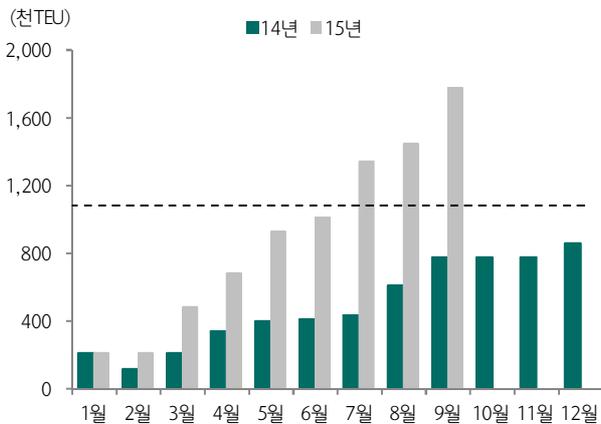
2) 선박 공급은 2016년 4.4%지만, 2015년 대형선 발주가 많아 향후 부담

컨테이너시장은 유가가 상승하던 때부터 단위비용 절감을 목적으로 대형선 중심으로 탈바꿈 되었다. 최근 20,000TEU급이 인도되기 시작했는데 21세기 초에 가장 큰 컨테이너선이 8,200TEU에 지나지 않았던 점을 감안하면 두 배 이상 커진 것이다. 이미 아시아-유럽 노선에 투입되는 선박의 평균 사이즈는 13,600TEU로 2008년 이전대비 80% 이상 커졌다.

2015년 Maersk는 13,000TEU 이상의 대형선 중심의 대규모 발주가 진행되었으며, 중소형 라이언스들이 선대 경쟁력 확보를 위해 10,000TEU급 이상의 컨테이너선을 지속적으로 발주하고 있다. 선사들의 대형선 발주로 공급과잉을 부추기면서 운임은 지속적으로 하락하는 계기가 되고 있다. 클락슨 자료에 따르면 연말까지 신규 공급될 선박은 68.2만TEU로 현재 선대규모의 3.5% 이상 증가할 전망이다.

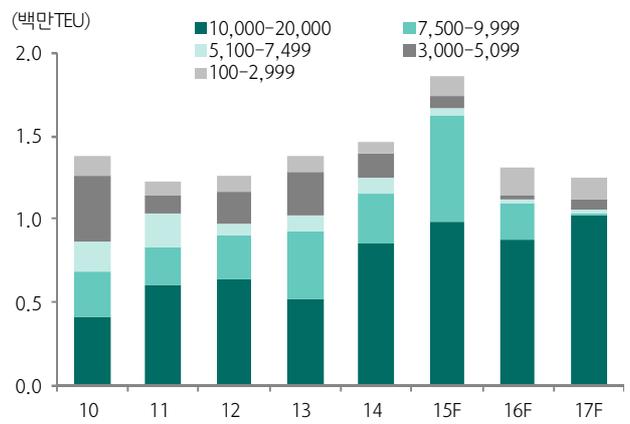
2016년 인도량은 올해대비 29.5% 감소한 131만TEU(179척)로 예상되고 있다. 지속적인 대형선 비중 증가로 10,000TEU 이상 선박의 비중은 60%를 넘어설 전망이다. 파나마 운하 확장의 완공시점이 2016년 4월로 예상되고 있다. 확장공사가 완료되면 12,000TEU급의 통행이 가능해지면서 기존 파나마스급(4,000TEU)은 대형선으로 대체될 전망이다. 대형선박이 투입되면서 공급과잉은 2016년에도 지속될 것으로 보인다.

그림 45. 월별 컨테이너선 신규발주 누적추이



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 46. 컨테이너선 사이즈별 인도 추이 및 전망



자료: Alphaliner, 하나금융투자

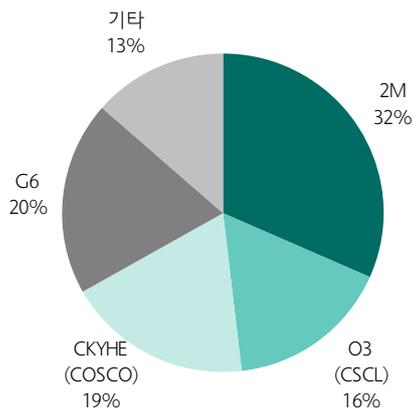
3) 선사들의 대형화 전략

선사들의 경쟁력 확보를 위해 선박 대형화에서 얼라이언스 강화

주요 노선에 투입되는 컨테이너가 점차 대형화되면서 얼라이언스의 중요성은 더욱 커지고 있다. 세계 1위 컨테이너선사인 Maersk의 시장점유율은 15.1%에 달한다. 2위인 MSC와 얼라이언스 M2를 구성하며 시장점유율 13.3%를 차지하고 있다. 상황이 좋지 않아도 높은 시장지배력을 통해 10% 수준의 높은 영업이익률을 지속하고 있다. 이를 바탕으로 올해 시작된 대형 컨테이너선 발주캘리를 선도하기도 하였다. 점차 시간이 지날수록 높은 시장지배력을 갖춘 선사들과 얼라이언스만이 살아남을 수 있을 것으로 보인다.

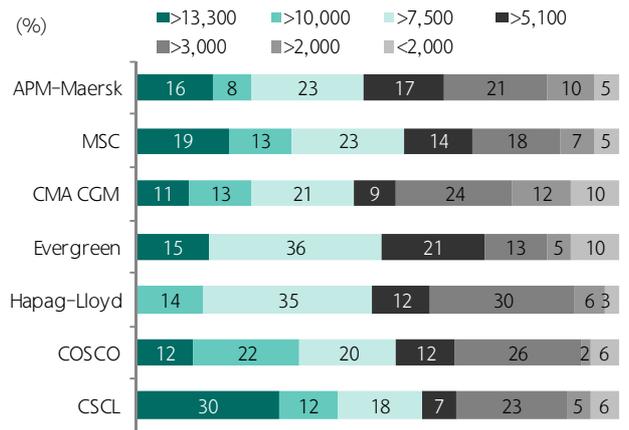
최근 중국의 컨테이너 선사인 COSCO와 CSCL의 합병 추진 소식은 시장지배력의 중요성을 보여주고 있다. 2011년부터 3년간 두 해운선사의 실적은 부진하였고 지난해에 들어서야 다시 흑자로 전환하였다. 현재 시장점유율은 각각 4.6%, 4.3%로 6위와 7위에 머물고 있다. 하지만 합병 이후에는 7.8%로 올라가게 되면서, 현재 9.1%로 3위를 기록하고 있는 프랑스 선사인 CMA CGM에 이어 4위로 올라설 전망이다.

그림 47. 대형 얼라이언스 시장점유율 비중



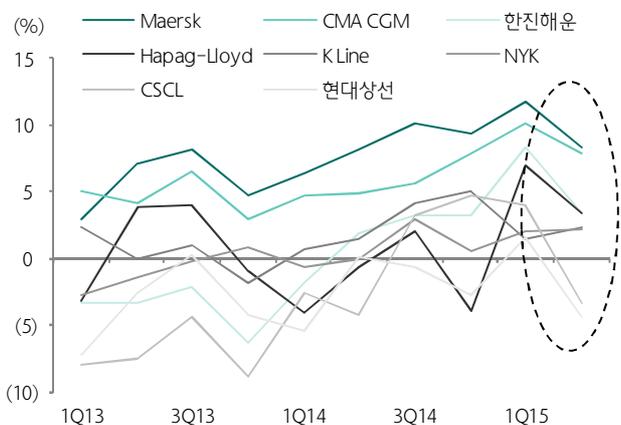
주: 상위 30개 선사 기준. 자료: Alphaliner, 하나금융투자

그림 48. 상위 7개 컨테이너선사 선형별 Breakdown



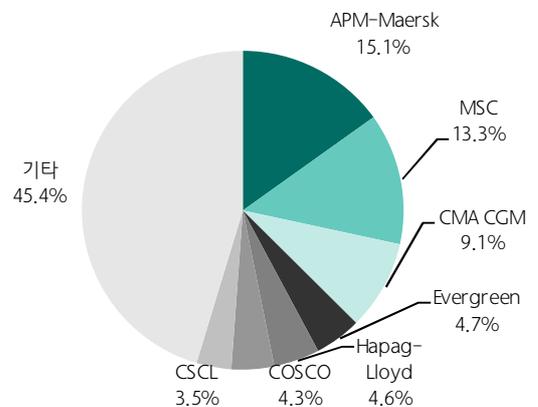
자료: Alphaliner, 하나금융투자

그림 49. 주요 선사 컨테이너부문 분기별 영업이익률 추이



자료: Alphaliner, 하나금융투자

그림 50. 주요 선사의 선박량 비중



자료: Alphaliner, 하나금융투자

합병 성사될 경우 2015년 10월 기준
보유선박 399척, 155.6만TEU로
세계 4위 규모 선사로 등극

최근 합병이 진행되고 있는 COSCO(중국원양)와 CSCL(중해집운)은 중국을 대표하는 벌크 및 컨테이너 선사이다. Alphaliner에 따르면, 2015년 10월 기준으로 양사의 보유선박은 각각 164척과 135척이고 선복량은 85.7만TEU(세계 6위)와 69.8만TEU(세계 7위)이다. 합병 이후에는 컨테이너 시장점유율 7.8%를 차지하며 4위로 올라설 전망이다. 합병을 통해 M/S를 늘리는 전략은 비용관리와 시장지배력 측면에서 유효할 것으로 판단된다.

COSCO와 CSCL의 합병으로 현재 주요 4개 얼라이언스인 2M, O3, G6, CKHYE의 구도에도 변화가 있을 전망이다. 특히 COSCO가 속해있는 CKYHE의 경우 중대형선 위주로 구성되어 있기 때문에, COSCO가 탈퇴할 경우 향후 경쟁력 측면에서 CKHYE의 영업 및 경쟁력에 다소 우려감이 제기될 가능성 높은 상황이다.

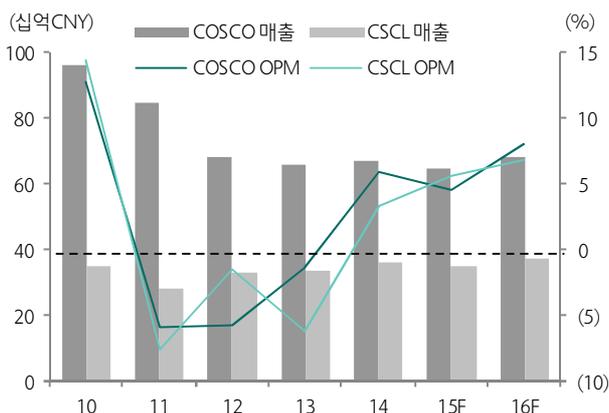
표 3. COSCO(중국원양)와 CSCL(중해집운) 실적 추이

(단위: 백만CNY)

	COSCO						CSCL				
	2010	2011	2012	2013	2014		2010	2011	2012	2013	2014
매출	96,488	84,639	68,268	66,138	66,901	매출	34,809	28,246	32,998	33,917	36,077
매출총이익	12,365	(4,947)	(3,869)	(892)	4,024	매출총이익	5,016	(2,124)	(463)	(2,087)	1,238
판관비	4,956	5,659	5,364	4,457	4,523	판관비	840	689	893	916	963
영업이익	7,591	(10,198)	(8,298)	(1,315)	1,519	영업이익	4,232	(2,746)	(906)	(2,559)	864
이자 비용	1,273	1,668	2,375	3,041	2,720	이자 비용	214	188	506	458	468
기타영업손익	(2,719)	(3,253)	(1,983)	(1,106)	(1,826)	기타영업손익	(330)	(237)	(1,371)	(158)	(1,213)
세전이익	9,210	(7,854)	(8,591)	(1,514)	507	세전이익	4,320	(2,626)	(26)	(2,828)	1,578
법인세	1,196	1,031	519	299	(1,044)	법인세	86	74	(461)	36	548
소수주주이익	1,228	1,610	1,422	2,644	1,188	소수주주이익	30	43	49	26	25
특별손실	0	0	(973)	(4,692)	0	특별손실	0	0	(140)	(281)	(39)
당기순이익	6,785	(10,495)	(9,559)	235	363	당기순이익	4,203	(2,743)	525	(2,610)	1,044
성장율(YoY)						성장율(YoY)					
매출	14.0	(12.3)	(19.3)	(3.1)	1.2	매출	23.2	(18.9)	16.8	2.8	6.4
영업이익	(174.4)	(234.4)	(18.6)	(84.2)	(215.5)	영업이익	(254.1)	(164.9)	(67.0)	182.3	(133.8)
순이익	(164.7)	(254.7)	(8.9)	(102.5)	54.0	순이익	(253.2)	(165.3)	(119.1)	(597.2)	(140.0)
수익성(%)						수익성(%)					
매출총이익률	12.8	(5.8)	(5.7)	(1.3)	6.0	매출총이익률	14.4	(7.5)	(1.4)	(6.2)	3.4
영업이익률	7.9	(12.0)	(12.2)	(2.0)	2.3	영업이익률	12.2	(9.7)	(2.7)	(7.5)	2.4
순이익률	7.0	(12.4)	(14.0)	0.4	0.5	순이익률	12.1	(9.7)	1.6	(7.7)	2.9

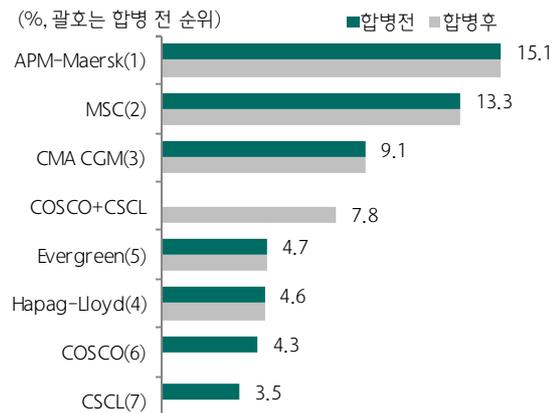
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 51. COSCO와 CSCL 실적추이 및 전망



자료: Alphaliner, 하나금융투자

그림 52. COSCO와 CSCL 합병전/후 컨테이너 시장점유율 변화



자료: Bloomberg, 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

현대글로벌비스 (086280)	26
대한해운 (005880)	30
대한항공 (003490)	34
아시아나항공 (020560)	38
CJ대한통운 (000120)	40
한진해운 (117930)	42
제주항공 (089590)	44

2015년 11월 4일

현대글로비스(086280)

5년 만에 7천억원대 영업이익 달성 전망

목표주가 270,000원, 투자의견 매수 유지

현대글로비스 목표주가 270,000원 투자의견 매수를 유지한다. 2015년 영업이익은 6,746억원이 예상되며, 2016년은 전년대비 7.0% 증가한 7,221억원이 전망된다. 2016년 예상실적 기준 PER 14.0배, PBR 2.1배로 Valuation 매력이 높다. 장기적인 관점에서 지배구조 이슈는 유효하며, 2016년 영업이익 증가세가 이어지고 있어 긍정적이다.

