

운송 (Overweight)

업종 투자전략 점검

Jun. 2018

11

운송/자동차 이한준
hanlee@ktb.co.kr

Companies on our radar

종목명	투자의견	목표가	Top pick
현대글로비스	BUY	18만원	
CJ대한통운	HOLD	17만원	
대한항공	BUY	4.6만원	✓
아시아나항공	HOLD	5.3만원	
제주항공	BUY	5.7만원	
진에어	BUY	4.5만원	✓
팬오션	BUY	8만원	✓

Issue

업종 투자전략 재점검 및 하반기 전망 제시

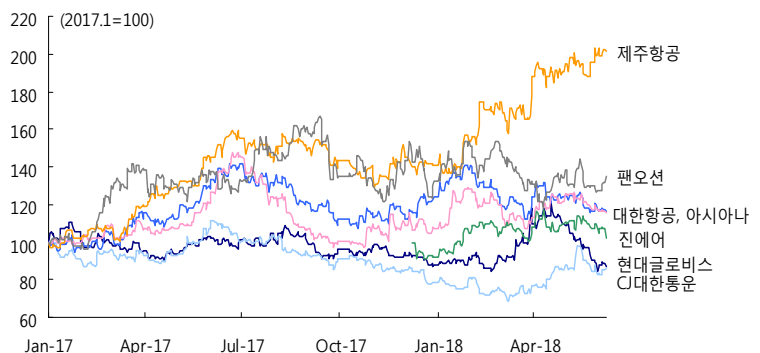
Pitch

- 대한항공: 일회성 요인 개발로 2Q 실적 모멘텀이 크지 않지만, YoY 감익폭이 연간 영업이익 규모 대비 작음. 최성수기 3Q 실적호조가 예상되므로 매수 추천
- 진에어: 2Q에도 증익 모멘텀 이어지며, 3Q는 특히 기저효과로 yield YoY 상승폭이 커질 것. 2Q부터는 부가매출 추가와 예약수수료 절감, 하와이 공급 스케줄 증/감편으로 업황 외적인 이익 개선요인 존재
- 팬오션: 용선 선대가 증가해 있어 양호한 2Q 실적이 기대되며, 통상적으로 BDI는 4Q 고점 형성되므로 연말까지 주가는 우상향 예상

Rationale

- **항공:** 2분기 실적 모멘텀은 크지 않음. 유가 YoY 상승폭이 가장 큰 분기이기 때문. 다만 2분기는 국제여객 비수기로, YoY 부진이 연간 실적에 미치는 영향은 크지 않음. 반면 성수기인 3분기는 여객 yield YoY 호조 예상. 추석연휴 기간 차이로 전년 동기 업황이 부진했기 때문. 이에 따라 주가는 6~7월 주가 저점 형성 후 연말까지 우상향 전망. 특히 장거리 비중이 높을 수록 기저효과는 강하게 나타남. 3Q18 기저효과 모멘텀이 클 종목은 FSC중에서는 대한항공, LCC중에서는 진에어
- **해운:** 수급개선에 따른 연평균 BDI 상승 논리는 깨지지 않았음. 계절성과 단기변동성을 배제한 1yr TC는 지속 우상향 중. 단기 변동성 높고 주가와 상관관계가 있는 spot 운임은 전통적 패턴상 4Q 중 고점 형성. 이를 활용한다면 2~3Q는 팬오션 매수 적기
- **육운:** CJ대한통운은 곤지암 메가허브 개장효과를 3Q 실적에서 확인할 수 있을 전망. 일부 화주들에 대한 단가 인상 노력이 평단가 하락 속도를 얼마나 늦출 수 있을지도 관심사. 현대글로비스는 본업 차원에서는 모멘텀 부재한 상황으로 그룹 지배구조 개편 재추진 전까지 주가는 박스권 횡보 예상

업종 커버리지 주가 추이(2017~)



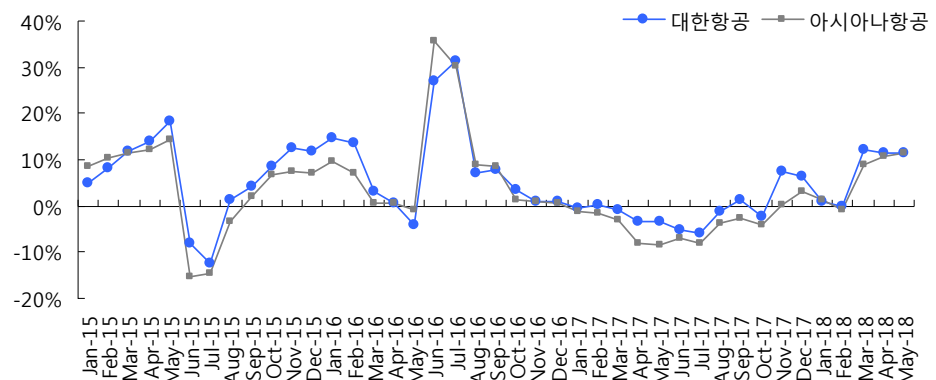


I. 하반기 전망: FSC(Full Service Carrier)

대한항공과 아시아나항공 모두 3월부터 국제선 여객수송량 증감률이 강세이다. 대한항공은 3월부터 +12.2%, +11.4%, +11.5%의 증가율을 기록했고, 아시아나항공은 같은 기간 +9.0%, +10.9%, +11.5%를 기록했다. 두 자리수의 강한 성장률은 MERS 발발에 따른 기저효과로 YoY 성장률이 높았던 2016년 5~6월 이래 처음 있는 일이다. 3월의 수송량 강세는 평창 동계올림픽 개최로 2월의 outbound 수요가 일부 지연되었기 때문인 것으로 분석한다. 4월부터는 THAAD 보복으로 인한 중국노선 기저효과가 본격화되었다. 6월까지의 사드 기저효과가 크기 때문에 2분기 yield는 양호할 것으로 판단된다.

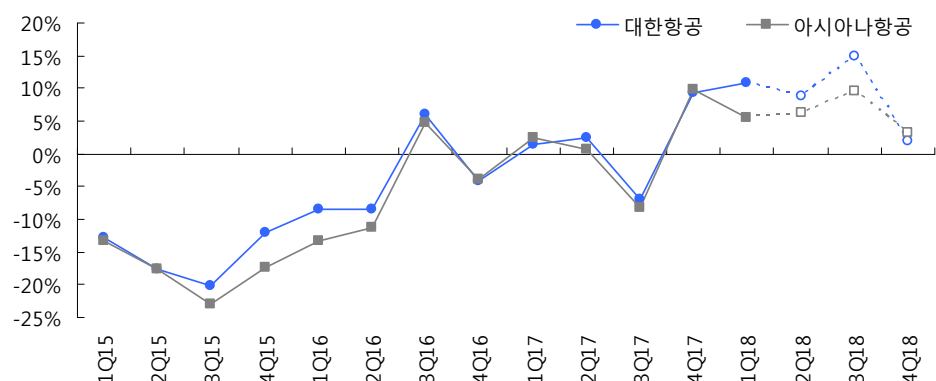
3분기 yield는 큰 폭의 상승을 전망한다. 기저효과가 크기 때문이다. 전년 하반기의 특징은 추석 연휴 기간이 4분기인 10월로 넘어갔고, 10일 간의 황금연휴로 형성된 바 있다. 이 때문에 3분기(7~8월) 휴가시즌의 장거리 여행 수요가 4분기로 분산되었다. 당시 항공사들은 수송량 방어를 위해 적극적인 할인정책을 펼쳤고, 이는 3Q17 yield 하락으로 나타났다. 올해는 추석연휴가 9.24~26 3일간으로 잡혀 있기 때문에 정상적인 성수기 수요 패턴을 보일 것이다. 견조한 수요에 특가운임 비중이 크지 않을 것이라는 의미이다. 따라서 FSC들의 3Q yield는 호조, 4Q는 반대의 효과로 둔화할 것으로 전망한다.

Fig. 01: 대한항공, 아시아나항공 국제선 여객수송량 증감률 추이(~2018.5월)



Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권

Fig. 02: 대한항공, 아시아나항공 국제선 yield 증감률 추이 및 전망



Source: 대한항공, 아시아나항공, KTB투자증권

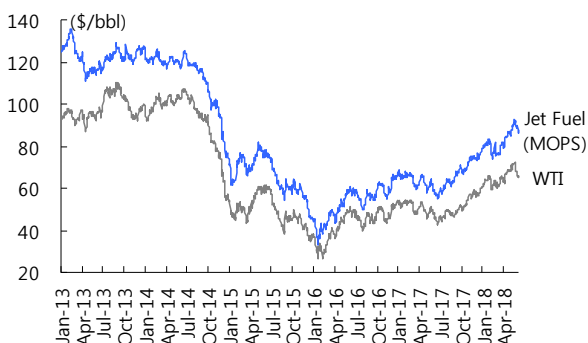


양호한 top-line에 비해 2분기는 비용압박이 큰 시기이다. 유류비 부담 때문이다. 6/7 현재 항공 유가는 \$88.2/bbl이며, 4/1~6/7까지의 평균 항공유가는 \$87/bbl이다. 향후 항공유가가 현 수준 (\$88/bbl)에서 지속된다면 분기별 평균유가의 YoY 상승폭은 2분기가 가장 클 것으로 보인다. 대한항공의 2Q18 유류비는 전년대비 약 1,700억원(YoY +30%) 이상 높을 것으로 전망한다.

유류비 다음으로 큰 비중을 차지하는 영업비용은 노무비이다. 대한항공의 경우 5/31 지급된 격려금 명목으로 270억원 수준의 일회성 비용이 발생할 것으로 예상된다. 동사는 2017년 2분기에 일반직 노조와 임단협에 합의하고 2016년 3.2% 임금인상분을 2Q17 노무비에 일시소급 반영한 바 있다. 올해는 조종사노조와 임단협에 합의해 2016년 인상분 3.2%가 2Q18에 소급 반영된다. 당사는 이를 반영하여 2Q18 별도기준 노무비를 5,081억원으로 추정하고 있는데, 최근 발생한 격려금 지급 270억원은 추정치 하향요인이며 2Q18 preview 시기에 반영할 예정이다.

