

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈

19

운송

After Disasters

Overweight

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
팬오션(028670)	Buy	6,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
CJ대한통운(000120)	Buy	228,000원
제주항공(089590)	Buy	44,000원
대한항공(003490)	Buy	43,000원

운송

After Disasters



운송/자동차부품

Analyst 이종현

02. 6454-4868

jonghyun_lee@meritz.co.kr

Contents

Part I	1H19 Review, 소란스러웠으나	9
Part II	이슈분석 (항공) - LCC 중국노선 수익성은?	17
Part III	2H19 전망 (해운)	31
Part IV	2H19 전망 (항공)	41
기업분석	팬오션(028670) 개선될 업황, 회복될 기업가치	48
	CJ 대한통운(000120) 먼저 맞고 가서 편하다	52
	제주항공(089590) 2H19 일본기저 및 중장기 중국노선 성장에 주목	56
	대한항공(003490) 화물부문 부진심화가 아쉽다	60

I 1H19 Review, 소란스러웠으나

- 육운(택배): 단가인상 기대감으로 올랐던 주가, 단가인상 불구 부진한 1분기 실적 기록하며 하락
- 해운(벌크): 발레사태로 부진했던 주가, BDI와 함께 반등하는 듯 했지만 무역분쟁 심화로 상승분 반납
- 항공: 경영권분쟁 · 승계이슈 · 아시아나사태 · Max추락사태 · 중국운수권배분 · LCC 신규면허발급 등 다양한 이슈가 지속 발생되며 주가 변동성 확대되었지만 달러강세 국면에서 상승분 반납

II 이슈분석 (항공) - LCC 중국노선 수익성은?

- 5년 만에 중국노선 운수권 배분 이후 기쁨도 잠시 중국노선 수익성 우려 발현
- 우려의 근거는 중국항공사의 저가공세 가능성. 실제 중국항공사들은 전면 또는 부분 자유화 노선에서 저가공세를 통해 압도적 점유율 확보
- 당사는 다섯가지 이유에서 수익성 우려가 기우라고 판단
 - ① 항공자유화가 아닌 제한적 공급증대 → 공급 타이트한 상황에서 M/S 경쟁 유인 적음 → 실제 지난 수년간 한-중노선의 M/S는 50대 50을 유지 & 중국 업체의 저가공세로 유독 중국노선의 가격이 크게 빠지는 현상 또한 부재
 - ② 일반적으로 단거리 노선의 수익성이 높음 (중국·일본노선 > 동남아노선 > 장거리노선)
실제 일본항공사·아시아나항공의 사례에서 중국노선 Yield가 다른 노선대비 +60-80% 높다는 점 확인
 - ③ 수요 확보가 용이할 것으로 예상되는 1-3유형 노선 비중이 65% 이상
 - ④ 일부 4유형 노선은 장가계 (영화 아바타 배경), 시안(진시황릉), 옌지 (백두산) 등 핵심관광지를 타겟
 - ⑤ 향후 우호적인 인바운드 수요 전망 (향후 두자리수 회복세 지속) 감안하면 안정적 수요 확보 가능성 높음
- 중국 노선에 대해 단기 수익성 우려보다는 고수익·고성장 market에 대한 exposure 확대 관점에서 접근해야 한다는 판단

III 2H19 전망 (해운)

- 2H19 BDI(업황) 회복에 따른 팬오션 기업가치 개선 예상
- 1-4월 BDI를 눌렀던 요인은 1) 계절적 비수기, 2) 발레사태, 3) 호주 허리케인, 4) 중국 철강생산제재 연장, 5) 중국의 호주산 석탄수입제재, 6) 무역분쟁 등이 존재. 하반기 상기 요인들의 점진적 해소와 IMO 환경규제로 인한 폐선 증가로 업황 개선세 전망
- BDI는 1Q19 812pt → 2Q19 1,000pt (6월3일 현재 1,097pt / QTD 909pt) → 3Q19 1,200 → 4Q19 1,400pt
18년 1,333pt (YoY +16.4%) → 19년 1,100pt (YoY -17.5%) → 20년 1,320pt (YoY +20.0%) 예상
- [발레사태] 브라질 수출 물량은 발레사태의 영향에서 회복 중. 가동 중단된 CAPA의 33%를 차지하는 Brucutu mine의 재가동 허가시 회복에 탄력 붙을 전망. S11D 프로젝트를 포함한 기타 광산의 램프업 또한 업황 회복을 이끌 전망
- [미·중 무역분쟁] 현재 노이즈로 작용하고 있는 미·중 무역분쟁은 당사 이코노미스트에 따르면 3분기 중 해소에 무게
- [IMO 환경규제] 19년 4월 누적 폐선량은 394만DWT(케이프 한정 341만DWT)으로 전년동기대비 +129.2% 증가. 아직은 11-12년, 15-16년 폐선 사이클과 비교시 절대적인 규모는 작은 편이나 하반기 들어가며 20년 선령 이상의 노후화된 선박을 중심으로 폐선량 확대를 예상

IV Top-pick: 팬오션

- **팬오션** [Buy, TP: 6,000원]: 2H19, 2020년 업황 개선에 힘입어 기업가치 회복 가능할 전망
- **CJ대한통운** [Buy, TP: 228,000원]: 2Q19부터 택배단가 인상효과 본격화되며 1분기 실적을 저점으로 분기 실적 우상향 전망
- **제주항공** [Buy, TP: 44,000원]: 2Q19 실적 부진 불가피하나 2H19 일본 자연재해 기저효과 및 중장기 중국노선 성장 방향성에 주목
- **대한항공** [Buy, TP: 43,000원]: 2H19 화물부문 부진 심화로 기업가치개선 더딘 속도로 진행 예상

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈

19

Part I

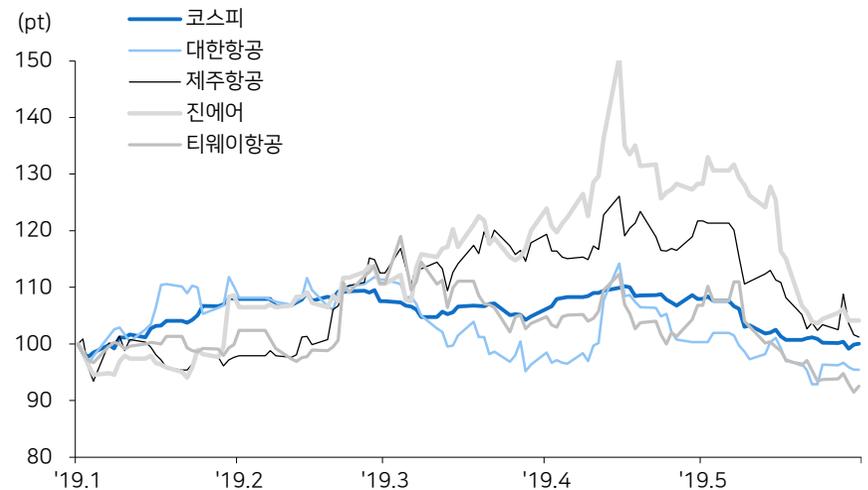
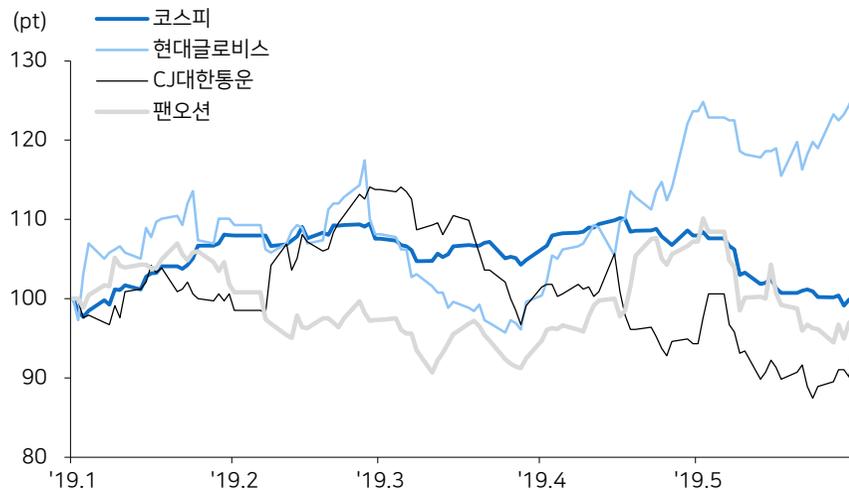
1H19 Review, 소란스러웠으나

1H19 Review: 소란스러웠지만 소득은 적었던 상반기

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

- 육운(택배): 단가인상 기대감으로 올랐던 주가, 단가인상 불구 부진한 1분기 실적 기록하며 하락
- 해운(벌크): 발레사태로 부진했던 주가, BDI와 함께 반등하는 듯 했지만 무역분쟁 심화로 상승분 반납
- 항공: 경영권분쟁·승계이슈·아시아나사태·Max추락사태·중국운수권배분·신규면허발급 등 다양한 이슈가 지속 발생되며 주가 변동성 확대되었지만 달러강세 국면에서 상승분 반납
- 현대글로벌비스: 1분기 비우호적 지배구조개편 가능성 발생되며 하락했던 주가, 완성차 턴어라운드 및 1분기 실적 호조로 지수대비 Out-perform

운송업종 주요업체 상반기 주가흐름



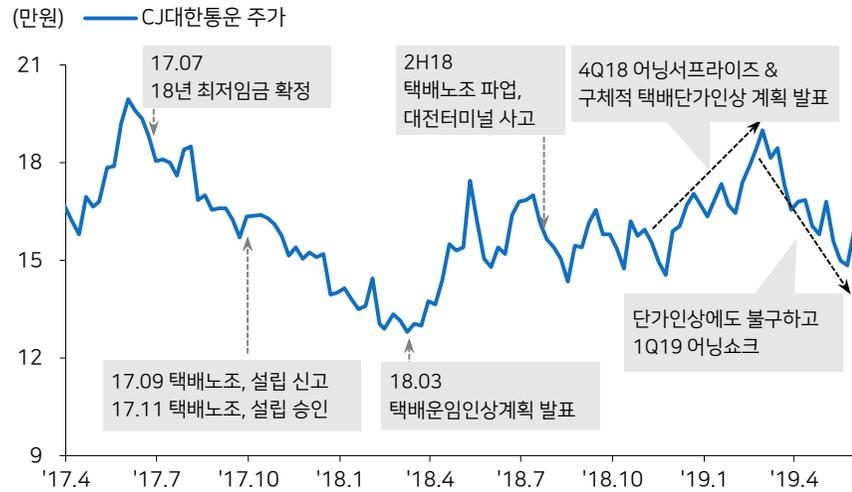
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

1H19 Review (택배): 택배부문 기대감과 실망감이 주가방향성을 좌우

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

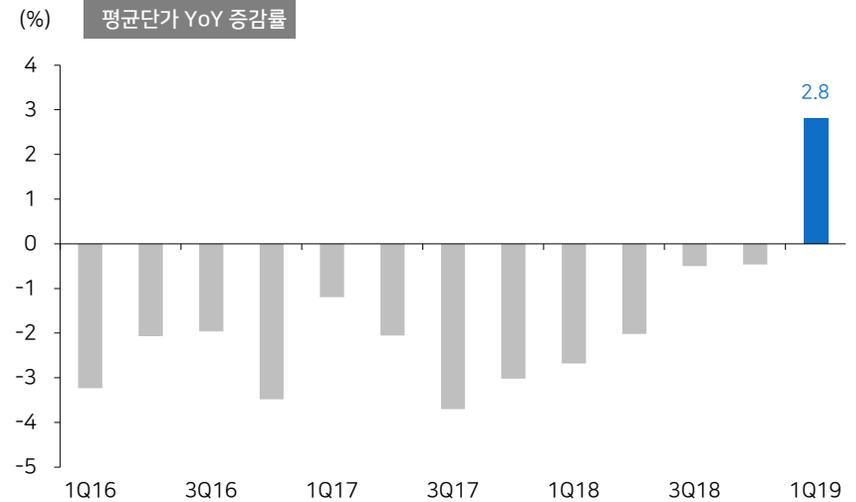
- CJ대한통운 주가는 17년 이후 택배부문에 민감하게 반응하는 중
- 1H19 동사의 주가는 4Q18 호실적 발표와 19년 3월부터 단가인상을 시행하겠다는 발표로 단기에 급등 (+26%)했으나, 1분기 YoY +2.8% 택배단가 상승에도 불구하고 부진한 실적을 시현하며 상승분 반납
- 프리뷰 조정 전 1Q 영업이익 컨센서스 650억원 vs. 실제 1Q 영업이익 453억원 (시장기대치 -30% 하회)

CJ대한통운 주가추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

CJ대한통운 택배단가 추이



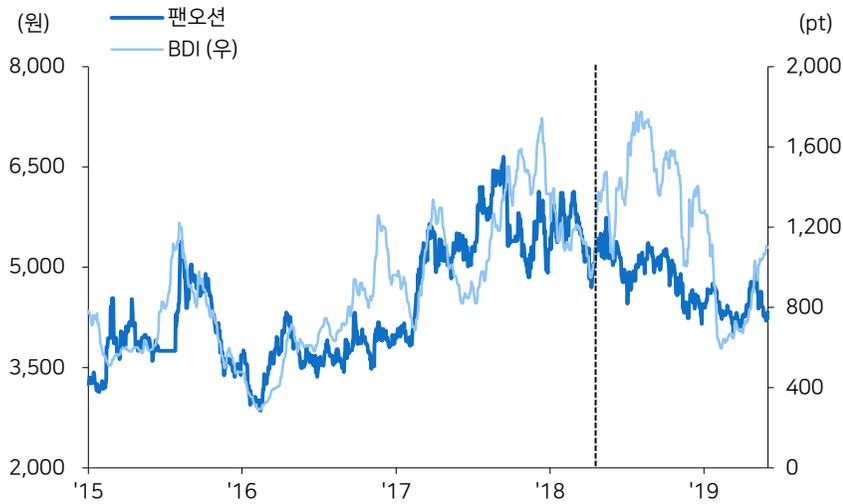
자료: CJ대한통운, 메리츠증권증권 리서치센터

1H19 Review (해운): 발레사태 & 무역분쟁으로 부진한 수익률 실현

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

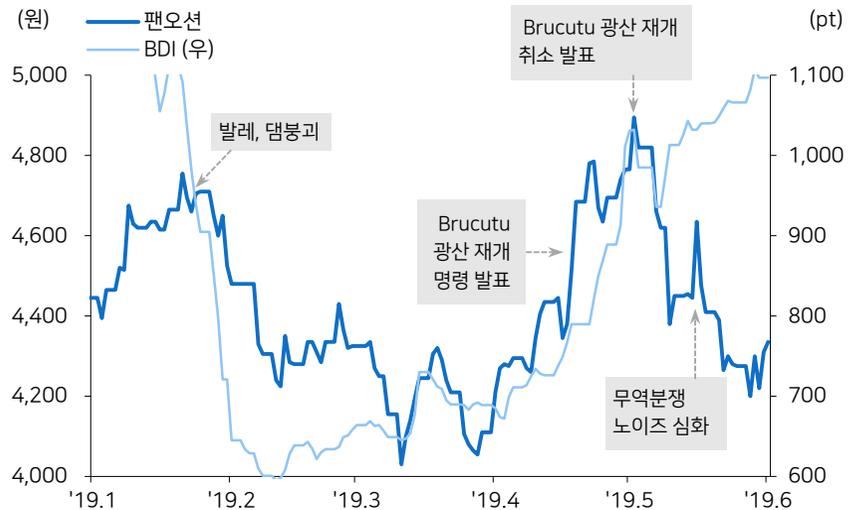
- 팬오션 주가는 회생절차 종료 이후 BDI와 동행해 왔으나 17-18년 BDI 흐름과 다소 무관한 실적이 지속되며 동행성 약화
- 그럼에도 불구하고 여전히 BDI와 주가는 유사한 방향성을 보이고 있음
- 1H19 팬오션 주가와 BDI는 발레 댐 붕괴 사태 이후 부진한 흐름을 보이다 계절적 비수기 종료 및 발레 Brucutu 광산활동 재개명령 발표로 빠른 반등세 (5주간 +20%) 시현
- 그러나 상급법원의 광산재개명령 취소와 미-중 무역분쟁 노이즈 심화로 주가는 상승분을 반납

팬오션 주가 vs. BDI 추이 (최근 4년간)



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

팬오션 주가 vs. BDI 추이 (1H19)

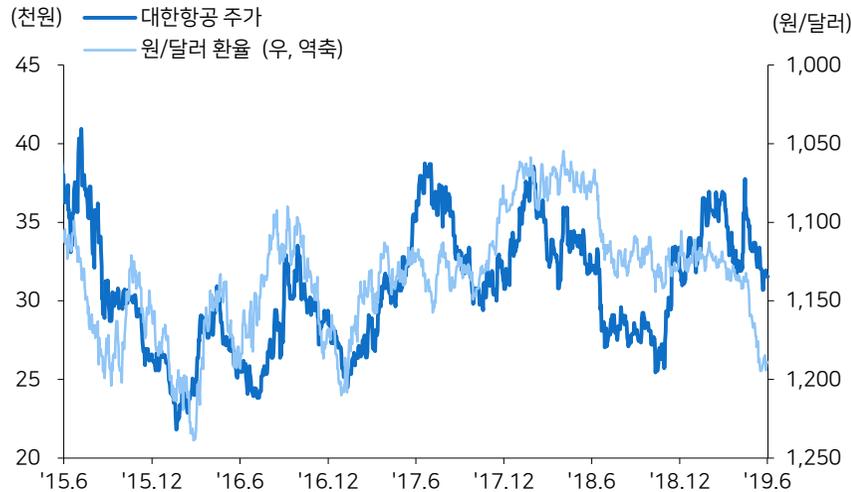


자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

1H19 Review (항공): 소란스러웠지만 주가는 제자리

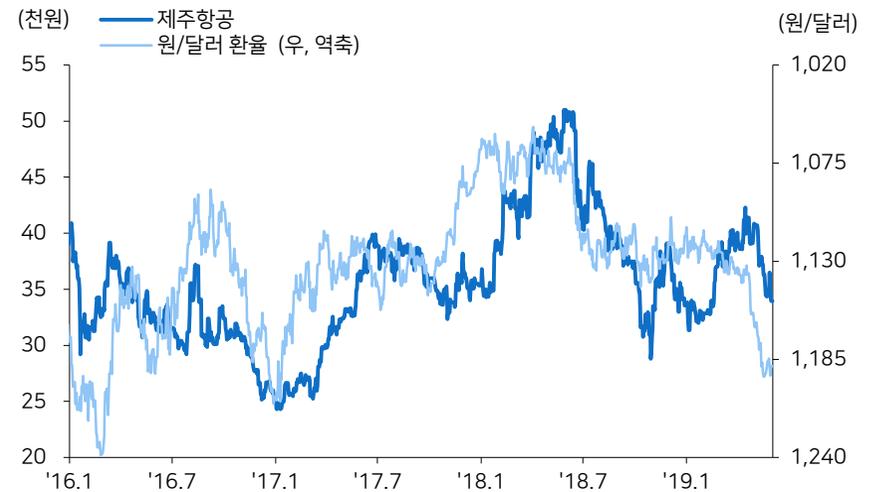
- 항공주 주가는 역사적으로 매크로변수 (환율·유가)와 동행성 존재
- 물론 수급 상황을 대변하는 영업지표인 Yield와 L/F 방향성 또한 중요하지만 환율과 유가가 실적에 미치는 영향이 절대적이기 때문
- 1H19 항공주 주가는 FSC와 LCC의 차별화된 실적 실현 뿐만 아니라 다양한 이슈 (경영권분쟁·승계이슈·아시아나사태·Max추락사태·중국운수권배분·신규면허발급 등)가 지속 발생되며 주가 변동성 확대되었지만 최근 두 달간의 달러강세 국면에서 상승분 반납