투자포인트는 1)현대차 그룹 생산량 증가에 따른 외형성장이 예상되며, 2)자동차 운반선 비중 확대(40%에서 50%)에 따른 이익 증가가 전망된다. 3)장기적으로 그룹 외 비중을 늘리고 있어 종합물류 회사로의 변화가 예상된다.

영업이익 2015년 6,746억원, 2016년 7,221억원(7.0%) 전망

2015년 영업이익은 전년대비 4.7% 증가한 6,746억원이 전망된다. 2016년 영업이익은 7,221억원으로 전년대비 7.0% 증가가 예상된다. 영업이익 개선은 자동차 운반선 매출 확대와 멕시코 공장 신규 가동 때문이다. 또한, 유럽을 중심으로 생산량이 꾸준히 증가하고 있어 3교대 근무 비중이 늘어나고 있는 점도 긍정적이다. 2012년 6,137억원으로 6천억대 영업이익을 기록한 이후 이익 증가 폭이 둔화되면서 주가 모멘텀이 약해지고 있다. 2016년 5년만에 7천억대 영업이익 달성이 가능하며, 2014년부터 해외현지 법인 현지 고객 매출 비중이 늘어나고 있어 3자 물류 매출 성장과 이익 증가가 예상되고 있다.

3자 물류 확대를 위한 노력 지속

그룹 외 매출 비중은 꾸준히 증가하고 있다. 연결기준 2014년 비 계열 매출 비중은 27.8%였지만, 2015년 3분기에는 29.9%를 기록했다. 2013년까지 현지법인이 현대차 그룹 해외공장 증설에 맞춰 설비 늘리기에 바빠 비 계열 매출 확보가 더디게 진행되었다. 2014년 11월 유럽 물류 기업인 아담폴 인수 이후 M&A 기대감이 높아졌다. 2016년 자동차 운반선 비중 증가 우려로 보수적인 투자를 진행했지만, 최근 유코카와 계약이 4년 연장되면서 선박 투자 부담이 낮아졌다. 안정적인 현금으로 동사의 해외 물류 시장 확대 가능성은 더욱 높아지고 있다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 270,000원 | CP(11월 3일): 199,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,048.40
52주 최고/최저(원)	308,500/163,000
시가총액(십억원)	7,462.5
시가총액비중(%)	0.62
발행주식수(천주)	37,500.0
60일 평균거래량(천주)	171.7
60일 평균거래대금(십억원)	33.7
15년 배당금(예상,원)	2,000
15년 배당수익률(예상,%)	1.01
외국인 지분율(%)	26.99
주요주주 지분율(%)	
정의선 외 3인	39.34
국민연금	13.08
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(10.6) (15.7) (26.8)
상대	(14.0) (12.4) (30.2)

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	14,651.2	15,764.6
영업이익(십억원)	686.4	764.1
순이익(십억원)	464.9	592.2
EPS(원)	12,219	15,679
BPS(원)	83,786	97,278

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	12,861.3	13,922.0	14,561.5	16,103.2	17,261.5
영업이익	십억원	636.9	644.6	674.6	722.1	761.2
세전이익	십억원	702.4	711.4	621.2	729.6	782.2
순이익	십억원	481.3	536.2	405.2	532.0	570.4
EPS	원	12,834	14,300	10,806	14,188	15,211
증감률	%	(3.3)	11.4	(24.4)	31.3	7.2
PER	배	18.00	20.38	18.42	14.03	13.08
PBR	배	3.71	3.94	2.41	2.10	1.84
EV/EBITDA	배	12.98	15.89	10.72	10.15	9.51
ROE	%	22.63	21.01	13.81	16.00	15.01
BPS	원	62,236	73,895	82,559	94,747	107,959
DPS	원	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000



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

RA 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

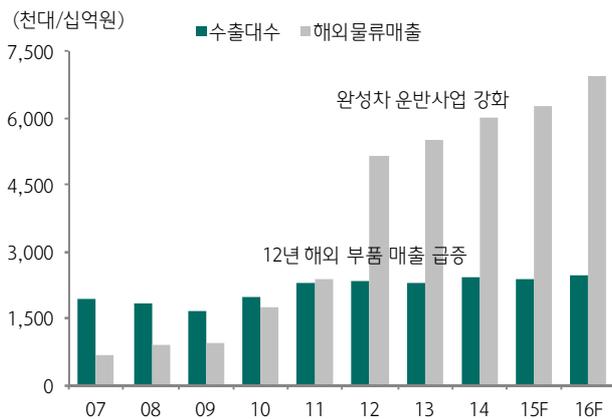
표 1. 현대글로벌비스 연간 실적

(단위: 십억원, %, 천대)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	2,510	3,065	3,193	5,834	7,548	11,746	12,861	13,922	14,561	16,103	17,261
국내물류	720	812	837	985	1,150	1,275	1,247	1,157	1,203	1,298	1,390
해외물류	659	898	951	1,752	2,377	5,148	5,498	6,006	6,261	6,964	7,479
CKD	1,017	1,202	1,224	2,893	3,732	4,656	4,901	5,083	5,259	5,830	6,231
기타상품	114	154	180	204	290	666	1,216	1,677	1,837	2,012	2,162
영업이익	93	129	145	272	336	614	637	645	675	722	761
법인세전이익	96	127	144	284	374	668	702	711	621	730	782
순이익	49	91	100	233	302	498	481	536	405	533	571
영업이익률(%)	3.7	4.2	4.6	4.7	4.5	5.2	5.0	4.6	4.6	4.5	4.4
법인세전이익률(%)	3.8	4.1	4.5	4.9	5.0	5.7	5.5	5.1	4.3	4.5	4.5
순이익률(%)	1.9	3.0	3.1	4.0	4.0	4.2	3.7	3.9	2.8	3.3	3.3
현대기아차판매(천대)	3,962	4,169	4,667	5,761	6,597	7,110	7,535	8,004	7,904	8,445	8,986
내수	894	885	1,114	1,141	1,174	1,149	1,104	1,141	1,145	1,178	1,213
수출	1,919	1,821	1,641	1,989	2,291	2,330	2,311	2,419	2,388	2,472	2,547
해외공장	1,149	1,463	1,912	2,631	3,132	3,630	4,119	4,444	4,371	4,795	5,227

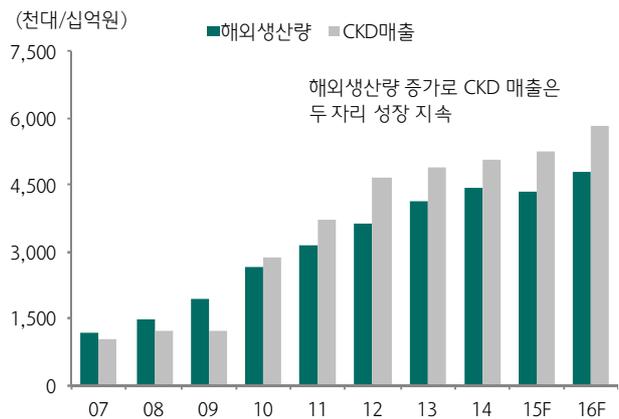
자료: 현대글로벌비스, 하나금융투자

그림 1. 완성차 수출대수와 해외물류매출 추이 및 전망



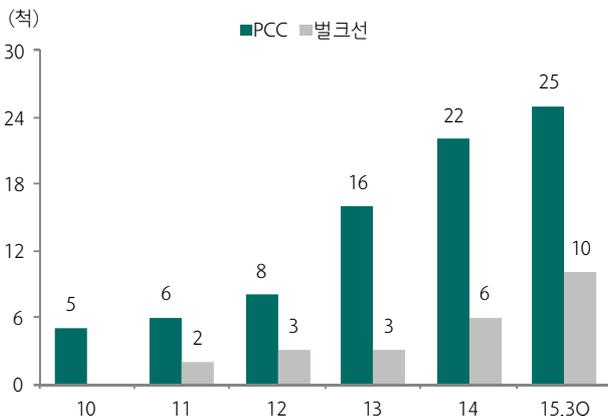
자료: 현대글로벌비스, 하나금융투자

그림 2. 완성차 해외생산량과 CKD매출 추이 및 전망



자료: 현대글로벌비스, 하나금융투자

그림 3. 현대글로벌비스 자사선 추이



자료: 현대글로벌비스, 하나금융투자

그림 4. BDI 및 원/달러 환율 추이



자료: Datastream, 하나금융투자

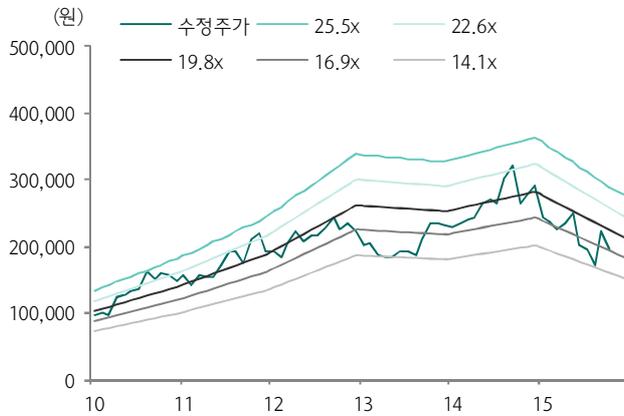
표 2. 현대글로벌비스 분기 실적

(단위: 십억원, %, 천대)

	2014				2015F				3Q15 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	QoQ	YoY
매출액	3,284	3,549	3,520	3,568	3,386	3,701	3,861	3,613	4.3	9.7
국내물류	288	283	270	316	287	306	288	323	(6.1)	6.7
해외물류	1,437	1,566	1,494	1,509	1,444	1,557	1,676	1,585	7.7	12.2
CKD	1,163	1,292	1,350	1,278	1,264	1,371	1,414	1,210	3.1	4.8
중고차	83	82	70	72	76	90	91	83	0.4	29.0
기타유통	314	326	337	393	315	377	392	413	4.1	16.4
영업이익	154	168	157	165	174	159	178	163	12.4	13.4
법인세전순이익	166	297	125	123	172	151	84	214	(44.5)	(32.8)
순이익	119	248	88	81	121	113	16	156	(86.1)	(82.3)
영업이익률(%)	4.7	4.7	4.5	4.6	5.2	4.3	4.6	4.5	-	-
법인세전순이익률(%)	5.1	8.4	3.5	3.4	5.1	4.1	2.2	5.9	-	-
순이익률(%)	3.6	7.0	2.5	2.3	3.6	3.0	0.4	4.3	-	-
현대기아차판매	1,999	2,044	1,840	2,121	1,934	2,011	1,855	2,104	(7.8)	0.8
내수	269	296	272	304	270	309	274	293	(11.2)	0.7
수출	637	649	506	627	582	644	490	673	(23.9)	(3.2)
해외공장	1,094	1,099	1,062	1,190	1,083	1,059	1,091	1,138	3.1	2.7

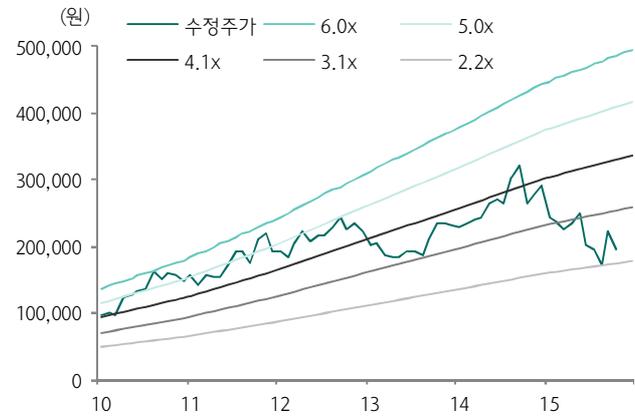
자료: 현대글로벌비스, 하나금융투자

그림 5. 현대글로벌비스 PER 추이



자료: 하나금융투자

그림 6. 현대글로벌비스 PBR 추이



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	12,861.3	13,922.0	14,561.5	16,103.2	17,261.5
매출원가	11,845.7	12,902.2	13,479.8	14,932.1	16,004.1
매출총이익	1,015.6	1,019.8	1,081.7	1,171.1	1,257.4
판매비	378.7	375.2	407.1	449.0	496.2
영업이익	636.9	644.6	674.6	722.1	761.2
금융손익	1.0	(10.3)	(22.4)	(22.4)	(22.8)
중속/관계기업손익	37.3	41.3	42.4	45.3	46.8
기타영업외손익	27.2	35.8	(73.4)	(15.4)	(2.9)
세전이익	702.4	711.4	621.2	729.6	782.2
법인세	221.1	175.2	215.7	197.0	211.2
계속사업이익	481.3	536.2	405.5	532.6	571.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	481.3	536.2	405.5	532.6	571.0
포괄이익	(0.0)	0.0	0.3	0.6	0.6
(지분법제외)순이익	481.3	536.2	405.2	532.0	570.4
지배주주포괄이익	470.8	493.5	399.3	530.2	568.4
NOPAT	436.4	485.9	440.4	527.1	555.6
EBITDA	717.1	744.2	797.3	851.9	910.0
성장성(%)					
매출액증가율	9.5	8.2	4.6	10.6	7.2
NOPAT증가율	(4.6)	11.3	(9.4)	19.7	5.4
EBITDA증가율	5.4	3.8	7.1	6.8	6.8
(조정)영업이익증가율	3.8	1.2	4.7	7.0	5.4
(지분법제외)순이익증가율	(3.3)	11.4	(24.4)	31.3	7.2
(지분법제외)EPS증가율	(3.3)	11.4	(24.4)	31.3	7.2
수익성(%)					
매출총이익률	7.9	7.3	7.4	7.3	7.3
EBITDA이익률	5.6	5.3	5.5	5.3	5.3
(조정)영업이익률	5.0	4.6	4.6	4.5	4.4
계속사업이익률	3.7	3.9	2.8	3.3	3.3

