

한화리서치센터

2020 연가산전망

운승 변화(變化)

철강/운승 김유혁
yuhyuk.kim@hanwha.com
3772-7638



목 차

한화리서치센터

2020 연가전망

00 Summary

06 I. 2019년 Review

11 II. 택배(Positive): 질이 다른 성장

20 III. 해운(Positive): 새로운 세상으로

38 IV. 항공(Neutral): 구조재편의 시작

50 V. 기업별 투자포인트

CJ대한통운, 한진, 팬오션, 대한해운, 대한항공, 제주항공

Summary

택배: 질이 다른 성장

- ❖ 2020년 택배 물동량은 온라인 성장에 힘입어 두자리수 성장 지속
- ❖ 택배업체들의 단가인상도 지속되며 P, Q 모두 상승하는 질적 성장 전망
- ❖ 또 하나의 포인트는 택배사와 화주 간 협력관계 강화

해운: 새로운 세상으로

- ❖ 주요국들의 IMO 2020 준수 의지 확인
- ❖ 규제에 대응하는 과정에서 발생할 공급조절에 주목 - Scrubber 설치로 인한 공백, 폐선 증가, 감속운항
- ❖ 2020년 탱커, 벌커선종 시황 개선 될 것

항공: 구조재편의 시작

- ❖ 아시아나항공을 시작으로 저비용항공사 업계도 구조재편 불가피
- ❖ 일본 회복시점 20년 하반기 예상, 2020년 항공화물 턴어라운드 전망

최선호주: CJ대한통운, 팬오션

선호주: 대한항공, 한진

기업명	투자 의견	목표주가 (원)	주가 (원)	상승 여력	시가총액 (십억 원)	KOSPI 대비 상대수익률(%)				2020년 Valuation			
						1M	3M	6M	12M	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
CJ대한통운	Buy	200,000	157,500	27.0%	3,593	2.8	4.1	0.4	2.8	21.6	1.1	8.3	4.2
한진	Buy	42,000	29,450	43.9%	353	-1.4	-2.8	-34.9	-38.2	23.7	0.4	9.7	1.6
팬오션	Buy	6,500	4,200	54.8%	2,245	-7.9	-17.3	-3.7	-7.4	11.5	0.7	7.6	6.5
대한해운	Buy	31,000	21,850	41.9%	534	-2.0	-13.2	-5.7	1.2	4.0	0.5	6.9	13.1
대한항공	Buy	34,000	24,750	37.4%	2,347	0.0	5.5	-25.1	-24.7	20.3	0.8	6.1	4.0
제주항공	Hold	27,000	24,950	8.2%	658	2.7	1.2	-31.4	-35.0	156.8	2.2	8.7	1.4