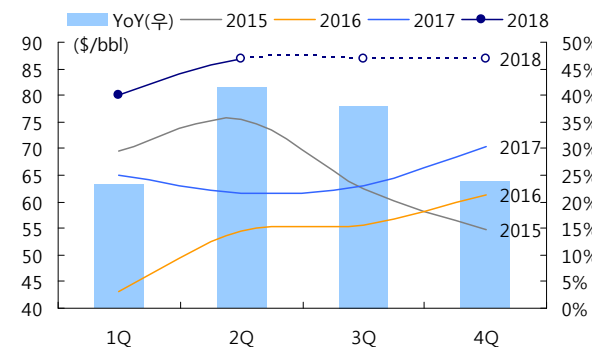
이러한 요인들로 인해 대한항공의 2Q18 영업이익은 전년대비 증익이 어려울 것으로 보인다. 그러나 다행스러운 점은 2분기는 FSC의 최비수기이므로 감익폭이 연간실적에 미치는 영향이 크지 않다는 것이다. 최성수기인 3분기에 가파른 증익 모멘텀이 있으므로 2분기는 오히려 매수 대응해야 하는 시기라고 판단한다.

Fig. 03: MOPS 항공유가와 WTI 유가 추이



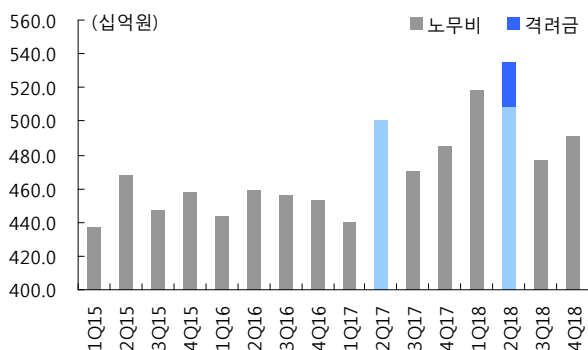
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 04: 분기별 항공유가 추이 및 YoY 증감률



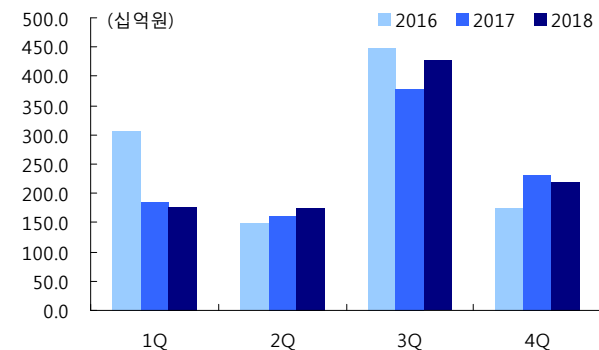
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 05: 대한항공 별도기준 분기별 노무비 추이 및 전망



Note: 2018/5/15일자 추정치
Source: 대한항공, KTB투자증권

Fig. 06: 대한항공 별도기준 분기별 영업이익의 추이 및 전망



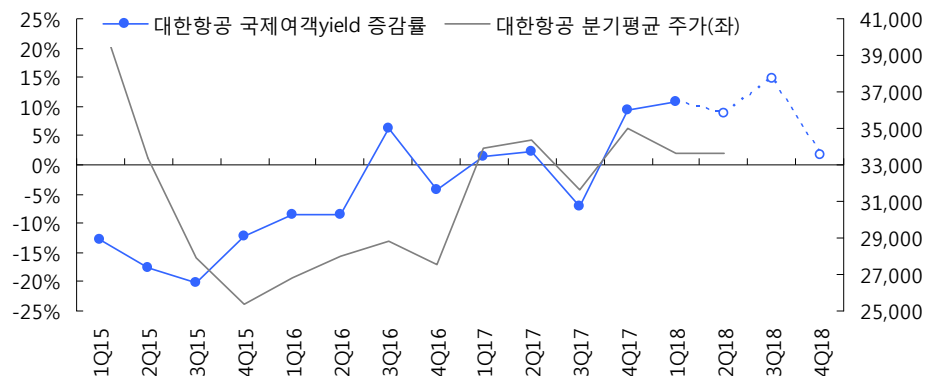
Note: 2018/5/15일자 추정치. traffic, 유가, 환율 update, 일회성 격려금 270억원 등 미반영
Source: 대한항공, KTB투자증권



항공주 주가에 모멘텀으로 크게 작용하는 것은 yield의 향방이다. 외부변수 영향이 큰 항공사들의 향후 실적을 전망함에 있어서 yield가 가격전가력의 척도로 해석되기 때문이다. 대한항공의 경우 yield가 YoY 하락하는 시기에는 주가가 하락했고, (+)를 보이는 분기에는 주가가 우상향하는 패턴을 보인다. 이는 국적사 뿐 아니라 중국, 미국의 항공사들도 마찬가지이다. 앞서 언급한 바와 같이, 사드 기저효과와 2Q는 양호한 yield를 보이고, 3Q는 전년의 기저효과로 큰 폭의 상승이 전망된다. 보다 구체적으로는 7월 사업량이 알려지는 8월 초부터 모멘텀으로 작용할 것이다. 거꾸로 10월은 추석 황금연휴가 있었던 전년의 기저가 높기 때문에 yield 상승세가 둔화할 것으로 예상된다. 따라서 여객 yield 모멘텀으로만 본다면 지금이 대한항공 매수 적기이며, 10월 사업량이 알려지는 11월 초까지 우상향 모멘텀이 확보되어 있다.

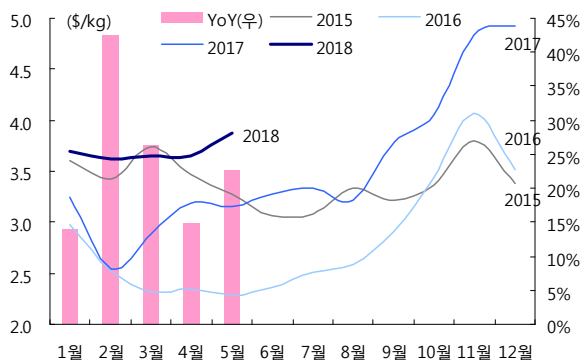
한편 4Q는 화물 성수기이다. 항공화물의 최비수기인 5월 현재에도 북미 노선의 항공화물 운임은 YoY 20% 이상 높은 수준에서 형성되고 있다. 당사는 e-commerce 확산 등 구조적인 요인으로 항공화물 공급부족 현상에 주목하고 있다. 이토록 높은 운임은 현재 항공화물 업황이 carrier's market이라는 반증이다. e-commerce peak 시기로, 화물운임이 가장 높은 4Q에도 현재와 같은 수준의 높은 yield 상승률을 지속한다면 또 다른 주가 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다. 10월 여객 yield 둔화가 예상됨에도 연말까지 주가 강세를 전망하는 이유이다.

Fig. 07: 대한항공 분기별 국제여객 yield 증감률과 분기평균 주가 추이



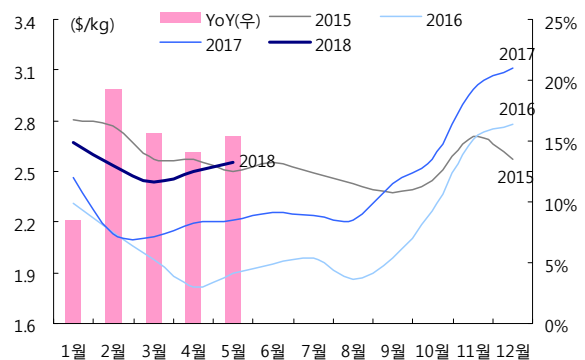
Source: 대한항공, KTB투자증권

Fig. 08: HK-US 항공화물 월별 운임 추이



Source: TAC Index, KTB투자증권

Fig. 09: HK-EU 항공화물 월별 운임 추이



Source: TAC Index, KTB투자증권



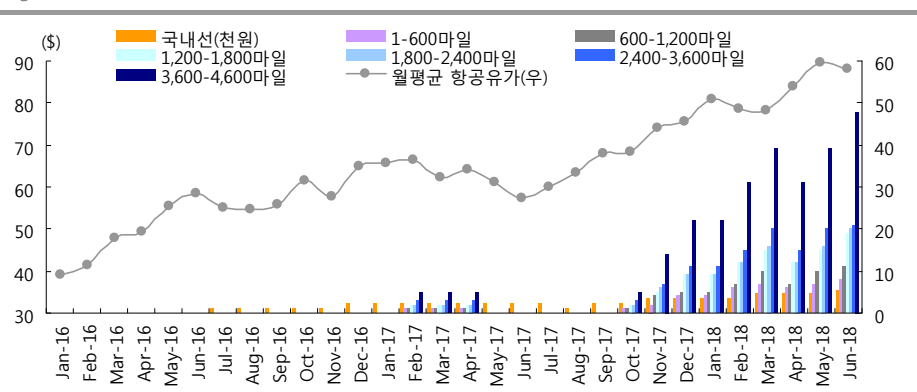
II. 하반기 전망: LCC(Low Cost Carrier)

지난 1Q18 제주항공과 진에어의 실적호조에서 엿볼 수 있듯이, LCC들은 FSC 대비 유류비 상승의 부담이 덜하다. 1Q18 항공유가는 \$79/bbl로 YoY 21% 상승했는데, 제주항공의 영업이익은 YoY 71% 증가했고, 진에어는 56% 증가했다. 이는 유류할증료 coverage가 FSC보다 크기 때문이고, 원화강세가 영업이익 개선으로 연결되기 때문이다. 이러한 요인은 하반기에도 적용될 것이므로 유가 상승을 큰 부담으로 여길 필요 없다.