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	12,834	14,300	10,806	14,188	15,211
BPS	62,236	73,895	82,559	94,747	107,959
CFPS	19,780	19,691	20,420	22,309	24,189
EBITDAPS	19,122	19,844	21,261	22,719	24,267
SPS	342,967	371,254	388,307	429,419	460,306
DPS	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	18.0	20.4	18.4	14.0	13.1
PBR	3.7	3.9	2.4	2.1	1.8
PCFR	11.7	14.8	9.7	8.9	8.2
EV/EBITDA	13.0	15.9	10.7	10.1	9.5
PSR	0.7	0.8	0.5	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	22.6	21.0	13.8	16.0	15.0
ROA	10.3	9.5	6.3	7.4	7.2
ROIC	17.9	15.1	11.3	11.9	11.2
부채비율	117.2	123.6	117.1	111.2	102.3
순부채비율	27.6	32.2	34.2	32.6	28.9
이자보상배율(배)	40.1	23.8	35.3	17.9	18.0

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	10.7	10.0	10.1	16.5	7.3
Emerging Market	12.0	10.9	11.1	-0.6	10.6
World	16.0	14.7	14.9	0.6	8.8

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	2,926.3	3,334.8	3,386.6	3,720.6	3,988.4
금융자산	735.9	767.8	787.2	791.1	781.9
현금성자산	729.3	753.9	773.1	775.2	764.5
매출채권 등	1,581.5	1,818.2	1,841.1	2,075.0	2,271.1
재고자산	522.1	645.6	653.7	736.8	806.4
기타유동자산	86.8	103.2	104.6	117.7	129.0
비유동자산	2,142.9	2,861.4	3,370.5	3,819.8	4,237.3
투자자산	503.7	615.3	623.1	702.2	768.6
금융자산	295.6	263.0	266.3	300.1	328.5
유형자산	1,515.1	2,116.3	2,583.9	2,960.8	3,317.7
무형자산	39.3	39.1	63.3	56.6	50.8
기타비유동자산	84.8	90.7	100.2	100.2	100.2
자산총계	5,069.2	6,196.2	6,757.1	7,540.4	8,225.7
유동부채	2,026.2	2,214.2	2,340.8	2,498.3	2,630.3
금융부채	889.4	979.9	1,084.6	1,088.5	1,091.7
매입채무 등	994.6	1,146.9	1,161.4	1,308.9	1,432.6
기타유동부채	142.2	87.4	94.8	100.9	106.0
비유동부채	709.2	1,210.9	1,303.8	1,472.0	1,529.2
금융부채	491.5	680.8	766.9	866.9	866.9
기타비유동부채	217.7	530.1	536.9	605.1	662.3
부채총계	2,735.4	3,425.1	3,644.5	3,970.2	4,159.5
지배주주지분	2,333.8	2,771.1	3,096.0	3,553.0	4,048.4
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	97.1	62.9	57.7	57.7	57.7
이익잉여금	2,065.3	2,536.8	2,866.8	3,323.9	3,819.3
비지배주주지분	0.0	0.0	16.6	17.2	17.8
자본총계	2,333.8	2,771.1	3,112.6	3,570.2	4,066.2
순금융부채	645.1	892.9	1,064.3	1,164.3	1,176.7

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	407.3	369.6	141.3	508.8	582.2
당기순이익	481.3	536.2	405.5	532.6	571.0
조정	95.8	3.4	158.8	84.6	102.1
감가상각비	80.2	99.5	122.7	129.9	148.9
외환거래손익	(12.3)	34.3	25.7	0.0	0.0
지분법손익	(37.3)	(140.7)	(42.4)	(45.3)	(46.8)
기타	65.2	10.3	52.8	(0.0)	(0.0)
자산/부채의 변동	(169.8)	(170.0)	(423.0)	(108.4)	(90.9)
투자활동현금흐름	(642.6)	(481.2)	(181.3)	(535.6)	(521.1)
투자자산감소(증가)	(14.6)	(70.3)	34.6	(33.8)	(19.6)
유형자산감소(증가)	(619.5)	(424.3)	(194.1)	(500.0)	(500.0)
기타투자활동	(8.5)	13.4	(21.8)	(1.8)	(1.5)
재무활동현금흐름	238.2	150.6	62.3	28.9	(71.8)
금융부채증가(감소)	290.1	279.7	190.8	103.9	3.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	4.4	(72.8)	(53.5)	0.0	0.0
배당지급	(56.3)	(56.3)	(75.0)	(75.0)	(75.0)
현금의 증감	(2.6)	24.6	19.2	2.1	(10.6)
Unlevered CFO	741.8	738.4	765.8	836.6	907.1
Free Cash Flow	(218.7)	(82.6)	(55.1)	8.8	82.2

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	82.2	15.5	17.9	1,828.6	430.7
Emerging Market	18.4	14.3	14.9	31.5	28.3
World	16.4	14.9	15.2	17.3	9.7

2015년 11월 4일

대한해운(005880)

외형 및 이익 성장기 진입

목표주가 32,000원, 투자의견 매수 유지

대한해운 목표주가 32,000원, 투자의견 매수를 유지한다. 벌크시황 부진에도 불구하고 안정적인 정기선 중심의 영업을 통해 꾸준한 이익성장세가 이어지고 있다. 2016년 예상실적 기준 PER 6.8배, PBR 0.8배로 시황 부진에도 이익 훼손 가능성이 낮고 상대적으로 저평가 매력이 부각되고 있어 해운업종 Top pick으로 제시한다.

투자포인트는 1)전용선 중심 영업을 통해 시황에 흔들리지 않고 안정적인 이익구조를 확보하고 있으며, 2)2016년과 2017년 추가 전용선 도입에 따른 외형 성장이 예상된다. 3)2018년 만기가 예상되는 한국전력 전용선 추가 입찰을 통한 성장 모멘텀이 지속될 전망이다.

영업이익 2015년 1,090억원, 2016년 1,119억원 전망

대한해운 영업이익은 안정적인 장기 운송계약을 통해 계단식 성장이 예상된다. 2015년 영업이익은 전년대비 10.3% 증가한 1,090억원이 전망되고, 2016년은 GS동해전력 1척, POSCO 자회사 SNNC 2척 등이 추가되면서 1,119억원으로 증가할 전망이다. 2017년 가스공사 LNG선이 2척 추가되는 등 안정적인 수익구조를 확보한 전용선 중심의 이익 성장이 지속될 전망이다. 최근 벌크 시황 부진으로 대형 벌크선사들의 재무리스크가 확대되고 있어 상대적으로 안정적인 재무구조를 확보한 동사의 신규 수주 가능성이 높아지고 있다.

전용선 중심 성장세 지속

지난 2015년 10월 GS동해전력과 총 714억(2016년 하반기 연간 48억원) 규모의 장기계약을 체결했다. 법정관리 탈피 이후 시황에 오픈되어 있는 영업보다는 탄탄한 재무구조를 바탕으로 전용선 비중을 늘리고 있어 긍정적이다. 2018년 한국전력 발전자회사 전용선 계약이 끝나면서 2016년 상반기 입찰 공고가 발표될 예정이고 동사의 신규 수주 가능성이 높아 전용선 중심의 성장은 당분간 지속될 전망이다.

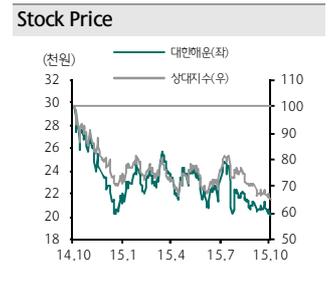
Top Picks

BUY

TP(12M): 32,000원 | CP(11월 3일): 20,200원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,048.40
52주 최고/최저(원)	29,750/20,150
시가총액(십억원)	493.4
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	24,426.5
60일 평균거래량(천주)	89.4
60일 평균거래대금(십억원)	1.9
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인 지분율(%)	0.00
주요주주 지분율(%)	
티케이케미칼 외 6 인	50.15
국민연금	7.11
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(4.3) (12.9) (32.1)
상대	(7.9) (9.6) (35.3)

Consensus Data		
	2015	2016
매출액(십억원)	573.8	637.4
영업이익(십억원)	104.8	106.7
순이익(십억원)	55.7	72.8
EPS(원)	2,281	2,980
BPS(원)	22,879	25,859



Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	535.5	565.3	546.9	586.3	686.2
영업이익	십억원	101.4	98.8	109.0	111.9	125.2
세전이익	십억원	383.8	52.8	59.4	72.6	88.4
순이익	십억원	383.8	70.5	59.4	72.6	88.4
EPS	원	32,453	2,906	2,431	2,972	3,621
증감률	%	(115.7)	(91.0)	(16.3)	22.3	21.8
PER	배	0.79	8.05	8.31	6.80	5.58
PBR	배	1.53	1.16	0.88	0.78	0.68
EV/EBITDA	배	6.66	6.67	6.18	5.93	5.26
ROE	%	330.03	15.73	11.25	12.12	13.01
BPS	원	16,846	20,170	23,046	26,018	29,639
DPS	원	0	0	0	0	0



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

RA 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

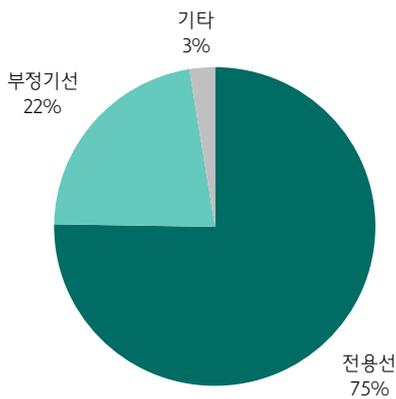
표 1. 대한해운 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	5,956	5,355	5,653	5,469	5,863	6,862
벌크선	4,107	3,573	3,738	3,771	4,110	4,192
LNG선	1,695	1,648	1,690	1,537	1,551	2,477
기타	154	135	225	161	202	192
영업이익	(1,096)	1,014	988	1,090	1,119	1,252
벌크선	(1,388)	878	827	877	907	925
LNG선	456	294	249	251	260	362
기타	(164)	(157)	(102)	(38)	(48)	(34)
세전이익	(2,504)	3,838	528	594	726	884
순이익	(2,504)	3,838	705	591	722	884
영업이익률(%)	(18.4)	18.9	17.5	19.9	19.1	18.2
세전이익률(%)	(42.0)	71.7	9.3	10.9	12.4	12.9
순이익률(%)	(42.0)	71.7	12.5	10.8	12.3	12.9

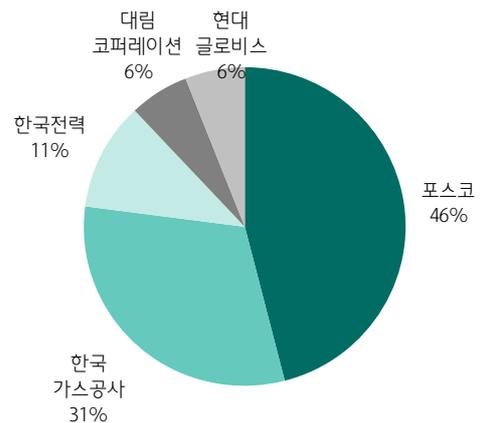
자료: 대한해운, 하나금융투자

그림 3. 대한해운 매출구성(2015년 상반기 기준)



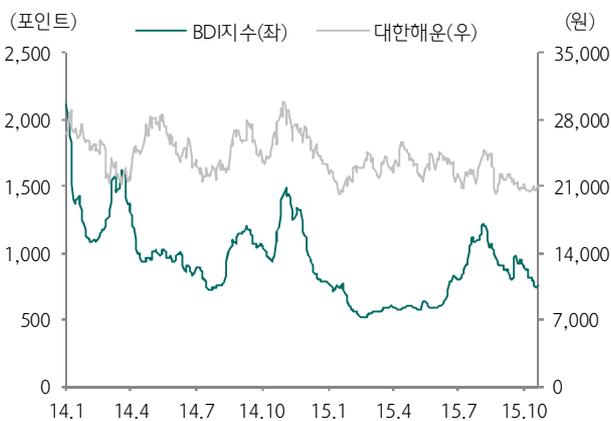
자료: 대한해운, 하나금융투자

그림 4. 전용선부문 매출구성(2015년 상반기 기준)



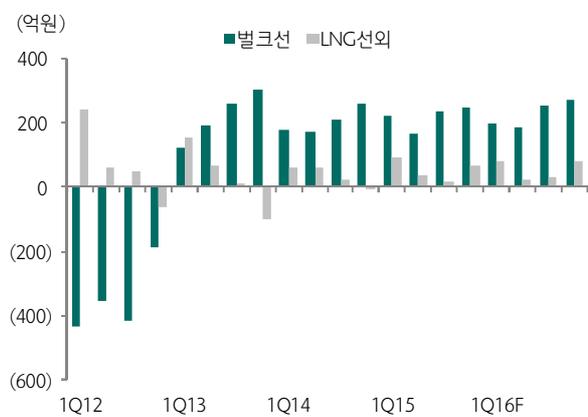
자료: 대한해운, 하나금융투자

그림 3. 벌크운임과 대한해운 주가 추이



자료: 하나금융투자

그림 4. 대한해운 부문별 영업이익 추이



자료: 대한해운, 하나금융투자

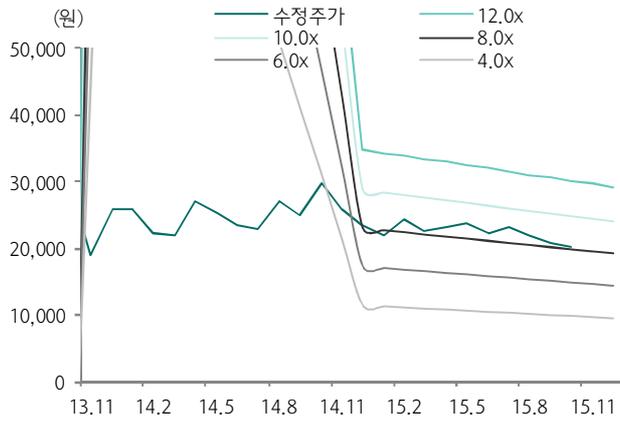
표 2. 대한해운 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	2014				2015F				증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	QoQ	YoY
매출액	1,290	1,442	1,408	1,512	1,379	1,274	1,344	1,472	5.5	(4.5)
벌크선	871	932	942	993	901	942	939	989	(0.4)	(0.4)
LNG선	387	479	401	423	466	274	361	436	31.7	(10.0)
기타	32	31	65	96	12	58	45	46	(22.7)	(31.5)
영업이익	245	239	238	253	318	204	254	313	24.3	5.0
세전이익	138	230	128	16	146	63	161	222	156.9	25.1
순이익	138	407	128	16	146	63	161	222	156.9	25.1
영업이익률(%)	1.9	1.7	1.7	1.7	2.3	1.6	1.9	2.1	-	-
세전이익률(%)	10.7	16.0	9.1	1.1	10.6	4.9	12.0	15.1	-	-
순이익률(%)	10.7	28.2	9.1	1.1	10.6	4.9	12.0	15.1	-	-