대한항공 주가 vs. 환율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

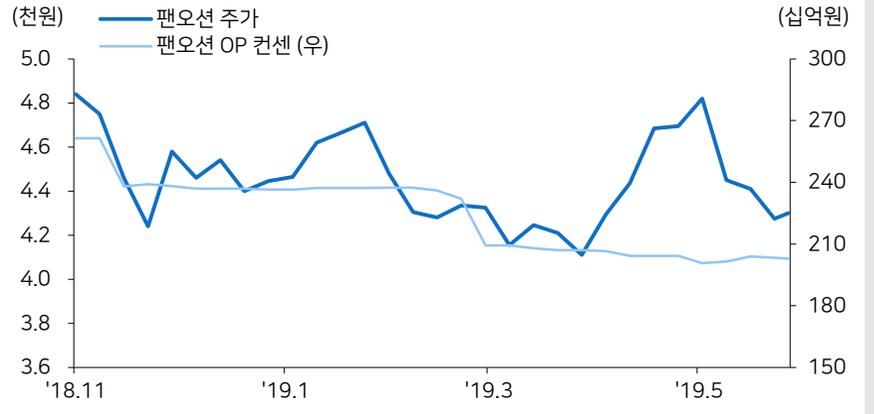
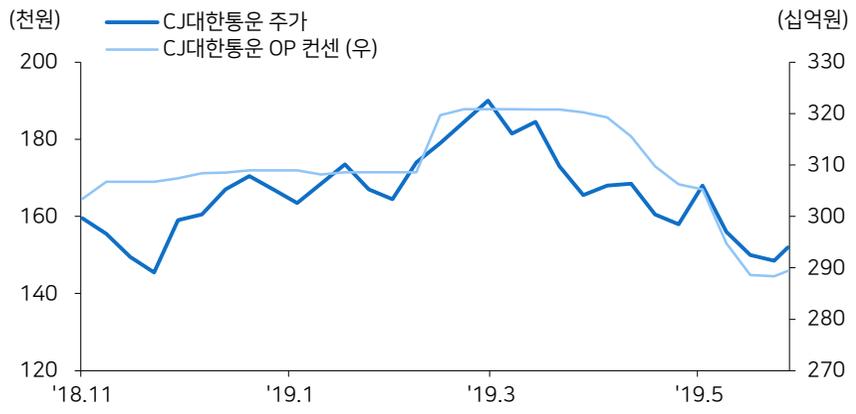
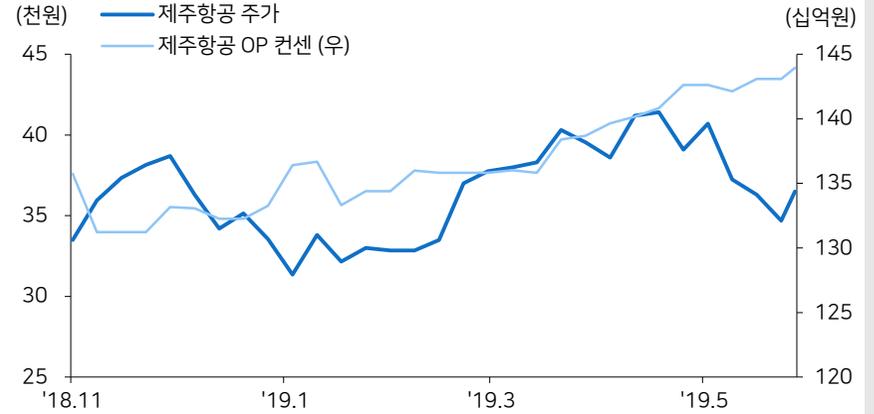
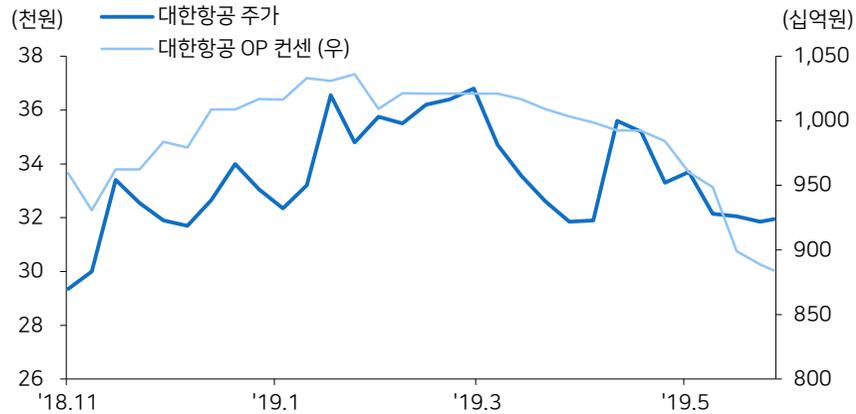
제주항공 주가 vs. 환율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

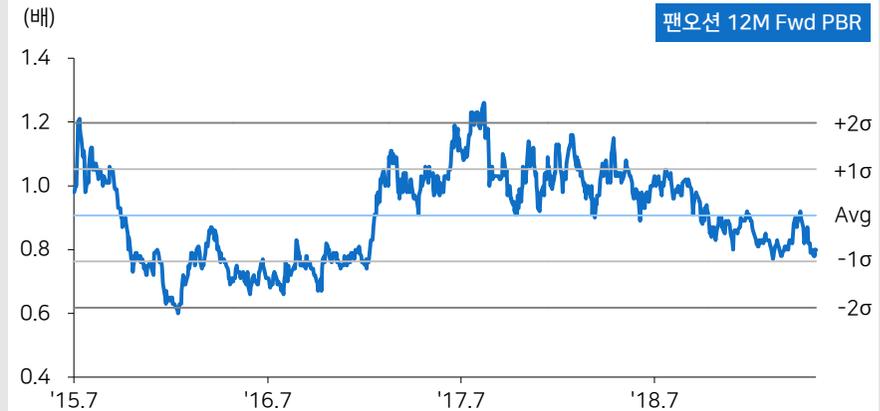
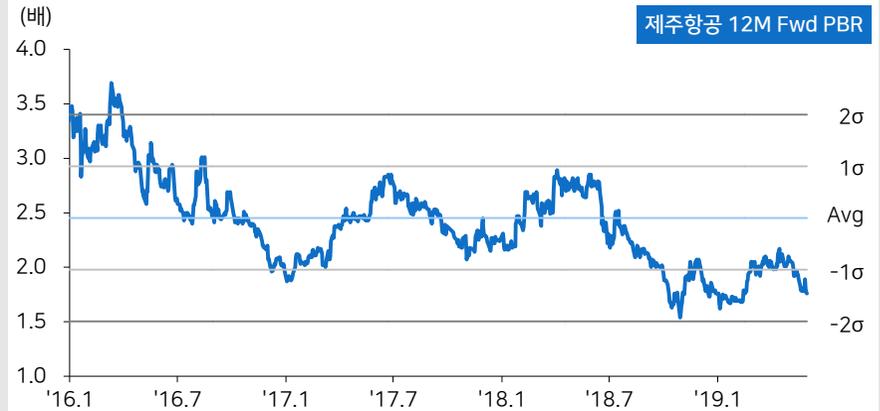
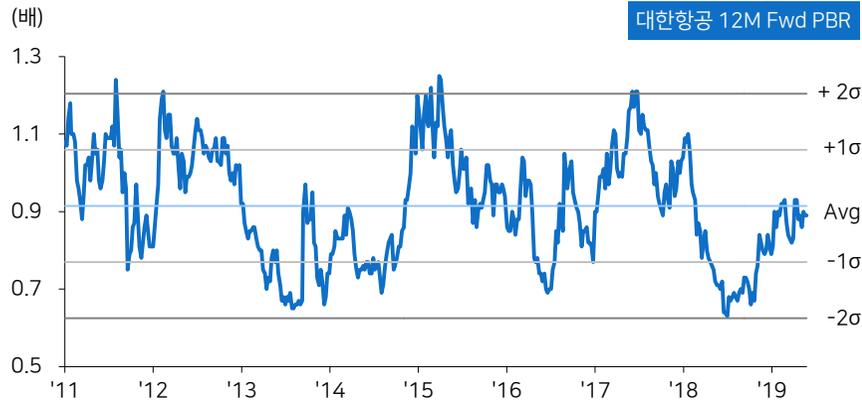
1H19 주가 및 19년 컨센서스 추이

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters



밸류에이션 차트

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters



Part II

이슈분석 (항공) - LCC 중국노선 수익성은?

5년 만에 배분된 중국노선 운수권, 이제 시장의 관심은 수익성

- 지난 5월 2일 국토부는 한·중 항공회담을 통해 확보한 중국노선 운수권을 배부
- 연초 예상했던 수준 이상의 운수권 배분이 이루어진 점은 긍정적이었으나
 이내 시장의 관심은 '중국노선에서 과연 돈을 벌 수 있을지'로 이동

신규 중국노선 운수권 배분 현황

도시	도시	성	도시 인구수 (만 명)	성 인구수 (만 명)	핵심/비핵심	주요 공항	유형	기존운항현황	배분대상	대한항공	아시아나	제주항공	에어부산	티웨이	이스타	에어서울	
인천	베이징(서우두)	베이징	2,171	2,171	핵심	주요공항	1유형	대한항공(14) 아시아나(17)	주7회	4	3						
인천	베이징(다싱 新)	베이징	2,171	2,171	핵심	주요공항	1유형		주7회			4		3			
인천	상하이	상하이	2,418	2,418	핵심	주요공항	1유형	대한항공(21) 아시아나(28)	주7회						7		
부산	상하이	상하이	2,418	2,418	핵심	주요공항	2유형	대한항공(9) 아시아나(5)	주7회		2						
제주	베이징	베이징	2,171	2,171		주요공항	2유형	대한항공(7)	주7회			7					
제주	상하이	상하이	2,418	2,418		주요공항	2유형	진에어(7)	주7회						7		
대구	베이징	베이징	2,171	2,171		주요공항	2유형	제주항공(3)	주7회					7			
대구	상하이	상하이	2,418	2,418		주요공항	2유형	티웨이(4)	주3회					3			
인천	엔지	지린성	65	2,717	핵심	주요공항	3유형	대한항공(7) 아시아나(7)	주7회		1	6					
인천	선양	랴오닝성	776	4,369	핵심	주요공항	3유형	대한항공(14)	주7회					7			
인천	선전	광둥성	1,253	11,169	핵심	주요공항	3유형	대한항공(7) 아시아나(7)	주7회		1		6				
인천	정저우	허난성	1,012	6,860		주요공항	3유형	대한항공(7)	주4회						4		
인천	난징	장쑤성	834	8,029		주요공항	3유형	아시아나(7)	주4회	4							
인천	항저우	저장성	900	5,657		주요공항	3유형	아시아나(7)	주3회	3							
인천	하얼빈	헤이룽장성	971	3,789		주요공항	3유형	아시아나(7)	주3회			3					
인천	청두	쓰촨성	1,404	8,302		주요공항	3유형	아시아나(8)	주3회				3				
인천	우한	후베이	1,061	5,902		주요공항	3유형	대한항공(5)	주3회					3			
인천	원저우	저장성	764	5,657		주요공항	3유형	티웨이(3)	주3회					3			
인천	장가계	후난성	148	9,559		주요공항	3유형		주6회	3					3		
인천	난퉁	장쑤성	766	8,029		주요공항	3유형		주3회			3					
인천	닝보	저장성	607	5,657		주요공항	3유형		주3회				3				
부산	장가계	후난성	148	6,737		주요공항	4유형	에어부산(2)	주6회			3	3				
부산	엔지	지린성	65	2,717		주요공항	4유형	에어부산(3)	주6회				3		3		
청주	엔지	지린성	65	2,717			4유형	이스타(3)	주3회					3			
청주	하얼빈	헤이룽장성	971	3,789			4유형	이스타(1)	주3회						3		
제주	시안	산시성	825	3,702		주요공항	4유형	진에어(3)	주3회			3					
청주	장가계	후난성	148	6,860			4유형		주3회						3		
무안	장가계	후난성	148	6,860			4유형		주3회			3					
무안	엔지	지린성	65	2,717			4유형		주3회								
대구	장가계	후난성	148	6,860		주요공항	4유형		주3회					3			
대구	엔지	지린성	65	2,717		주요공항	4유형		주3회					3			
TOTAL										139	14	7	35	18	35	27	3

주: 주요공항: 아웃바운드 수요확보가 용이한 인천, 부산, 대구, 제주

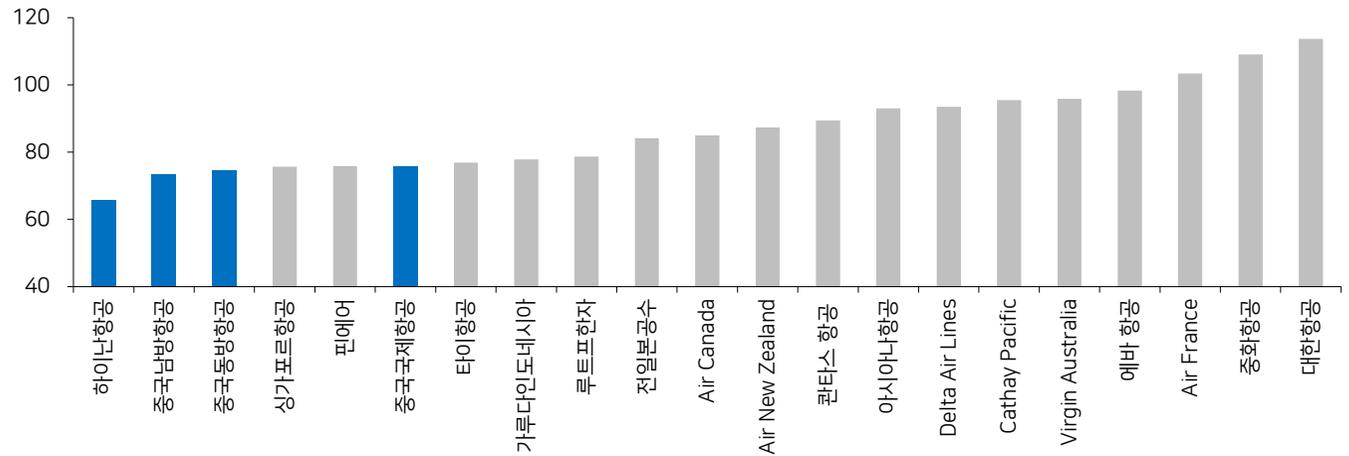
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

우려의 근거는 중국의 저가 공세 가능성

- 우려의 근거는 비용경쟁력에 기반한 중국의 저가 공세 가능성
- 중국업체들은 1) 규모의 경제 (항공기보유대수), 2) 국영유류공급기업, 3) 보조금 (16년 기준 1.4 조원, 18년 기준 2.2조원) 을 바탕으로 글로벌 항공사 대비 원가경쟁력을 확보
 - 기재수: 대한항공 169대 vs. 중국남방항공 754대, 중국국제항공 413대, 중국동방항공 510대
- 이는 공격적인 가격전략의 기반이 되어 같은 노선을 취항하는 타 국가 항공사들에 위협으로 작용

글로벌 FSC ASK당 영업비용

(원/km) ASK당 영업비용 (2017년)

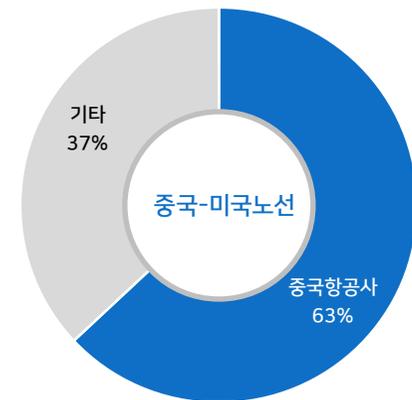
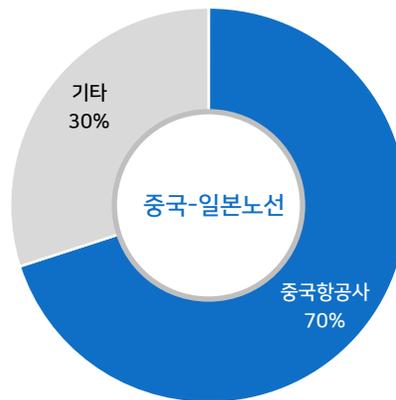
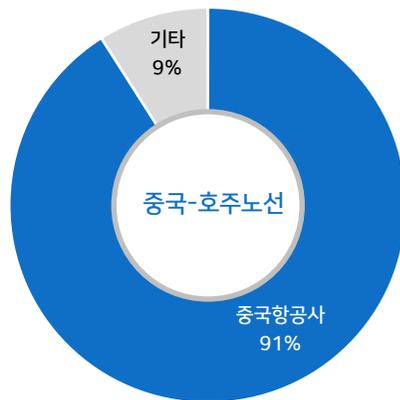


자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

실제로 중국 항공사는 저가공세를 통해 주요 노선 점유율을 잠식

- 실제로 중국항공사들은 전면 또는 부분 자유화 노선에서 저가공세를 통해 압도적 점유율을 확보
- 수익성 악화로 중국 노선을 폐지하는 업체들이 속출
 - 미국 아메리칸항공: 18년 5월 시카고-베이징 노선 폐지, 10월 시카고-상하이 노선 폐지
 - 미국 하와이안항공: 18년 10월 시카고-상하이 노선 폐지
- 이번 운수권 배분으로 중국 항공사의 국내 진입이 확대되며, 한-중 노선에서도 중국 항공사의 저가공세가 촉발될 수 있다는 막연한 우려 발현

중국의 주요 노선 시장점유율



참고: 국제선 여객 서비스를 제공하는 29개 중국 항공사

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

19년 2월 기준 국제선 여객 서비스를 제공하는 29개 중국 항공사

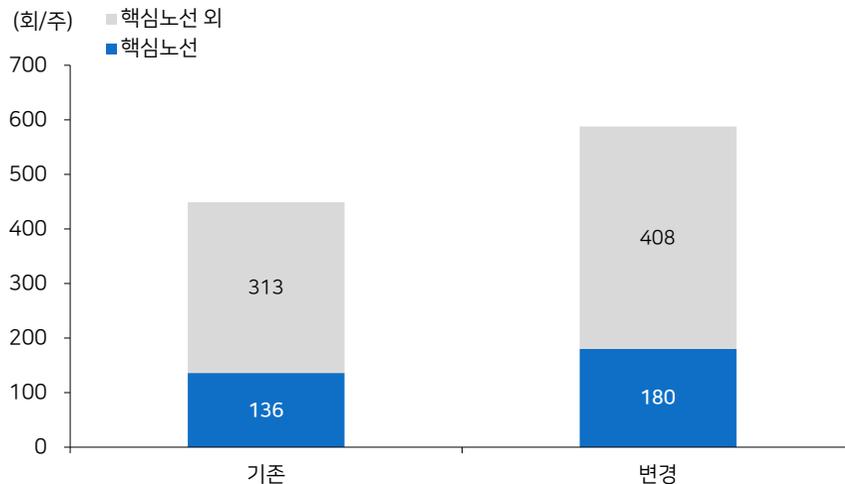
Rank	Airline	Code	Weekly seats	Seat share*	Number of routes
1	China Eastern Airlines	MU	460,191	22.80%	175
2	China Southern Airlines	CZ	393,140	19.50%	163
3	Air China	CA	384,415	19.00%	127
4	Spring Airlines	9C	122,668	6.10%	57
5	Xiamen Airlines	MF	116,388	5.80%	58
6	Hainan Airlines	HU	100,581	5.00%	81
7	Shenzhen Airlines	ZH	76,762	3.80%	30
8	Sichuan Airlines	3U	68,714	3.40%	53
9	Juneyao Air	HO	61,896	3.10%	19
10	Shanghai Airlines	FM	55,500	2.70%	21
11	Shandong Airlines	SC	46,674	2.30%	18
12	Tianjin Airlines	GS	19,962	1.00%	11
13	Lucky Air	8L	19,108	0.90%	18
14	Okay Airways	BK	17,074	0.80%	15
15	Beijing Capital Airlines	JD	15,384	0.80%	15
16	Ruili Airlines	DR	11,094	0.50%	5
17	Hebei Airlines	NS	8,592	0.40%	4
18	Loong Airlines	GJ	5,916	0.30%	5
19	Kunming Airlines	KY	5,712	0.30%	4
20	Donghai Airlines	DZ	5,130	0.30%	6
21	Guangxi Beibu Gulf Airlines	GX	5,040	0.20%	2
22	Chongqing Airlines	OQ	4,508	0.20%	3
23	9 Air	AQ	3,780	0.20%	3
24	Qingdao Airlines	QW	3,286	0.20%	3
25	West Air	PN	2,562	0.10%	1
26	China United Airlines	KN	2,478	0.10%	2
27	Tibet Airlines	TV	2,048	0.10%	3
28	China Express Airlines	G5	1,044	0.10%	2
29	Chengdu Airlines	EU	792	0.00%	1

자료: CAPA, 메리츠증권 리서치센터

기우인 이유 1) 항공자유화가 아닌 제한적 공급증대

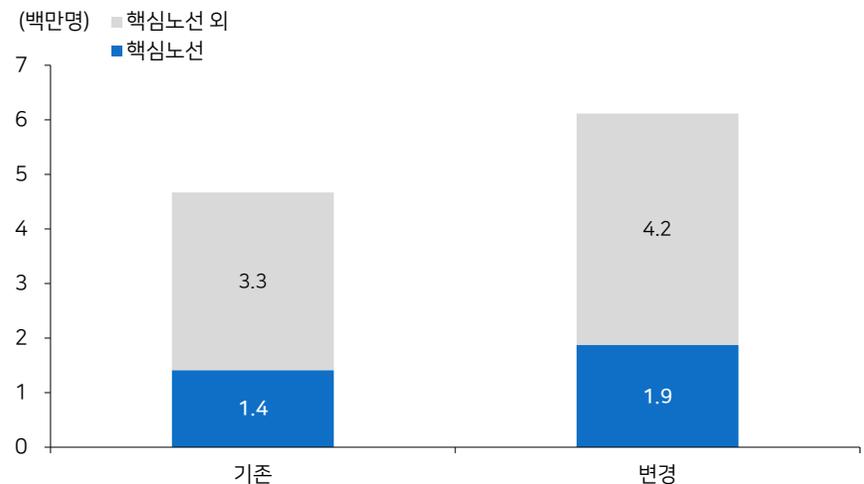
- 근본적으로 항공자유화가 아닌 제한적 상호공급증대라는 단순한 사실을 잊어서는 안됨
→ 저가공세로 수요를 무한정 확보하며 시장을 잠식할 수 있는 구조가 아니기 때문에 상호간에 동일한 횟수의 운항이 가능하기 때문에 저가공세 유인이 적음
- 일반적으로 저가공세가 성립되기 위해서는 자유로운 경쟁환경이 수반되어야 함
자유로운 경쟁환경하에서 '저가공세→점유율잠식→경쟁사손익악화→경쟁사퇴출→시장지배력강화'
- 국토부와 국내항공사 또한 해외사례를 통해 무분별한 자유화의 위험성을 인지하고 있는 상황
- 수요 전망에 기반하여 국내 항공업계에 피해를 주지 않는 수준에서 제한적으로 공급을 확대하는 기조