6/7 기준 WTI는 \$66/bbl, MOPS항공유가는 \$88/bbl를 기록했다. 6월의 유류할증료는 LCC로서는 가장 먼 3,600~4,600마일 구간이 편도 \$48이다. 해당 노선은 진에어의 경우 인천-호놀룰루에 해당한다. 원화 약 5만원 수준의 유류할증료는 수요를 후퇴시키는 수준이 아닐 것이다. 현재는 outbound 여행수요가 강세이므로 항공사들은 유류할증료를 충분히 부과하게 되고 원운임(net yield)도 올려받고 있는 것이다. 배럴당 \$100를 상회하던 고유가 시기에 하위 노선의 유류할증료는 편도 \$250 수준이었다. 이렇게 높은 유류할증료는 수요감소로 이어질 가능성이 높으며, 소비자들이 총액운임 부담을 느끼지 않도록 원운임 하락이 동반된다. 결론적으로 지금은 유가 상승폭도 크지 않고 outbound 수요도 강한 상황이므로 유류비 증가가 LCC 투자에 부담요인이 아니라는 판단이다.

다만 2Q18에는 소폭 실적부담이 존재한다. 4월부터 5월까지 유가가 가파른 상승국면을 보였기 때문이다. 당월의 유류비 부담은 당월 유가상승분 만큼 발생하지만 유류할증료 징수는 1~2개월 전의 유가기준으로 발생하므로 시차가 존재한다. 예를 들어 3월에 발권할 경우 1.15~2.15까지의 평균유가를 기준으로 유류할증료가 징수된다. 3월 발권한 여행객이 통상적으로 4~5월에 탑승한다고 가정하면, 4~5월 실적은 일시적 시차로 인해 유류할증료 coverage가 하락할 수 있다. 반대로 6월의 유류할증료는 4~5월의 높은 유가를 반영하여 상승했다. 6월 발권자들의 탑승은 대체로 3분기에 반영될 것이므로 3Q18의 유류할증료 coverage 정도는 재차 상승할 것으로 보인다.

Fig. 010: 월평균 항공유가와 진에어의 월별 유류할증료 추이



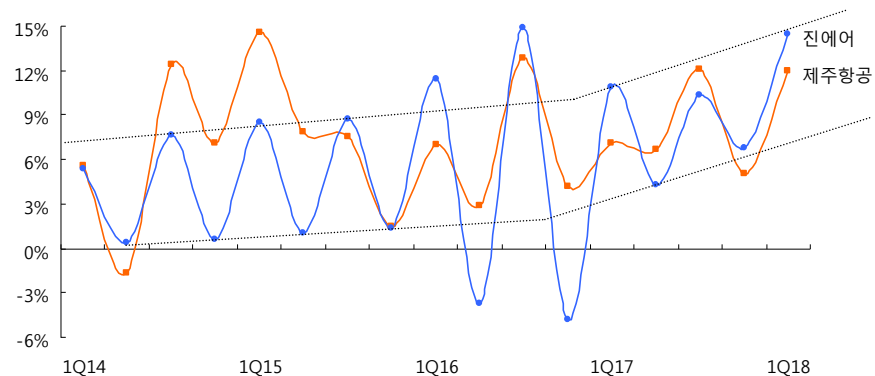
Source: 진에어, Bloomberg, KTB투자증권



과거 제주항공과 진에어 순이익률의 장기 패턴 역시 항공유가와 무관한 흐름을 보인다. 세부적으로 보자면, 1Q, 3Q는 진에어>제주항공, 2Q, 4Q는 제주항공>진에어의 패턴이 존재한다. 이는 제주항공은 일본노선의 비중이 크기 때문에 비수기에 상대적으로 양호한 실적이 나타나고, 진에어는 동남아노선의 비중이 크기 때문에 성수기에 상대적으로 좋은 실적을 보이는 것이다. 올해 1분기에도 같은 결과가 나타났다. 진에어의 영업이익이 531억원, 제주항공이 464억원을 기록했고, 진에어의 OPM/NPM은 19.0%/14.4%, 제주항공은 15.0%/12.0%였다. 2Q에는 역시 제주항공의 영업이익 규모와 이익률이 우위일 것으로 보인다.

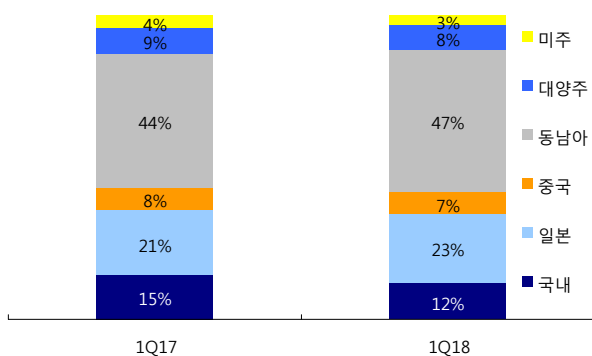
한편 3Q18에는 진에어의 실적모멘텀이 두드러질 전망이다. 작년 성수기 여행수요의 분산은 제주항공보다는 장거리 비중이 높은 진에어에게 더 크게 작용했다. 따라서 3Q17 진에어 실적이 예년 대비 부진했다. 이는 올해 성수기 기저효과가 제주항공보다는 진에어에게 크게 작용한다는 의미이다. 두번째, 4월부터 홈페이지 및 예약발권시스템 개편으로 부가매출이 증대되고 발권수수료 절감이 기대된다. 2분기 실적에는 1분기중 발권 승객이 많아 부가매출 상승효과가 덜 반영된다. 예약시스템은 초기 가동이므로 기존의 AMADEUS 시스템과 병행으로 운영중이므로 비용 절감 효과는 절반 수준이며, 3Q부터는 단독시스템으로 운영된다. 세번째, 하와이 노선은 전년 대비 증/감편이 있을 예정이다. 올해는 7월 첫 주까지 운휴예정이며, 이후 8월까지 성수기에는 증편이 있을 예정이므로 또 한번의 학습효과가 기대된다.

Fig. 011: 진에어와 제주항공의 순이익률 분기별 추이. 유가 상승에도 수익성 우상향 추세



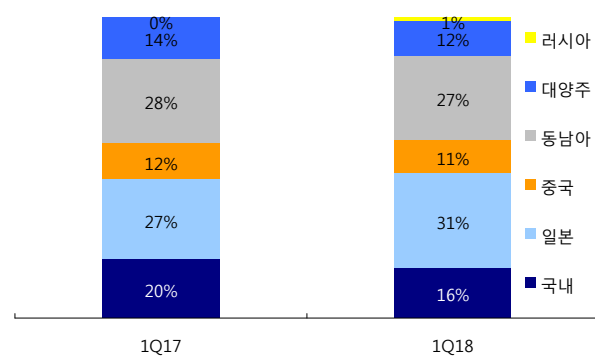
Source: 진에어, 제주항공, KTB투자증권

Fig. 012: 진에어 1Q 노선mix



Source: 진에어, KTB투자증권

Fig. 013: 제주항공 1Q 노선mix



Source: 제주항공, KTB투자증권



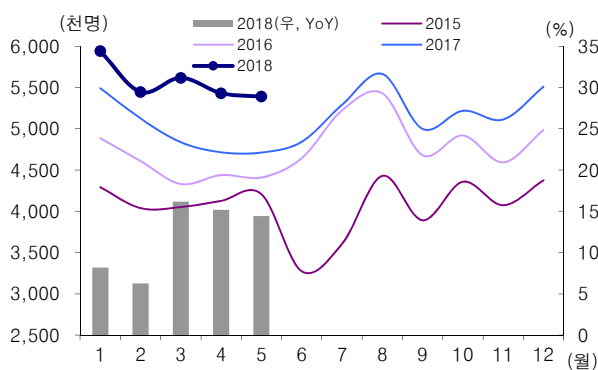
III. 인천공항 5월 traffic

5월 인천공항 국제여객 수송량은 YoY +14.4% 증가한 539.2만명을 기록했다. 화물 수송량은 YoY 4.4% 증가한 24.8만톤을 기록했다.

여객수송량 증가율 +14.4%는 3월의 +16%, 4월의 +15%에 이어 매우 강한 수준이다. 중국 노선 수송량의 기저효과가 본격 작용하고 있는 것으로 추정된다. 중국 노선의 수송량은 100.0만 명으로 YoY 33.8% 증가했다. 중국 노선 수송량이 100만명을 돌파한 것은 15개월 만인데, 다음 달이면 인천공항 수송량 기준 1위 노선의 자리를 되찾을 수 있을 것으로 보인다.

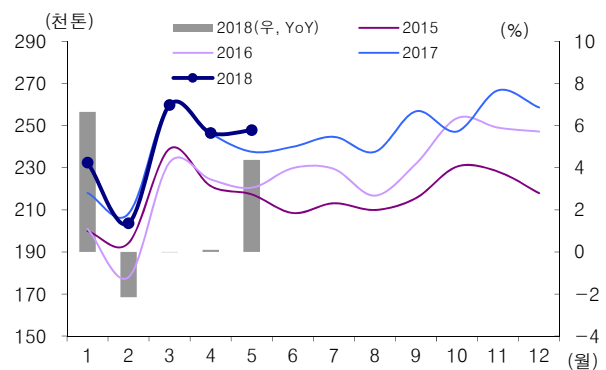
화물수송량 증가율 +4.4%는 3월의 +0.0%, 4월의 +0.1% 대비 개선된 것이다. 3월까지 중국 노선은 춘절 이후 제조업 활동량이 낮은 상태여서 부진했고, 4월은 갤럭시S9 출시시점 차이로 핸드셋 비중 높은 베트남 노선 수송량이 YoY -20%로 일시적 부진을 겪었다. 5월에는 중국이 +9.4%로 강세를 보였고, 베트남 노선 수송량도 -7.6%로 감소세가 둔화되면서 전체 수송량 증가율이 양호했던 것으로 판단한다.