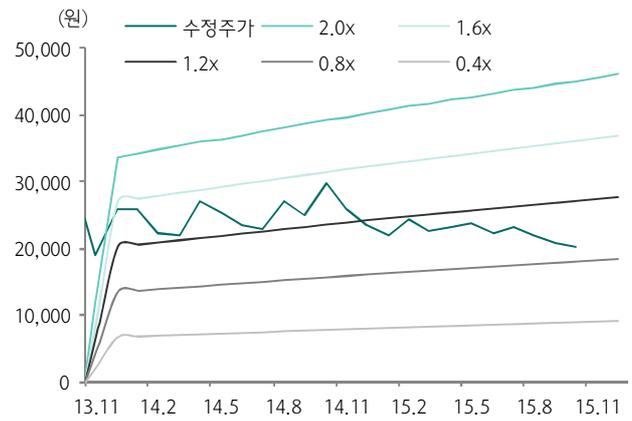
자료: 대한해운, 하나금융투자

그림 5. 대한해운 PER 추이



자료: 하나금융투자

그림 6. 대한해운 PBR 추이



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	535.5	565.3	546.9	586.3	686.2
매출원가	413.2	460.5	425.0	460.6	544.2
매출총이익	122.3	104.8	121.9	125.7	142.0
판매비	20.9	6.0	12.9	13.8	16.8
영업이익	101.4	98.8	109.0	111.9	125.2
금융손익	(131.0)	(49.1)	(34.6)	(32.3)	(30.6)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	413.4	3.0	(15.0)	(7.0)	(6.2)
세전이익	383.8	52.8	59.4	72.6	88.4
법인세	0.0	(17.7)	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	383.8	70.5	59.4	72.6	88.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	383.8	70.5	59.4	72.6	88.4
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	383.8	70.5	59.4	72.6	88.4
지배주주표의이익	360.5	88.4	70.2	72.6	88.4
NOPAT	101.4	132.0	109.0	111.9	125.2
EBITDA	194.0	184.7	188.8	191.8	207.6
성장성(%)					
매출액증가율	(10.1)	5.6	(3.3)	7.2	17.0
NOPAT증가율	(192.5)	30.2	(17.4)	2.7	11.9
EBITDA증가율	(769.0)	(4.8)	2.2	1.6	8.2
(조정)영업이익증가율	(192.5)	(2.6)	10.3	2.7	11.9
(지분법제외)순이익증가율	(253.3)	(81.6)	(15.7)	22.2	21.8
(지분법제외)EPS증가율	(115.7)	(91.0)	(16.3)	22.3	21.8
수익성(%)					
매출총이익률	22.8	18.5	22.3	21.4	20.7
EBITDA이익률	36.2	32.7	34.5	32.7	30.3
(조정)영업이익률	18.9	17.5	19.9	19.1	18.2
계속사업이익률	71.7	12.5	10.9	12.4	12.9

투자지표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	32,453	2,906	2,431	2,972	3,621
BPS	16,846	20,170	23,046	26,018	29,639
CFPS	17,701	6,491	7,226	7,583	8,265
EBITDAPS	16,407	7,616	7,731	7,854	8,504
SPS	45,282	23,313	22,397	24,012	28,102
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.8	8.1	8.3	6.8	5.6
PBR	1.5	1.2	0.9	0.8	0.7
PCFR	1.5	3.6	2.8	2.7	2.4
EV/EBITDA	6.7	6.7	6.2	5.9	5.3
PSR	0.6	1.0	0.9	0.8	0.7
재무비율(%)					
ROE	330.0	15.7	11.3	12.1	13.0
ROA	29.1	5.6	4.5	5.2	6.0
ROIC	9.1	11.8	9.1	8.9	9.6
부채비율	202.8	161.3	143.6	125.0	109.3
순부채비율	167.2	134.1	119.7	101.2	82.7
이자보상배율(배)	0.8	1.8	3.0	3.2	3.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	194.0	156.4	156.4	173.8	219.3
금융자산	77.4	43.1	46.5	56.9	81.5
현금성자산	73.0	39.9	43.3	53.5	77.5
매출채권 등	71.8	61.7	60.1	63.9	75.3
재고자산	26.1	28.3	27.5	29.2	34.5
기타유동자산	18.7	23.3	22.3	23.8	28.0
비유동자산	1,027.9	1,130.5	1,214.5	1,255.3	1,295.0
투자자산	4.8	11.4	11.1	11.8	13.9
금융자산	3.9	2.8	2.7	2.9	3.4
유형자산	1,008.5	1,087.7	1,167.0	1,208.1	1,246.2
무형자산	5.3	3.9	1.9	0.8	0.4
기타비유동자산	9.3	27.5	34.5	34.6	34.5
자산총계	1,221.9	1,286.9	1,370.9	1,429.1	1,514.3
유동부채	329.7	257.1	169.5	173.1	183.8
금융부채	278.9	199.2	113.2	113.2	113.2
매입채무 등	43.1	47.9	46.6	49.6	58.4
기타유동부채	7.7	10.0	9.7	10.3	12.2
비유동부채	488.6	537.4	638.7	620.8	606.9
금융부채	473.4	504.3	606.6	586.6	566.6
기타비유동부채	15.2	33.1	32.1	34.2	40.3
부채총계	818.4	794.4	808.2	793.8	790.6
지배주주지분	403.5	492.5	562.7	635.3	723.7
자본금	119.8	122.1	122.1	122.1	122.1
자본잉여금	953.8	36.9	36.9	36.9	36.9
자본조정	(62.5)	6.4	6.4	6.4	6.4
기타포괄이익누계	239.2	257.1	268.0	268.0	268.0
이익잉여금	(846.7)	70.0	129.3	201.9	290.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	403.5	492.5	562.7	635.3	723.7
순금융부채	674.9	660.4	673.3	642.9	598.3

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	210.5	173.6	176.9	183.8	197.7
당기순이익	383.8	70.5	59.4	72.6	88.4
조정	(174.5)	86.9	117.0	112.6	113.4
감가상각비	92.6	85.8	79.8	79.9	82.4
외환거래손익	(9.5)	(3.6)	0.1	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(257.6)	4.7	37.1	32.7	31.0
자산/부채의 변동	1.2	16.2	0.5	(1.4)	(4.1)
투자활동현금흐름	(2.6)	(108.1)	(135.8)	(118.5)	(119.6)
투자자산감소(증가)	13.6	(6.6)	0.3	(0.7)	(2.1)
유형자산감소(증가)	(3.8)	(109.9)	(138.3)	(120.0)	(120.0)
기타투자활동	(12.4)	8.4	2.2	2.2	2.5
재무활동현금흐름	(177.3)	(89.1)	(37.7)	(55.1)	(54.1)
금융부채증가(감소)	(629.7)	(48.8)	16.2	(20.0)	(20.0)
자본증가(감소)	283.3	(914.6)	(0.0)	0.0	0.0
기타재무활동	169.1	874.3	(53.9)	(35.1)	(34.1)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(10.4)	(33.2)	3.4	10.2	24.0
Unlevered CFO	209.3	157.4	176.4	185.2	201.8
Free Cash Flow	206.7	63.7	16.4	63.8	77.7

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	82.2	15.5	17.9	1,828.6	430.7
Emerging Market	18.4	14.3	14.9	31.5	28.3
World	16.4	14.9	15.2	17.3	9.7

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	10.7	10.0	10.1	16.5	7.3
Emerging Market	12.0	10.9	11.1	-0.6	10.6
World	16.0	14.7	14.9	0.6	8.8

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

2015년 11월 4일

대한항공(003490)

장거리 노선 중심의 성장 지속

목표주가 40,000원, 투자 의견 매수로 신규 커버리지 개시

대한항공 목표주가 40,000원, 투자 의견 매수로 신규 커버리지를 개시한다. 국내 대표국적항공사로 유럽과 미주 등 장거리 여객 노선 매출비중이 높고 글로벌 대표 항공화물 업체로 최근 유가 하락에 따른 이익 개선이 기대된다. 2016년 예상실적 기준 PER 7.8배, PBR 0.9배이며, 목표주가는 2016년 예상실적 기준 PRB 1.2배를 적용했다.

투자포인트는 1)여객은 장거리(구주, 미주) 노선 비중이 50%로 최근 단거리 경쟁 심화에도 상대적인 마진 확보가 유리하며, 2)2016년에도 저유가로 연료비 절감은 지속될 전망이다. 3)중국과 한국 등 아시아 중심의 여객 수요는 두 자리 성장을 기록하고 있어 수요 증가에 따른 외형 성장이 기대된다.

영업이익은 2015년 5,997억원, 2016년 5,562억원 전망

영업이익은 2015년 이후 유가가 하락하면서 큰 폭으로 증가하고 있다. 2015년 메르스 영향으로 3개월 여객 수익성이 급감했음에도 불구하고 5,997억원의 영업이익 달성이 가능할 전망이다. 2016년은 단거리 경쟁 심화와 화물 약세로 전년 대비 소폭 감소한 5,562억원이 예상된다. 유가 하락은 이어지겠지만, 화물 수요 둔화 우려감을 반영했기 때문이다.

단거리 노선 여객 수요는 두 자리 성장을 이어지고 있지만, 저비용 항공사들의 공격적인 항공기 도입으로 대형항공사의 수익성 회복이 지연되고 있다. 동사는 장거리 노선 비중이 50%를 유지하고 있어 경쟁사 대비 마진 확보가 유리할 전망이다.

재무구조 개선을 위한 노력이 필요

2014년 말 부채비율은 966.1%였다. 2015년 영업이익은 큰 폭으로 개선되었지만, 원/달러 환율이 상승하면서 외화환산 손실이 급증해 세전적자가 불가피할 전망이다. 80억달러 수준의 항공기 관련 외화부채를 보유하고 있어 원/달러 환율 변화에 따른 환산손실 규모가 크다. 2015년 상반기 유상증자를 했지만, 여전히 낮은 자본금 규모를 감안하면 빠른 재무구조 개선 가능성은 낮다. 결국, 금융리스 항공기 비중 축소와 유후자산 매각을 통한 적극적인 차입금 상환이 필요하다.

관심종목

BUY(신규)

| TP(12M): 40,000원(신규) | CP(11월 3일): 31,050원

Key Data		Consensus Data	
		2015	2016
KOSPI 지수 (pt)	2,048.40		
52주 최고/최저(원)	53,100/30,550	매출액(십억원)	11,632.8 12,131.5
시가총액(십억원)	2,261.7	영업이익(십억원)	612.0 745.2
시가총액비중(%)	0.19	순이익(십억원)	(316.7) 282.3
발행주식수(천주)	72,839.7	EPS(원)	(4,496) 3,764
60일 평균거래량(천주)	461.3	BPS(원)	28,503 32,199
60일 평균거래대금(십억원)	15.1		
15년 배당금(예상, 원)	0		
15년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인 지분율(%)	16.64		
주요주주 지분율(%)			
한진칼 외 9인	35.60		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(4.6) (32.2) (12.4)		
상대	(8.3) (29.6) (16.5)		



Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	11,848.7	11,909.7	11,551.8	12,176.2	12,876.4
영업이익	십억원	(19.6)	395.0	599.7	556.2	591.2
세전이익	십억원	(470.1)	(283.7)	(394.9)	388.0	301.8
순이익	십억원	(225.0)	(480.3)	(448.9)	293.5	228.3
EPS	원	(3,136)	(7,625)	(6,308)	3,969	3,087
증감률	%	(198.3)	143.1	(17.3)	(162.9)	(22.2)
PER	배	N/A	N/A	N/A	7.82	10.06
PBR	배	0.71	1.36	1.00	0.89	0.82
EV/EBITDA	배	9.64	9.24	7.17	7.58	7.31
ROE	%	(8.54)	(20.27)	(20.51)	12.06	8.47
BPS	원	42,025	33,197	30,927	34,895	37,983
DPS	원	0	0	0	0	0



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

RA 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

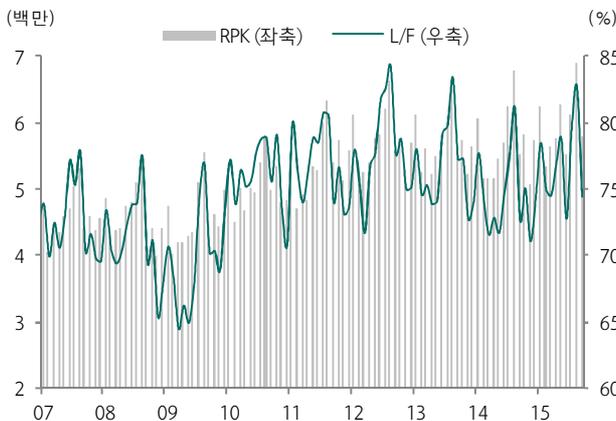
표 1. 대한항공 연간 실적 추이

(담당: 십억원, %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
매출액	9,068	10,484	9,660	11,821	12,246	12,342	11,849	11,910	11,552	12,176
영업이익	727	(44)	175	1,170	453	229	(20)	395	600	556
법인세전이익	138	(2,424)	(135)	690	(261)	419	(496)	(653)	(487)	388
순이익	13	(1,943)	(99)	462	(219)	246	(225)	(480)	(449)	294
영업이익률	8.0	(0.4)	1.8	9.9	3.7	1.9	(0.2)	3.3	5.2	4.6
법인세전이익률	1.5	(23.1)	(1.4)	5.8	(2.1)	3.4	(4.2)	(5.5)	(4.2)	3.2
순이익률	0.1	(18.5)	(1.0)	3.9	(1.8)	2.0	(1.9)	(4.0)	(3.9)	2.4
RPK	55,354	55,054	55,127	60,530	64,843	68,818	68,360	67,948	71,697	75,363
FTK	9,678	9,006	8,427	9,669	9,114	8,279	7,814	8,259	8,350	8,509
항공유가	91	129	72	93	128	132	128	121	83	89