운수권 증대 139회 증가 (편도기준)



자료: 국토교통부, 메리츠항공권리서치센터

수송가능인원 145만명 증가 (편도기준)

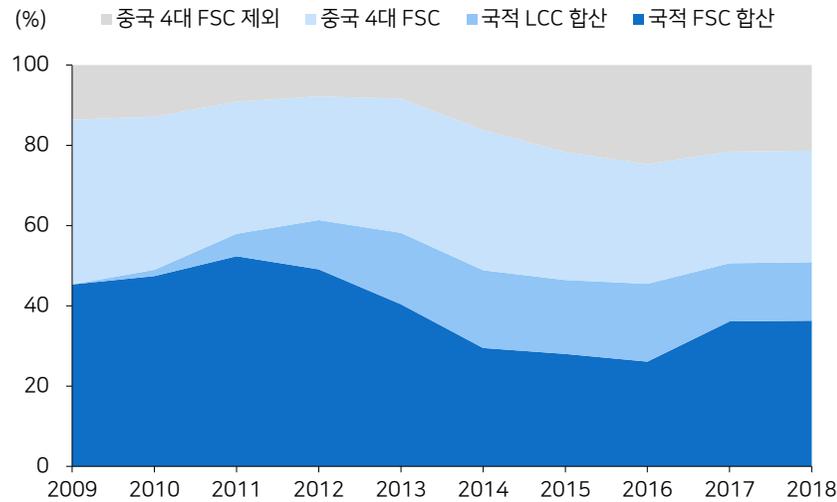


자료: 국토교통부, 메리츠항공권리서치센터

실제로 한-중노선에선 M/S 경쟁 미미 ①

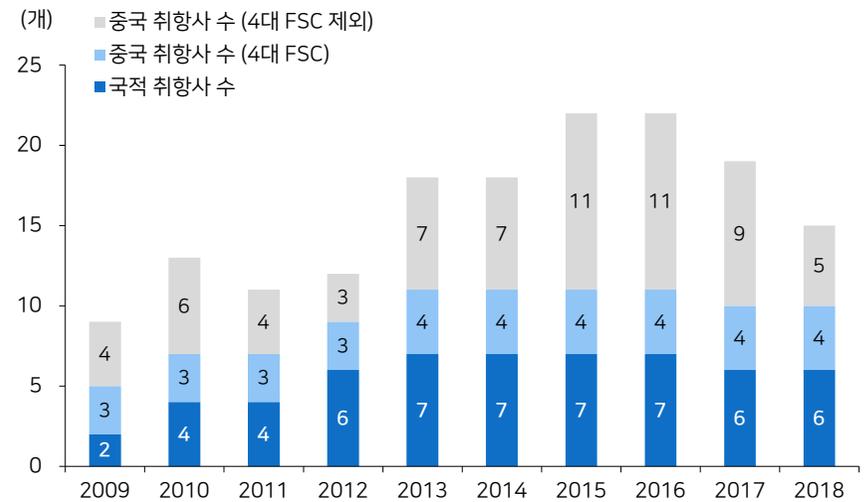
- 실제로 다른 국가의 사례와는 달리 한-중 노선에서 지난 수년간 국적사 점유율의 급격한 훼손은 부재
- 12-16년 중국 취항사 수의 확대 국면에서 중국 항공사의 점유율 확대가 일부 이루어지긴 했으나 근본적으로 동일한 횟수의 운수권을 보유하고 있기 때문에 결국엔 50대 50 점유율로 수렴

한-중 노선 점유율 추이 (인천공항제외, 수송여객수 기준)



자료: 한국공항공사, 메리츠증권증권 리서치센터

한-중 노선 취항사 수 추이 (인천공항 제외)



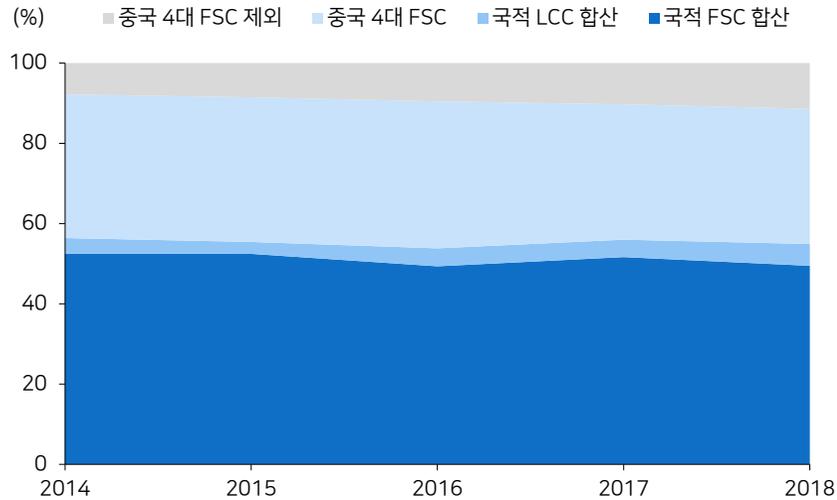
자료: 한국공항공사, 메리츠증권증권 리서치센터

실제로 한-중노선에선 M/S 경쟁 미미 ②

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

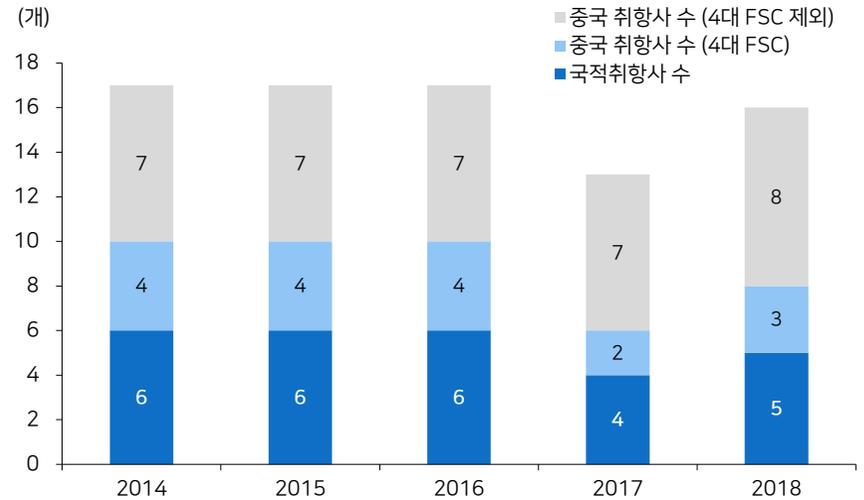
- 이 같은 현상은 인천공항에서는 더욱 뚜렷
- 인천공항의 한-중 노선은 운수권 뿐만 아니라 슬롯 또한 제한적인 상황이기 때문에 공급이 타이트
→ 공급이 타이트한 상황에서 양 국가 항공사 간의 M/S 경쟁은 더 무의미
- 결과적으로 양 국간의 50대 50 점유율이 안정적으로 유지되었으며 이를 통해 타 노선대비 높은 마진을 확보할 수 있었음

한-중 노선 점유율 추이 (인천공항)



자료: 한국공항공사, 메리츠증권증권 리서치센터

한-중 노선 취항사 수 추이 (인천공항)

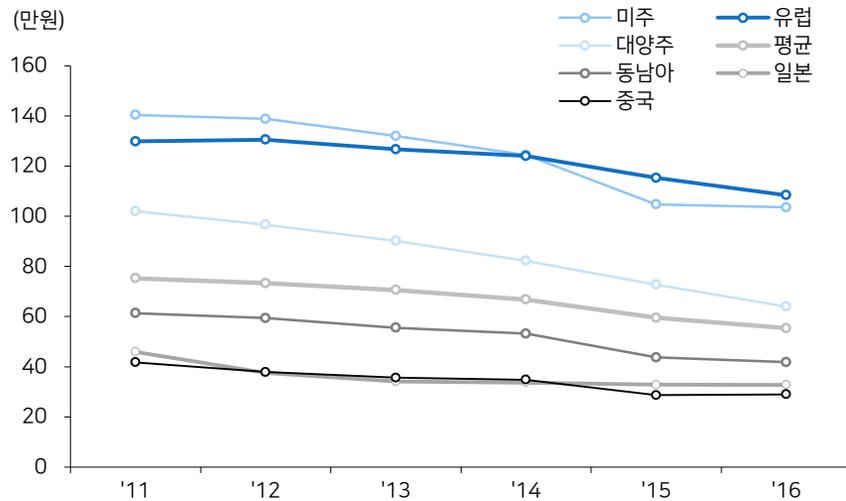


자료: 한국공항공사, 메리츠증권증권 리서치센터

지난 수년간 중국노선의 티켓 가격 하락률은 타 노선과 유사한 수준

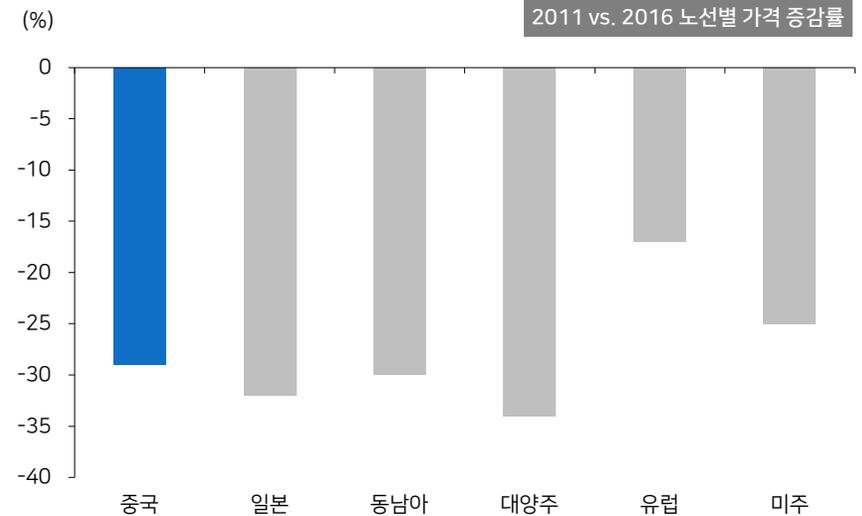
- 과거 11-16년 동안 중국노선 티켓 가격 하락률은 -30%로 타 노선과 유사한 수준
타 단거리 노선과 비교시에는 가격 하락률 작음
- 단거리 노선 전반에서 LCC의 공급이 확대되면서 큰 폭의 가격 하락은 불가피 했지만,
중국 업체의 저가공세로 유독 중국노선의 가격이 크게 빠지는 현상은 부재

노선별 항공권 가격 추이



자료: 인터파크투어, 메리츠증권증권 리서치센터

2011 vs. 2016 노선별 항공권 가격 증감률



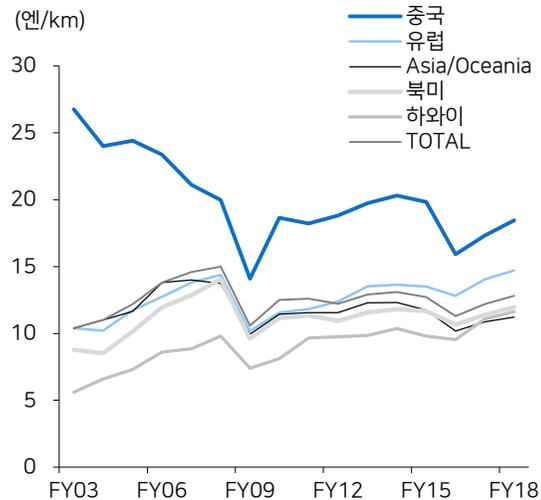
자료: 인터파크투어, 메리츠증권증권 리서치센터

기우인 이유 2) Yield Mix 개선 측면에서 긍정적인 부분 존재

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

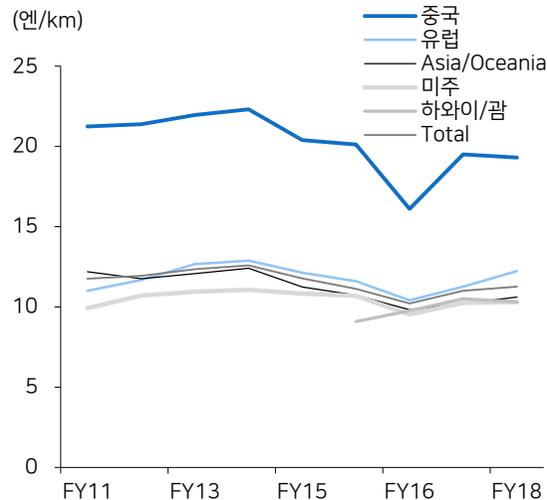
- 단거리 노선의 수익성이 높다는 점도 중국 노선 확대를 긍정적으로 볼 수 있는 근거
- 일반적으로 4시간 이내 단거리 노선(일본, 중국, 러시아)의 수익성이 좋음
 - 연평균 OPM : 일본, 중국 노선은 두 자리수 vs. 동남아 노선은 mid to high single
- 거리당 티켓가격이 단거리 노선이 높을 수 밖에 없기 때문
 - 인천공항-LA공항: 거리 9,625km, 티켓가격 150만원 가정시 km당 155원 (단순예시)
 - 인천공항-베이징공항: 거리 902km, 티켓가격 30만원, 가정시 km당 332원 (단순예시)

ANA (전일본공수) 노선별 Yield 추이



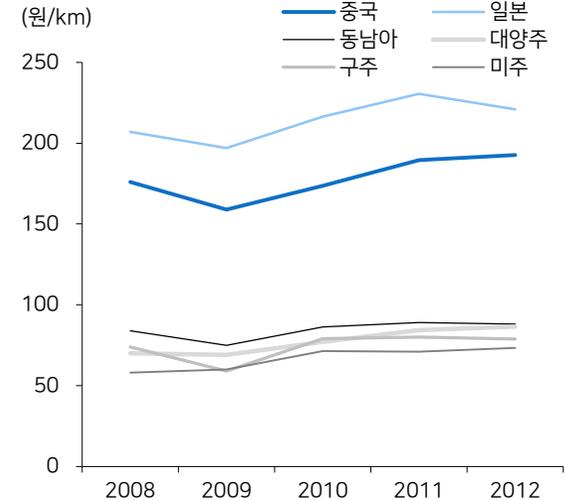
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

JAL (일본항공) 노선별 Yield 추이



자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

아시아나항공 노선별 Yield 추이



자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

기우인 이유 3) 수요 확보가 용이할 것으로 예상되는 1-3 유형 비중이 65.7%

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

- 배분된 운수권 중 1-3 유형 노선의 경우
수요 기반이 확실한 인천공항 또는 베이징, 상하이를 끼고 있어 수요확보 또한 비교적 용이할 전망
- FSC들은 1-3 유형 노선이 100%이며 LCC들 또한 65% 이상으로 높은 수준
- 수요 기반이 큰 주요공항 (인천, 부산, 대구, 제주) 발 노선 비중은 대부분의 항공사가 80%를 상회

운수권 배분 노선 유형별 비중

분류	노선	대한항공	아시아나	제주항공	에어부산	티웨이	이스타	에어서울	TOTAL
1유형	한국 인천-중국 베이징,상하이	28.6	42.9	11.4	0.0	8.6	25.9	0.0	15.1
2유형	한국 지방-중국 베이징,상하이	0.0	28.6	20.0	0.0	28.6	25.9	0.0	18.7
3유형	한국 인천-중국 지방	71.4	28.6	34.3	66.7	37.1	14.8	100.0	40.3
4유형	한국 지방-중국 지방	0.0	0.0	34.3	33.3	25.7	33.3	0.0	25.9
1		28.6	42.9	11.4	0.0	8.6	25.9	0.0	15.1
1+2		28.6	71.4	31.4	0.0	37.1	51.9	0.0	33.8
1+2+3		100.0	100.0	65.7	66.7	74.3	66.7	100.0	74.1
핵심노선		28.6	100.0	28.6	33.3	28.6	25.9	0.0	31.7
비핵심노선		71.4	0.0	71.4	66.7	71.4	74.1	100.0	68.3
주요공항		100.0	100.0	82.9	100.0	91.4	77.8	100.0	89.2
비주요공항		0.0	0.0	17.1	0.0	8.6	22.2	0.0	10.8

주: 주요공항은 인천, 부산, 대구, 제주
자료: 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

기우인 이유 4) 일부 4유형 노선 또한 핵심관광지를 타겟

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

장가계 (영화 아바타 배경)



시안 (진시황릉, 병마용갱)



옌지 (백두산)



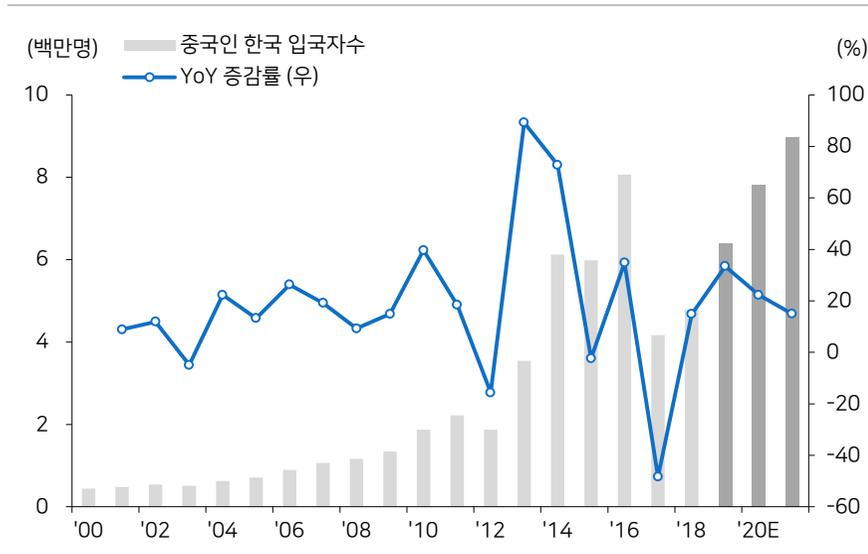
하얼빈 (성 소피아 성당, 태양도 공원)



기우인 이유 5) 인바운드 수요 회복 방향성도 수익성에 긍정적

- 우호적 수요 전망 감안하면 향후 안정적 수요 확보 가시성 높음
- 중국인 한국 입국자수는 11년부터 16년까지 5년간 연평균 29%씩 증가 이후 사드사태로 17년 48.3% 감소한 후 18년 14.9% 증가하며 회복시작
- 여전히 한국이 중국인이 선호하는 여행지역임을 감안하면 향후 두 자리수 성장률 지속 가능
- 공급이 제한된 가운데 중국인 관광객 증가는 향후 안정적 수요 확보 가시성 확대 요인

중국인 한국 입국자수 전망



자료: 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

중국인 아웃바운드 여행지역 순위

	2014	2015	2016	2017	2018	1Q19
1	홍콩	홍콩	홍콩	홍콩	홍콩	홍콩
2	마카오	마카오	마카오	마카오	마카오	마카오
3	한국	태국	태국	태국	태국	태국
4	태국	한국	한국	일본	일본	일본
5	대만	일본	일본	한국	베트남	한국
6	일본	대만	대만	베트남	한국	베트남
7	USA	USA	USA	USA	싱가포르	싱가포르
8	베트남	이탈리아	싱가포르	싱가포르	말레이시아	대만
9	프랑스	프랑스	베트남	대만	USA	말레이시아
10	싱가포르	싱가포르	말레이시아	말레이시아	대만	USA
11	이탈리아	베트남	이탈리아	이탈리아	이탈리아	프랑스
12	말레이시아	말레이시아	프랑스	인도네시아	프랑스	이탈리아
13	독일	독일	인도네시아	프랑스	인도네시아	인도네시아
14	인도네시아	인도네시아	독일	독일	독일	호주
15	호주	호주	호주	호주	호주	독일