Fig. 014: 인천공항 여객수송량 및 YoY 증감률 추이



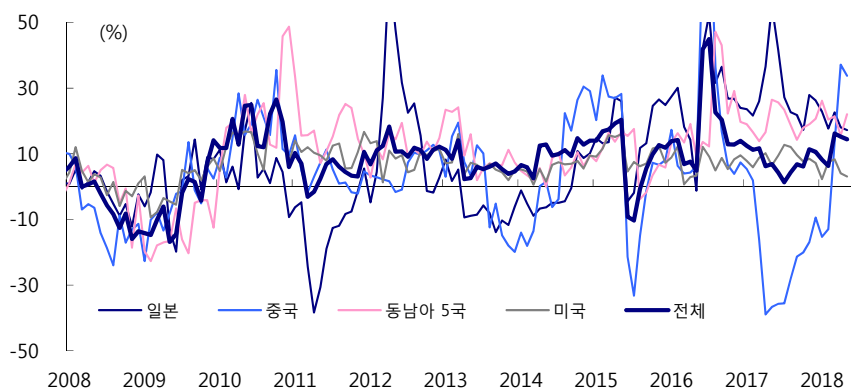
Source: 인천공항공사, KTB투자증권

Fig. 015: 인천공항 화물수송량 및 YoY 증감률 추이



Source: 인천공항공사, KTB투자증권

Fig. 016: 인천공항 노선별 여객수송량 YoY 증감률 추이



Note 1: 중국 노선은 홍콩, 마카오 제외한 본토 기준

Note 2: 동남아는 베트남, 태국, 필리핀, 대만, 싱가포르

Source: 인천공항공사, KTB투자증권



Fig. 017: 중국 본토 노선 여객수송량 월별 추이 및 전망

수송량(만명)	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	연간
2014	73.9	73.1	76.5	87.6	86.8	89.6	106.1	118.0	98.2	102.0	89.2	84.9	1,086
2015	88.9	97.8	97.5	111.2	111.3	70.4	70.8	100.4	96.9	109.4	95.1	91.7	1,142
2016	104.3	104.0	101.4	116.0	118.0	121.5	134.5	136.9	113.2	116.5	98.8	98.4	1,364
2017	109.8	106.0	84.9	70.8	74.8	78.1	86.7	98.3	89.0	93.1	82.1	89.1	1,063
2018	92.9	92.2	96.6	97.1	100.0	103.0	113.3	114.4	96.1	99.0	84.2	80.8	1,170
YoY	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	연간
2015	20.3%	33.8%	27.4%	26.9%	28.2%	-21.5%	-33.2%	-14.9%	-1.3%	7.2%	6.6%	8.1%	5.1%
2016	17.3%	6.3%	4.0%	4.3%	6.1%	72.7%	89.9%	36.4%	16.8%	6.5%	3.8%	7.3%	19.5%
2017	5.3%	1.9%	-16.3%	-38.9%	-36.7%	-35.7%	-35.6%	-28.2%	-21.3%	-20.1%	-16.9%	-9.4%	-22.1%
2018	-15.4%	-13.0%	13.8%	37.1%	33.8%	31.9%	30.7%	16.4%	8.0%	6.3%	2.6%	-9.4%	10.1%
MoM	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	
2014	12.4%	-1.1%	4.7%	14.5%	-0.9%	3.2%	18.4%	11.2%	-16.8%	3.9%	-12.5%	-4.9%	
2015	4.8%	10.0%	-0.3%	14.1%	0.0%	-36.8%	0.7%	41.6%	-3.4%	12.9%	-13.1%	-3.6%	
2016	13.7%	-0.3%	-2.5%	14.4%	1.8%	3.0%	10.7%	1.7%	-17.3%	2.9%	-15.2%	-0.3%	
2017	11.6%	-3.5%	-19.9%	-16.6%	5.5%	4.5%	11.0%	13.4%	-9.4%	4.6%	-11.9%	8.6%	
2018	4.3%	-0.8%	4.8%	0.5%	3.0%	3.0%	10.0%	1.0%	-16.0%	3.0%	-15.0%	-4.0%	

Note: 6월부터 Seasonality(MoM) 패턴을 적용. 2014년, 2016년의 패턴을 참고했으며, 2015년은 6월 MERS 발발로 계절성이 깨져 배제

Source: 인천공항공사, KTB투자증권

Fig. 018: 주요 국적사 전국 공항 기준 5월 수송량 및 YoY 증감률

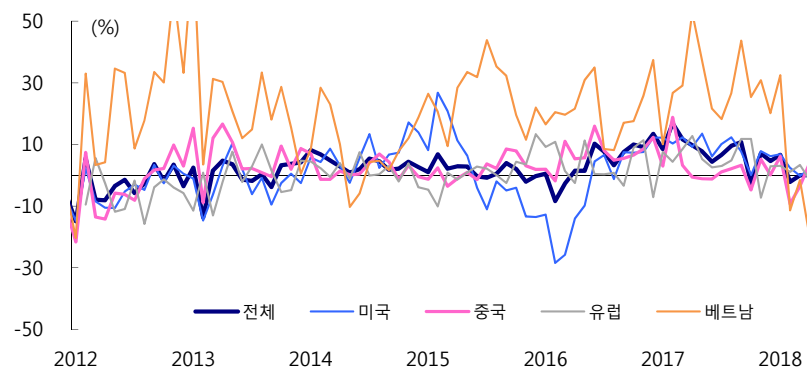
항공사	구분	2018년 5월			2017년 5월			YoY		
		운항(편)	여객(명)	화물(톤)	운항(편)	여객(명)	화물(톤)	운항	여객	화물
대한항공	국제선	9,130	1,611,510	131,837	8,655	1,445,091	130,680	5%	12%	1%
	국내선	4,927	661,317	7,939	4,914	745,105	9,673	0%	-11%	-18%
아시아나항공	국제선	6,152	1,121,189	72,825	6,103	1,005,540	68,859	1%	12%	6%
	국내선	3,040	548,879	4,958	3,218	522,787	4,902	-6%	5%	1%
진에어	국제선	2,343	392,920	4,764	2,073	353,193	4,272	13%	11%	12%
	국내선	1,743	349,352	2,896	1,764	369,786	2,948	-1%	-6%	-2%
제주항공	국제선	3,658	595,050	5,944	2,894	453,589	4,663	26%	31%	27%
	국내선	2,345	408,546	1,626	2,308	408,974	1,834	2%	0%	-11%
에어서울	국제선	834	138,083	1,173	432	49,768	509	93%	177%	130%
	국내선									
전체	국제선	27,675	4,688,292	225,426	24,748	3,945,448	215,788	12%	19%	4%
	국내선	17,838	2,899,827	21,787	17,577	2,909,694	23,475	1%	0%	-7%

Note 1: 실시간 통계로서 추후 국토부 확정통계와 유사하나 공식발표자료 아님

Note 2: 국내선은 출발 기준, 국제선은 출발+도착 기준

Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권

Fig. 019: 인천공항 노선별 화물수송량 YoY 증감률 추이



Note: 중국 노선은 홍콩, 마카오 포함, 유럽은 독일+영국+프랑스

Source: 인천공항공사, KTB투자증권



Fig. 020: 인천공항 수송실적

인천공항 국제 여객 월별 수송량(2011~2018)									(단위: 천명)
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	YoY(2018 vs 2017)
JAN	2,978	3,180	3,535	3,766	4,292	4,887	5,492	5,942	8.2%
FEB	2,710	3,009	3,264	3,456	4,038	4,609	5,125	5,446	6.2%
MAR	2,627	2,952	3,368	3,451	4,051	4,330	4,837	5,619	16.2%
APR	2,543	3,008	3,076	3,460	4,127	4,440	4,715	5,432	15.2%
MAY	2,730	3,021	3,099	3,495	4,207	4,411	4,712	5,392	14.4%
JUN	2,809	3,111	3,296	3,605	3,273	4,644	4,842		
JUL	3,185	3,475	3,660	4,022	3,604	5,223	5,291		
AUG	3,387	3,788	4,016	4,464	4,430	5,431	5,665		
SEP	2,837	3,152	3,373	3,689	3,890	4,680	4,998		
OCT	3,030	3,285	3,460	3,969	4,359	4,920	5,219		
NOV	2,774	3,088	3,206	3,617	4,073	4,593	5,113		
DEC	2,927	3,283	3,433	3,912	4,375	4,985	5,510		
Total	34,537	38,351	40,786	44,907	48,720	57,152	61,521	27,831	

인천공항 국제 항공화물 월별 수송량(2011~2018)									(단위: 천톤)
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	YoY(2018 vs 2017)
JAN	210	178	183	198	200	201	218	233	6.7%
FEB	187	197	170	182	194	178	208	204	-2.2%
MAR	239	220	223	234	239	233	260	260	0.0%
APR	217	200	209	215	221	224	246	247	0.1%
MAY	209	202	209	211	217	221	238	248	4.4%
JUN	211	208	205	209	208	230	240		
JUL	220	207	204	215	213	229	245		
AUG	205	199	200	209	210	217	238		
SEP	204	212	204	207	216	232	257		
OCT	218	214	221	226	231	254	247		
NOV	208	215	223	233	228	249	267		
DEC	212	204	213	219	218	247	259		
Total	2,539	2,457	2,464	2,558	2,596	2,714	2,922	1,191	

Source: 인천공항, KTB투자증권



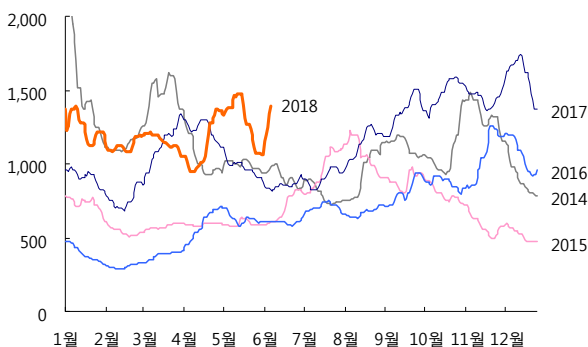
IV. 하반기 전망: 벌크 해운

과거에도 그랬듯이 대형선형인 BCI(Baltic Capesize Index)가 BDI 등락에 영향을 미친다. 2018년 3월부터는 Index 산출에서 올해부터는 소형선형인 BHI(Baltic Handysize Index)가 제외되었다. 대형선일수록 운임 변동성이 크고 소형선일수록 작기 때문에 3월부터 전체 BDI 인덱스 변동성이 더욱 커진 것으로 추정한다.