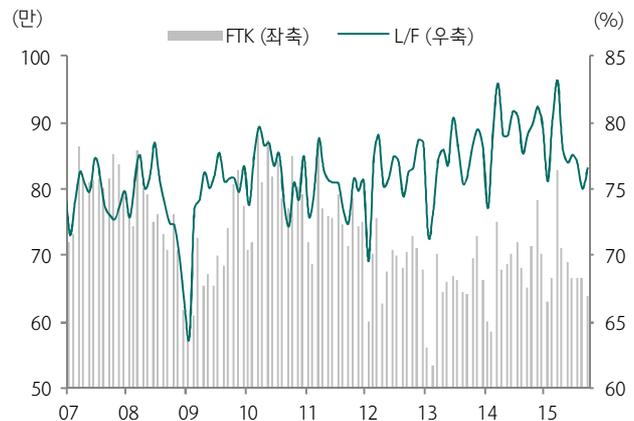
자료: 대한항공, 하나금융투자

그림 1. 대한항공 여객 수요와 탑승률 추이



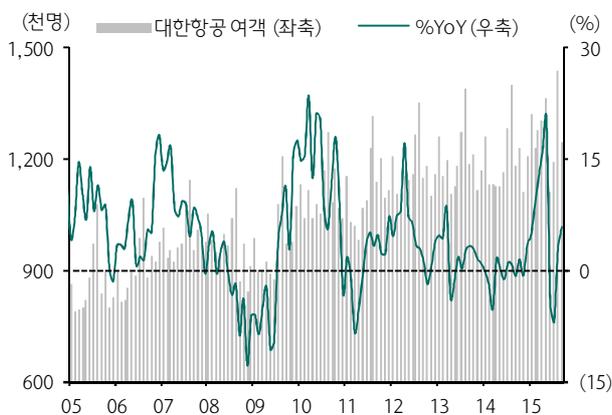
자료: 대한항공, 하나금융투자

그림 2. 대한항공 화물 수요와 탑재율 추이



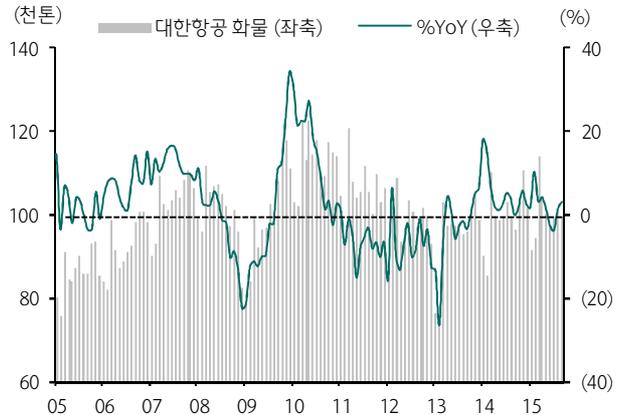
자료: 대한항공, 하나금융투자

그림 3. 대한항공 여객 추이 (9월 YoY +5.8%)



자료: 인천공항, 하나금융투자

그림 4. 대한항공 화물 추이 (9월 YoY +3.2%)



자료: 인천공항, 하나금융투자

표 2. 대한항공 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2014				2015F				3Q15 증감율	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	QoQ	YoY
매출액	2,897	2,897	3,165	2,950	2,871	2,786	3,000	2,894	7.7	(5.2)
여객	1,706	1,703	1,965	1,720	1,605	1,610	1,835	1,642	13.9	(6.6)
화물	685	690	686	697	718	624	550	665	(11.8)	(19.8)
기타	253	253	251	245	245	260	298	281	14.7	18.4
영업이익	21	(20)	241	153	190	(3)	270	143	(10,502.1)	12.1
연료비	1,033	1,026	1,049	924	789	767	723	777	(5.7)	(31.0)
기타비용	1,809	1,834	1,839	1,810	1,897	1,913	1,900	1,860	(0.7)	3.3
법인세차감전이익	(269)	463	(510)	(338)	(118)	(172)	(375)	178	118.4	(26.4)
순이익	(156)	362	(392)	(272)	(133)	(169)	(285)	135	68.4	(27.3)
영업이익률(%)	0.7	(0.7)	7.6	5.2	6.6	(0.1)	9.0	4.9	-	-
세전이익률(%)	(9.3)	16.0	(16.1)	(11.4)	(4.1)	(6.2)	(12.5)	6.1	-	-
순이익률(%)	(5.4)	12.5	(12.4)	(9.2)	(4.6)	(6.1)	(9.5)	4.7	-	-
여객RPK	16,376	16,344	18,566	16,662	17,223	17,599	19,392	17,484	10.2	4.4
화물FTK	1,938	2,067	2,054	2,200	2,129	2,071	1,972	2,178	(4.8)	(4.0)
환율 (원/달러)	1,069	1,029	1,026	1,087	1,100	1,097	1,170	1,170	6.7	14.0
항공유가 (달러/배럴)	124	118	116	84	75	83	75	80	(9.5)	(35.4)

자료: 대한항공, 하나금융투자

그림 5. 항공유가와 대한항공 주가 추이



자료: 하나금융투자

그림 6. 대한항공 PBR 추이



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	11,848.7	11,909.7	11,551.8	12,176.2	12,876.4
매출원가	10,753.6	10,389.5	9,841.9	10,403.1	10,973.6
매출총이익	1,095.1	1,520.2	1,709.9	1,773.1	1,902.8
판매비	1,114.6	1,125.2	1,110.2	1,216.9	1,311.5
영업이익	(19.6)	395.0	599.7	556.2	591.2
금융손익	(420.9)	(423.6)	(333.6)	(305.9)	(309.1)
중속/관계기업손익	(45.2)	7.1	89.5	60.0	60.0
기타영업외손익	15.5	(262.3)	(750.5)	77.6	(40.2)
세전이익	(470.1)	(283.7)	(394.9)	388.0	301.8
법인세	(112.9)	(106.6)	(104.9)	93.1	72.4
계속사업이익	(357.2)	(177.1)	(290.0)	294.9	229.4
중단사업이익	(26.3)	(280.8)	(162.1)	0.0	0.0
당기순이익	(383.6)	(457.8)	(452.1)	294.9	229.4
포괄이익	(158.6)	22.4	(3.2)	1.4	1.1
(지분법제외)순이익	(225.0)	(480.3)	(448.9)	293.5	228.3
지배주주포괄이익	155.8	(538.6)	(341.4)	295.4	229.8
NOPAT	(14.9)	246.5	440.5	422.7	449.3
EBITDA	1,643.2	1,988.1	2,200.6	2,088.0	2,176.3
성장성(%)					
매출액증가율	(4.0)	0.5	(3.0)	5.4	5.8
NOPAT증가율	(112.3)	(1,754.4)	78.7	(4.0)	6.3
EBITDA증가율	(5.8)	21.0	10.7	(5.1)	4.2
(조정)영업이익증가율	(108.6)	(2,115.3)	51.8	(7.3)	6.3
(지분법제외)순이익증가율	(191.3)	113.5	(6.5)	(165.4)	(22.2)
(지분법제외)EPS증가율	(198.3)	143.1	(17.3)	(162.9)	(22.2)
수익성(%)					
매출총이익률	9.2	12.8	14.8	14.6	14.8
EBITDA이익률	13.9	16.7	19.0	17.1	16.9
(조정)영업이익률	(0.2)	3.3	5.2	4.6	4.6
계속사업이익률	(3.0)	(1.5)	(2.5)	2.4	1.8

투자지표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	(3,136)	(7,625)	(6,308)	3,969	3,087
BPS	42,025	33,197	30,927	34,895	37,983
CFPS	25,523	33,876	25,522	30,096	29,697
EBITDAPS	22,904	31,564	30,923	28,235	29,429
SPS	165,148	189,087	162,333	164,653	174,121
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	7.8	10.1
PBR	0.7	1.4	1.0	0.9	0.8
PCFR	1.2	1.3	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA	9.6	9.2	7.2	7.6	7.3
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	(8.5)	(20.3)	(20.5)	12.1	8.5
ROA	(1.0)	(2.1)	(2.0)	1.3	1.0
ROIC	(0.1)	1.5	2.7	2.5	2.6
부채비율	736.4	966.1	827.9	748.5	700.8
순부채비율	507.2	701.8	558.0	499.8	463.3
이자보상배율(배)	(0.0)	0.9	1.6	1.5	1.6

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	10.7	10.0	10.1	16.5	7.3
Emerging Market	12.0	10.9	11.1	-0.6	10.6
World	16.0	14.7	14.9	0.6	8.8

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	3,139.8	4,948.0	3,633.5	3,686.0	3,742.7
금융자산	1,455.0	1,088.7	1,835.9	1,782.1	1,724.9
현금성자산	1,126.8	796.6	1,549.3	1,478.6	1,403.2
매출채권 등	907.4	922.5	905.0	958.7	1,016.1
재고자산	464.3	430.2	422.0	447.0	473.8
기타유동자산	313.1	2,506.6	470.6	498.2	527.9
비유동자산	19,780.6	18,517.7	18,614.6	19,140.9	19,617.9
투자자산	2,877.7	997.6	978.7	1,036.7	1,098.8
금융자산	470.2	530.0	520.0	550.8	583.8
유형자산	15,503.9	15,778.1	15,846.2	16,358.4	16,810.5
무형자산	349.2	331.2	285.9	241.9	204.7
기타비유동자산	1,049.8	1,410.8	1,503.8	1,503.9	1,503.9
자산총계	22,920.4	23,465.7	22,248.1	22,826.8	23,360.6
유동부채	7,758.8	7,441.9	6,582.4	6,703.4	6,833.1
금융부채	5,797.7	5,557.8	4,737.8	4,749.7	4,762.5
매입채무 등	1,057.4	931.7	914.1	968.2	1,026.3
기타유동부채	903.7	952.4	930.5	985.5	1,044.3
비유동부채	12,421.4	13,822.7	13,268.1	13,433.3	13,610.5
금융부채	9,554.6	10,979.0	10,478.2	10,478.2	10,478.2
기타비유동부채	2,866.8	2,843.7	2,789.9	2,955.1	3,132.3
부채총계	20,180.2	21,264.6	19,850.4	20,136.7	20,443.5
지배주주지분	2,647.0	2,091.0	2,287.0	2,580.5	2,808.8
자본금	298.9	298.9	369.8	369.8	369.8
자본잉여금	174.9	174.9	602.9	602.9	602.9
자본조정	(122.2)	(122.3)	(125.5)	(125.5)	(125.5)
기타포괄이익누계	328.2	194.9	390.3	390.3	390.3
이익잉여금	1,967.2	1,544.6	1,049.6	1,343.1	1,571.4
비지배주주지분	93.2	110.2	110.7	109.6	108.2
자본총계	2,740.2	2,201.2	2,397.7	2,690.1	2,917.0
순금융부채	13,897.3	15,448.1	13,380.0	13,445.8	13,515.8

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	1,949.3	1,863.6	1,659.4	2,365.9	2,366.0
당기순이익	(383.6)	(457.8)	(452.1)	294.9	229.4
조정	2,327.6	2,667.1	2,361.7	1,902.9	1,956.5
감가상각비	1,662.8	1,593.0	1,600.9	1,531.8	1,585.1
외환거래손익	(367.7)	233.6	172.7	0.0	0.0
지분법손익	(29.3)	(130.2)	(57.4)	0.0	0.0
기타	1,061.8	970.7	645.5	371.1	371.4
자산/부채의 변동	5.3	(345.7)	(250.2)	168.1	180.1
투자활동현금흐름	(1,354.8)	(1,064.9)	1,135.5	(2,077.4)	(2,082.8)
투자자산감소(증가)	(99.8)	1,887.3	78.4	(58.0)	(62.1)
유형자산감소(증가)	(1,095.6)	(738.6)	(986.5)	(2,000.0)	(2,000.0)
기타투자활동	(159.4)	(2,213.6)	2,043.6	(19.4)	(20.7)
재무활동현금흐름	(927.5)	(1,137.9)	(2,048.7)	(359.3)	(358.6)
금융부채증가(감소)	109.8	1,184.5	(1,320.8)	11.9	12.8
자본증가(감소)	(82.3)	0.0	498.8	0.0	0.0
기타재무활동	(943.9)	(2,308.3)	(1,219.4)	(371.2)	(371.4)
배당지급	(11.1)	(14.1)	(7.3)	0.0	0.0
현금의 증감	(338.7)	(330.2)	752.7	(70.8)	(75.4)
Unlevered CFO	1,831.1	2,133.7	1,816.2	2,225.6	2,196.1
Free Cash Flow	707.0	742.9	569.6	365.9	366.0

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	82.2	15.5	17.9	1,828.6	430.7
Emerging Market	18.4	14.3	14.9	31.5	28.3
World	16.4	14.9	15.2	17.3	9.7

2015년 11월 4일

아시아나항공(020560)

단거리 중심의 경쟁 심화 부담

투자 의견 중립, 목표주가 6,000원으로 하향

아시아나항공 목표주가를 6,000원, 투자 의견 중립으로 하향한다. 2016년 영업이익은 유가 하락으로 전년대비 30.4% 증가한 1,590억원이 예상되지만, 단거리 노선을 중심으로 경쟁 심화로 이익 개선이 더디게 진행되고 있다. 신규 저가항공사(에어서울) 출범을 통해 단거리 노선 비중 조절을 준비하고 있다. 하지만, 에어서울의 본격적인 영업 시점이 2016년 하반기 이후로 예상되고 있어 단기간 수익성 개선은 어려울 전망이다. 목표주가는 2016년 예상실적 기준 PBR 1.2배를 적용했다.