자료: 한화투자증권 리서치센터

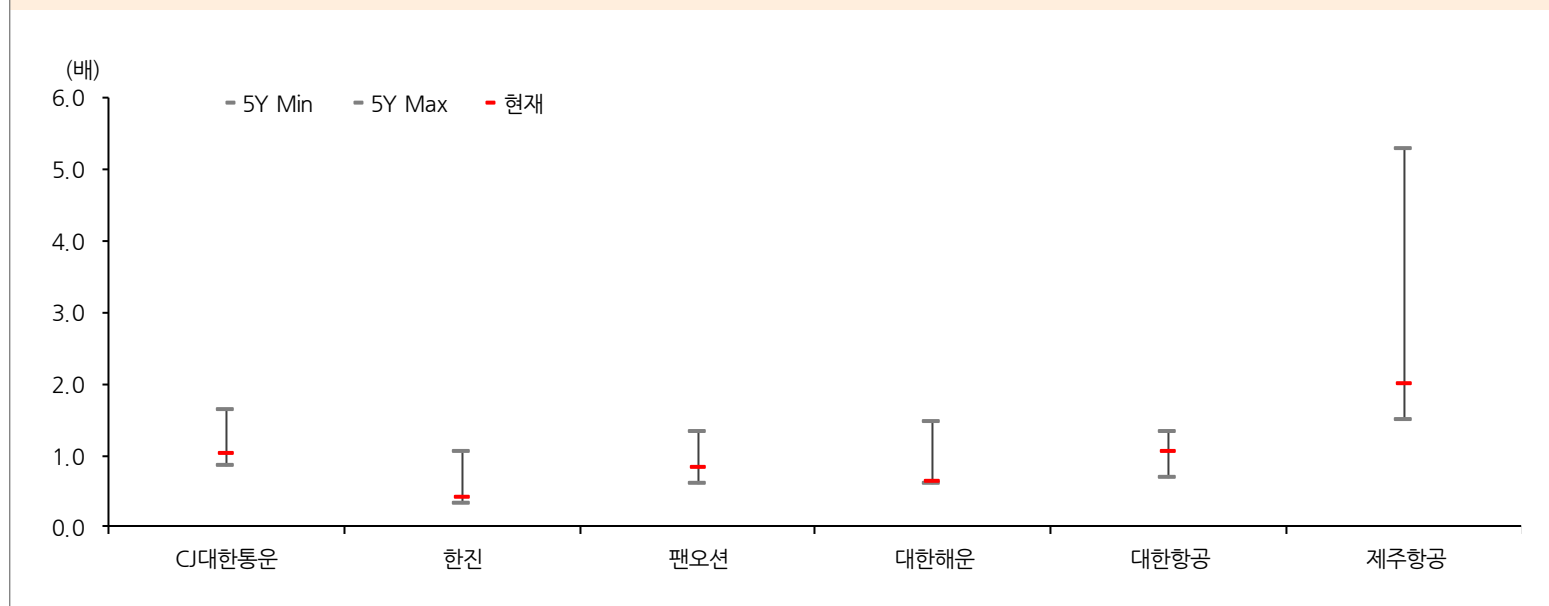


2020년 투자전략 상반기 택배, 하반기 해운, 항공에 주목

한화리서치센터
2020 연간전망

- ❖ 현재 운송업종 주요종목 12M Fwd P/B Multiple은 대체적으로 5년 밴드 하단에 위치
- ❖ 종목별로는 CJ대한통운 1.01x, 한진 0.4x, 대한항공 1.03x, 제주항공 2.0x, 팬오션 0.81x, 대한해운 0.63x
- ❖ 항공업종을 제외한 택배와 해운사들 이익은 전년비 증익이었고, 2020년도 증익이 예상되는 점을 감안하면 저평가 국면이라고 판단