2018년 BDI 변동성이 커지면서 업황 개선 방향성에 대한 의구심이 생길 수 있을 것이다. BDI 하락기마다 주가는 하락모멘텀을 받기 마련인데, 당시는 단기변동성에 불과하다는 view를 유지한다. BCI의 단기변동성은 주로 선적단의 일시적 이슈들에 의해서 발생하고 펀더멘털한 중장기 수급요인(예를 들면 중국의 철광석 수입 혹은 선박공급과잉)까지 연결지를 필요는 없다는 판단이다. 통상적인 반등시기인 3월에는 브라질 집중호우로 철광석 선적량이 감소했고, 5월에는 기니 지역의 보크사이트 광산 불가항력 선언이 capesize 수급에 영향을 미쳤다.

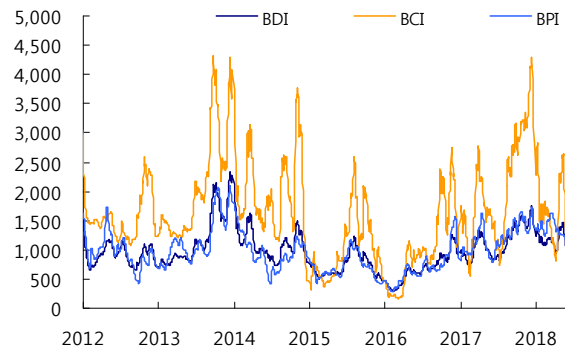
올해 상반기 Capesize spot 운임 변동성은 컸지만 1년 용선료는 지속 상승해 일일 19,000달러 수준을 지속하고 있다. 1년간의 용선료는 계절성과 단기변동성이 배제된 업황 펀더멘털을 반영하는 것으로 보는데, 상승세인 용선료는 여전히 수급이 타이트할 것이라는 반증이다. 벌크선박 월별 인도량은 여전히 작년의 절반 수준에 머무르고 있다.

Fig. 021: BDI Seasonality



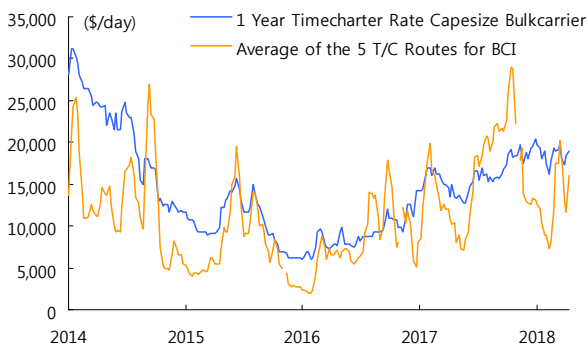
Source: Baltic Exchange, KTB투자증권

Fig. 022: BDI, BCI, BPI 추이



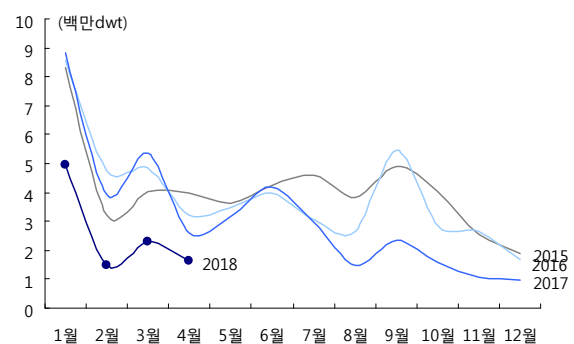
Source: Baltic Exchange, KTB투자증권

Fig. 023: Capesize 선형 1년 용선료와 Spot 운임 추이



Source: Clarkson's, KTB투자증권

Fig. 024: 벌크선박 월별 인도량 추이



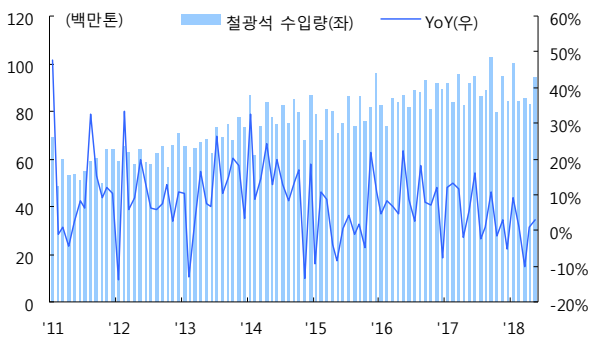
Source: Clarkson's, KTB투자증권



중국의 철광석 수입 수요는 견조하게 지속되고 있다. 3월 일시적 부진(YoY -10%)이 있었지만, 앞서 언급한 바와 같이 브라질 수출량 감소에 따른 것이며 이후 회복되면서 4월 +1%, 5월 +3%를 기록했다. 품위별 철광석 가격 추이도 여전히 65%에 대한 premium이 높은 수준이기 때문에 환경규제와 구조개혁에 따른 고품위 수입산 철광석 수요가 강하다는 것을 알 수 있다.

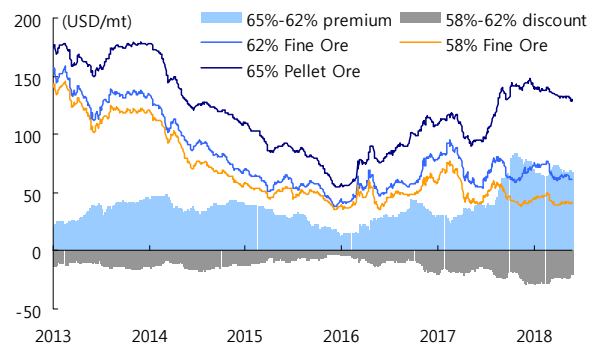
한편 석탄 가격은 2016년 하반기 중국에서 광산 조업일수 규제("276규제") 이후 크게 상승한 바 있다. 이는 중국의 내수 석탄 채굴량이 줄어들면서 수입수요를 자극하는 효과를 가져왔다. 지나친 가격 상승에 규제를 잠시 완화했으나, 중국의 정책 방향성은 여전히 폐광 쪽으로 기울어져 있어 채차 석탄 가격은 상승세에 있다. 최근에는 중국의 대미 무역흑자를 줄이는 방안으로 내년 부터 중국에서 미국산 석탄 수입을 늘릴 것이라는 보도가 있었다. 중국의 대미 무역흑자는 작금의 무역분쟁의 본질이므로 실현 가능성은 높아 보인다. 이렇게 된다면 전체 석탄 해상 물동량의 이동거리가 길어지게 된다. 즉, 벌크 톤마일(tonne-mile) 수요에 긍정적인 요인이 된다.

Fig. 025: 중국의 월별 철광석 수입량 및 증감률 추이(~18.5월)



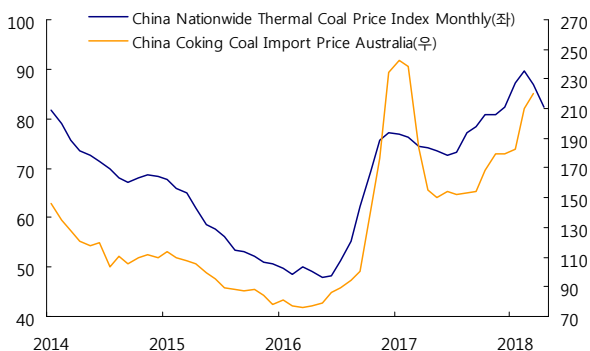
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 026: 품위별 철광석 가격 및 spread 추이



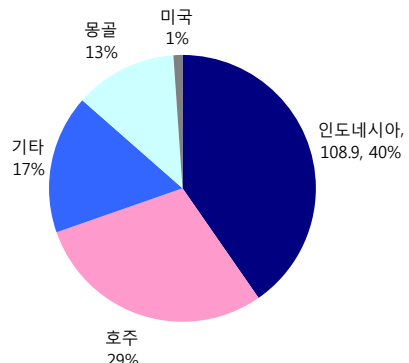
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 027: 중국 발전탄, 강점탄 가격 추이



Source: Clarkson's, KTB투자증권

Fig. 028: 중국의 2017년 석탄수입 국가별 비중



Source: China Customs, KTB투자증권

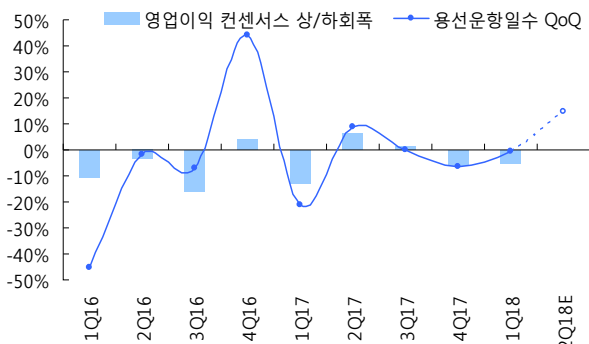


결론적으로 당사는 오히려 단기변동성을 활용하여 팬오션 매수 기회로 삼을 수 있다고 판단한다. 업황 수급 개선은 여전히 진행 중이므로 증장기 운임의 방향성은 위쪽이다. 하반기에도 BDI는 변동성이 높겠지만, 통상적으로는 3Q가 낮고 4Q에 연고점을 경신하는 패턴이 있다. 따라서 올해 2~3Q에는 팬오션 매수시기로 판단한다.

팬오션이 현재까지의 선대 portfolio를 유지한다면 BDI에 대한 leverage는 크지 않다. 시황에 노출된 33척의 사선은 BDI가 상승하면 수혜를 보는 것이 맞지만, CVC 27척의 영업이익의 규모 자체가 시황에 중립적이고, spot 용선도 OPM 2~3%에서 달라지지 않기 때문이다. 그러나 시황이 상승하면 spot 용선의 Q가 증가하게 되며 실적의 leverage 요인으로 작용한다. 시황의 절대 수준이 낮을 때는 선주(owner)가 선사(operator)들에게 대선을 해 줄 유인이 약하다. 선가(건조 당시 시황 level이 결정. 감가상각비 등으로 비용화) 대비 용선료(현재 시황)가 낮기 때문이다. BDI가 1,500pt 이상의 정상 시황으로 상승하면 선주들은 선대 portfolio 중 일부를 대선하여 수익을 확정하려 할 것이고, 이럴 경우 업황 전체적으로 용선 활동이 증가하게 된다.