투자포인트 1)에어서울을 통해 단거리 노선 수익성 회복을 위한 노력이 진행 중이며, 2)A380 대형기 도입으로 장거리 노선 경쟁력 강화가 예상된다. 3)저유가가 지속되면서 이익은 개선되지만, 여전히 부채비율이 높아 재무건전성 회복이 필요하다.

영업이익 2015년 1,219억원, 2016년 1,590억원 전망

영업이익은 2015년 1,219억원에서 2016년 1,590억원으로 30.4% 증가할 전망이다. 이익 증가는 지난해부터 도입하고 있는 A380 대형기 도입에 따른 장거리 노선 경쟁력 확보 때문이다. 장거리 노선은 상대적으로 연료 소모량이 많아 저유가 효과가 극대화 될 수 있다. 다만, 단거리 노선을 중심으로 저비용항공사와 경쟁강도가 심해지고 있어 주력 노선 마진 하락은 불가피할 전망이다. 결국, 단거리 노선 수익성 방어가 2016년 가장 중요한 요소이다.

모기업 M&A 이슈 마무리

금호산업 M&A가 박삼구 회장의 복귀로 마무리되고 있다. 과거 아시아나항공 주가는 금호산업 M&A 관련 루머로 급등락을 보였지만, 향후 급등락 가능성은 낮아졌다. 모기업 불확실성이 해소되면서 장기적인 관점에서의 투자와 전략이 가능해질 전망이다. 다만, 높은 부채비율 해소를 위한 그룹 지원을 기대하기 어려운 만큼 재무리스크 관리가 중요할 전망이다. 최근 단거리 노선을 중심으로 경쟁이 심화되고 있어 빠른 노선 구조조정과 장거리 중심의 재편이 필요할 전망이다.

관심종목

Neutral(하향)

TP(12M): 6,000원(하향) | CP(11월 3일): 4,870원

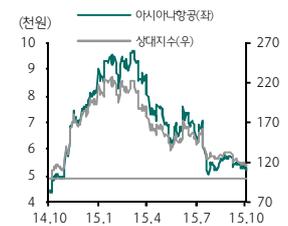
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,048.40
52주 최고/최저(원)	9,290/3,955
시가총액(십억원)	950.1
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	195,101.4
60일 평균거래량(천주)	1,789.2
60일 평균거래대금(십억원)	9.4
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인 지분율(%)	5.23
주요주주 지분율(%)	
금호산업 외 4인	42.70
한국산업은행	6.25
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(8.1) (36.6) 21.8
상대	(11.6) (34.2) 16.1

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	5,646.3	5,968.3
영업이익(십억원)	142.8	226.6
순이익(십억원)	(10.9)	99.6
EPS(원)	(83)	480
BPS(원)	5,074	5,569

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	5,723.5	5,836.2	5,645.4	6,061.5	6,466.1
영업이익	십억원	(11.2)	98.1	121.9	159.0	199.5
세전이익	십억원	(140.6)	41.1	(37.5)	39.8	91.2
순이익	십억원	(115.7)	62.2	(40.4)	31.0	71.0
EPS	원	(593)	319	(207)	159	364
증감률	%	(287.1)	(153.8)	(164.9)	(176.8)	128.9
PER	배	N/A	22.37	N/A	30.70	13.38
PBR	배	1.07	1.38	0.98	0.95	0.89
EV/EBITDA	배	14.03	11.14	10.24	9.56	8.77
ROE	%	(12.17)	6.53	(4.09)	3.15	6.86
BPS	원	4,613	5,156	4,964	5,123	5,487
DPS	원	0	0	0	0	0



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

RA 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	5,723.5	5,836.2	5,645.4	6,061.5	6,466.1
매출원가	5,159.6	5,186.8	4,945.9	5,328.7	5,691.1
매출총이익	563.9	649.4	699.5	732.8	775.0
판매비	575.1	551.4	577.7	573.7	575.5
영업이익	(11.2)	98.1	121.9	159.0	199.5
금융손익	(126.6)	(134.9)	(155.3)	(156.4)	(151.5)
중속/관계기업손익	18.7	25.6	67.1	37.2	43.3
기타영업외손익	(21.4)	52.3	(71.2)	0.0	0.0
세전이익	(140.6)	41.1	(37.5)	39.8	91.2
법인세	(25.9)	(22.2)	1.1	9.5	21.9
계속사업이익	(114.7)	63.3	(38.6)	30.2	69.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(114.7)	63.3	(38.6)	30.2	69.3
포괄이익	1.0	1.1	1.8	(0.7)	(1.7)
(지분법제외)순이익	(115.7)	62.2	(40.4)	31.0	71.0
지배주주포괄이익	(100.6)	105.9	(37.3)	30.7	70.5
NOPAT	(9.2)	151.0	125.4	120.9	151.6
EBITDA	286.3	458.4	548.3	573.4	614.9
성장성(%)					
매출액증가율	(2.8)	2.0	(3.3)	7.4	6.7
NOPAT 증가율	(107.1)	(1,741.3)	(17.0)	(3.6)	25.4
EBITDA 증가율	(38.3)	60.1	19.6	4.6	7.2
(조정)영업이익증가율	(106.2)	(975.9)	24.3	30.4	25.5
(지분법제외)순이익증가율	(288.4)	(153.8)	(165.0)	(176.7)	129.0
(지분법제외)EPS증가율	(287.1)	(153.8)	(164.9)	(176.8)	128.9
수익성(%)					
매출총이익률	9.9	11.1	12.4	12.1	12.0
EBITDA이익률	5.0	7.9	9.7	9.5	9.5
(조정)영업이익률	(0.2)	1.7	2.2	2.6	3.1
계속사업이익률	(2.0)	1.1	(0.7)	0.5	1.1

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	(593)	319	(207)	159	364
BPS	4,613	5,156	4,964	5,123	5,487
CFPS	2,278	2,392	2,797	3,130	3,373
EBITDAPS	1,467	2,350	2,810	2,939	3,151
SPS	29,336	29,914	28,936	31,068	33,142
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	22.4	N/A	30.7	13.4
PBR	1.1	1.4	1.0	1.0	0.9
PCFR	2.2	3.0	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	14.0	11.1	10.2	9.6	8.8
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
재무비율(%)					
ROE	(12.2)	6.5	(4.1)	3.1	6.9
ROA	(1.8)	0.8	(0.5)	0.3	0.8
ROIC	(0.2)	3.1	2.1	1.9	2.4
부채비율	676.3	633.8	796.0	781.2	741.2
순부채비율	337.7	321.9	467.5	440.8	405.4
이자보상배율(배)	(0.1)	0.6	0.7	0.9	1.1

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	10.7	10.0	10.1	16.5	7.3
Emerging Market	12.0	10.9	11.1	-0.6	10.6
World	16.0	14.7	14.9	0.6	8.8

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,466.7	1,328.3	1,110.4	1,192.5	1,226.9
금융자산	726.7	588.2	380.9	416.3	400.0
현금성자산	498.9	262.9	60.0	74.8	36.1
매출채권 등	436.4	436.8	430.8	458.4	488.4
재고자산	178.8	182.8	180.3	191.8	204.4
기타유동자산	124.8	120.5	118.4	126.0	134.1
비유동자산	5,545.3	6,883.3	7,787.9	7,818.0	7,951.1
투자자산	675.2	705.6	695.9	740.5	789.0
금융자산	278.3	322.7	318.3	338.6	360.8
유형자산	3,757.4	5,061.9	5,475.8	5,461.4	5,546.0
무형자산	209.9	209.4	711.2	711.2	711.2
기타비유동자산	902.8	906.4	905.0	904.9	904.9
자산총계	7,012.0	8,211.6	8,898.3	9,010.5	9,178.0
유동부채	2,048.7	2,366.5	2,791.1	2,861.0	2,937.1
금융부채	1,070.2	1,252.4	1,672.8	1,672.8	1,672.8
매입채무 등	704.4	795.9	785.0	835.3	890.0
기타유동부채	274.1	318.2	333.3	352.9	374.3
비유동부채	4,060.0	4,726.0	5,114.1	5,127.0	5,149.9
금융부채	2,707.2	2,937.8	3,350.4	3,250.4	3,150.4
기타비유동부채	1,352.8	1,788.2	1,763.7	1,876.6	1,999.5
부채총계	6,108.7	7,092.5	7,905.2	7,988.0	8,087.0
지배주주지분	899.9	1,005.8	968.5	999.4	1,070.4
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	17.7	76.6	80.7	80.7	80.7
이익잉여금	(65.9)	(18.9)	(60.4)	(29.5)	41.5
비지배주주지분	3.4	113.3	24.6	23.1	20.6
자본총계	903.3	1,119.1	993.1	1,022.5	1,091.0
순금융부채	3,050.7	3,602.0	4,642.3	4,506.9	4,423.2

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	739.0	373.4	221.6	580.7	633.0
당기순이익	(114.7)	63.3	(38.6)	30.2	69.3
조정	446.1	288.1	443.4	414.4	415.4
감가상각비	297.5	360.3	426.5	414.4	415.4
외환거래손익	(113.4)	(3.6)	6.8	0.0	0.0
지분법손익	(17.5)	(158.4)	(57.6)	0.0	0.0
기타	279.5	89.8	67.7	0.0	0.0
자산/부채의 변동	407.6	22.0	(183.2)	136.1	148.3
투자활동현금흐름	(810.8)	(390.5)	(508.8)	(465.9)	(571.7)
투자자산감소(증가)	(195.5)	15.0	9.6	(44.5)	(48.5)
유형자산감소(증가)	(377.5)	(245.0)	(234.5)	(400.0)	(500.0)
기타투자활동	(237.8)	(160.5)	(283.9)	(21.4)	(23.2)
재무활동현금흐름	409.2	(217.9)	84.0	(100.0)	(100.0)
금융부채증가(감소)	465.6	412.8	833.0	(100.0)	(100.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(54.4)	(630.5)	(748.8)	0.0	0.0
배당지급	(2.0)	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0
현금의 증감	336.1	(236.0)	(202.9)	14.9	(38.7)
Unlevered CFO	444.5	466.7	545.8	610.6	658.2
Free Cash Flow	354.1	40.7	(17.9)	180.7	133.0

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	82.2	15.5	17.9	1,828.6	430.7
Emerging Market	18.4	14.3	14.9	31.5	28.3
World	16.4	14.9	15.2	17.3	9.7

2015년 11월 4일

CJ대한통운(000120)

해외 진출로 외형 성장 기대

목표주가 200,000원, 투자의견 중립 유지

CJ대한통운 투자의견 중립을 유지한다. CJ그룹 편입 이후 꾸준한 해외 시장 진출을 위한 노력을 진행했으며, 2015년 하반기 중국의 물류 기업인 Rokin(국민연금 COPA펀드 공동투자 지분 71.4%)을 인수했다. 중국 정부의 승인이 완료되면 2016년 이후 연결 실적으로 반영될 예정이다. CJ그룹의 인프라와 Rokin의 영업력이 접목되면서 본격적인 중국 물류 시장 진출에 따른 시너지가 기대된다. 현재 주가는 2016년 예상실적 기준 PER 35.8배, PBR 1.5배로 Valuation 부담이 존재한다.

투자포인트는 1)국내 택배시장 과점화 진행으로 안정적인 마진 확보가 예상되며, 2)중국 물류 기업 인수를 통해 해외진출 확대로 외형성장이 기대된다. 3)주가는 Valuation 부담은 존재하지만, 이익성장에 따른 하락 리스크는 제한적일 전망이다.

영업이익 2015년 2,022억원, 2016년 2,578억원 전망

2015년 영업이익은 택배사업부 안정화로 전년 대비 21.0% 증가한 2,022억원을 기록할 전망이다. 2016년 영업이익은 해외 법인 성장과 택배 과점화에 따른 마진 개선으로 전년 대비 27.5% 증가한 2,578억원이 전망된다. 자사주를 활용한 해외 M&A 검토는 지속하고 있다. 국내 성장이 한자리 수준으로 하락해도 해외 진출을 통한 외형성장은 당분간 지속될 전망이다.

해외시장 진출 확대로 외형 성장 기대

중국 물류 업체인 Rokin인수로 장기적인 시너지 확대가 예상된다. Rokin의 2014년 매출액은 3,152억원이며, 영업이익은 213억원이다. 최근 중국의 물류 시장이 빠르게 성장하고 있는 점을 감안하면 20% 이상의 높은 성장이 기대된다. 또한, CJ대한통운의 네트워크 솔루션 기술과 Rokin의 중국 내 영업력을 합쳐지면서 높은 외형성장과 수익성 개선이 예상된다. 정체되어 있는 국내 물류 시장에서 벗어나 중국의 물류업체인 Rokin 인수로 장기적으로 글로벌 물류 업체로의 변신이 기대된다.