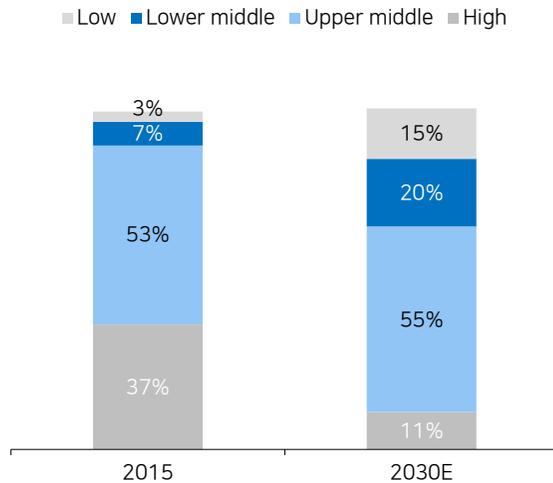
자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

단기적 수익성 우려보다는 고성장 market에 대한 exposure 확대에 주목

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

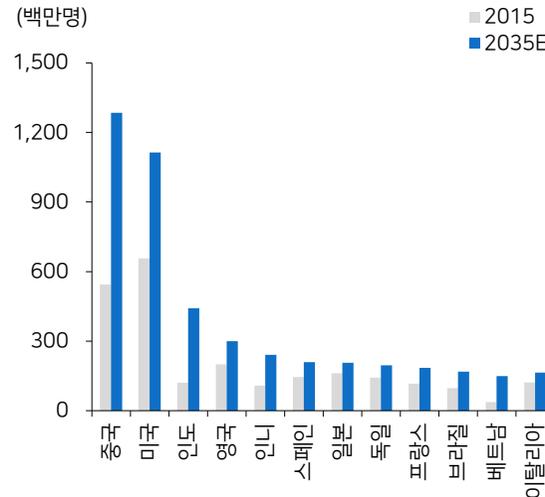
- 중국노선에 대해 단기적 수익성 우려보다는 고성장 market에 대한 exposure 확대 관점에서 접근해야
- 향후 중국 여객 수요는 중산층 수요 확대에 힘입어 매년 mid-single 수준의 증가가 예상
- IATA에 따르면, 15년 5.4억명에서 35년 12.8억명으로 +7.4억명 증가할 전망
- 현재 공항 CAPA가 수요를 따라오지 못하는 상황이지만, 중국정부는 지속적인 공항 건설을 통해 수요를 뒷받침할 계획 (17년 228개, 19년 260개, 25년 370개)
- 수요 증대에 근거한 공항CAPA 확대로 중장기적으로 국내업체 수혜 가능

중국 중산층 확대 전망



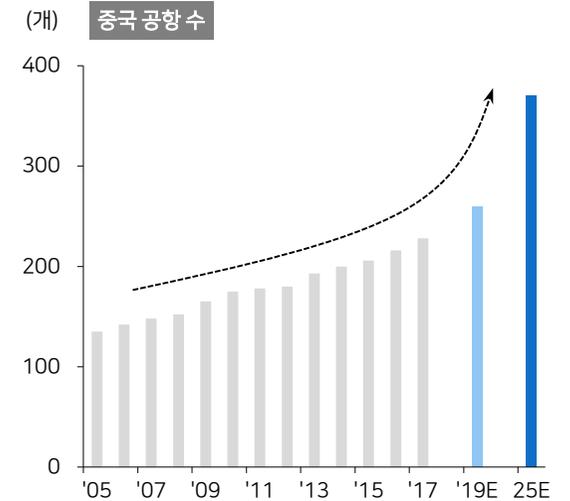
자료: IATA, 메리츠증권증권 리서치센터

국가별 여객 수요 전망



자료: IATA, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 공항 수 전망



자료: CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈

19

Part III

2H19 전망 (해운)

주가드라이버: BDI (업황)의 회복

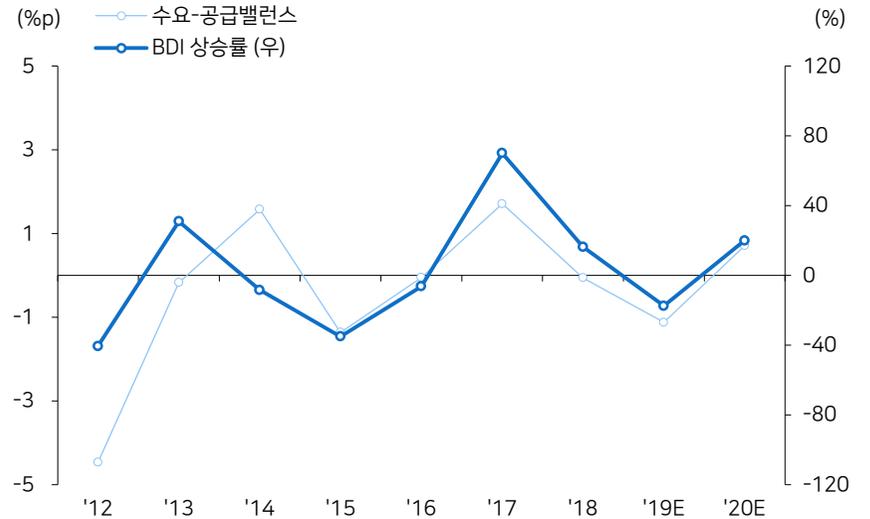
- 하반기 BDI (업황) 회복에 따른 팬오션의 기업가치 회복을 예상
- 1-4월 BDI를 높였던 요인은 1) 계절적 비수기, 2) 발레사태, 3) 호주 허리케인, 4) 중국 철강생산제재 연장, 5) 중국의 호주산 석탄수입제재, 6) 무역분쟁 등이 존재
- 하반기 상기 요인들의 점진적 해소와 IMO환경규제로 인한 폐선 증가로 업황 개선세 전망
- BDI는 1Q19 812pt → 2Q19 1,000pt (6월3일 현재 1,097pt / QTD 909pt) → 3Q19 1,200 → 4Q19 1,400pt
- 18년 1,333pt (YoY +16.4%) → 19년 1,100pt (YoY -17.5%) → 20년 1,320pt (YoY +20.0%) 예상

주가 및 BDI 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

BDI vs. 수요 공급 밸런스



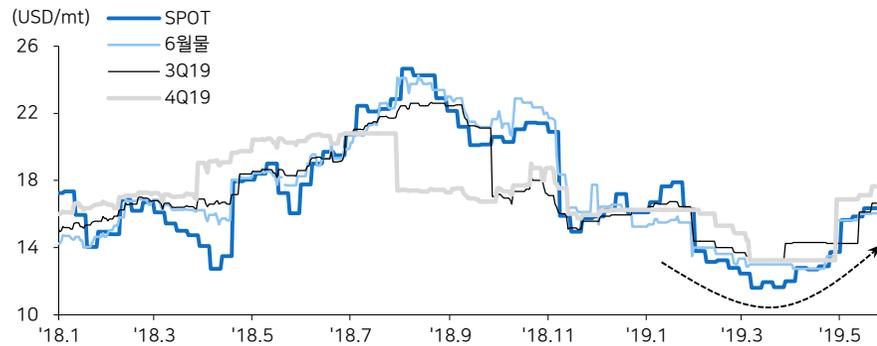
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

운임선도거래 데이터 또한 하반기 운임 우상향 방향성을 가리키는 중

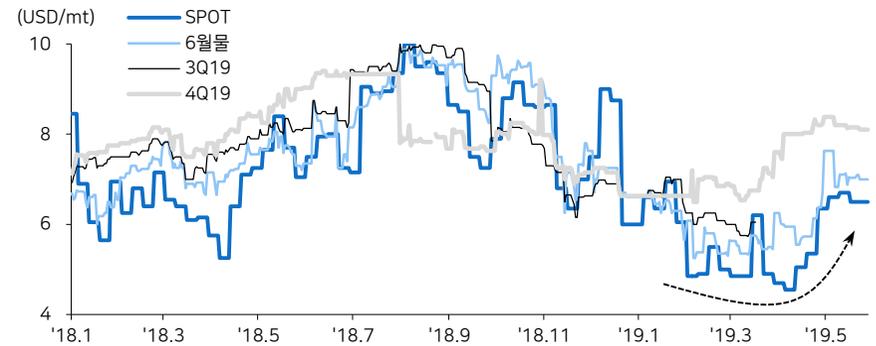
메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

- 글로벌 벌크 시장 참여자의 향후 운임 전망을 반영하고 있는 운임선도거래 (FAA)
- BDI 회복과 함께 반등에 성공하였으며 하반기 우상향 방향성을 예상

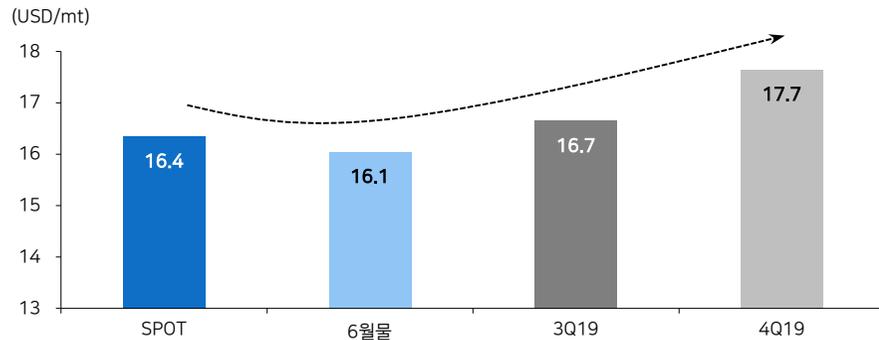
FFA - 브라질(Tubarao) to 중국(Qingdao) Capesize



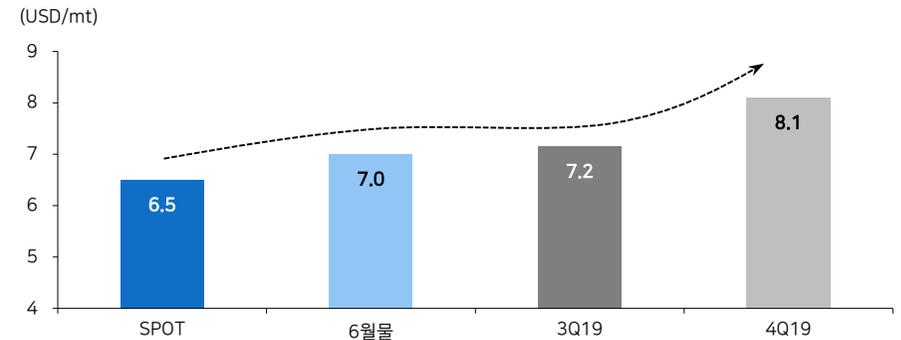
FFA - 서호주 to 중국(Qingdao) Capesize



FFA - 브라질(Tubarao) to 중국(Qingdao) Capesize



FFA - 서호주 to 중국(Qingdao) Capesize



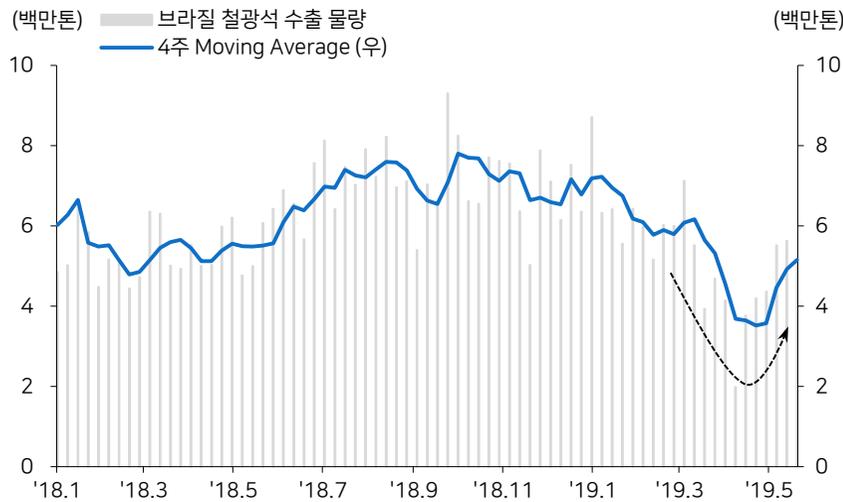
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

[발레사태] 브라질 수출 물량은 발레사태의 영향에서 회복 중

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

- 발레사태가 물동량에 미치는 영향을 직접적으로 확인할 수 있는 지표는 브라질 철광석 수출 물량
- 브라질 철광석 수출은 글로벌 물동량의 7.4%를 차지하며 톤마일 기준으로는 더 큰 비중을 차지
- 브라질 철광석 수출 물량은 4월을 바닥으로 V자 회복세를 시현
- 발레사태의 점진적 해소와 계절적 생산 성수기 돌입으로 회복 방향성 지속을 예상

브라질 철광석 수출물량 추이 (주간)



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

브라질 철광석 수출 물량 (주간)



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

[발레사태] Brucutu mine의 재가동 허가시 회복에 탄력 붙을 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

- Brucutu mine의 생산능력은 3,000만톤 수준으로 발레 사태이후 가동 중단된 생산능력의 32% 수준
- 글로벌 물동량의 0.6% 수준으로 브라질-중국의 운송거리 감안시 톤마일 기준 0.6% 이상의 의미
- 현재 Vale는 Brucutu mine 재가동을 위해 총력을 다하고 있는 중
- 재가동 시점 불투명하나 Brucutu mine 재가동시 업황 회복에 탄력 붙을 전망

발레 사고 뉴스 플로우 (하늘색 음영은 Brucutu mine 관련)

일시	내용	영향 (백만톤)
19.01.25	Minas Gerais 주 Feijao 광산 댐 붕괴	
19.01.29	브라질 정부, Upstream dam 모두 폐쇄 계획 발표	
19.01.29	Vale, 남은 10개의 Upstream dam 모두 폐쇄 계획 발표 Vale, Vargem Grande와 Paropecas complex 생산 중단 발표	-40
19.02.04	브라질 법원, Brucutu 광산(Minas Centrais complex)의 Laranjeiras 댐 중단 명령	-30
19.02.05	Vale, Brucutu 광산 생산 중단으로 다수의 철광석판매 계약 불가항력 선언	
19.02.20	National Mining Agency, Fabrica와 Vargem Grande complex 즉각적인 운영 중단 결정	
19.03.01	브라질 정부, 발레 광산 안전 평가 관련 반부패법 위반 가능성 제기	
19.03.02	발레, CEO 및 3명의 경영진 사퇴	
19.03.15	브라질 정부, Minas Gerais 주 Timbopeba 광산 가동 중단 명령	-13
19.03.20	Vale, Mariana complex의 Alegria mine 가동 일시 중단	-10
19.03.21	Vale, 72시간내 Brucutu mine 재가동 가능성 시사	
19.03.25	Vale, Brucutu mine 재가동 지연 발표	
19.04.16	브라질 법원, Laranjeiras tailings dam과 Brucutu 광산 활동 재개 명령	
19.05.06	브라질 법원, 하급법원이 내린 Laranjeiras tailings dam과 Brucutu 광산활동 재개명령 취소	
19.05.16	Vale, Gongo Soco 광산 댐 붕괴 가능성 제기 (16년 생산 중단한 광산)	

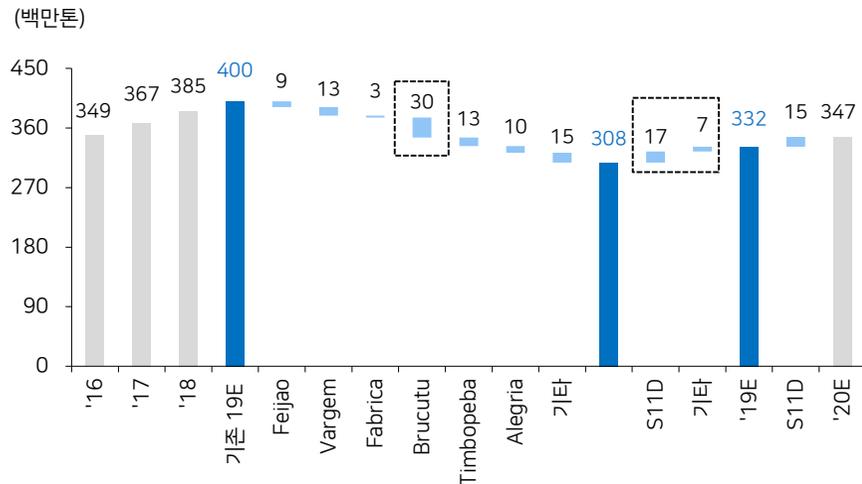
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

[발레사태] 기타 광산의 램프업 또한 업황 회복을 이끌 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

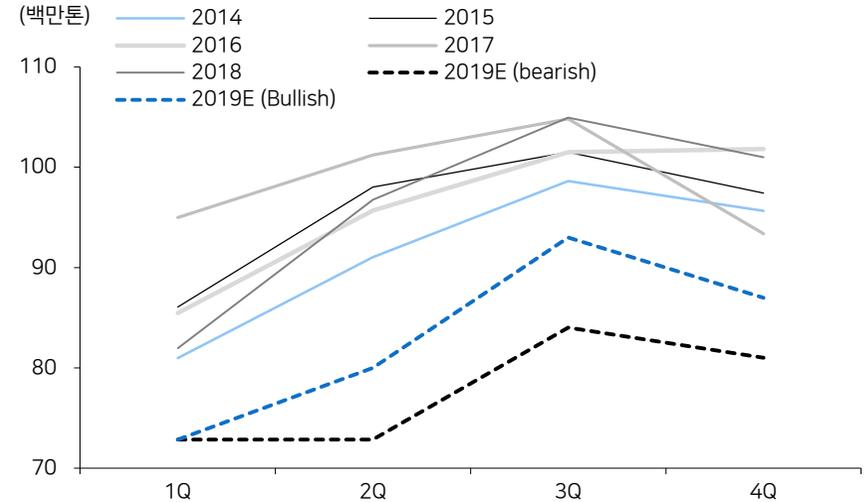
- Vale는 생산량 회복을 위해 비제재 광산에서 생산량 증대를 꾀하고 있으며, Carajas Serra Sul 광산의 S11D 프로젝트에서 램프업을 진행 중
- 5월 16일, 발레 사는 S11D 프로젝트에서 '19년과 '20년 각각 7,500만톤, 9,000만톤의 철광석 생산을 전망하며 '20년 이후 광산 확장을 통해 철광석 1억5000만톤 규모의 증산을 검토 중이라고 밝힘
- 또한 생산량을 향후 2~3년 이내에 4억 톤 수준으로 회복시킬 수 있을 것이라고 언급
- 이를 통해 철광석 물동량도 매년 2,000-4,000톤 내외의 회복세 시현이 가능할 전망

멤붕괴 사태로 인한 발레 생산량 영향



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

19년 발레 철광석 생산 예상 궤적

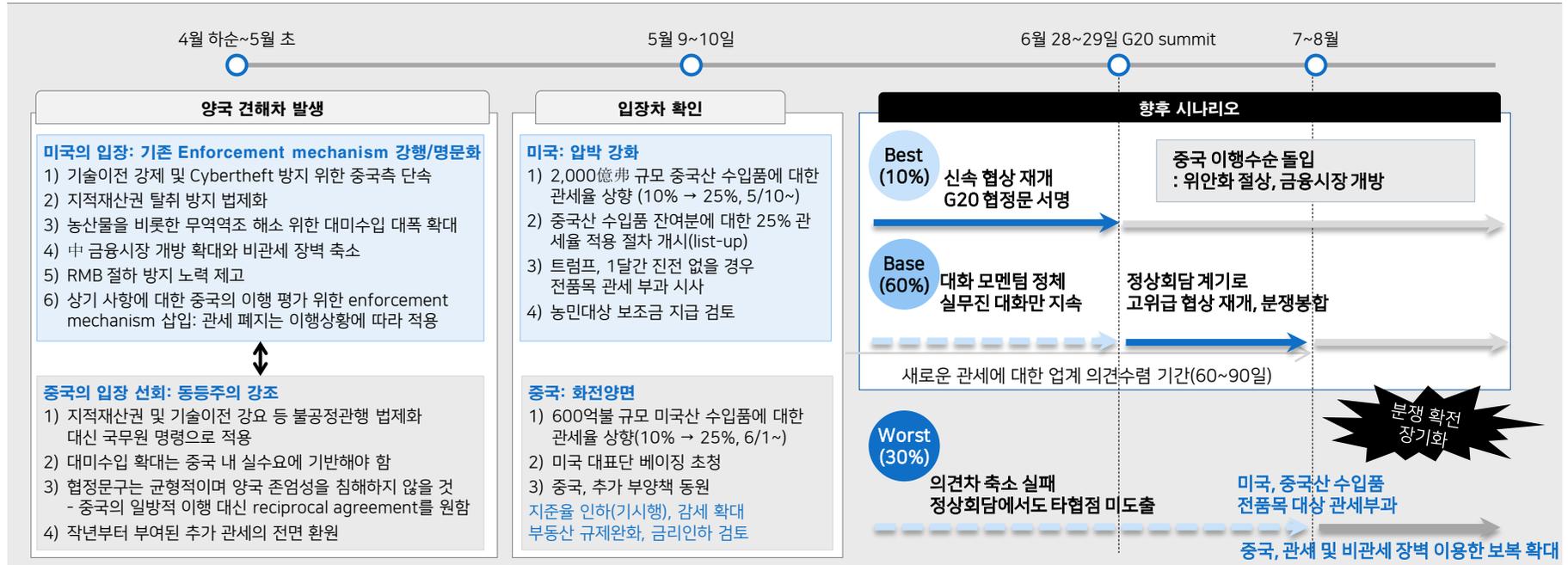


자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

[미중 무역분쟁] 당사는 3분기 중 해소에 무게

- 현재 노이즈로 작용하고 있는 미중무역분쟁은 당사 이코노미스트에 따르면 3분기 중 해소에 무게
 - Base: 6월 말 오사카 G20 summit까지 대화 모멘텀 정체, Summit이후 협상 재개 및 분쟁봉합 (7~8월)
 - Best: 6월 말 G20 summit 기간 중 양국 정상회담 협정문 서명을 위한 신속한 협상 재개 및 분쟁봉합
 - Worst: 정상회담에서도 타협점 미도출, 양측 분쟁 확산/장기화 → 경제전망 추가 하향 조정 요인
- 무역분쟁해소시 해운업センチ먼트에도 긍정적으로 작용할 전망