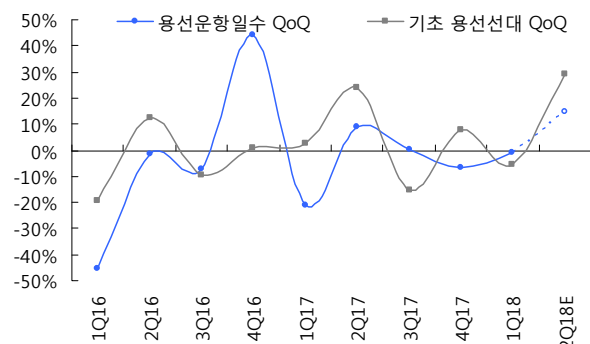
팬오션은 4Q16, 2Q17 2차례의 분기실적 서프라이즈를 기록했는데, 두 차례 모두 용선 운항일수의 증가가 있었다. 1Q18 분기말 용선선대가 150척으로 QoQ 30% 증가해 있는 상황이므로 spot 용선 활동성(Q) 증가 가능성이 높아 보인다. 추세적일지는 지켜봐야 하겠지만, 분명한 것은 시황이 상승할 수록 선대 증가 속도가 빨라질 것이라는 것이다.

Fig. 029: 영업이익의 상/하회폭 및 용선운항일수 QoQ 증감률



Note: BDI 수준에 따라 어닝 컨센서스가 형성되고, 서프라이즈/쇼크는 Q 등락이 좌우. 4Q16, 2Q17 어닝서프라이즈 당시 Q 증가가 있었음
Source: 팬오션, FnGuide, KTB투자증권

Fig. 030: 용선운항일수와 용선선대 QoQ 증감률



Note: 운항일수 증감을 미리 예상하기 어렵지만, 기초 용선선대로만 본다면 2Q18 용선운항일수는 증가할 가능성이 높음
Source: 팬오션, KTB투자증권

Fig. 031: Dry Bulk 수급전망

	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18E	'19E	'20E	'21E	'22E
Dry Bulk 수요 (백만톤)	3,210	3,537	3,703	3,629	3,800	3,897	3,985	4,072	4,145	4,216	4,282
% Change	6.0%	10.2%	4.7%	-2.0%	4.7%	2.6%	2.3%	2.2%	1.8%	1.7%	1.6%
Dry Bulk 수요 (십억톤마일)	14,873	16,098	16,842	16,830	17,772	18,365	18,982	19,556	20,028	20,493	20,939
% Change	5.9%	8.2%	4.6%	-0.1%	5.6%	3.3%	3.4%	3.0%	2.4%	2.3%	2.2%
Dry Bulk 공급 (백만DWT)	679.2	717.3	755.4	776.1	788.1	817.5	827.2	837.3	844.4	849.8	860.0
% Change	12.3%	5.6%	5.3%	2.7%	1.5%	3.7%	1.2%	1.2%	0.8%	0.6%	1.2%
인도량 (백만DWT)	100.1	62.9	48.1	47.1	47.2	38.1	23.1	25.7	27.8	29.6	25.9
페션량 (백만DWT)	33.6	21.9	15.7	34.3	32.0	14.7	13.4	15.6	20.8	24.2	15.7
발주량 (백만DWT)	20.9	62.0	48.7	13.1	13.4	36.5	4.1	n/a	n/a	n/a	n/a
Orderbook (백만DWT)	125.0	138.9	161.2	124.4	84.3	81.2	81.4	n/a	n/a	n/a	n/a
%of fleet	18.4%	19.4%	21.3%	16.0%	10.7%	9.9%	9.8%				

Note: Drewry社 2018. 4. 28 전망치 차용
Source: Drewry, KTB투자증권



IV. 결론

대한항공, 진에어, 팬오션 선호 관점을 유지한다.

대한항공은 2Q 실적이 소폭 miss이겠으나 YoY 감익폭이 연간실적에 미치는 영향이 크지 않으며, 3Q 최성수기 큰 폭의 증익 모멘텀이 대기중이다. 따라서 2Q 중 매수, 특히 7월 수송량이 나오는 8월 전 매수 전략이 유효할 것으로 판단한다. 전년 7월부터 yield가 부진했기 때문에 올해는 yield 기저효과를 기대할 수 있다.

진에어 역시 3Q 실적 모멘텀이 매우 클 것으로 전망한다. 현재 형성되어 있는 3Q18 컨센서스 450억~500억원을 크게 상회할 가능성이 높다. 실적 증가세로 보나, 수익성으로 보나 제주항공에 뒤처지지 않고, 양사는 거의 동일한 수준의 실적을 시현하고 있어 항공기 대수로만 평가한 2위 discount는 합당하지 않다. 다만 최근 면허 취소 리스크가 반영되며 valuation 괴리가 더욱 벌어진 상황인데, 6월부터 관련 사안이 해소된다면 큰 폭의 주가 상승을 볼 수 있을 것이다.

팬오션 주가는 BDI 변동성이 불확실성으로 연결되며 valuation 하락을 겪고 있는 것으로 보이나, 오히려 단기변동성을 활용하여 저점 매수 전략이 유효하다. 연말로 갈수록 상승하는 BDI가 주가 상승에 모멘텀을 줄 수 있을 것이며, 2분기부터 늘어난 선대가 실적 측면에서도 긍정적 영향을 줄 수 있을 것으로 판단한다.

제주항공은 본연의 사업모델대로 실적 증가세를 지속하고 있다. 다만 진에어에 비해 valuation을 본다면 적정한 수준으로 평가받고 있어 상승여력은 크지 않아 보인다. 11월 경 예정인 기체반납이 정비비 증가로 이어질 수 있는 리스크가 존재한다.

아시아나항공이 액면가 수준의 주가에서 탈피하기 위해서는 두 가지 선결요건이 필요한데, 2019년 리스회계 변경에 대비한 영구채 발행에 성공해야 한다. 이럴 경우 증자위험이 사라지게 된다. 두번째로는 valuation의 정상화이다. 대한항공 대비 연간 실적의 규모가 낮아 현재로서는 매력적인 주가로 보기 어렵다. 사드 보복의 기저효과 반영시 큰 폭의 실적 증가가 있을지 아직은 미지수이다.

CJ대한통운의 2Q 실적은 QoQ 소폭 개선될 수 있을 것으로 전망한다. 계절적으로 2Q는 택배 부분의 단위비용이 낮기 때문이다. 다만 1Q에 판관비가 일회성으로 낮게 발생한 바 있어 증익폭은 크지 않을 것으로 보인다. 상반기 실적부진 이후 하반기에는 곤지암 허브 가동과 함께 인건비 부담이 축소될 것이다. 실적이 상반기 대비해서는 개선되겠으나 예년의 수준을 보일 수 있을 지 지켜봐야 한다. 택배단가는 일부회주에 대해 인상이 이루어지겠으나, 소형화물 증가로 구조적 하락 요인이 있어 전체 ASP 하락속도가 둔화되는 정도로 전망한다. 올해까지는 단가 YoY 하락세가 지속될 것이다. 실적추이에 비해 valuation이 높다는 판단이다.

현대글로벌비스는 완성차 지배구조 개편안이 무산되며 주가가 후퇴해 있는 상태이다. 지배구조 개편 재추진 전까지 주가가 상승할 수 있는 모멘텀은 실적이겠으나, 하반기에도 YoY 실적개선 모멘텀은 크지 않을 것으로 보인다. 상반기 대비로는 개선될 것으로 보이는데, 완성차 미국 재고조정으로 과정이 상반기에 마무리 될 전망이다기 때문이다. 해외물류, 특히 미국해외법인의 실적이 회복될 것으로 예상된다.



Fig. 032: 커버리지 투자지연, 목표주가, 밸류에이션, 수익률 요약

종목명	시가총액 (억원)	투자지견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)	2018E		Performance					
						PER(배)	PBR(배)	1W	1M	3M	6M	12M	YTD
현대글로비스	50,438	BUY	180,000	134,500	33.8	10.1	1.2	(1.1)	(13.8)	(5.0)	(5.9)	(14.1)	(1.1)
CJ대한통운	35,131	HOLD	170,000	154,000	10.4	41.6	3.2	4.1	1.3	26.2	2.0	(21.2)	10.0
대한항공	30,113	BUY	46,000	31,750	44.9	8.6	0.8	(0.8)	(4.8)	(2.9)	0.6	(15.3)	(6.2)
아시아나항공	9,985	HOLD	5,300	4,865	8.9	62.6	1.1	(0.9)	(5.4)	5.4	8.5	(13.0)	7.3
제주항공	13,310	BUY	57,000	50,500	12.9	14.1	3.4	1.0	3.3	27.7	44.1	32.6	42.9
진에어	8,835	BUY	45,000	29,450	52.8	9.4	2.8	(4.9)	(8.3)	(6.5)	2.1		11.1
팬오션	28,438	BUY	8,000	5,320	50.4	15.9	1.1	4.5	3.1	(7.5)	(6.5)	1.9	1.0