관심종목

Neutral

| TP(12M): 200,000원 | CP(11월 3일): 195,500원

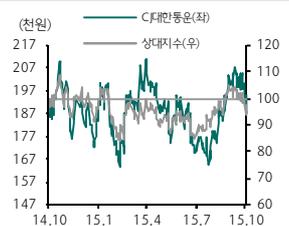
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,048.40		
52주최고/최저(원)	211,000/163,500		
시가총액(십억원)	4,459.8		
시가총액비중(%)	0.37		
발행주식수(천주)	22,812.3		
60일 평균거래량(천주)	45.2		
60일 평균거래대금(십억원)	8.4		
15년 배당금(예상, 원)	0		
15년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인 지분율(%)	9.87		
주요주주 지분율(%)			
CJ제일제당 외 1인	40.16		
국민연금	7.03		
추가상승률	1M	6M	12M
절대	(2.0)	(4.4)	5.4
상대	(5.8)	(0.7)	0.5

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	5,071.4	5,652.7
영업이익(십억원)	212.0	268.2
순이익(십억원)	64.5	135.3
EPS(원)	2,669	5,660
BPS(원)	132,269	140,072

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	3,795.0	4,560.1	5,071.4	5,902.2	6,621.7
영업이익	십억원	64.2	167.1	202.2	257.8	303.3
세전이익	십억원	(45.5)	86.5	90.2	163.6	209.0
순이익	십억원	(55.8)	57.3	51.9	124.3	158.8
EPS	원	(2,445)	2,510	2,275	5,450	6,963
증감률	%	(167.4)	(202.7)	(9.4)	139.6	27.8
PER	배	N/A	78.09	85.93	35.87	28.08
PBR	배	0.83	1.62	1.58	1.51	1.43
EV/EBITDA	배	26.90	20.30	17.93	15.23	13.31
ROE	%	(2.47)	2.57	2.29	5.27	6.35
BPS	원	120,396	121,311	123,827	129,277	136,240
DPS	원	0	0	0	0	0



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

RA 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	3,795.0	4,560.1	5,071.4	5,902.2	6,621.7
매출원가	3,497.5	4,081.5	4,513.7	5,227.7	5,846.2
매출총이익	297.5	478.6	557.7	674.5	775.5
판매비	233.4	311.5	355.4	416.7	472.2
영업이익	64.2	167.1	202.2	257.8	303.3
금융손익	(27.4)	(49.7)	(53.8)	(46.2)	(44.3)
중속/관계기업손익	4.7	1.6	8.6	0.0	0.0
기타영업외손익	(87.0)	(32.5)	(66.8)	(48.0)	(50.0)
세전이익	(45.5)	86.5	90.2	163.6	209.0
법인세	(30.4)	14.1	24.1	39.3	50.2
계속사업이익	(15.1)	72.4	66.1	124.3	158.8
중단사업이익	(45.0)	(13.0)	(12.2)	0.0	0.0
당기순이익	(60.1)	59.5	53.9	124.3	158.8
포괄이익	(4.3)	2.2	2.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	(55.8)	57.3	51.9	124.3	158.8
지배주주표괄이익	(83.0)	30.2	57.4	124.3	158.8
NOPAT	21.3	139.8	148.2	195.9	230.5
EBITDA	143.6	290.6	326.3	387.2	441.4
성장성(%)					
매출액증가율	44.4	20.2	11.2	16.4	12.2
NOPAT증가율	(79.7)	556.3	6.0	32.2	17.7
EBITDA증가율	(37.5)	102.4	12.3	18.7	14.0
(조정)영업이익증가율	(55.1)	160.3	21.0	27.5	17.6
(지분법제외)순이익증가율	(167.4)	(202.7)	(9.4)	139.5	27.8
(지분법제외)EPS증가율	(167.4)	(202.7)	(9.4)	139.6	27.8
수익성(%)					
매출총이익률	7.8	10.5	11.0	11.4	11.7
EBITDA이익률	3.8	6.4	6.4	6.6	6.7
(조정)영업이익률	1.7	3.7	4.0	4.4	4.6
계속사업이익률	(0.4)	1.6	1.3	2.1	2.4

투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	(2,445)	2,510	2,275	5,450	6,963
BPS	120,396	121,311	123,827	129,277	136,240
CFPS	2,157	12,695	12,252	14,867	17,156
EBITDAPS	6,296	12,739	14,306	16,971	19,347
SPS	166,359	199,896	222,308	258,727	290,270
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	78.1	85.9	35.9	28.1
PBR	0.8	1.6	1.6	1.5	1.4
PCFR	46.4	15.4	16.0	13.1	11.4
EV/EBITDA	26.9	20.3	17.9	15.2	13.3
PSR	0.6	1.0	0.9	0.8	0.7
재무비율(%)					
ROE	(2.5)	2.6	2.3	5.3	6.4
ROA	(1.3)	1.3	1.1	2.6	3.1
ROIC	0.7	4.0	4.4	5.8	6.5
부채비율	105.0	99.2	96.5	99.0	99.0
순부채비율	69.1	60.7	57.6	56.4	52.3
이자보상배율(배)	1.1	2.5	5.6	3.5	4.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,329.7	1,264.5	1,327.9	1,546.3	1,786.2
금융자산	125.6	146.4	121.8	132.5	204.0
현금성자산	101.4	115.2	87.4	91.8	158.1
매출채권 등	963.1	965.2	1,061.2	1,257.5	1,416.8
재고자산	14.9	9.7	10.6	12.6	14.2
기타유동자산	226.1	143.2	134.3	143.7	151.2
비유동자산	3,279.0	3,278.3	3,271.1	3,358.6	3,434.2
투자자산	53.8	82.8	91.1	107.9	121.6
금융자산	38.8	31.0	34.0	40.3	45.5
유형자산	1,816.5	1,793.2	1,796.4	1,903.0	1,999.6
무형자산	954.1	937.0	912.4	876.3	841.7
기타비유동자산	454.6	465.3	471.2	471.4	471.3
자산총계	4,608.7	4,542.9	4,599.0	4,904.8	5,220.4
유동부채	957.0	870.0	893.3	995.6	1,078.5
금융부채	368.5	283.2	263.2	266.0	268.2
매입채무 등	481.0	480.6	528.4	626.1	705.5
기타유동부채	107.5	106.2	101.7	103.5	104.8
비유동부채	1,403.5	1,392.2	1,365.4	1,444.6	1,518.3
금융부채	1,310.0	1,248.5	1,207.4	1,257.4	1,307.4
기타비유동부채	93.5	143.7	158.0	187.2	210.9
부채총계	2,360.5	2,262.2	2,258.7	2,440.2	2,596.9
지배주주지분	2,217.8	2,238.9	2,296.2	2,420.6	2,579.4
자본금	114.1	114.1	114.1	114.1	114.1
자본잉여금	2,247.7	2,238.1	2,238.1	2,238.1	2,238.1
자본조정	(531.4)	(531.1)	(531.0)	(531.0)	(531.0)
기타포괄이익누계	(11.7)	(21.6)	(16.1)	(16.1)	(16.1)
이익잉여금	399.2	439.3	491.2	615.6	774.4
비지배주주지분	30.4	41.8	44.1	44.1	44.1
자본총계	2,248.2	2,280.7	2,340.3	2,464.7	2,623.5
순금융부채	1,552.8	1,385.2	1,348.8	1,390.8	1,371.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	(73.8)	259.8	172.5	174.8	232.9
당기순이익	(60.1)	59.5	53.9	124.3	158.8
조정	145.9	171.3	168.1	129.4	138.1
감가상각비	79.5	123.5	124.1	129.4	138.1
외환거래손익	2.5	(3.6)	(0.4)	0.0	0.0
지분법손익	(4.7)	(1.6)	(4.3)	0.0	0.0
기타	68.6	53.0	48.7	0.0	0.0
자산/부채의 변동	(159.6)	29.0	(49.5)	(78.9)	(64.0)
투자활동현금흐름	(127.3)	(67.4)	(137.8)	(223.2)	(218.8)
투자자산감소(증가)	158.9	(25.2)	(8.2)	(16.9)	(13.7)
유형자산감소(증가)	(167.1)	(67.5)	(91.8)	(200.0)	(200.0)
기타투자활동	(119.1)	25.3	(37.8)	(6.3)	(5.1)
재무활동현금흐름	161.4	(179.3)	(63.6)	52.8	52.3
금융부채증가(감소)	817.1	(146.8)	(61.1)	52.8	52.3
자본증가(감소)	50.2	(9.5)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(705.9)	(23.0)	(2.4)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
현금의 증감	(50.3)	13.8	(27.8)	4.4	66.3
Unlevered CFO	49.2	289.6	279.5	339.2	391.4
Free Cash Flow	(317.9)	173.4	79.6	(25.2)	32.9

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	82.2	15.5	17.9	1,828.6	430.7
Emerging Market	18.4	14.3	14.9	31.5	28.3
World	16.4	14.9	15.2	17.3	9.7

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	10.7	10.0	10.1	16.5	7.3
Emerging Market	12.0	10.9	11.1	-0.6	10.6
World	16.0	14.7	14.9	0.6	8.8

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

2015년 11월 4일

한진해운(117930)

업황 회복이 쉽지 않아

투자 의견 Reduce 유지

한진해운 투자 의견 Reduce를 유지한다. 2014년 하반기부터 구조조정 효과로 영업 흑자전환에 성공했지만, 선박금융이 아닌 금융차입금 상환 수준의 이익 구조를 확보하지 못하고 있다. 2015년 저유가로 이익이 큰 폭으로 개선되었지만, 하반기부터 선사들의 경쟁심화로 운임이 빠르게 하락하고 있어 우려감이 가중되고 있다. 결국, 모회사의 지원을 통한 재무보강이 필요한 시점으로 판단된다.

투자포인트는 1) 국내 대표 컨테이너 선사인 CKYHE 얼라이언스를 통해 미주와 구주 등 장거리 노선을 확보하고 있으며, 2) 유가 하락에 따른 비용절감으로 이익이 개선되고 있다. 3) 구조조정을 통해 영업흑자전환에 성공했지만, 차입금 비중이 높아 재무건전성 회복이 필요하다.

영업이익 2015년 3,033억원, 2016년 2,019억원 전망

2015년 영업이익은 전년 대비 269.4% 증가한 3,033억원이 전망된다. 지난해 구조조정 효과와 유가 하락에 따른 비용절감으로 대규모 영업이익 확대가 예상된다. 다만, 최근 업황부진에 따른 운임 하락이 가속화되고 있어 2016년 영업이익은 2,019억원으로 감소가 전망된다. 메이저 컨테이너 선사들은 2016년에도 대형선을 중심으로 인도가 늘어나고 있는 반면, 미국과 유럽의 경기 회복에 따른 물동량 개선폭은 제한적이기 때문에 컨테이너 운임의 빠른 반등을 기대하기는 어려울 전망이다.

정부의 부실기업 구조조정 제시로 재무리스크 재 부각

한진해운이 2년간 신속인수제를 통해 지원받은 금액은 대략 8천원 수준이다. 정부는 최근 부실기업 구조조정을 위해 신규 접수를 올해말까지 받기로 결정했다. 기존 발행 물량에 대해서는 2년간 만기 연장을 해주기로 했다. 기존 발행 물량의 2년간 만기 연장으로 연말 신용 위기 가능성은 낮지만, 2016년 이후 자본보강이 필요할 전망이다. 2016년 컨테이너 업황이 빠르게 회복되기는 어렵기 때문에 모회사의 지원이 필요하다.

관심종목

Reduce

CP(11월 3일): 5,010원

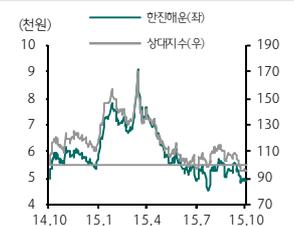
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,048.40
52주최고/최저(원)	9,180/4,600
시가총액(십억원)	1,228.8
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	245,269.9
60일 평균거래량(천주)	809.3
60일 평균거래대금(십억원)	4.3
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인 지분율(%)	8.59
주요주주 지분율(%)	
대한항공 외 3인	33.62
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.4) (33.6) (7.6)
상대	(11.0) (31.1) (11.9)

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	8,244.3	8,310.9
영업이익(십억원)	367.3	349.9
순이익(십억원)	153.2	26.7
EPS(원)	501	75
BPS(원)	3,896	4,130

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	9,649.8	8,654.8	8,163.9	8,301.9	8,652.8
영업이익	십억원	(412.3)	82.1	303.3	201.9	241.6
세전이익	십억원	(786.2)	(556.8)	11.9	(186.3)	(116.7)
순이익	십억원	(706.6)	(447.7)	37.2	(149.3)	(93.5)
EPS	원	(5,648)	(2,320)	152	(609)	(381)
증감률	%	8.5	(58.9)	(106.6)	(500.7)	(37.4)
PER	배	N/A	N/A	33.05	N/A	N/A
PBR	배	1.52	1.12	0.93	1.05	1.14
EV/EBITDA	배	177.67	14.33	8.89	11.14	10.65
ROE	%	(75.26)	(65.64)	4.88	(20.67)	(15.56)
BPS	원	5,049	5,366	5,377	4,768	4,386
DPS	원	0	0	0	0	0



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

RA 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	9,649.8	8,654.8	8,163.9	8,301.9	8,652.8
매출원가	9,601.7	8,212.0	7,553.1	7,780.2	8,085.4
매출총이익	48.1	442.8	610.8	521.7	567.4
판매비	460.4	360.7	307.5	319.8	325.9
영업이익	(412.3)	82.1	303.3	201.9	241.6
금융손익	(389.9)	(235.3)	(302.0)	(376.6)	(351.6)
중속/관계기업손익	29.9	16.3	28.5	0.0	1.0
기타영업외손익	(14.0)	(419.9)	(17.9)	(11.5)	(7.6)
세전이익	(786.2)	(556.8)	11.9	(186.3)	(116.7)
법인세	14.4	8.3	14.2	(20.5)	(12.8)
계속사업이익	(800.6)	(565.1)	(2.4)	(165.8)	(103.8)
중단사업이익	120.5	141.7	56.2	0.0	0.0
당기순이익	(680.2)	(423.3)	53.8	(165.8)	(103.8)
포괄이익	26.4	24.4	16.6	(16.4)	(10.3)
(지분법제외)순이익	(706.6)	(447.7)	37.2	(149.3)	(93.5)
지배주주포괄이익	(661.2)	(406.9)	54.9	(153.3)	(96.0)
NOPAT	(419.9)	83.4	(60.6)	179.6	215.0
EBITDA	39.3	431.1	631.5	524.2	566.0
성장성(%)					
매출액증가율	(8.9)	(10.3)	(5.7)	1.7	4.2
NOPAT증가율	264.8	(119.9)	(172.7)	(396.4)	19.7
EBITDA증가율	(87.7)	996.9	46.5	(17.0)	8.0
(조정)영업이익증가율	275.5	(119.9)	269.4	(33.4)	19.7
(지분법제외)순이익증가율	8.6	(36.6)	(108.3)	(501.3)	(37.4)
(지분법제외)EPS증가율	8.5	(58.9)	(106.6)	(500.7)	(37.4)
수익성(%)					
매출총이익률	0.5	5.1	7.5	6.3	6.6
EBITDA이익률	0.4	5.0	7.7	6.3	6.5
(조정)영업이익률	(4.3)	0.9	3.7	2.4	2.8
계속사업이익률	(8.3)	(6.5)	(0.0)	(2.0)	(1.2)