Coverage 업체별 12M Fwd P/B 5년 밴드 및 현재 위치



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

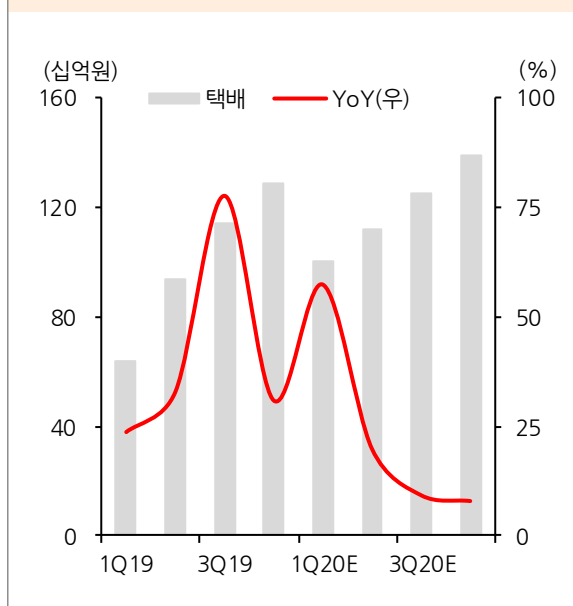


2020년 투자전략 상반기 택배, 하반기 해운, 항공에 주목

한화리서치센터
2020 연간전망

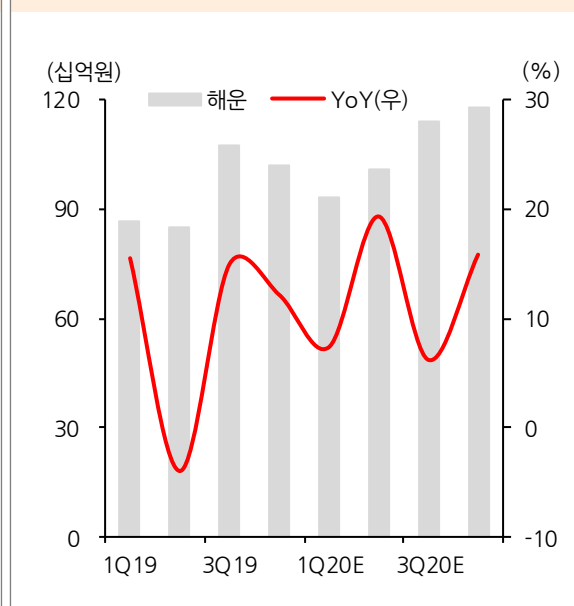
- ❖ 2020년 운송업종은 이익 모멘텀에 주목할 필요
- ❖ 택배: 기저효과로 내년 상반기 이익모멘텀이 강하고, 하반기로 갈수록 모멘텀 둔화 전망
- ❖ 해운: 벌크해운 업종의 뚜렷한 계절성으로 상저하교의 이익패턴 전망
- ❖ 항공: 일본노선의 회복과 화물 성수기 효과 등이 기대되는 3분기에 이익모멘텀이 가장 강할 것으로 전망
- ❖ 결론적으로 2020년 상반기까진 택배, 하반기엔 해운, 항공주에 집중하는 투자전략 제시

택배사 합산 영업이익의 추이 및 전망



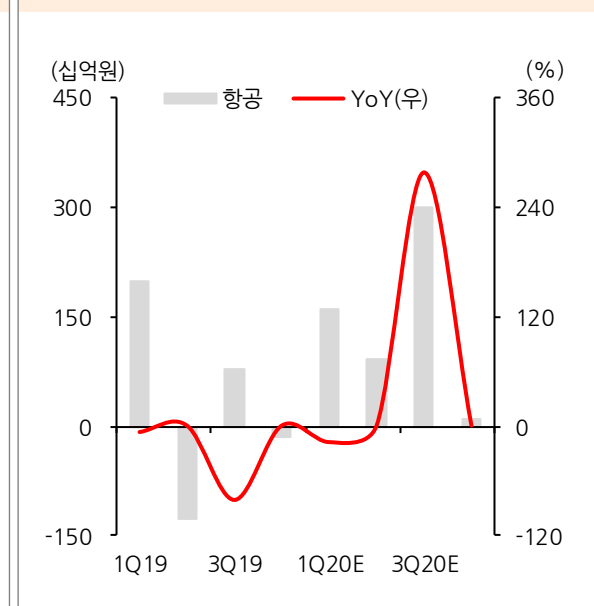
주: CJ대한통운, 한진 합산 영업이익
자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터 추정