향후 무역분쟁 시나리오 (2019)



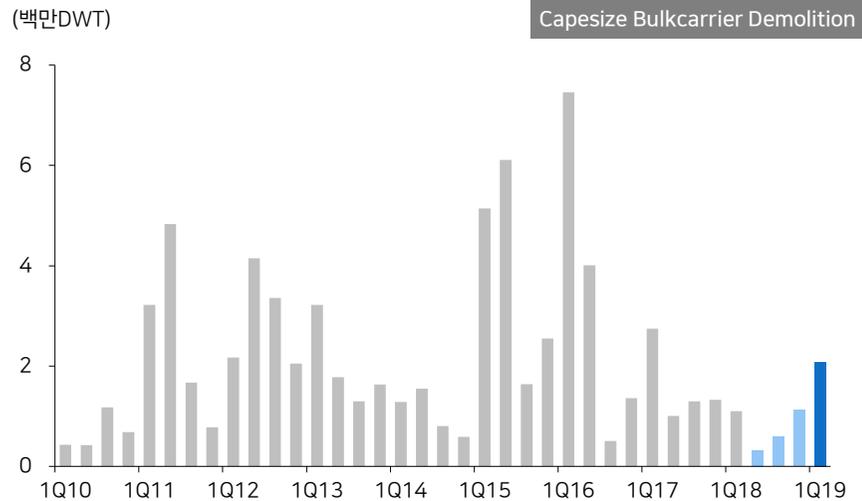
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[IMO환경규제] 2H19-2020년 폐선량 증가 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

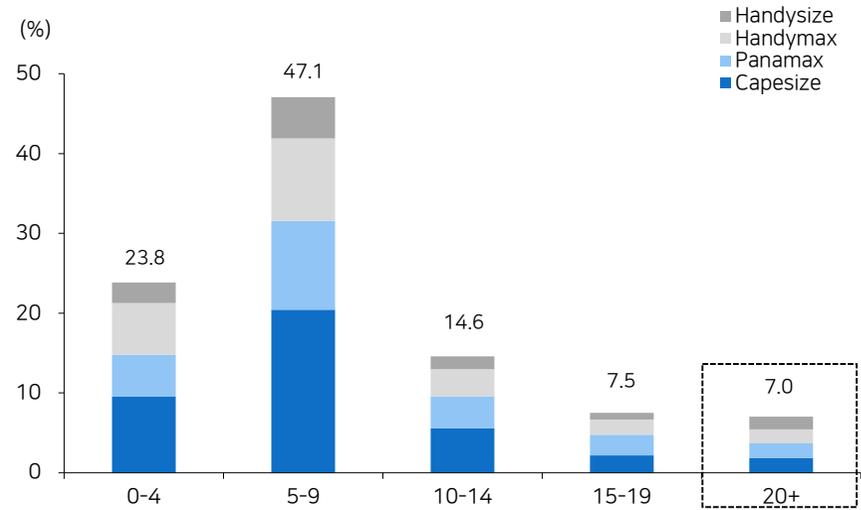
- 2H19 그리고 2020년, 발레사태의 회복과 무역분쟁의 해소 뿐만 아니라 공급 단에서 폐선이 늘어나며 업황 개선을 촉진시킬 전망
- 19년 4월 누적 폐선량은 394만DWT(케이프 한정 341만DWT)으로 전년동기대비 +129.2% 증가
- 아직은 11-12년 15-16년 폐선사이클과 비교시 절대적인 규모는 작은 편이나 하반기 들어가며 20년 선령이 상의 노후화된 선박을 중심으로 폐선량 확대를 예상

케이프사이즈 벌크선 폐선량 추이



자료: Clarksons, 메리츠중금증권 리서치센터

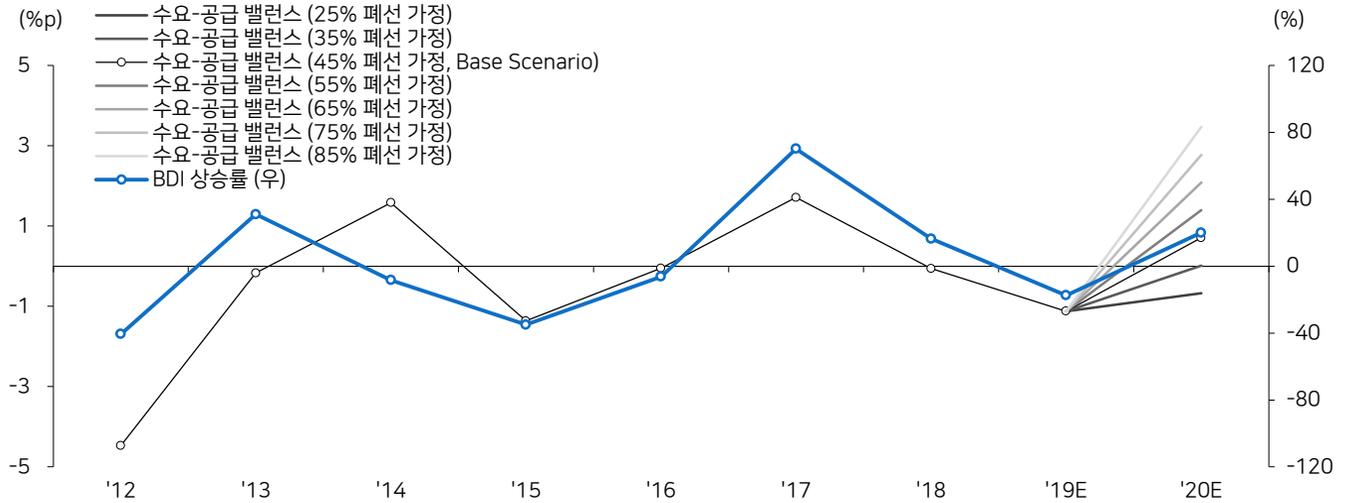
선령별/사이즈별 비중 (DWT기준)



자료: Clarksons, 메리츠중금증권 리서치센터

- 클락슨은 19년 9.7백만DWT, 20년 17.1백만DWT의 폐선을 예상하고 있음
- 이를 전부 20년 이상 선령이라고 가정 시 대략 45%의 20년 이상 선박이 19년-20년에 폐선
- 클락슨의 가정치를 Base Scenario로 준용하면 내년 0.7%p 수요-공급 밸런스 (톤마일기준) 개선이 예상
- 그러나 1) 19년 4월 기준 누적 폐선량이 4.0백만DWT이라는 점과 2) 환경규제 직전 폐선이 더 집중될 가능성이 높다는 점을 고려하면 클락슨 추정치를 상회하는 폐선량에 무게
- 이 경우 1-4%p까지 수급개선이 가능할 전망.
20년 BDI 상승률 또한 당사 Base Scenario인 +20%를 상회 가능

주가 vs. BDI 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

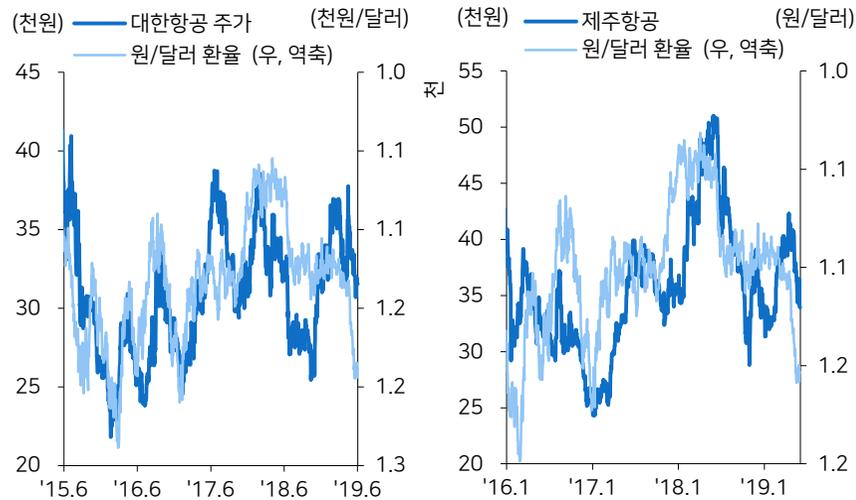
Part IV

2H19 전망 (항공)

주가: 화물부문이 주가방향성을 가를 전망

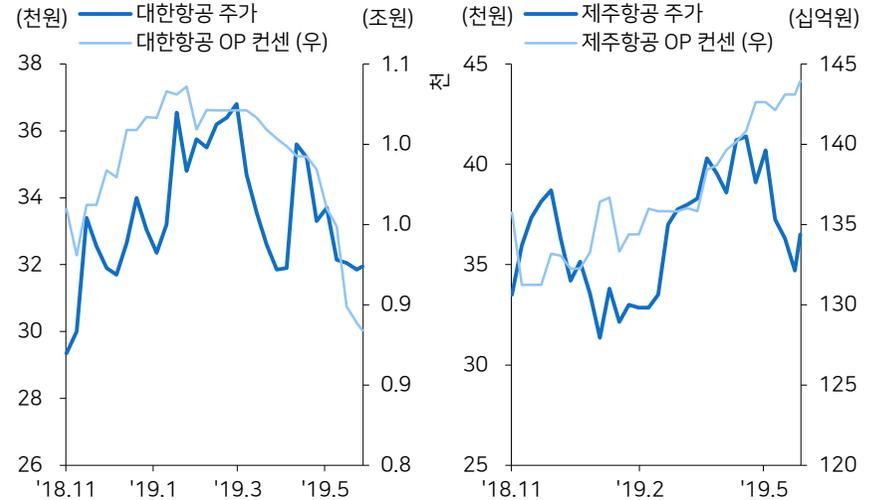
- 양사 모두 2분기 실적 및 연간 실적에 대한 눈높이 하향 조정이 선행될 필요
 - 대한항공 2Q19 영업이익 추정치: 당사 -472억원 vs. 컨센 +1,127억원
 - 제주항공 2Q19 영업이익 추정치: 당사 -57억원 vs. 컨센 +97억원
- 이후 양사의 주가는 차별화된 흐름을 보일 전망
 - 제주항공: 1) 매크로 변수의 우호적 전환 (당사 하반기 달러화 약세전환 및 유가 하향안정화 전망) 및 전년동기 일본자연재해 기저효과로 긍정적인 주가 흐름 예상
 - 대한항공: 제주항공과 동일한 긍정적 요인에도 불구하고 화물부문 부진 심화가 기업가치개선 속도 더디게 할 전망

환율과 주가주이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

연간 실적 컨센서스 추이 및 당사 추정치

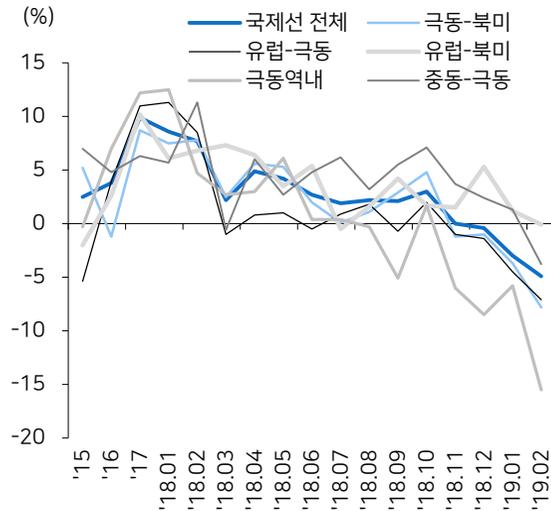


자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

2H19 주요 이슈 1) 화물 부진 심화

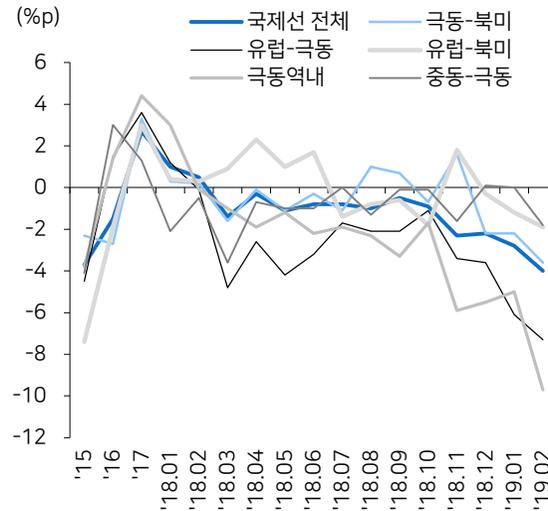
- 1H19에 이어 2H19에도 항공화물 시장은 부진을 지속할 전망
- IATA에 따르면 경기 둔화로 글로벌 항공화물 수요 및 L/F는 급격하게 위축되고 있는 중
- 대한항공의 항공화물 수송실적도 YoY 10%대의 감소세를 시현하고 있는 상황
- 단기적으로 수요 반등을 이끌만한 모멘텀 부재한 점 고려하면 화물 업황 부진 지속될 전망

항공화물 주요노선 FTK 증감률



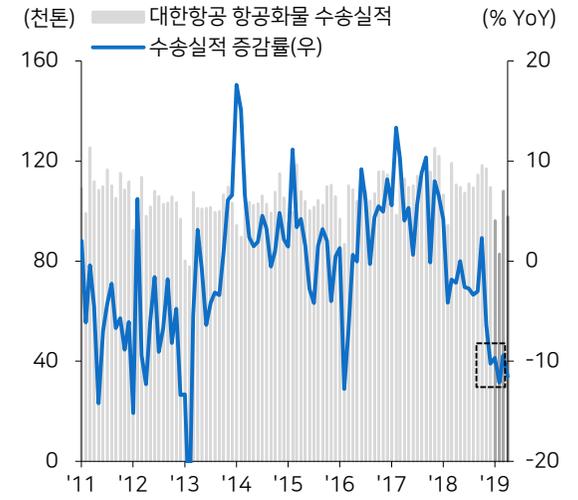
자료: IATA, 메리츠증권증권 리서치센터

항공화물 주요노선 FLF 증감률



자료: IATA, 메리츠증권증권 리서치센터

대한항공 항공화물 수송실적



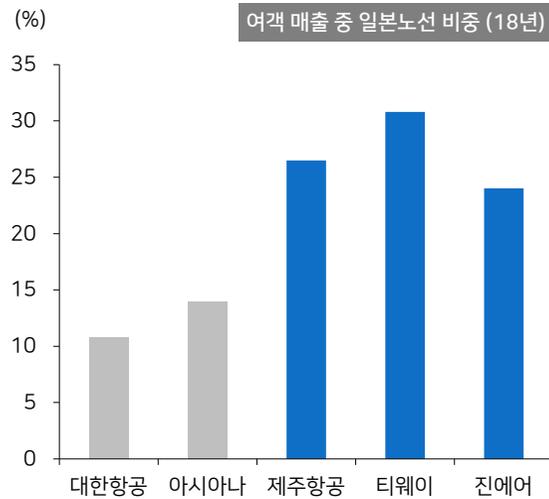
자료: 항공정보포털, 메리츠증권증권 리서치센터

2H19 주요 이슈 2) 일본 자연재해 기저효과

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

- 2H19 항공업종은 전년동기의 일본 자연재해 기저효과를 누릴 예정
- 1Q18 YoY +41.8%, 2Q18 +20.3% 증가율을 기록했던 한국인 일본 출국자수는 6월부터 시작된 일본 자연재해로 3Q18 -14.0%, 4Q18 -8.1%를 기록하며 성장률이 급격하게 둔화된 바 있음
- 일본노선 비중이 높았던 LCC들은 2H18 실적 부진 기록
- 2H19 제주항공은 전년동기의 기저효과에 힘입어 YoY 증익 가능할 전망

국적사별 일본 매출 비중



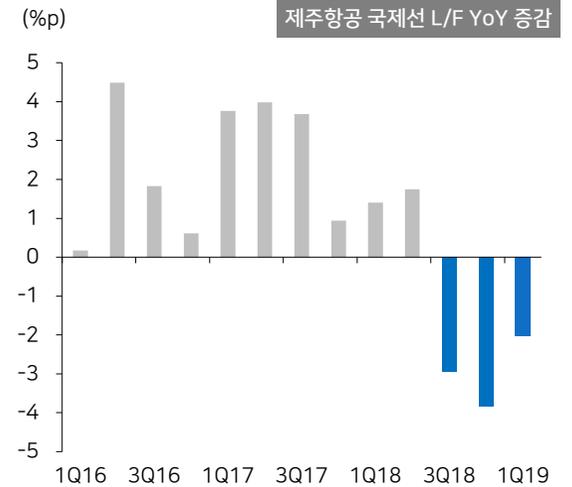
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 출국자수 추이



자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

제주항공 국제선 L/F YoY 증감 추이



자료: 제주항공, 메리츠증권증권 리서치센터

2H19 주요 이슈 3) LCC 중거리 노선 침투 시작

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

- 19년 2월 25일 운수권배분, 이스타항공 제주항공에 부산-싱가포르노선 배분 (주7회씩)
- 제주항공, 7월 4일부터 부산-싱가포르 노선 신규 취항 (주 4회)
- 추가적으로 인도네시아 운수권 확대 가능성도 존재 (7월 항공회담, 11월 한-아세안 정상회의)

중거리 노선 현황: 연간 1조 4천억원 규모의 시장, 국적 FSC 연간 6,000억원 창출

LCC 취항 유력 지역			운항편수 (회)	여객수 (명)	평균 티켓프라이스 (원)	매출 (십억원)
싱가포르 - 싱가포르 운수권 배분 예정	대한항공		1,847	449,844	725,242	163
	아시아나		1,422	234,716	702,213	82
	외항사		3,851	873,388	613,814	268
	TOTAL		7,120	1,557,948		514
말레이시아 - 쿠알라룸푸르 항공자유화	대한항공		730	160,409	656,863	53
	외항사		4,181	1,178,739	609,074	359
	TOTAL		4,911	1,339,148		412
인도네시아 - 자카르타 운수권 필요	대한항공		726	149,039	835,846	62
	아시아나		726	158,917	703,024	56
	외항사		839	164,377	676,874	56
	TOTAL		2,291	472,333		174
인도네시아 - 덴파사르 (발리) 운수권 필요	대한항공		909	125,982	801,118	50
	외항사		654	109,103	687,058	37
	TOTAL		1,563	235,085		88
인도 - 델리 운수권 필요	대한항공		521	73,801	1,018,903	38
	아시아나		603	73,054	810,432	30
	TOTAL		1,124	146,855		67
우즈벡 - 타슈켄트 운수권 필요	대한항공		311	53,993	904,817	24
	아시아나		350	69,768	790,066	28
	외항사		476	102,137	1,095,516	56
	TOTAL		1,137	225,898		108
TOTAL	대한항공		5,044	1,013,068	771,086	391
	아시아나		3,101	536,455	728,616	195
	외항사		10,001	2,427,744	639,339	776
	TOTAL		18,146	3,977,267	684,939	1,362

주: 국내 전 공항 합산 실적, 여객기+화물기 포함 운항편수, 평균티켓프라이스는 18년 11월부터 19년 4월까지의 왕복티켓가격의 평균값
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 항공정보포털, 메리츠증권증권 리서치센터

참고) 중거리 기재로 운항 가능한 주요 도시

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters



자료: 티웨이항공, 메리츠증권증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
팬오션(028670)	Buy	6,000원
CJ대한통운(000120)	Buy	228,000원
제주항공(089590)	Buy	44,000원
대한항공(003490)	Buy	43,000원

Buy

적정주가(12개월)	6,000원	
현재주가(6.3)	4,395원	
상승여력	36.5%	
KOSPI	2,067.85pt	
시가총액	23,494억원	
발행주식수	53,457만주	
유동주식비율	45.07%	
외국인비중	10.97%	
52주 최고/최저가	5,380원 / 4,030원	
평균거래대금	50.6억원	
주요주주(%)		
하림지주 외 30인	54.90	
국민연금	5.81	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-8.8	-3.2
6개월	-5.5	-2.6
12개월	-13.7	1.8
주가그래프		