투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	(5,648)	(2,320)	152	(609)	(381)
BPS	5,049	5,366	5,377	4,768	4,386
CFPS	1,801	2,521	2,467	1,886	2,222
EBITDAPS	314	2,234	2,575	2,137	2,308
SPS	77,126	44,855	33,285	33,848	35,279
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	33.1	N/A	N/A
PBR	1.5	1.1	0.9	1.1	1.1
PCFR	4.3	2.4	2.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	177.7	14.3	8.9	11.1	10.6
PSR	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	(75.3)	(65.6)	4.9	(20.7)	(15.6)
ROA	(6.5)	(4.7)	0.5	(1.9)	(1.2)
ROIC	(4.9)	1.1	(1.0)	3.1	3.6
부채비율	1,462.5	995.2	815.1	1,017.6	1,216.6
순부채비율	884.4	598.1	493.6	644.0	787.1
이자보상배율(배)	(1.2)	0.2	0.9	0.6	0.7

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	10.7	10.0	10.1	16.5	7.3
Emerging Market	12.0	10.9	11.1	-0.6	10.6
World	16.0	14.7	14.9	0.6	8.8

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,993.7	1,678.8	1,474.9	1,385.3	1,330.1
금융자산	737.9	685.6	586.0	441.4	346.8
현금성자산	517.2	547.4	462.4	310.1	210.0
매출채권 등	853.6	725.1	648.9	689.1	717.9
재고자산	323.1	193.5	173.1	183.9	191.5
기타유동자산	79.1	74.6	66.9	70.9	73.9
비유동자산	8,585.6	6,836.5	6,511.9	6,516.4	6,611.3
투자자산	354.1	485.8	434.8	461.7	481.0
금융자산	242.1	271.5	242.9	258.0	268.8
유형자산	7,570.3	6,116.4	5,849.4	5,825.8	5,899.9
무형자산	22.3	114.8	112.2	113.4	114.9
기타비유동자산	638.9	119.5	115.5	115.5	115.5
자산총계	10,579.3	8,515.3	7,986.8	7,901.7	7,941.4
유동부채	6,058.9	5,058.8	3,976.2	4,032.6	4,073.0
금융부채	4,861.3	3,998.3	3,055.9	3,056.0	3,056.1
매입채무 등	1,134.1	976.3	873.8	927.9	966.6
기타유동부채	63.5	84.2	46.5	48.7	50.3
비유동부채	3,843.3	2,678.9	3,137.8	3,162.1	3,265.2
금융부채	1,864.7	1,337.4	1,838.5	1,938.5	2,038.5
기타비유동부채	1,978.6	1,341.5	1,299.3	1,223.6	1,226.7
부채총계	9,902.3	7,737.8	7,114.0	7,194.7	7,338.2
지배주주지분	637.4	726.8	797.2	647.9	554.4
자본금	631.6	1,226.3	1,226.3	1,226.3	1,226.3
자본잉여금	1,485.4	1,790.9	1,770.1	1,770.1	1,770.1
자본조정	(0.6)	(394.7)	(365.6)	(365.6)	(365.6)
기타포괄이익누계	487.6	535.1	567.0	567.0	567.0
이익잉여금	(1,966.5)	(2,430.9)	(2,400.7)	(2,550.0)	(2,643.6)
비지배주주지분	39.7	50.7	75.6	59.1	48.8
자본총계	677.1	777.5	872.8	707.0	603.2
순금융부채	5,988.1	4,650.1	4,308.4	4,553.1	4,747.8

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	585.2	541.9	541.7	408.7	561.9
당기순이익	(680.2)	(423.3)	53.8	(165.8)	(103.8)
조정	874.9	897.8	516.0	648.9	661.7
감가상각비	451.7	349.0	328.2	322.4	324.5
외환거래손익	52.1	(93.9)	(45.1)	0.0	0.0
지분법손익	(22.9)	(39.7)	(29.1)	0.0	(1.0)
기타	394.0	682.4	262.0	326.5	338.2
자산/부채의 변동	390.5	67.4	(28.1)	(74.4)	4.0
투자활동현금흐름	76.3	586.2	119.3	(310.0)	(403.9)
투자자산감소(증가)	(53.7)	(131.7)	51.0	(26.9)	(18.3)
유형자산감소(증가)	74.3	240.4	(103.8)	(300.0)	(400.0)
기타투자활동	55.7	477.5	172.1	16.9	14.4
재무활동현금흐름	(666.5)	(1,070.4)	(750.2)	(251.0)	(258.1)
금융부채증가(감소)	(75.7)	(1,390.3)	(441.3)	100.1	100.1
자본증가(감소)	58.3	900.3	(20.8)	0.0	0.0
기타재무활동	(647.8)	(536.8)	(288.1)	(351.1)	(358.2)
배당지급	(1.3)	(43.6)	(0.0)	0.0	0.0
현금의 증감	(40.8)	30.3	(85.1)	(152.3)	(100.1)
Unlevered CFO	225.4	486.4	605.2	462.6	545.1
Free Cash Flow	233.5	507.1	434.3	108.7	161.9

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	82.2	15.5	17.9	1,828.6	430.7
Emerging Market	18.4	14.3	14.9	31.5	28.3
World	16.4	14.9	15.2	17.3	9.7

2015년 11월 4일

제주항공(089590)

단일화와 단거리, 1등 저비용 항공사

투자 의견 Not Rated, 11월 6일 상장 예정

제주항공은 2015년 11월 6일 공모가 30,000원에 상장될 예정이다. 국내 1등 저비용 항공사로 단일화(보잉 737 항공기)된 항공기 22대(2015년 말 예상)를 보유하고 있다. 한국, 중국, 일본 등 8개 지역 30개 노선을 확보하고 있으며, 중국과 일본 매출비중이 각각 15%로 최근 가파르게 늘어나고 있다.

이번 IPO를 통해 항공기 투자와 운항승무원 교육에 필요한 시스템 투자가 예상된다. 단일 기종의 장점을 살리기 위해 2020년까지 보잉 737 기종 40대까지 늘릴 예정이다. 높은 탑승률을 유지하면서 부가서비스 매출이 꾸준히 증가하고 있어 수익성 개선이 기대된다. 다만, 유가는 최근 낮아져 긍정적이지만, 장기적으로 상승할 경우 실적 악화는 불가피할 전망이다.

2015년 메르스 영향에도 의미 있는 달성 전망

2015년 상반기 매출액은 2868억원, 영업이익은 323억원을 달성했다. 2014년 영업이익이 320억원인 것을 감안하면 의미 있는 수치이다. 6월 이후 메르스 영향을 감안해도 2015년 영업이익은 700억원 이상의 이익 달성이 가능할 전망이다. 항공사 이익은 상반기보다 하반기에 더욱 증가하기 때문이다. 최근 저유가가 지속되면서 항공기 증가에도 연료비가 감소하고 있다. 2016년 저유가가 지속될 경우 동사의 수익성은 더욱 증가할 전망이다.

중국과 일본 노선 성장에 따른 수혜 예상

일본과 중국 노선 매출비중이 2014년 기준 각각 15% 수준이다. 일본은 2014년 4분기부터 내국인을 중심으로 출국이 두 자리 증가하고 있으며, 2016년 상반기까지 엔화 영향으로 성장세가 이어질 전망이다. 현재 5개 노선을 보유하고 있지만, 항공기 도입으로 신규 노선 확보가 가능할 전망이다. 일본은 항공자유화로 노선권 확보가 필요 없으며, 항공기 한대로 1일 2회씩 두 개의 노선도 만들 수 있다. 중국은 한중FTA가 발효되면서 신규 노선권 확보가 기대된다. 현재는 부정기 노선을 통해 영업을 하고 있지만, 한중 FTA가 발효될 경우 신규 노선과 확보도 가능하기 때문이다.

관심종목

IPO 예정



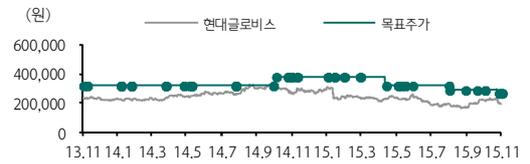
Analyst 신민석
02-3771-7566
ms.shin@hanafn.com

RA 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

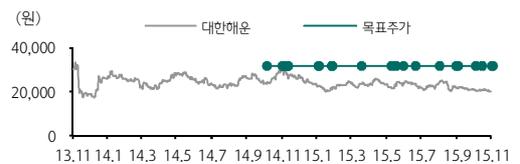
현대글로비스

날짜	투자이견	목표주가
15.11.4	BUY	270,000
15.11.2	BUY	270,000
15.10.29	BUY	270,000
15.10.5	BUY	290,000
15.9.21	BUY	290,000
15.9.1	BUY	290,000
15.8.4	BUY	290,000
15.8.3	BUY	320,000
15.6.1	BUY	320,000
15.5.19	BUY	320,000
15.5.11	BUY	320,000
15.5.6	BUY	320,000
15.4.16	BUY	320,000
15.3.2	BUY	380,000
15.3.1	BUY	380,000
15.2.2	BUY	380,000
15.2.1	BUY	380,000
15.1.16	BUY	380,000
15.1.15	BUY	380,000
15.1.5	BUY	380,000
15.1.4	BUY	380,000
14.11.12	BUY	380,000
14.11.11	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



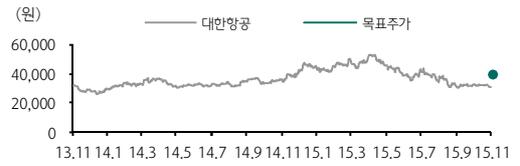
대한해운

날짜	투자이견	목표주가
15.11.4	BUY	32,000
15.11.2	BUY	32,000
15.10.16	BUY	32,000
15.10.5	BUY	32,000
15.9.4	BUY	32,000
15.9.1	BUY	32,000
15.8.3	BUY	32,000
15.6.22	BUY	32,000
15.6.1	BUY	32,000
15.5.19	BUY	32,000
15.5.11	BUY	32,000
15.3.20	BUY	32,000
15.1.28	BUY	32,000
15.1.27	BUY	32,000
15.1.5	BUY	32,000
15.1.4	BUY	32,000
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



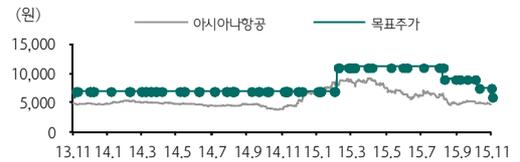
대한항공

날짜	투자의견	목표주가
15.11.4	BUY	40,000



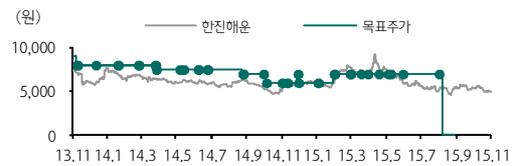
아시아나항공

날짜	투자의견	목표주가
15.11.4	Neutral	6,000
15.11.2	BUY	7,500
15.10.12	BUY	7,500
15.10.5	BUY	9,000
15.9.21	BUY	9,000
15.9.8	BUY	9,000
15.9.1	BUY	9,000
15.8.12	BUY	9,000
15.8.10	BUY	11,000
15.8.3	BUY	11,000
15.7.7	BUY	11,000
15.6.8	BUY	11,000
15.6.1	BUY	11,000
15.5.11	BUY	11,000
15.4.8	BUY	11,000
15.4.1	BUY	11,000
15.3.9	BUY	11,000
15.3.8	BUY	11,000
15.3.2	BUY	11,000
15.3.1	BUY	11,000
15.2.27	BUY	11,000
15.2.26	BUY	11,000
15.2.9	BUY	11,000
15.2.8	BUY	11,000
15.2.2	BUY	7,000
15.2.1	BUY	7,000
15.1.9	BUY	7,000
15.1.8	BUY	7,000
15.1.5	BUY	7,000
15.1.4	BUY	7,000
14.12.7	BUY	7,000
14.12.1	BUY	7,000
14.11.30	BUY	7,000
14.11.12	BUY	7,000
14.11.11	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



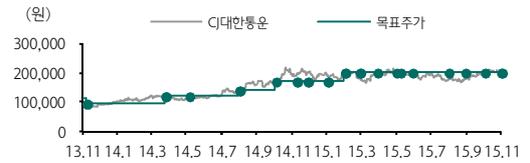
한진해운

날짜	투자의견	목표주가
15.11.4	Reduce	
15.11.2	Reduce	
15.10.23	Reduce	
15.10.5	Reduce	
15.9.10	Reduce	
15.9.1	Reduce	
15.8.10	Reduce	
15.8.3	Neutral	7,000
15.6.1	Neutral	7,000
15.5.11	Neutral	7,000
15.5.6	Neutral	7,000
15.4.20	Neutral	7,000
15.4.1	Neutral	7,000
15.3.20	Neutral	7,000
15.3.2	Neutral	7,000
15.3.1	Neutral	7,000
15.2.2	Neutral	7,000
15.2.1	Neutral	7,000
15.1.5	Neutral	6,000
15.1.4	Neutral	6,000
14.12.1	Neutral	6,000
14.11.30	Neutral	7,000
14.11.12	Neutral	6,000
14.11.11	Neutral	6,000
14.11.3	Neutral	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



CJ대한통운

날짜	투자의견	목표주가
15.11.4	Neutral	200,000
15.11.2	Neutral	200,000
15.10.5	Neutral	200,000
15.9.1	Neutral	200,000
15.8.3	Neutral	200,000
15.6.1	Neutral	200,000
15.5.11	Neutral	200,000
15.5.4	Neutral	200,000
15.4.1	Neutral	200,000
15.3.2	Neutral	200,000
15.3.1	Neutral	200,000
15.2.4	Neutral	200,000
15.2.3	Neutral	200,000
15.1.5	Neutral	170,000
15.1.4	Neutral	170,000
14.12.1	Neutral	170,000
14.11.30	Neutral	170,000
14.11.12	Neutral	170,000
14.11.11	Neutral	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



투자의견 분류 및 적용

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 - BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 - Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 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

투자등급 비율

투자등급	BUY (매수)	Neutral (중립)	Reduce (비중축소)	합계
금융투자상품의 비율	83.7%	12.3%	4.0%	100.0%

* 기준일: 2015년 11월 1일

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 2015년 11월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(신민석)는 2015년 11월 4일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 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.