Source: Fnguide, KTB투자증권

Fig. 033: 운송 글로벌 피어 밸류에이션

			Mkt Cap. (Mil. USD)	Performance(%)					PER (X)		PBR(X)		ROE(%)		EV/EBITDA(X)	
				1W	1M	3M	6M	YTD	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
항공	대한항공	한국	2,799	(0.6)	(3.6)	(6.3)	0.6	(6.2)	7.1	5.7	0.8	0.7	11.0	12.1	5.9	5.5
	아시아나항공	한국	928	(1.8)	(6.1)	0.5	8.5	7.3	9.4	7.1	0.8	0.7	8.2	12.8	6.4	6.2
	제주항공	한국	1,237	(1.0)	3.9	17.6	44.1	42.9	12.3	10.3	3.2	2.5	28.8	27.0	6.0	5.1
	진에어	한국	821	(2.5)	(4.1)	(7.1)	2.1	11.1	8.6	7.6	2.7	2.0	33.7	30.5	3.5	3.1
	ANA	일본	14,023	0.1	6.9	5.2	(4.8)	(6.4)	13.2	12.2	1.4	1.3	10.9	11.0	5.9	5.5
	JAL	중국	13,566	1.2	6.8	1.3	(0.5)	(3.4)	11.7	12.2	1.3	1.2	11.9	10.3	4.0	3.8
	Air China	중국	23,305	5.2	(3.2)	(12.6)	19.4	2.0	12.6	9.5	1.2	1.1	9.6	11.9	7.0	5.9
	China Southern	중국	14,866	7.4	5.8	(12.5)	18.7	6.1	11.4	8.4	1.3	1.1	11.2	14.0	6.7	5.6
	China Eastern	중국	16,118	9.0	8.8	3.3	46.0	17.6	13.6	10.6	1.3	1.2	9.7	11.7	7.0	5.9
	Cathay Pacific	중국	6,799	6.4	4.6	0.1	20.4	11.9	48.6	13.6	0.9	0.8	1.6	5.3	9.4	7.1
	Singapore Air	싱가폴	10,124	0.1	3.8	4.3	8.2	7.1	17.2	16.8	1.0	1.0	5.7	5.8	5.3	4.7
	SouthWest	미국	29,268	(0.9)	(2.8)	(15.4)	(20.3)	(22.9)	11.6	9.8	2.6	2.1	23.3	23.4	6.6	5.8
	Delta Airlines	미국	37,943	(0.6)	3.9	(3.6)	1.2	(3.4)	9.1	7.8	2.5	2.0	28.8	28.5	5.6	5.1
	Lufthansa	미국	12,755	(1.9)	(5.4)	(10.8)	(23.7)	(25.2)	5.2	4.9	1.0	0.8	19.7	18.4	2.6	2.5
	Qantas	영국	8,368	1.6	5.0	8.5	21.3	28.6	10.2	10.0	3.0	2.5	29.7	25.5	4.3	4.3
	Spring Airlines	독일	5,508	2.2	10.2	13.3	2.2	3.2	21.2	16.1	2.8	2.4	14.6	15.9	15.7	12.2
	Ryanair	호주	21,902	(3.7)	3.4	(0.9)	(8.9)	6.7	13.7	12.4	3.4	2.8	26.9	25.0	8.6	8.1
해운	현대상선	한국	1,641	(4.2)	(1.2)	29.2	9.5	12.7	-	-	-	-	-	-	-	-
	Evergreen	대만	1,989	(0.7)	(1.0)	(4.2)	(9.2)	(9.5)	14.8	10.5	0.9	0.8	5.7	8.1	12.3	9.3
	Yang Ming	대만	747	1.2	(7.2)	(11.9)	(14.3)	(16.5)	-	11.4	1.1	1.0	(17.9)	10.4	20.5	8.6
	OOIL	홍콩	5,927	0.1	2.0	1.8	(1.3)	(1.5)	41.0	22.1	1.2	1.2	3.0	5.6	11.2	9.7
	CSCL	중국	4,258	1.4	3.4	(5.1)	(0.7)	(6.3)	-	-	-	-	-	-	-	-
	Maersk	덴마크	30,528	0.6	(9.0)	2.5	(9.8)	(11.6)	39.4	15.6	1.0	1.0	4.6	6.5	9.1	6.9
	MOL	일본	3,190	(0.1)	(11.4)	(7.9)	(20.9)	(23.0)	12.4	8.1	0.6	0.6	5.4	7.9	12.6	10.5
	NYK	일본	3,569	2.9	(4.5)	5.6	(15.4)	(16.4)	14.9	10.6	0.7	0.7	4.4	6.4	10.6	9.7
	China Cosco	중국	8,221	(2.8)	6.8	(0.2)	12.2	5.0	23.5	16.2	1.5	1.3	19.0	33.5	15.6	14.1
	팬오션	한국	2,644	5.1	(2.7)	(6.2)	(6.5)	0.9	16.6	12.5	1.1	1.0	6.9	8.4	9.8	8.5
육운	U-Ming	대만	961	0.9	(4.6)	(6.2)	(9.9)	(7.0)	32.6	-	1.2	-	-	-	-	-
	Pacific Basin	대만	1,252	4.8	5.8	2.8	31.7	30.2	15.6	8.2	1.0	0.9	7.7	12.1	8.3	6.6
	CSD	중국	2,829	(1.8)	9.8	1.9	8.4	2.6	13.4	9.2	0.5	0.5	3.9	5.7	10.8	8.9
	Dryships	그리스	423	5.3	11.5	5.8	3.7	18.1	-	-	-	-	-	-	-	-
	현대글로비스	한국	4,689	0.0	(13.5)	(5.6)	(5.9)	(1.1)	9.1	8.3	1.1	1.0	13.2	13.1	5.9	5.4
	CJ대한통운	한국	3,266	3.0	(6.9)	20.3	2.0	10.0	32.7	24.6	1.2	1.1	4.0	4.8	14.6	12.1
	일본통운	일본	7,838	6.0	4.9	25.4	15.9	14.8	17.4	16.6	1.4	1.3	8.5	8.4	8.4	8.1
	Yamato	일본	12,344	3.4	13.4	21.7	39.8	44.9	34.1	26.7	2.2	2.1	6.8	8.3	11.2	9.5
	Sinotrans	홍콩	3,362	(0.7)	(5.2)	(4.6)	16.0	13.8	9.4	8.4	0.9	0.8	10.9	11.4	5.2	4.7
	UPS	미국	100,473	(0.6)	2.3	5.6	(2.5)	(2.1)	16.1	14.8	29.9	15.7	270.0	138.8	11.6	10.6
	FedEx	미국	69,516	2.6	5.0	5.3	8.1	4.3	17.2	14.9	3.7	3.2	21.5	21.4	9.7	8.5
	Expeditors	미국	13,367	1.2	6.8	18.2	18.7	18.3	24.1	22.6	6.9	7.0	27.7	28.9	14.3	13.5
	CH Robinson	미국	12,298	0.9	4.4	(3.7)	(0.1)	(0.9)	20.2	18.3	8.0	7.5	39.5	40.5	14.1	12.9
	DP DHL	독일	45,287	(5.5)	(8.4)	(16.2)	(22.9)	(21.6)	14.1	12.7	2.8	2.5	21.9	24.5	7.3	6.9
육운	Kuehne & Nagel	스위스	18,545	1.3	(2.7)	1.9	(12.0)	(11.7)	22.6	21.0	7.4	7.0	33.9	34.8	14.1	13.1
	DSV	덴마크	15,777	0.3	3.2	11.3	9.1	8.7	24.9	22.1	6.3	6.0	26.3	28.5	17.3	16.1
	Singapore Post	싱가폴	2,306	3.0	2.3	(0.7)	7.1	9.7	24.3	20.9	1.8	1.8	8.3	9.0	14.8	13.5

Source: Bloomberg, KTB투자증권



▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.

당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.

당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.

본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY :	80%	HOLD :	18%	SELL :	2%
-------	-----	--------	-----	--------	----

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자등급은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -5%이상~+15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 마제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자등급은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자등급과 다를 수 있음.

• Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우

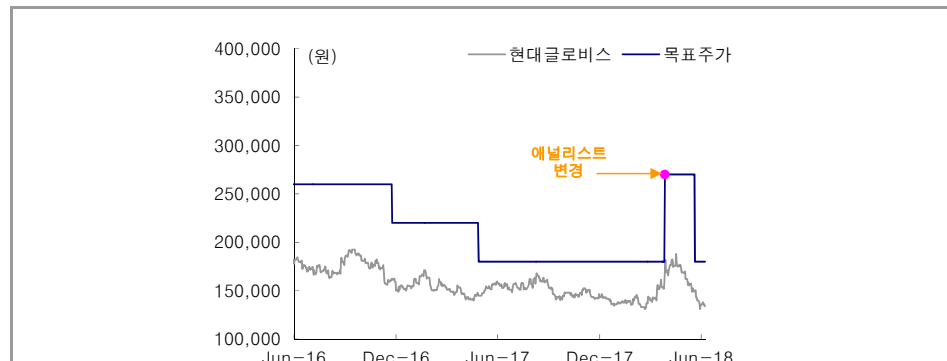
• Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

• Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

현대글로비스 (086280)



일자	2015.10.2	2016.11.24	2017.4.28	2019.9.4	애널리스트 변경	2018.3.29
투자의견	BUY	BUY	BUY	SUSPENDED	변경	BUY
목표주가	260,000원	220,000원	180,000원			270,000원
일자	2018.5.23					
투자의견	BUY					
목표주가	180,000원					

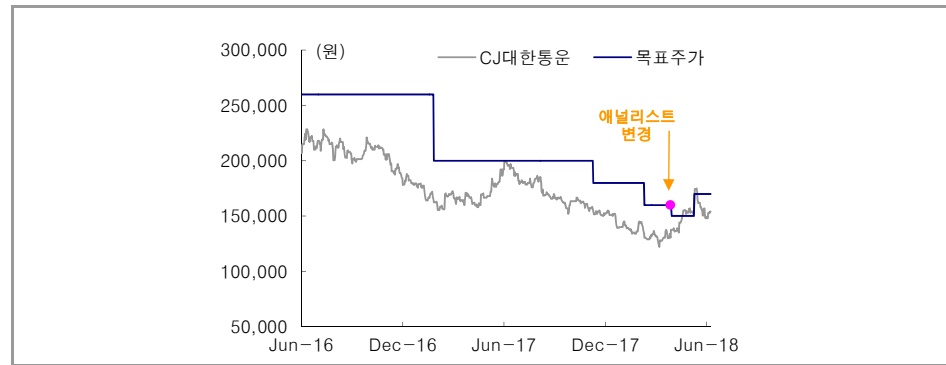
	일자	수정목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
목표주가 대비 실제주가 괴리율	2017.07.28	180,000원	149,545원	188,000원	-16.92	4.44
	2018.03.29	270,000원	160,865원	188,000원	-40.42	-30.37
	2018.05.23	180,000원	137,125원	143,000원	-23.82	-20.56

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2018년 6월 8일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가



CJ대한통운 (000120)