발레사태로 인한 업황 악화로 부진한 수익률 기록 중인 팬오션

- 1H19 팬오션 주가는 발레 댐 붕괴 사태 이후 부진한 흐름을 지속 중
- 5월 계절적 비수기 종료 및 발레 Brucutu 광산활동 재개명령 발표로 빠른 반등세 시현하는 듯했으나 상급법원의 광산재개명령 취소와 미-중 무역분쟁 노이즈 심화로 상승분을 반납

2H19, 2020년 업황 개선에 힘입어 기업가치 회복 가능할 전망

- 하반기 BDI(업황) 회복에 따른 팬오션의 기업가치 회복을 예상
- 1-4월 BDI를 높였던 요인은 1) 계절적 비수기, 2) 발레사태, 3) 호주 허리케인, 4) 중국 철강생산제재 연장, 5) 중국의 호주산 석탄수입제재, 6) 무역분쟁 등
- 2H19 상기 요인들의 점진적 해소와 IMO환경규제로 인한 폐선 증가로 업황 개선세 전망
BDI: 1Q19 812pt → 2Q19 1,000pt (6월3일 현재 1,097pt / QTD 909pt) → 3Q19 1,200 → 4Q19 1,400pt
18년 1,333pt (YoY +16.4%) → 19년 1,100pt (YoY -17.5%) → 20년 1,320pt (YoY +20.0%) 예상

2Q19 실적 부진 불가피하나 중장기 업황 개선 스토리에 주목해야 한다는 판단

- 2Q 영업이익은 437억원으로 YoY 12.8% 감소가 불가피하나 1Q19 실적발표 이후 이미 눈높이 조정
- 2Q 부진을 너머 중장기 업황개선 스토리에 주목해야 한다는 판단. 기존 적정주가와 투자의견 유지

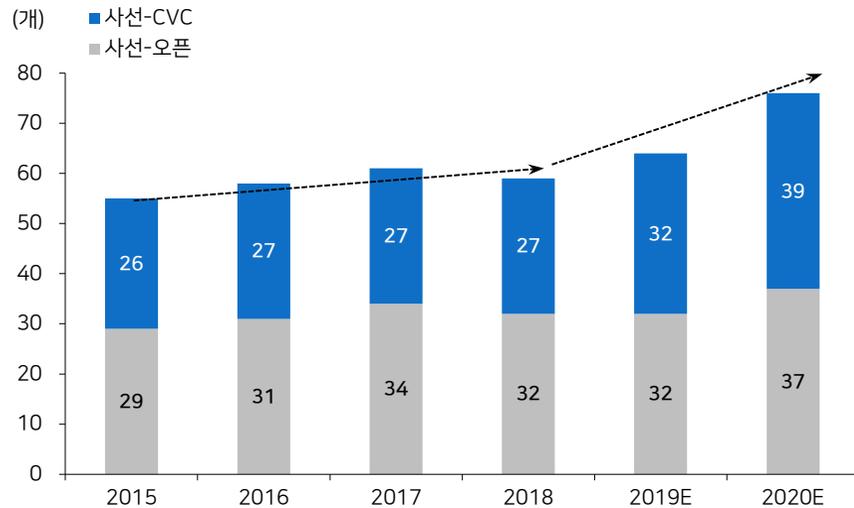
	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	2,336.2	195.0	143.1	268	47.2	4,469	19.7	1.2	10.5	5.8	61.6
2018	2,668.4	203.9	152.4	285	6.5	4,946	15.6	0.9	8.8	6.1	54.8
2019E	2,575.5	199.0	139.9	262	-8.2	5,207	16.6	0.8	8.4	5.2	55.8
2020E	3,249.1	237.7	172.0	322	22.9	5,529	13.5	0.8	7.9	6.0	62.2
2021E	3,618.3	288.2	226.7	424	31.9	5,953	10.2	0.7	6.6	7.4	54.3

장기운송계약(CVC) 확대로 실적 안정성 제고도 기대

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

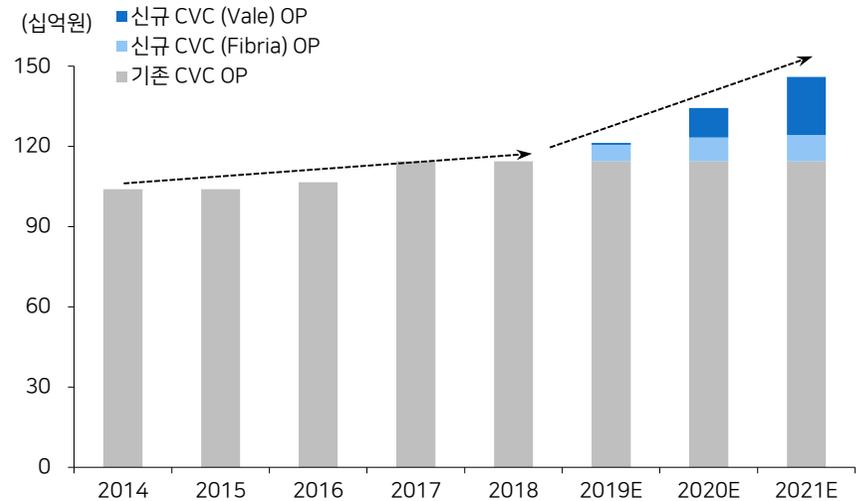
- 업황개선에 따른 오픈사선부문 손익개선에 더해 장기운송계약 확대 또한 기업가치개선에 기여 전망
- 2019-20년 Vale 장기운송계약 8척, Suzano 장기운송계약 4척 인도 예정
- 연료비 전가가 100% 이루어지고 수익성 (OPM 20~22%) 높은 장기운송계약 확대로 팬오션 실적 안정성 제고될 전망
- 장기운송계약 창출 영업이익 : 18년 1,100억원 → 19년 1,200억원 → 20년 1,350억원 수준으로 추정

사선 추이 및 전망



자료: 팬오션, 메리츠증권증권 리서치센터

장기운송계약을 통해 창출하는 영업이익 추이 및 전망



자료: 팬오션, 메리츠증권증권 리서치센터

팬오션 (028670) 영업실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

(십억원,%)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
주요가정												
평균 환율(원/달러)	1,072	1,080	1,121	1,128	1,126	1,180	1,163	1,148	1,130	1,100	1,154	1,120
BDI(pt)	1,174	1,258	1,603	1,357	812	1,000	1,200	1,400	1,149	1,348	1,103	1,320
Bunker Cost(달러/톤)	377	431	464	458	415	425	411	411	329	433	415	711
매출액	565.5	678.8	771.5	652.5	534.8	617.7	738.4	684.7	2,336.2	2,668.4	2,575.5	3,249.1
(% YoY)	8.1	7.3	32.1	9.3	-5.4	-9.0	-4.3	4.9	24.7	14.2	-3.5	26.2
사업부문별 매출액												
벌크	435.2	512.3	556.4	525.3	415.3	451.1	571.8	573.1	1,742.5	2,029.2	2,011.2	2,735.8
컨테이너	47.9	56.2	60.5	65.8	59.0	61.9	60.9	60.2	188.8	230.4	242.0	234.8
탱커	31.6	30.5	29.4	33.0	30.2	33.7	32.8	33.6	138.8	124.4	130.4	130.7
기타해운	7.1	7.5	7.8	6.6	6.6	6.9	6.8	6.7	20.9	29.0	26.9	26.1
(% YoY)												
벌크	7.3	16.8	24.5	16.4	-4.6	-12.0	2.8	9.1	25.8	16.5	-0.9	36.0
컨테이너	17.1	17.6	22.8	29.3	23.2	10.0	0.8	-8.6	8.5	22.0	5.0	-2.9
탱커	-15.2	-13.8	-9.4	-2.4	-4.2	10.7	11.8	1.9	-13.2	-10.4	4.8	0.2
기타해운	16.0	47.2	57.6	38.4	-7.7	-8.5	-12.5	1.5	1.7	38.5	-7.1	-2.9
영업이익	44.0	50.1	57.5	52.4	45.0	43.7	53.5	56.9	195.0	203.9	199.0	237.7
(% YoY)	7.6	2.5	10.2	-1.4	2.2	-12.8	-6.9	8.7	16.2	4.5	-2.4	19.5
영업이익률 (%)	7.8	7.4	7.5	8.0	8.4	7.1	7.2	8.3	8.3	7.6	7.7	7.3
세전이익	36.8	37.6	43.4	31.3	28.3	26.8	35.8	36.3	143.2	149.0	127.1	156.3
(% YoY)	10.1	77.5	0.6	-31.3	-22.9	-28.8	-17.6	16.1	44.4	4.1	-14.7	22.9
지배순이익	36.4	38.4	43.7	33.9	30.9	29.3	38.9	40.8	143.1	152.4	139.9	172.0
(% YoY)	12.9	90.6	2.9	-29.7	-15.1	-23.8	-11.0	20.5	46.2	6.5	-8.2	22.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

팬오션 (028670)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,336.2	2,668.4	2,575.5	3,249.1	3,618.3
매출액증가율(%)	24.7	14.2	-3.5	26.2	11.4
매출원가	2,072.1	2,390.3	2,298.1	2,912.4	3,219.9
매출총이익	264.2	278.1	277.5	336.7	398.4
판매비와관리비	69.1	74.1	78.5	98.9	110.2
영업이익	195.0	203.9	199.0	237.7	288.2
영업이익률(%)	8.3	7.6	7.7	7.3	8.0
금융손익	-45.2	-51.5	-54.0	-64.0	-64.7
종속/관계기업관련손익	0.3	0.1	-0.2	-0.1	-0.1
기타영업외손익	-6.9	-3.5	-17.6	-17.3	-17.3
세전계속사업이익	143.2	149.0	127.1	156.3	206.1
법인세비용	1.9	0.3	-0.1	-0.0	-0.0
당기순이익	141.3	148.6	127.2	156.3	206.1
지배주주지분 순이익	143.1	152.4	139.9	172.0	226.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	613.2	692.2	704.7	733.7	870.8
현금및현금성자산	207.6	208.7	258.4	170.7	243.8
매출채권	100.8	142.9	117.6	148.4	165.3
재고자산	50.3	61.1	58.9	74.3	82.8
비유동자산	3,281.2	3,427.3	3,638.6	4,040.2	3,989.9
유형자산	3,223.6	3,362.8	3,586.2	3,986.3	3,935.6
무형자산	9.6	8.6	7.4	6.3	5.4
투자자산	21.1	20.3	9.4	11.9	13.3
자산총계	3,894.4	4,119.5	4,343.3	4,773.9	4,860.7
유동부채	545.5	670.5	615.4	650.5	629.1
매입채무	87.6	90.3	85.8	108.3	120.6
단기차입금	47.3	28.0	19.6	13.7	9.6
유동성장기부채	272.4	353.0	317.7	285.9	228.7
비유동부채	939.2	788.6	940.2	1,179.4	1,081.5
사채	28.4	42.4	41.9	41.5	41.1
장기차입금	72.1	108.6	107.5	106.4	61.7
부채총계	1,484.6	1,459.1	1,555.7	1,830.0	1,710.6
자본금	534.5	534.6	534.6	534.6	534.6
자본잉여금	1,941.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1
기타포괄이익누계액	-25.6	77.2	77.2	77.2	77.2
이익잉여금	-66.1	85.2	225.1	397.1	623.8
비지배주주지분	20.7	16.7	3.9	-11.7	-32.3
자본총계	2,409.8	2,660.4	2,787.6	2,944.0	3,150.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	261.6	268.1	336.2	336.9	396.0
당기순이익(손실)	141.3	148.6	127.2	156.3	206.1
유형자산감가상각비	166.7	167.0	187.8	209.8	207.0
무형자산상각비	1.2	1.4	1.3	1.1	0.9
운전자본의 증감	-45.8	-53.2	23.4	-27.0	-14.8
투자활동 현금흐름	-117.2	-126.6	-395.9	-616.2	-158.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-106.5	-165.4	-411.2	-609.9	-156.2
투자자산의 감소(증가)	19.1	0.9	10.9	-2.5	-1.4
재무활동 현금흐름	-155.0	-149.1	109.4	191.7	-164.7
차입금증감	-275.6	-170.4	153.6	228.9	-103.4
자본의증가	0.8	1.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-37.4	1.1	49.6	-87.6	73.1
기초현금	245.1	207.6	208.7	258.4	170.7
기말현금	207.6	208.7	258.4	170.7	243.8

Key Financial Data

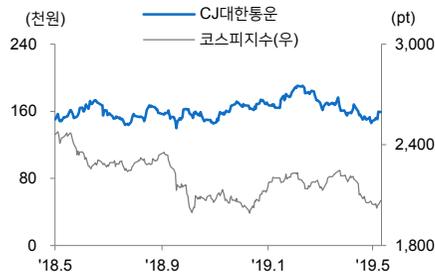
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	4,371.1	4,991.8	4,991.8	4,818.0	6,077.9
EPS(지배주주)	267.7	285.1	261.7	321.7	424.1
CFPS	672.9	713.3	713.3	698.1	808.2
EBITDAPS	364.9	381.5	381.5	372.2	444.7
BPS	4,469.3	4,945.6	5,207.4	5,529.1	5,953.2
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	19.7	15.6	16.6	13.5	10.2
PCR	7.9	7.2	6.1	6.2	5.4
PSR	1.2	1.0	0.9	0.9	0.7
PBR	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7
EBITDA	363.0	372.3	388.0	448.6	496.1
EV/EBITDA	10.5	8.8	8.4	7.9	6.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.8	6.1	5.2	6.0	7.4
EBITDA이익률	15.5	14.0	14.0	15.1	13.8
부채비율	61.6	54.8	55.8	62.2	54.3
금융비용부담률	2.2	2.0	2.0	2.3	2.1
이자보상배율(x)	3.7	3.7	3.3	3.5	4.2
매출채권회전율(x)	24.1	21.9	21.9	19.8	24.4
재고자산회전율(x)	47.7	47.9	47.9	42.9	48.8

CJ대한통운(000120) 먼저 맞고 가서 편하다

Analyst **이종현** 02. 6454-4868
jonghyun_lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	228,000원	
현재주가(6.3)	159,000원	
상승여력	43.4%	
KOSPI	2,067.85pt	
시가총액	36,272억원	
발행주식수	2,281만주	
유동주식비율	39.42%	
외국인비중	19.96%	
52주 최고/최저가	190,500원 / 140,000원	
평균거래대금	109.5억원	
주요주주(%)		
CJ제일제당 외 1인	40.17	
국민연금	8.17	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-5.4	0.5
6개월	1.6	4.7
12개월	7.4	26.7
주가그래프		



CJ대한통운 주가는 17년 이후 택배부문에 민감하게 반응하는 중

- 1H19 동사의 주가는 4Q18 호실적 발표와 단가인상 계획 발표로 단기 급등세를 시현한 바 있으나, 1Q19 YoY +2.8% 택배단가 상승에도 불구하고, 시장기대치를 하회하는 부진한 실적 기록하며 상승분 반납
- 1Q19 영업이익 컨센서스 (Preview 조정 전) 650억원 vs. 실제 1Q 영업이익 453억원 (-30% 하회)

2Q19부터 택배단가 인상 효과 본격화되며 1분기 실적을 저점으로 분기 실적 우상향 전망

- 3월부터 시작된 단가인상이 2Q19부터 온기로 반영됨에 따라 분기별 단가 상승률은 2Q19 +6.0% → 3Q19 +6.5% → 4Q19 +4.9% 전망
- 영업이익은 1Q19 453억원을 저점으로 2Q19 748억원 → 3Q19 806억원 → 4Q19 860억원 예상
- 1Q19 실적부진으로 당초 기대했던 수준의 이익개선 가시성은 축소되었으나 1Q19 이후 실적 눈높이 하향 조정과 동시에 주가에 반영되었다는 판단
- 20년 영업이익도 1) 단가인상 지속과 2) 최저임금인상 속도조절에 근거하여 안정적인 성장 (3,204억원, YoY +11.7%) 이 가능하다는 점도 기업가치 방향성에 긍정적
- 기존 투자의견과 적정주가 유지

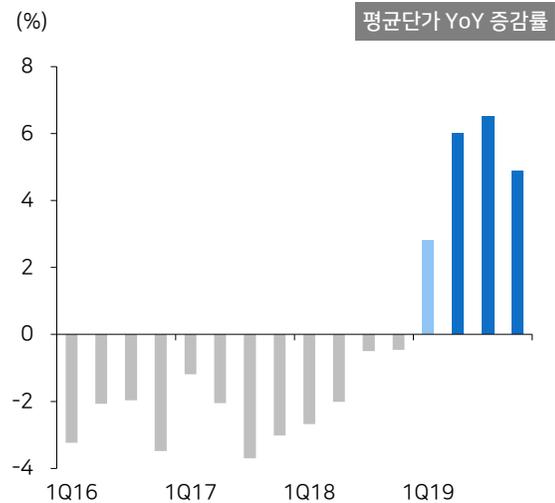
	매출액	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(지배주주)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2017	7,110.4	235.7	31.5	1,380	-43.6	134,556	101.4	1.0	14.1	1.3	126.7
2018	9,219.7	242.7	37.9	1,660	20.3	146,637	100.6	1.1	15.2	1.5	150.9
2019E	10,583.7	286.8	29.3	1,275	-22.7	165,997	131.8	1.0	11.8	1.0	133.2
2020E	11,555.4	320.4	72.2	3,163	148.1	168,466	53.1	1.0	11.0	2.4	136.6
2021E	12,481.5	362.5	105.0	4,604	45.6	172,760	36.5	1.0	10.2	3.4	138.3

택배단가인상 지속으로 영업이익 우상향 예상

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

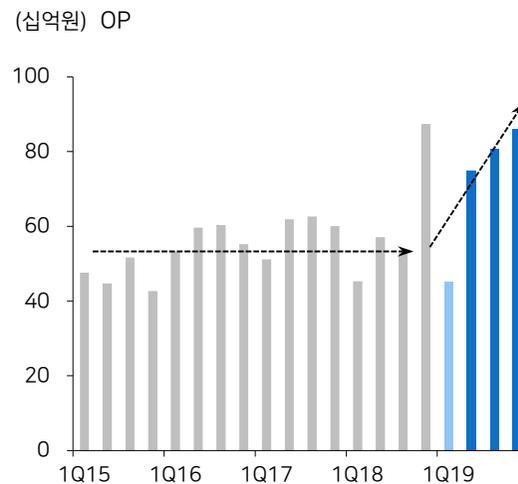
- 3월부터 시작된 단가인상이 2Q19부터 온기로 반영됨에 따라 분기별 단가 상승률은 2Q19 +6.0% → 3Q19 +6.5% → 4Q19 +4.9% 전망
- 영업이익은 1Q19 450억을 저점으로 2Q19 748억원 → 3Q19 806억원 → 4Q19 860억원 실현 예상
- 1Q19 실적부진으로 당초 기대했던 수준의 이익개선 가시성은 축소되었으나 1Q19 이후 실적 눈높이 하향 조정과 동시에 주가에 반영되었다는 판단
- 18-19년 300-500억원의 비용부담 가중시켰던 최저임금인상은 향후 속도조절 가능성 높아 내년 이익성장 가시성 확대 요인