해운사 합산 영업이익의 추이 및 전망



주: 팬오션, 대한해운 합산 영업이익
자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터 추정

항공사 합산 영업이익의 추이 및 전망



주: 대한항공, 제주항공 합산 영업이익
자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터 추정

I

2019년 Review



한화리서치센터

2020 연간전망

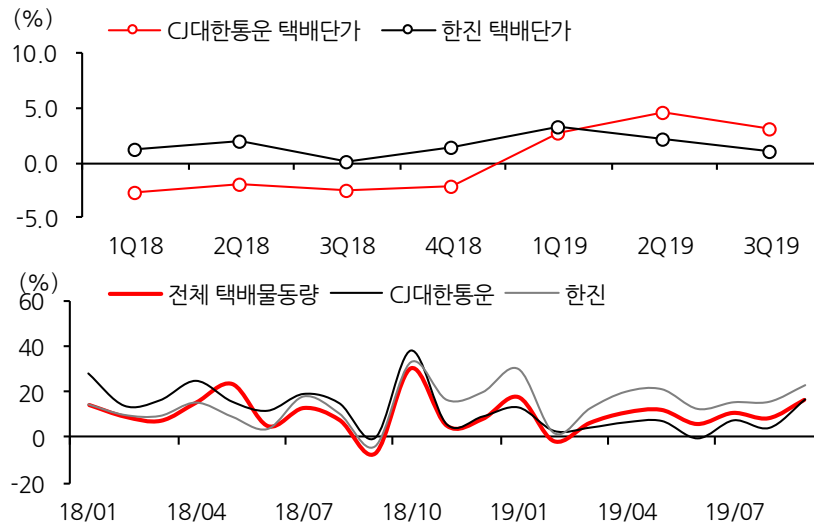


2019년 Review 택배

한화리서치센터
2020 연간전망

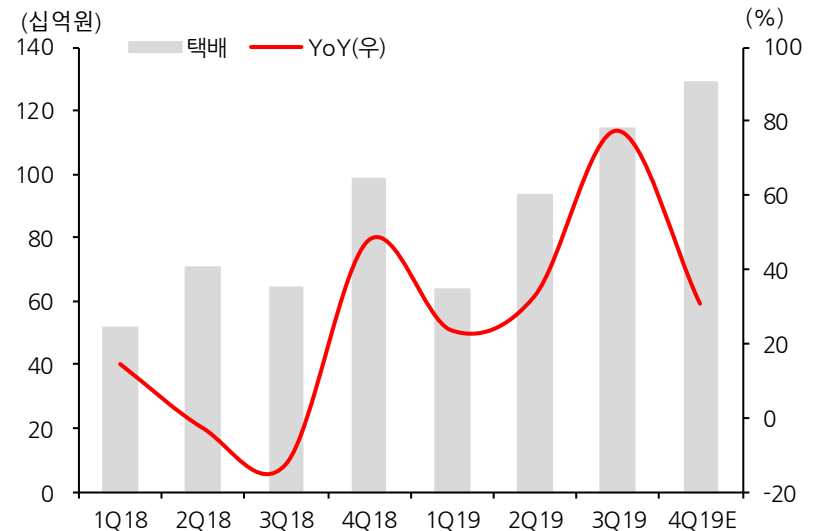
- ❖ 업계 구조재편이 마무리되며 2019년 3월부터 대한통운을 중심으로 본격적인 단가인상 시작
→ 과거 제품 Mix 개선으로 단가가 상승한 적은 있으나, 인위적인 인상은 18년만에 처음
- ❖ 온라인 시장이 두자리 수 성장세를 유지하는 가운데 ASP 상승까지 이뤄지며, 택배사들 이익은 전년동기비 큰 폭으로 개선
- ❖ 4분기 이익도 분기기준 사상 최대 이익 시현 전망