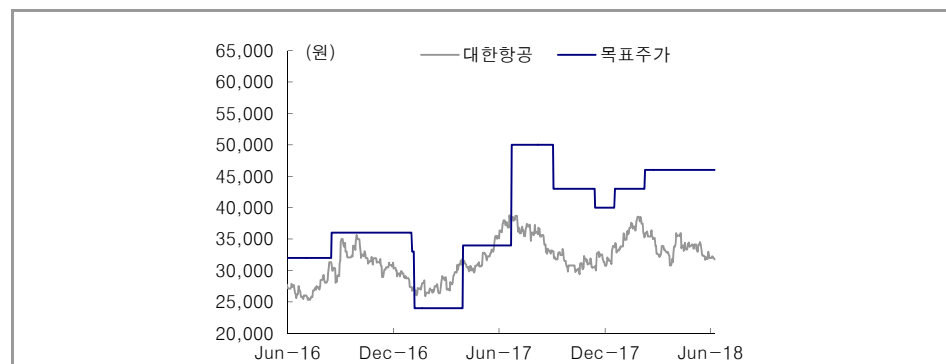
일자	2016.5.19	2017.01.26	2017.05.12	2017.11.9	2018.2.9	에널리스트
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	변경
목표주가	260,000원	200,000원	200,000원	180,000원	160,000원	
일자	2018.4.2	2018.5.11				
투자의견	HOLD	HOLD				
목표주가	150,000원	170,000원				

	일자	수정목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
목표주가 대비 실제주가 괴리율	2017.08.04	200,000원	150,252원	185,000원	-24.87	-7.5
	2017.11.09	180,000원	144,180원	175,000원	-19.9	-2.78
	2018.02.09	160,000원	143,259원	175,000원	-10.46	9.38
	2018.04.02	150,000원	151,804원	175,000원	1.2	16.67
	2018.05.11	170,000원	157,711원	175,000원	-7.23	2.94

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2018년 6월 8일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

대한항공 (003490)



일자	2016.4.1	2016.8.16	2016.8.31	2016.10.4	2016.12.5	2017.1.2
투자의견	HOLD	HOLD	BUY	HOLD	BUY	BUY
목표주가	32,000원	36,000원	36,000원	36,000원	36,000원	33,000원
일자	2017.1.6	2017.4.3	2017.5.12	2017.6.26	2017.9.4	2017.11.15
투자의견	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	24,000원	34,000원	38,000원	50,000원	43,000원	40,000원
일자	2017.12.18	2018.2.9				
투자의견	BUY	BUY				
목표주가	43,000원	46,000원				

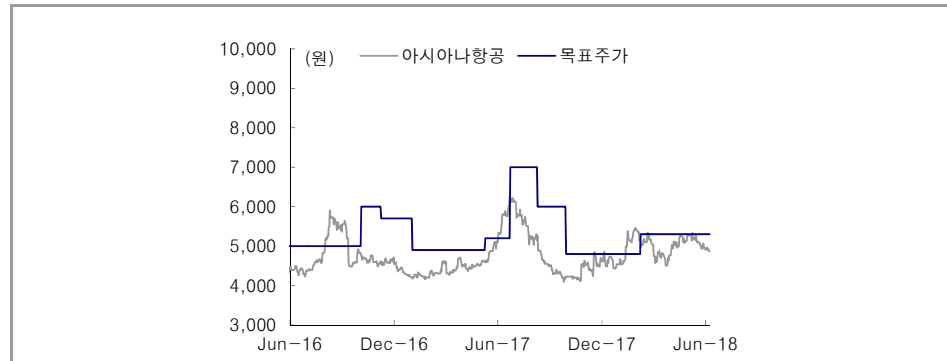
	일자	수정목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
목표주가 대비 실제주가 괴리율	2017.06.26	50,000원	33,799원	38,700원	-32.4	-22.6
	2017.09.04	43,000원	33,260원	38,550원	-22.65	-10.35
	2017.11.15	40,000원	33,941원	38,550원	-15.15	-3.63
	2018.12.18	43,000원	34,348원	38,550원	-20.12	-10.35
	2018.02.09	46,000원	33,570원	36,400원	-27.02	-20.87

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2018년 6월 8일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가



아시아나항공 (020560)



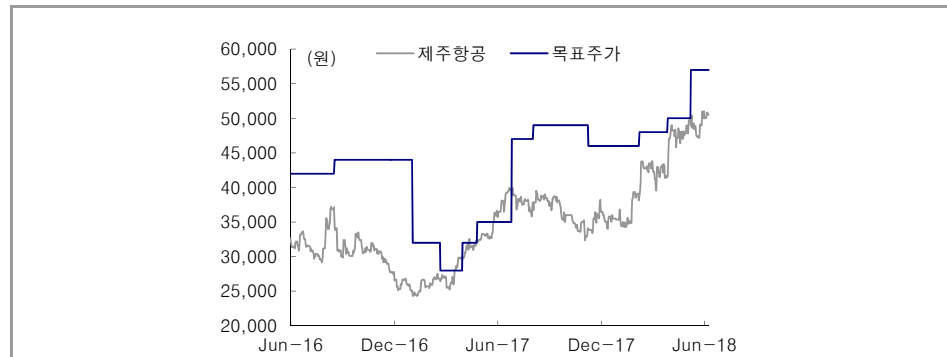
일자	2016.4.1	2016.10.4	2016.11.8	2017.1.2	2017.5.11	2017.6.26
투자의견	HOLD	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	5,000원	6,000원	5,700원	4,900원	5,200원	7,000원
일자	2017.8.11	2017.10.10	2018.2.8			
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD			
목표주가	6,000원	4,800원	5,300원			

	일자	수정목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
목표주가 대비 실제주가 괴리율	2017.06.26	7,000원	4,881원	6,220원	-30.27	-11.14
	2017.08.11	6,000원	4,759원	5,460원	-20.68	-9
	2017.10.10	4,800원	4,829원	5,460원	0.6	13.75
	2018.02.08	5,300원	5,001원	5,340원	-5.64	0.75

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2018년 6월 8일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

제주항공 (089590)



일자	2016.4.1	2016.8.17	2017.1.2	2017.2.20	2017.4.3	2017.4.27
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	42,000원	44,000원	32,000원	28,000원	32,000원	35,000원
일자	2017.06.27	2017.8.4	2017.11.8	2017.2.7	2018.4.2	2018.5.9
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	47,000원	49,000원	46,000원	48,000원	50,000원	57,000원

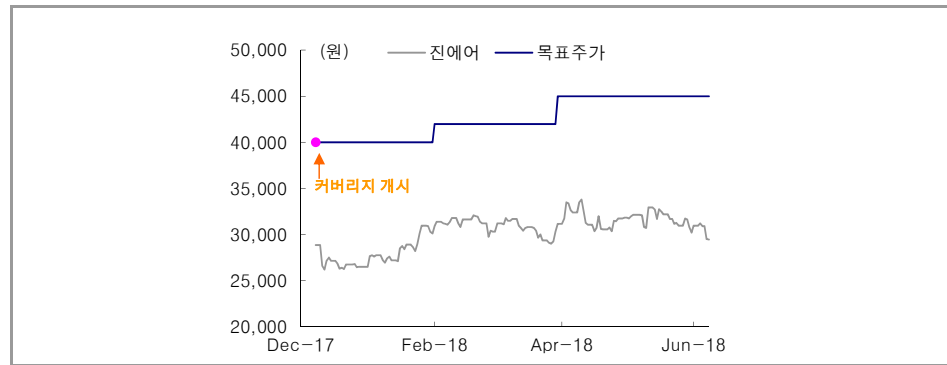
	일자	수정목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
목표주가 대비 실제주가 괴리율	2017.06.27	47,000원	39,739원	51,000원	-15.45	8.51
	2017.08.04	49,000원	40,000원	51,000원	-18.37	4.08
	2017.11.08	46,000원	41,471원	51,000원	-9.85	10.87
	2018.02.07	48,000원	45,871원	51,000원	-4.44	6.25
	2018.04.02	50,000원	48,554원	51,000원	-2.89	2
	2018.05.09	57,000원	49,283원	51,000원	-13.54	-10.53

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2018년 6월 8일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가



진에어 (272450)



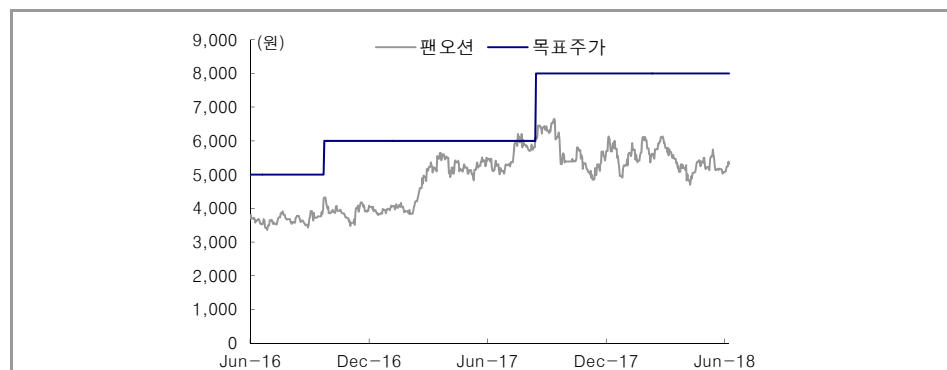
일자	커버리지	2017.11.20	2018.2.2	2018.4.2
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY
목표주가		40,000원	42,000원	45,000원
일자				
투자의견				
목표주가				

목표주가 대비	일자	수정목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가	2017.12.08	40,000원	30,245원	33,800원	-24.39	-15.5
괴리율	2018.02.02	42,000원	31,277원	33,800원	-25.53	-19.52
	2018.04.02	45,000원	31,644원	33,800원	-29.68	-24.89

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2018년 6월 8일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

팬오션 (028670)



일자	2016.2.29	2016.5.19	2016.9.23	2017.08.16
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	4,000원	5,000원	6,000원	8,000원
일자				
투자의견				
목표주가				

목표주가 대비	일자	수정목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가	2017.07.03	6,000원	5,587원	6,650원	-6.88	10.83
괴리율	2017.08.16	8,000원	5,557원	6,650원	-30.54	-16.88

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2018년 6월 8일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.