택배단가 YoY 증감률 추이 및 전망



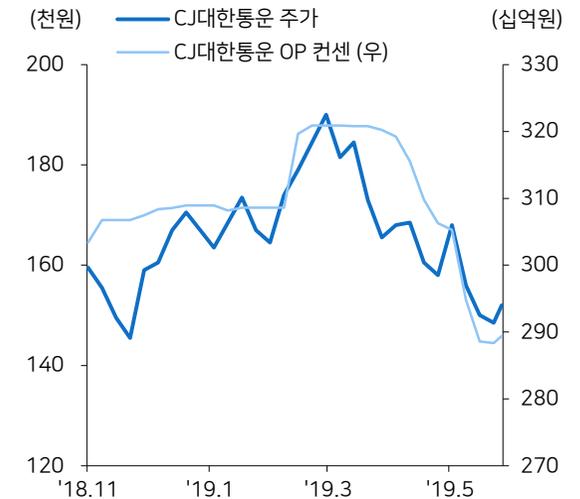
자료: CJ대한통운, 메리츠증권증권 리서치센터

영업이익 추이 및 전망



자료: CJ대한통운, 메리츠증권증권 리서치센터

주가 및 19년 OP컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

CJ대한통운(000120) 분기실적 스냅샷

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

(십억원,%)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,001.5	2,284.6	2,418.4	2,515.2	2,432.7	2,646.8	2,734.1	2,770.1	7,110.4	9,219.7	10,583.7	11,555.4
(%, YoY)	25.5	33.8	29.1	30.0	21.5	15.9	13.1	10.1	16.9	29.7	14.8	9.2
CL (3자물류)	615.5	641.0	649.2	619.7	623.1	648.9	658.0	640.8	2,427.8	2,525.4	2,570.8	2,643.2
(%, YoY)	5.1	6.3	4.7	0.1	1.2	1.2	1.4	3.4	2.9	4.0	1.8	2.8
택배	556.6	586.2	587.8	644.9	612.8	677.2	689.3	745.2	2,075.0	2,375.5	2,724.5	3,106.5
(%, YoY)	16.2	15.0	10.7	16.1	10.1	15.5	17.3	15.5	13.7	14.5	14.7	14.0
글로벌	773.3	861.6	1,011.1	1,009.8	1,022.0	1,145.9	1,212.0	1,209.3	2,607.6	3,655.8	4,589.2	5,085.6
(%, YoY)	45.7	44.8	40.0	32.9	32.2	33.0	19.9	19.8	37.4	40.2	25.5	10.8
건설	56.0	195.9	170.3	240.8	174.8	174.8	174.8	174.8		663.0	699.2	720.2
(%, YoY)					212.0	-10.8	2.6	-27.4			5.5	3.0
매출총이익	175.3	208.3	206.5	237.9	204.9	248.9	255.4	264.8	756.2	828.1	974.0	1,053.2
영업이익	45.3	57.1	52.9	87.4	45.3	74.8	80.6	86.0	235.7	242.7	286.8	320.4
(%, YoY)	-11.4	-7.7	-15.6	45.6	0.0	31.0	52.6	-1.6	3.2	3.0	18.2	11.7
CL (3자물류)	21.6	22.0	30.0	40.4	20.6	23.8	32.0	34.9	120.9	114.0	111.3	111.8
(%, YoY)	-27.1	-24.8	-9.7	40.3	-4.5	8.3	6.5	-13.6	-3.7	-5.7	-2.4	0.4
택배	11.0	21.3	-0.2	14.4	2.4	28.7	23.3	19.4	70.6	46.5	73.8	98.4
(%, YoY)	-18.7	-8.8	적전	-9.4	-77.8	34.6	흑전	34.5	21.8	-34.1	58.6	33.3
글로벌	13.2	12.8	16.3	25.1	14.1	13.2	15.5	22.8	42.8	67.4	65.6	73.0
(%, YoY)	74.3	40.4	46.8	67.2	6.6	3.4	-4.8	-9.2	-1.4	57.5	-2.7	11.3
세전이익	43.4	20.0	8.4	13.2	-13.4	23.7	28.2	16.5	73.1	85.0	54.9	108.5
(%, YoY)	235.5	-47.1	-58.8	600.4	-130.9	18.5	235.0	25.6	-19.6	16.2	-35.5	97.7
지배주주순이익	32.9	4.6	-0.2	0.5	-15.3	16.3	18.9	9.4	31.5	37.9	29.3	72.2
(%, YoY)	776.1	-79.2	적전	흑전	-146.5	250.6	흑전	1,789.5	-43.6	20.3	-22.7	146.4
수익성												
매출총이익률	8.8	9.1	8.5	9.5	8.4	9.4	9.3	9.6	10.6	9.0	9.2	9.1
영업이익률	2.3	2.5	2.2	3.5	1.9	2.8	2.9	3.1	3.3	2.6	2.7	2.8
CL (3자물류)	3.5	3.4	4.4	6.2	3.3	3.7	4.9	5.4	5.0	4.5	4.3	4.2
택배	2.0	3.6	0.0	2.4	0.4	4.2	3.4	2.6	3.4	2.0	2.7	3.2
글로벌	1.7	1.5	1.6	2.5	1.4	1.2	1.3	1.9	1.6	1.8	1.4	1.4
세전이익률	2.2	0.9	0.3	0.5	-0.6	0.9	1.0	0.6	1.0	0.9	0.5	0.9
지배주주순이익률	1.6	0.2	0.0	0.0	-0.6	0.6	0.7	0.3	0.4	0.4	0.3	0.6
주요 영업 지표												
택배가격	1,944.8	1,911.3	1,942.5	1,960.8	1,999.3	2,026.0	2,068.8	2,056.4	1,967.0	1,940.1	2,038.8	2,123.4
(%, YoY)	-2.7	-2.0	-0.5	-0.5	2.8	6.0	6.5	4.9	-2.5	-1.4	5.1	4.1
택배물량 (백만박스)	286.2	306.7	302.6	328.9	306.5	334.3	333.2	362.4	1,054.9	1,224.4	1,336.3	1,463.0
(%, YoY)	19.4	17.4	11.3	16.6	7.1	9.0	10.1	10.2	16.7	16.1	9.1	9.5
산업택배물량 (백만박스)	603.0	623.8	619.8	696.0	650.6	673.0	668.7	750.9	2,319.2	2,542.6	2,743.3	2,935.3
(%, YoY)	10.3	10.2	4.3	13.7	7.9	7.9	7.9	7.9	13.3	9.6	7.9	7.0
택배점유율	47.5	49.2	48.8	47.3	47.1	49.7	49.8	48.3	45.5	48.2	48.7	49.8
(%P, YoY)	3.6	3.0	3.1	1.2	-0.4	0.5	1.0	1.0	1.3	2.7	0.6	1.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

CI 대한통운 (000120)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	7,110.4	9,219.7	10,583.7	11,555.4	12,481.5
매출액증가율(%)	16.9	29.7	14.8	9.2	8.0
매출원가	6,354.2	8,391.6	9,609.7	10,502.2	11,346.8
매출총이익	756.2	828.1	974.0	1,053.2	1,134.7
판매비와관리비	520.5	585.4	687.2	732.8	772.2
영업이익	235.7	242.7	286.8	320.4	362.5
영업이익률(%)	3.3	2.6	2.7	2.8	2.9
금융손익	-64.6	-84.5	-129.0	-113.7	-113.7
종속/관계기업관련손익	-20.4	-25.7	-25.7	-25.7	-25.7
기타영업외손익	-77.5	-47.5	-77.3	-72.5	-72.5
세전계속사업이익	73.1	85.0	54.9	108.5	150.6
법인세비용	34.2	33.2	14.5	23.9	33.1
당기순이익	38.9	51.8	40.4	84.6	117.5
지배주주지분 순이익	31.5	37.9	29.3	72.2	105.0
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,803.5	2,180.8	2,335.0	2,470.3	2,637.4
현금및현금성자산	154.3	163.3	175.2	169.9	152.7
매출채권	1,307.4	1,524.6	1,587.5	1,675.5	1,809.8
재고자산	15.7	21.2	24.4	26.6	28.7
비유동자산	4,505.4	5,695.9	5,830.2	5,948.6	6,059.0
유형자산	2,429.5	3,306.4	3,430.8	3,547.9	3,658.7
무형자산	1,468.4	1,776.7	1,753.1	1,730.3	1,708.4
투자자산	129.2	141.7	105.5	79.8	54.1
자산총계	6,308.9	7,876.7	8,165.2	8,418.8	8,696.4
유동부채	1,890.1	2,614.0	2,509.7	2,649.2	2,782.1
매입채무	700.6	823.1	944.8	1,031.6	1,114.3
단기차입금	476.9	913.9	813.9	813.9	813.9
유동성장기부채	263.5	377.1	177.1	177.1	177.1
비유동부채	1,636.1	2,123.8	2,153.7	2,210.7	2,264.9
사채	987.9	1,167.7	1,167.7	1,167.7	1,167.7
장기차입금	468.4	416.0	366.0	366.0	366.0
부채총계	3,526.2	4,737.8	4,663.5	4,859.9	5,047.0
자본금	114.1	114.1	114.1	114.1	114.1
자본잉여금	2,248.4	2,260.5	2,260.5	2,260.5	2,260.5
기타포괄이익누계액	-55.6	-55.0	-63.1	-68.9	-74.4
이익잉여금	573.5	600.3	609.9	660.5	744.0
비지배주주지분	411.1	476.7	488.0	500.4	512.9
자본총계	2,782.7	3,138.9	3,501.7	3,559.0	3,649.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	246.4	61.9	235.5	232.6	221.5
당기순이익(손실)	38.9	51.8	40.6	84.6	117.5
유형자산감가상각비	120.5	155.6	210.7	218.9	226.4
무형자산상각비	40.8	58.1	63.6	62.8	62.0
운전자본의 증감	-53.0	-254.0	-242.6	-287.4	-328.9
투자활동 현금흐름	-689.6	-843.5	-212.2	-223.6	-224.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-484.6	-519.7	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	-5.2	-9.7	36.2	25.7	25.7
재무활동 현금흐름	456.5	778.5	-20.9	-22.8	-22.8
차입금증감	456.9	618.6	-350.0	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	15.6	9.0	11.9	-5.3	-17.2
기초현금	138.7	154.3	163.3	175.2	169.9
기말현금	154.3	163.3	175.2	169.9	152.7
Key Financial Data					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	311,691	404,153	463,944	506,542	547,136
EPS(지배주주)	1,380	1,660	1,275	3,163	4,604
CFPS	16,407	19,036	25,369	26,954	28,687
EBITDAPS	17,403	20,005	24,596	26,394	28,534
BPS	134,556	146,637	165,997	168,466	172,760
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	101.4	100.6	131.8	53.1	36.5
PCR	10.2	8.8	6.6	6.2	5.9
PSR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
PBR	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
EBITDA	397.0	456.4	561.1	602.1	650.9
EV/EBITDA	14.1	15.2	11.8	11.0	10.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.3	1.5	1.0	2.4	3.4
EBITDA이익률	5.6	4.9	5.3	5.2	5.2
부채비율	126.7	150.9	133.2	136.6	138.3
금융비용부담률	0.78	0.93	0.86	0.66	0.61
이자보상배율(x)	4.3	2.8	3.1	4.2	4.8
매출채권회전율(x)	6.0	6.5	6.8	7.1	7.2
재고자산회전율(x)	460.1	500.0	464.4	453.6	451.2

제주항공 (089590) 2H19 일본기저 및 중장기 중국노선 성장에 주목

Analyst 이종현 02. 6454-4868
jonghyun_lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	44,000원	
현재주가(6.3)	35,200원	
상승여력	25.0%	
KOSPI	2,067.85pt	
시가총액	9,278억원	
발행주식수	2,636만주	
유동주식비율	32.96%	
외국인비중	8.59%	
52주 최고/최저가	50,800원 / 28,800원	
평균거래대금	54.5억원	
주요주주(%)		
AK홀딩스 외 3인	58.85	
제주특별자치도청	7.75	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-13.5	-8.1
6개월	-7.0	-4.1
12개월	-29.6	-17.0
주가그래프		



지방발 노선확대로 2Q19 실적 부진은 면하기 어려우나..

- 실시간 데이터 기준 2Q19 누적 국제선 L/F는 YoY -8.0%p 감소세 기록 중
- 수요기반이 상대적으로 약한 지방발 노선 확대로 비수기와 성수기간 영업실적 편차가 확대
- 이를 반영하여 2Q19 컨센서스 하향조정 불가피할 전망 (2Q19 영업이익 추정치: 당사 -57억원 vs. 컨센서스 +97억원)

2H19 일본 자연재해 기저효과 및 중장기 중국노선 성장 방향성에 주목

- 1Q18 YoY +41.8%, 2Q18 +20.3% 증가율을 기록했던 한국인 일본 출국자수는 18년 6월 발현된 일본 자연재해로 3Q18 -14.0%, 4Q18 -8.1%를 기록
- 18년 기준 여객매출대비 25% 비중을 차지하는 일본노선 부진으로 3Q18-4Q18 부진한 영업실적 실현 (3Q18 L/F YoY -2.9%p, 4Q18 L/F YoY -3.8%p)
- 3Q-4Q19 영업이익은 일본 기저효과에 힘입어 각각 542억원 (YoY +43.6%), 205억원 (YoY +280.3%) 예상
- 하반기 이후 성장성 및 수익성 모두 높은 중국노선 매출 확대 방향성에도 주목해야 한다는 판단
- 기존 적정주가를 유지하나 최근의 주가 하락으로 투자의견을 Trading Buy에서 Buy로 상향 조정

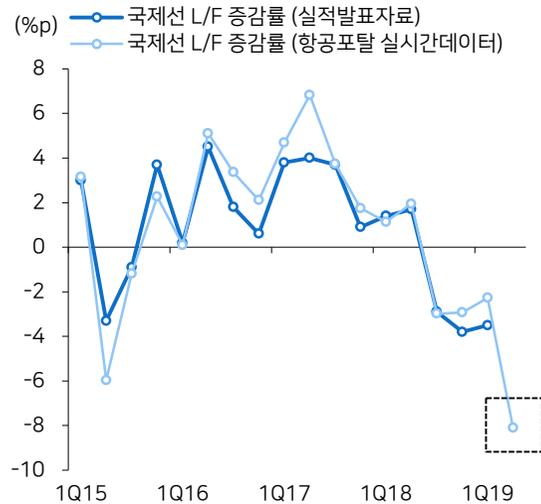
	매출액 (십억원)	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	996.4	101.3	77.8	2,954	44.9	12,574	12.0	2.8	5.1	25.8	141.5
2018	1,259.4	101.2	70.9	2,689	-9.0	14,509	12.5	2.3	5.7	19.9	169.8
2019E	1,574.8	126.0	82.7	3,137	16.7	16,731	10.8	2.0	2.9	20.1	175.9
2020E	1,791.0	144.1	104.8	3,978	26.8	19,743	8.5	1.7	2.6	21.8	171.2
2021E	1,972.6	174.7	114.7	4,353	9.4	23,080	7.8	1.5	2.0	20.3	169.6

2분기 실적 부진 불가피하나 하반기 일본기저·중국노선 성장 가능성에 주목

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

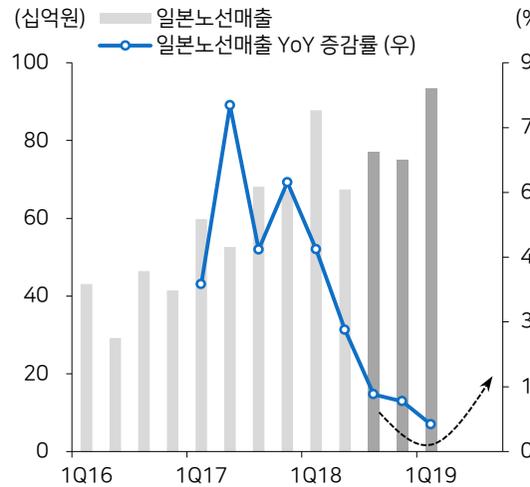
- 실시간 데이터 기준 2Q19 누적 국제선 L/F는 전년동기대비 -8.0%p 감소세 기록 중
- 수요기반이 상대적으로 약한 지방발 노선 확대로 비수기와 성수기간 영업실적 편차가 확대
- 2분기 실적 부진 불가피 (2Q19 영업이익 추정치: 당사 -57억원 vs. 컨센서스 +97억원)
- 그럼에도 불구하고 1) 6월 이후 전년동기 일본 자연 재해 기저효과와 2) 중장기 중국노선 성장성 감안시 19-20년 안정적인 이익성장 가능할 전망 (19년 OP YoY +24.5%, 20년 OP YoY +14.4%)

국제선 L/F 증감률



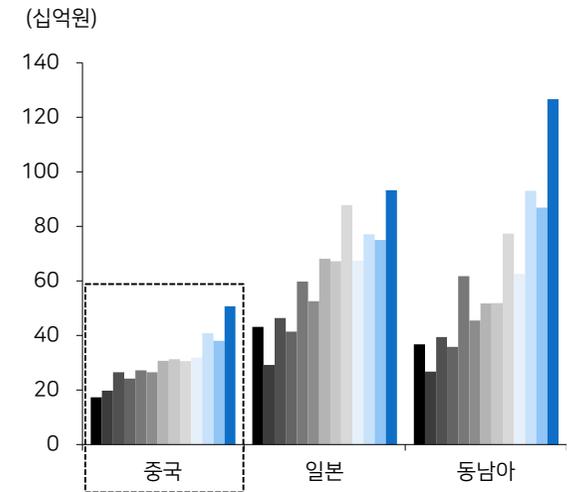
자료: 항공정보포탈, 메리츠증권증권 리서치센터

일본노선 매출 추이



자료: 제주항공, 메리츠증권증권 리서치센터

제주항공 노선별 분기매출 추이



자료: 제주항공, 메리츠증권증권 리서치센터

제주항공 (089590) 영업실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액(연결)	308.6	283.3	350.1	317.5	392.9	346.7	448.7	386.5	996.4	1,259.4	1,574.8	1,791.0
(% YoY)	28.5	24.2	31.3	21.4	27.3	22.4	28.2	21.7	33.3	26.4	25.0	13.7
부문별 매출액(별도)												
1) 국내선 여객	47.3	63.8	59.8	53.9	48.8	65.8	61.0	55.7	224.1	224.7	231.4	236.4
(% YoY)	7.7	4.0	-3.4	-5.3	3.3	3.3	2.0	3.4	10.4	0.3	3.0	2.2
RPK (% YoY)	6.8	3.9	-1.2	1.7	3.8	3.8	3.8	3.8	0.3	2.6	3.8	2.7
Yield (% YoY)	0.8	0.1	-3.4	-6.8	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	10.1	-2.6	-0.5	-0.5
L/F (%p YoY)	-1.2	-0.4	-2.7	-2.0	1.3	1.3	1.3	1.3	3.5	-1.6	1.3	0.3
2) 국제선 여객	243.8	201.8	263.6	234.2	315.0	253.7	355.7	299.4	711.4	943.5	1,223.8	1,420.7
(% YoY)	33.5	33.5	38.9	24.8	29.2	25.7	34.9	27.8	43.9	32.6	29.7	16.1
RPK (% YoY)	24.9	32.7	30.8	31.2	30.9	28.3	38.7	30.5	41.1	29.9	32.2	13.6
Yield (% YoY)	6.9	0.6	2.3	-4.9	-1.3	-2.0	1.0	-2.0	2.0	1.1	-0.9	2.2
L/F (%p YoY)	1.4	1.7	-2.9	-3.8	-2.0	-3.0	4.1	1.0	3.0	-1.1	0.2	0.4
영업이익(연결)	46.4	11.6	37.8	5.4	57.0	-5.7	54.2	20.5	101.3	101.2	126.0	144.1
(% YoY)	70.6	-28.2	-6.5	-69.3	22.7	적전	43.6	280.3	73.4	-0.1	24.5	14.4
(영업이익률, %)	15.0	4.1	10.8	1.7	14.5	-1.6	12.1	5.3	10.2	8.0	8.0	8.0
세전이익	47.9	22.0	40.9	-17.5	55.5	-21.8	54.1	20.9	101.2	93.3	108.7	137.5
(% YoY)	116.9	9.6	-4.0	적전	15.7	적전	32.3	흑전	47.1	-7.8	16.5	26.5
지배순이익	36.9	16.8	31.1	-14.0	42.1	-16.5	41.1	15.9	77.8	70.9	82.7	104.8
(% YoY)	116.8	10.2	-3.7	적전	14.0	적전	32.2	흑전	46.9	-8.9	16.5	26.5
주요 가정												
원/달러 환율(평균)	1,072.2	1,080.2	1,120.9	1,127.4	1,125.7	1,180.0	1,162.5	1,147.5	1,129.8	1,100.2	1,153.9	1,120.0
원/달러 환율(기말)	1,061.3	1,115.0	1,110.2	1,111.0	1,137.8	1,170.0	1,155.0	1,140.0	1,067.2	1,111.0	1,140.0	1,100.0
항공유(달러/배럴)	78.4	83.7	87.3	90.4	74.6	81.4	81.6	82.6	64.6	84.9	80.1	82.5
(% YoY)	19.3	34.3	45.4	28.9	-4.8	-2.8	-6.6	-8.5	24.0	31.6	-5.7	3.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

제주항공 (089590)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	996.4	1,259.4	1,574.8	1,791.0	1,972.6
매출액증가율(%)	33.3	26.4	25.0	13.7	10.1
매출원가	774.9	1,015.6	1,271.4	1,444.9	1,575.3
매출총이익	221.5	243.8	303.3	346.1	397.2
판매비와관리비	120.2	142.6	177.4	202.0	222.5
영업이익	101.3	101.2	126.0	144.1	174.7
영업이익률(%)	73.4	-0.1	24.5	14.4	21.3
금융손익	1.2	-1.2	-13.3	-26.8	-27.0
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.4	-6.7	-3.9	20.7	3.3
세전계속사업이익	101.2	93.3	108.9	138.0	151.0
법인세비용	23.4	22.4	26.2	33.2	36.3
당기순이익	77.8	70.9	82.7	104.8	114.7
지배주주지분 순이익	77.8	70.9	82.7	104.8	114.7
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	450.1	478.2	703.3	912.8	1,146.9
현금및현금성자산	103.6	222.7	384.0	549.5	746.9
매출채권	32.4	44.6	55.7	63.4	69.8
재고자산	9.4	11.6	14.4	16.4	18.1
비유동자산	350.3	553.4	513.1	498.6	492.9
유형자산	170.6	331.3	294.9	277.9	267.0
무형자산	18.5	24.3	15.7	10.5	7.3
투자자산	5.8	2.4	0.0	0.0	0.0
자산총계	800.4	1,031.6	1,216.4	1,411.3	1,639.8
유동부채	368.2	403.2	396.2	388.9	409.6
매입채무	0.0	0.9	1.1	1.3	1.4
단기차입금	8.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	46.5	14.8	16.3	17.9	1.0
비유동부채	100.7	246.0	379.2	502.1	621.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	65.0	162.0	260.0	359.0
부채총계	469.0	649.2	775.5	891.0	1,031.5
자본금	131.8	131.8	131.8	131.8	131.8
자본잉여금	89.6	89.8	89.8	89.8	89.8
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	-5.7	-11.5	-17.2
이익잉여금	114.9	162.7	227.0	312.2	405.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	331.4	382.4	441.0	520.4	608.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	144.6	121.5	177.3	170.3	239.2
당기순이익(손실)	77.8	70.9	82.7	104.8	114.7
유형자산감가상각비	20.4	29.1	116.4	107.0	100.9
무형자산상각비	4.8	7.2	8.6	5.3	3.2
운전자본의 증감	23.1	9.2	-37.5	-29.4	20.3
투자활동 현금흐름	-223.4	-6.3	-100.2	-87.8	-105.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-133.2	-153.5	-80.0	-90.0	-90.0
투자자산의 감소(증가)	-3.6	3.5	2.4	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	20.2	4.7	84.1	83.1	63.9
차입금증감	-0.0	101.4	97.0	98.0	99.0
자본의증가	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-64.7	119.2	161.2	165.6	197.4
기초현금	168.2	103.6	222.7	384.0	549.5
기말현금	103.6	222.7	384.0	549.5	746.9
Key Financial Data					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	37,831.2	47,782.6	59,747.9	67,951.9	74,841.9
EPS(지배주주)	2,953.9	2,689.2	3,137.1	3,977.8	4,352.6
CFPS	5,283.5	5,445.0	10,162.6	9,935.5	10,792.5
EBITDAPS	3,847.0	3,839.7	4,779.8	5,466.8	6,629.6
BPS	12,574.5	14,509.0	16,730.6	19,743.0	23,080.3
DPS	600.0	650.0	700.0	750.0	800.0
배당수익률(%)	1.7	1.9	2.1	2.2	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	12.0	12.5	10.8	8.5	7.8
PCR	6.3	7.5	3.3	3.4	3.1
PSR	0.9	0.9	0.6	0.5	0.5
PBR	2.8	2.3	2.0	1.7	1.5
EBITDA	126.5	137.4	250.9	256.3	278.9
EV/EBITDA	5.1	5.7	2.9	2.6	2.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.8	19.9	20.1	21.8	20.3
EBITDA이익률	12.7	10.9	15.9	14.3	14.1
부채비율	141.5	169.8	175.9	171.2	169.6
금융비용부담률	0.0	0.1	2.1	2.3	2.3
이자보상배율(x)	223.5	67.8	3.8	3.6	3.9
매출채권회전율(x)	34.9	32.7	31.4	30.1	29.6
재고자산회전율(x)	112.7	120.4	121.1	116.0	114.3

Buy

적정주가 (12개월)	43,000원	
현재주가 (6.3)	31,700원	
상승여력	35.6%	
KOSPI	2,067.85pt	
시가총액	30,066억원	
발행주식수	9,484만주	
유동주식비율	64.51%	
외국인비중	26.14%	
52주 최고/최저가	37,750원 / 25,450원	
평균거래대금	283.4억원	
주요주주(%)		
한진칼 외 9인	33.35	
국민연금	11.15	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-5.9	-0.1
6개월	0.0	3.1
12개월	-0.9	16.8
주가그래프		



차별화된 중장거리노선 경쟁력 및 경영권 이슈 발현에 따른 재무구조 개선 가시성 확대는 긍정적

- 동사의 주된 투자포인트는 중장거리노선 경쟁력 및 경영권 이슈 발현에 따른 재무구조개선 가시성 확대
- 중장거리노선 경쟁력은 단거리노선 경쟁심화 국면에서 타 국적사 대비 차별화된 영업지표 실현을 가능케하는 요인 (18년 국제선 Yield 상승률: 대한항공 +7.3% vs. 제주항공 +1.1%)
- 경영권 이슈 발현으로 향후 '연간 1-1.5조원에 달하는 잉여현금흐름의 효율적 활용 가능성 확대 → 차입금 상황 (18년 말 기준 순차입금 14조원) → 이자비용 절감 → 재무구조개선 → 기업가치개선' 흐름을 기대

2H19 화물부문 부진 심화로 기업가치개선 속도 더딜 전망

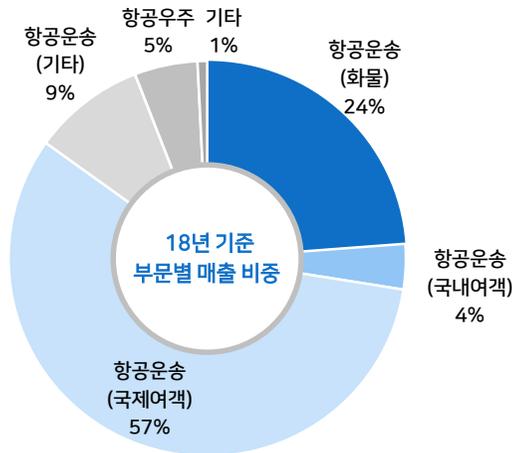
- 1Q19 저조한 실적을 실현하였던 화물부문은 2H19에도 부진 지속 예상
- 수요부진을 상쇄해주었던 Yield 상승률은 19년 들어 둔화 기조가 뚜렷 (18년 +11.1% vs. 1Q19 +1.9%)
- 현재 23대의 화물기단이 2023년까지 유지됨에 따라 고정비 부담은 지속되는 가운데 수요 및 Yield의 동반 악화는 수익성의 급격한 훼손을 유발시킬 가능성 존재
- 18년 기준 2,500억원~3,200억원의 영업이익 (18년 별도영업이익 6,400억원)을 창출한 화물부문의 적자 전환 가능성까지 고려한다면 향후 기업가치개선은 더디게 진행될 전망

	매출액 (십억원)	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	12,092.2	939.8	791.5	8,732.8	적지	37,824.2	3.9	0.9	6.4	29.4	557.1
2018	13,020.3	640.3	-193.0	-2,038.9	흑전	30,313.2	-16.2	1.1	7.3	-5.9	743.7
2019E	13,227.6	605.7	-44.9	-476.6	적전	29,595.0	-66.2	1.1	5.8	-1.6	713.8
2020E	13,357.9	675.3	359.2	3,784.1	흑전	33,088.2	8.3	1.0	5.1	11.9	597.2
2021E	13,642.7	854.8	321.7	3,387.9	-10.5	36,189.8	9.3	0.9	4.2	9.7	509.8

심화되고 있는 화물 부진

- 작년 기준 매출 비중 24%에 달하는 화물부문의 부진 지속을 예상
- 18년까지 화물 수요감소를 상쇄해주었던 Yield 상승률은 19년 들어 둔화 기조가 뚜렷 (18년 +11.1% vs. 1Q19 +1.9%)
- 현재 23대의 화물기단이 2023년까지 유지될 전망임에 따라 고정비 부담은 지속되는 가운데 수요 감소는 수익성의 급격한 훼손을 유발시킬 가능성 존재
- 18년 기준 2,500억원~3,200억원의 영업이익 (18년 별도영업이익 6,400억원)을 창출한 화물부문의 적자 전환 가능성까지 열어둬야 한다는 판단

화물 매출 비중



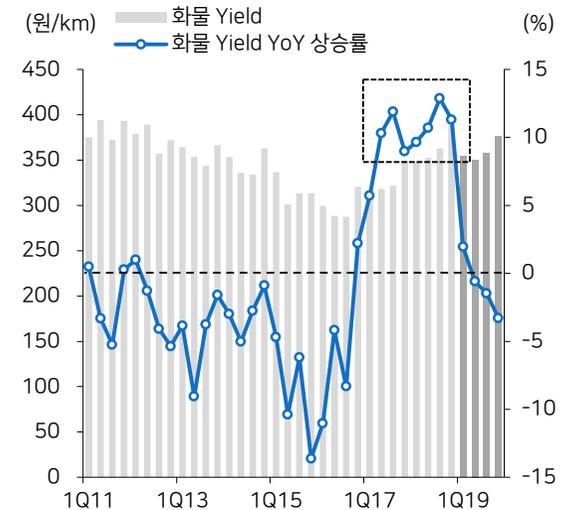
자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

화물 수요 추이 및 전망



자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

화물 Yield 추이 및 전망



자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

대한항공 (003490) 영업실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 19
운송_ After Disasters

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액(연결)	3,102.0	3,105.7	3,517.9	3,294.7	3,138.9	3,176.8	3,575.0	3,336.9	12,092.2	13,020.3	13,227.6	13,357.9
(% YoY)	8.2	6.9	9.5	6.0	1.2	2.3	1.6	1.3	3.1	7.7	1.6	1.0
부문별 매출액(별도)												
1) 국내선 여객	97.9	131.6	125.1	114.2	105.6	143.5	139.2	126.9	507.0	468.8	515.3	529.7
(% YoY)	-6.9	-8.4	-8.4	-6.1	7.9	9.1	11.3	11.2	2.7	-7.5	9.9	2.8
RPK (% YoY)	-12.0	-12.2	-17.3	-11.7	4.3	5.4	6.0	5.9	0.5	-13.4	5.4	-0.2
Yield (% YoY)	5.8	4.3	10.9	6.4	3.5	3.5	5.0	5.0	2.2	6.8	4.3	3.0
L/F (%p YoY)	-3.0	0.3	-5.1	-2.7	4.4	4.4	4.4	4.4	-0.0	-2.6	4.4	2.0
2) 국제선 여객	1,754.0	1,715.2	2,003.1	1,796.4	1,800.1	1,837.8	2,140.7	1,960.3	6,538.5	7,268.7	7,738.8	8,131.4
(% YoY)	11.4	10.4	12.1	10.6	2.6	7.1	6.9	9.1	1.0	11.2	6.5	5.1
RPK (% YoY)	4.8	5.2	0.9	4.0	1.8	5.0	3.8	5.9	2.6	3.6	4.1	4.0
Yield (% YoY)	6.3	5.0	11.1	6.3	0.9	2.0	3.0	3.0	-1.6	7.3	2.2	1.0
L/F (%p YoY)	-0.9	1.3	1.0	2.6	0.9	2.0	3.0	3.0	0.8	1.0	2.2	2.0
3) 항공 화물	697.6	712.5	754.2	847.9	644.6	611.1	651.0	695.2	2,808.7	3,012.2	2,601.8	2,302.6
(% YoY)	9.1	5.9	7.7	6.5	-7.6	-14.2	-13.7	-18.0	14.9	7.2	-13.6	-11.5
FTK (% YoY)	-0.5	-4.3	-4.6	-4.3	-9.4	-13.7	-12.4	-15.2	5.3	-3.5	-12.7	-4.0
Yield (% YoY)	9.6	10.7	12.9	11.3	1.9	-0.6	-1.5	-3.3	9.2	11.1	-1.0	-7.8
L/F (%p YoY)	-1.6	-2.0	-1.3	-2.6	-6.7	-9.0	-9.0	-9.0	1.7	-1.9	-8.4	-3.0
영업이익(연결)	166.3	66.7	401.8	5.4	140.6	-47.2	405.9	106.4	939.8	640.3	605.7	675.3
(% YoY)	-13.1	-61.4	13.0	-97.5	-15.5	적전	1.0	1,862.8	-16.2	-31.9	-5.4	11.5
(영업이익률, %)	5.4	2.1	11.4	0.2	4.5	-1.5	11.4	3.2	7.8	4.9	4.6	5.1
세전이익(연결)	-1.1	-379.9	344.9	-172.6	-67.3	-377.0	342.9	57.0	1,121.7	-208.7	-44.4	465.2
(% YoY)	적전	적지	215.7	적전	적지	적지	-0.6	흑전	흑전	적전	적지	흑전
지배순이익	-10.3	-304.2	252.2	-130.7	-62.5	-291.1	264.8	44.0	791.5	-193.0	-44.9	359.2
(% YoY)	적전	적지	335.9	적전	적지	적지	5.0	흑전	흑전	적전	적지	흑전
주요 가정												
원/달러 환율(평균)	1,072.2	1,080.2	1,120.9	1,127.4	1,125.7	1,180.0	1,162.5	1,147.5	1,129.8	1,100.2	1,153.9	1,120.0
YoY 증감률	-7.0	-4.4	-1.1	1.9	5.0	9.2	3.7	1.8	-2.7	-2.6	4.9	-2.9
원/달러 환율(기말)	1,061.3	1,115.0	1,110.2	1,111.0	1,137.8	1,170.0	1,155.0	1,140.0	1,071.0	1,111.0	1,140.0	1,100.0
QoQ 증분	-5.9	53.7	-4.8	0.8	26.8	32.2	-15.0	-15.0	-136.7	40.0	29.1	-40.0
항공유(달러/배럴)	78.4	83.7	87.3	90.4	74.6	81.4	81.6	82.6	64.6	84.9	80.1	82.5
(% YoY)	19.3	34.3	45.4	28.9	-4.8	-2.8	-6.6	-8.5	24.0	31.6	-5.7	3.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

대한항공 (003490)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12,092.2	13,020.3	13,227.6	13,357.9	13,642.7
매출액증가율(%)	3.1	7.7	1.6	1.0	2.1
매출원가	9,991.2	11,003.5	11,214.8	11,261.1	11,335.6
매출총이익	2,101.1	2,016.7	2,012.8	2,096.8	2,307.0
판매비와관리비	1,161.3	1,376.4	1,407.1	1,421.5	1,452.3
영업이익	939.8	640.3	605.7	675.3	854.8
영업이익률(%)	7.8	4.9	4.6	5.1	6.3
금융손익	-457.8	-454.7	-492.0	-446.2	-444.1
종속/관계기업관련손익	11.3	0.5	0.7	0.6	0.6
기타영업외손익	628.4	-394.8	-158.8	235.6	5.3
세전계속사업이익	1,121.7	-208.7	-44.4	465.2	416.5
법인세비용	319.8	-23.0	-0.4	102.3	91.6
당기순이익	801.9	-185.7	-44.0	362.9	324.9
지배주주지분 순이익	791.5	-193.0	-44.9	359.2	321.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,582.3	3,872.4	3,820.7	3,832.3	3,909.5
현금및현금성자산	761.2	1,504.0	1,414.5	1,402.4	1,427.9
매출채권	636.0	705.8	717.0	724.1	739.5
재고자산	682.7	1,030.1	1,046.5	1,056.8	1,079.4
비유동자산	21,066.4	21,707.3	20,298.6	19,193.4	18,064.8
유형자산	18,907.3	19,648.0	18,428.7	17,342.3	16,228.0
무형자산	363.5	300.8	277.9	256.8	237.5
투자자산	476.3	402.5	236.0	238.3	243.4
자산총계	24,648.7	25,579.7	24,119.2	23,025.7	21,974.4
유동부채	6,638.1	7,521.9	7,572.8	7,104.9	6,674.9
매입채무	151.8	153.6	156.1	157.6	161.0
단기차입금	772.6	732.3	732.3	732.3	732.3
유동성장기부채	3,300.5	3,588.9	3,588.9	3,088.9	2,588.9
비유동부채	14,259.4	15,026.0	13,582.7	12,618.3	11,696.1
사채	1,103.0	1,519.0	1,519.0	1,519.0	1,519.0
장기차입금	1,941.9	2,373.6	1,873.6	1,873.6	1,873.6
부채총계	20,897.6	22,547.9	21,155.5	19,723.1	18,371.0
자본금	479.8	479.8	479.8	479.8	479.8
자본잉여금	946.2	946.2	946.2	946.2	946.2
기타포괄이익누계액	670.8	627.0	627.0	627.0	627.0
이익잉여금	576.7	81.8	12.8	348.0	645.6
비지배주주지분	121.7	123.1	123.9	127.6	130.8
자본총계	3,751.1	3,031.8	2,963.7	3,302.6	3,603.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	2,806.8	2,792.6	2,769.0	3,119.5	3,098.4
당기순이익(손실)	801.9	-185.7	-44.0	362.9	324.9
유형자산감가상각비	1,647.8	1,712.3	2,070.1	2,107.4	2,135.3
무형자산상각비	45.2	29.4	22.9	21.0	19.3
운전자본의 증감	-41.1	141.1	74.1	46.5	101.8
투자활동 현금흐름	-2,041.2	-657.9	-687.8	-1,025.4	-1,031.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,876.5	-1,276.2	-850.8	-1,021.0	-1,021.0
투자자산의 감소(증가)	155.6	74.3	167.2	-1.8	-4.5
재무활동 현금흐름	-1,036.2	-1,407.5	-2,170.6	-2,106.2	-2,041.6
차입금증감	106.3	280.6	-1,500.0	-1,000.0	-1,000.0
자본의증가	453.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-328.7	742.7	-89.4	-12.1	25.5
기초현금	1,089.9	761.2	1,504.0	1,414.5	1,402.4
기말현금	761.2	1,504.0	1,414.5	1,402.4	1,427.9

Key Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	133,470.1	137,280.0	139,466.2	140,839.4	143,842.3
EPS(지배주주)	8,732.8	-2,038.9	-476.6	3,784.1	3,387.9
CFPS	31,121.0	27,855.5	27,737.2	32,823.4	31,902.2
EBITDAPS	10,373.0	6,750.9	6,386.1	7,120.0	9,012.3
BPS	37,824.2	30,313.2	29,595.0	33,088.2	36,189.8
DPS	250	250	250	250	250
배당수익률(%)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	3.9	-16.2	-66.2	8.3	9.3
PCR	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.9	1.1	1.1	1.0	0.9
EBITDA	2,632.8	2,382.0	2,698.7	2,803.8	3,009.4
EV/EBITDA	6.4	7.3	5.8	5.1	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	29.4	-5.9	-1.6	11.9	9.7
EBITDA이익률	21.8	18.3	20.4	21.0	22.1
부채비율	557.1	743.7	713.8	597.2	509.8
금융비용부담률	3.5	3.9	4.4	3.9	3.4
이자보상배율(x)	2.1	1.2	0.9	1.2	1.7
매출채권회전율(x)	19.5	19.4	18.6	18.5	18.6
재고자산회전율(x)	19.4	15.2	12.7	12.7	12.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.

당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 6월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.

당사는 2019년 6월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사의 조사분석 담당자는 2019년 6월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이종현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.

동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)
	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0%

2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

팬오션 (028670) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.25	산업분석	Buy	7,500	최치현	-31.6	-26.7	
2017.11.15	기업브리프	Buy	7,500	최치현	-27.7	-18.3	
2018.01.22	기업브리프	Buy	7,500	최치현	-26.8	-18.3	
2018.02.09	기업브리프	Buy	7,500	최치현	-26.5	-18.3	
2018.04.05	기업브리프	Buy	7,100	최치현	-26.6	-19.2	
2018.05.30	산업분석	Buy	7,100	최치현	-29.4	-19.2	
				담당자 변경			
2018.11.26	산업분석	Buy	6,000	이중현	-26.0	-20.8	
2019.03.19	산업분석	Buy	6,000	이중현	-26.2	-18.4	
2019.06.04	산업분석	Buy	6,000	이중현	-	-	

CJ 대한통운 (000120) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.26	산업분석	Buy	228,000	이중현	-28.9	-24.8	
2019.01.09	기업브리프	Buy	228,000	이중현	-27.8	-23.7	
2019.02.11	기업브리프	Buy	228,000	이중현	-25.1	-16.4	
2019.04.10	기업브리프	Buy	228,000	이중현	-25.6	-16.4	
2019.05.07	기업브리프	Buy	228,000	이중현	-26.8	-16.4	
2019.06.04	산업분석	Buy	228,000	이중현	-	-	

제주항공 (089590) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.25	산업분석	Buy	43,000	최치현	-20.9	-18.0	
2017.11.08	기업브리프	Buy	43,000	최치현	-17.9	-8.5	
2018.01.31	산업브리프	Buy	47,000	최치현	-17.6	-16.8	
2018.02.07	기업브리프	Buy	47,000	최치현	-4.1	8.5	
2018.05.30	산업분석	Buy	56,000	최치현	-29.2	-8.9	
				담당자 변경			
2018.11.26	산업분석	Buy	50,000	이중현	-31.6	-21.8	
2019.02.13	기업브리프	Buy	44,000	이중현	-12.2	-3.9	
2019.05.08	기업브리프	Trading Buy	44,000	이중현	-13.8	-3.9	
2019.06.04	산업분석	Buy	44,000	이중현	-	-	

대한항공 (003490) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.25	산업분석	Buy	41,000	최치현	-24.1	-21.2	
2017.11.15	기업브리프	Buy	39,000	최치현	-12.5	-1.2	
2018.01.31	산업브리프	Buy	47,000	최치현	-26.7	-18.0	
2018.03.23	기업브리프	Buy	47,000	최치현	-27.7	-18.0	
2018.05.30	산업분석	Buy	47,000	최치현	-34.4	-18.0	
				담당자 변경			
2018.11.26	산업분석	Buy	40,000	이중현	-16.4	-8.6	
2019.01.30	기업브리프	Buy	43,000	이중현	-21.2	-12.2	
2019.06.04	산업분석	Buy	43,000	이중현	-	-	