택배업체 단가 vs 물동량 증감을 추이



자료: 통합물류협회, 한화투자증권 리서치센터

택배업체 영업이익 추이 및 전망



주: CJ대한통운, 한진 영업이익 합산 기준
자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

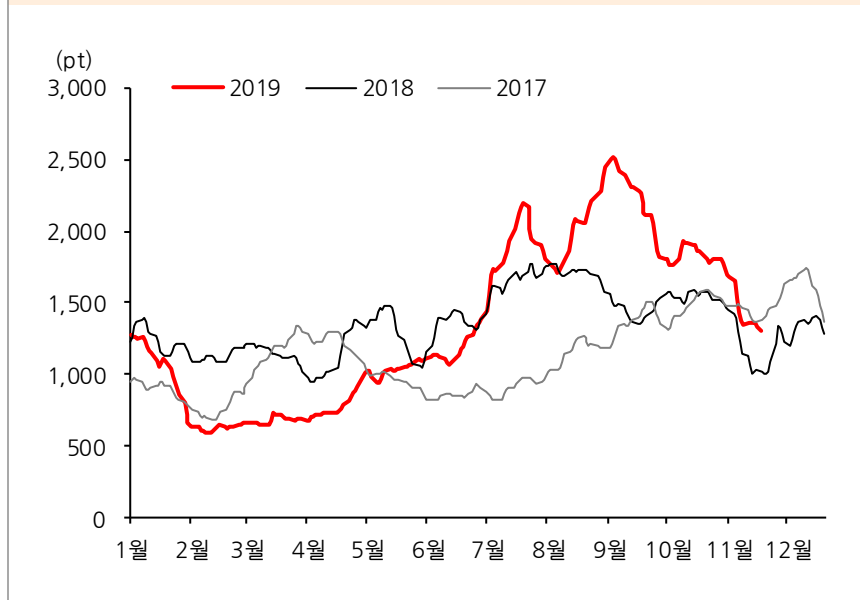


2019년 Review 해운

한화리서치센터
2020 연간전망

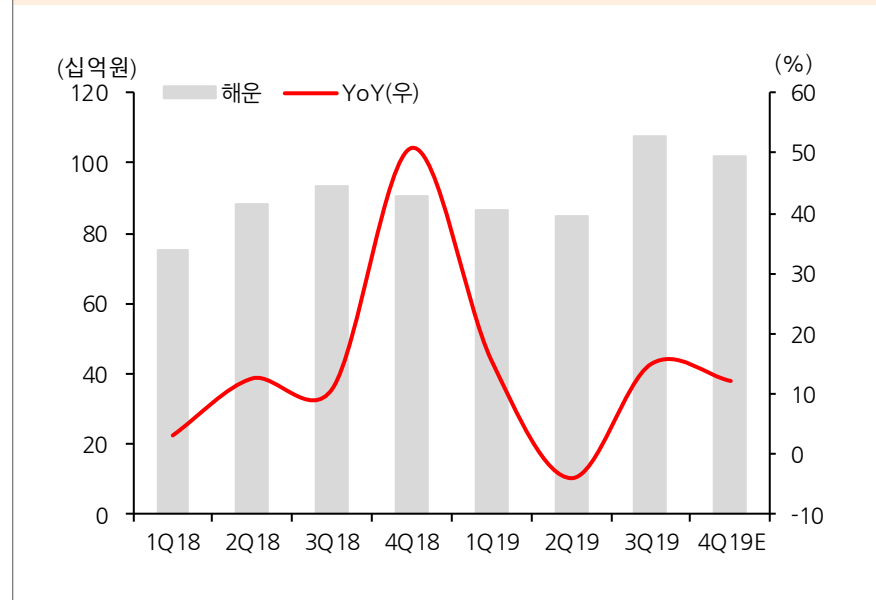
- ❖ 올해 1월 발생한 Vale의 광미댐 붕괴사고로 벌크화물에서 가장 큰 비중을 차지하는 철광석 물동량에 차질 발생
- ❖ BDI는 예상치 못한 물동량 급감으로 성약이 이루어지지 않으면서 600pt 수준까지 급락
- ❖ BDI는 7월부터 급등세를 시현하면서 2,500pt를 상회
→ 1) Vale의 일부 광산 생산재개와, 2) Scrubber 설치를 위해 선박들이 도크로 입고되며 발생한 공급공백이 맞물린 영향
- ❖ 하반기 벌크해운사들 이익은 양호한 수준을 시현할 전망
→ IMO 2020 시행을 앞두고 화주와 선주 모두 관망세를 보이면서 BDI는 빠르게 하락하는 모습이지만, 4분기 화물운송계약은 대체적으로 마무리되었기 때문에 실적에 미치는 영향은 제한적

BDI 지수 추이



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

벌크해운사 영업이익 추이 및 전망



주: 팬오션 + 대한해운 영업이익 합산 기준
자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

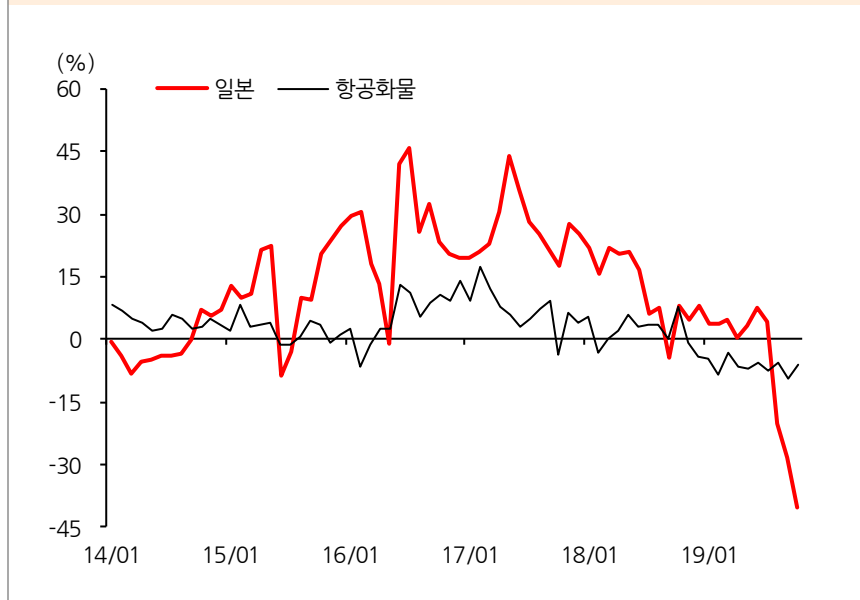


2019년 Review 항공

한화리서치센터
2020 연간전망

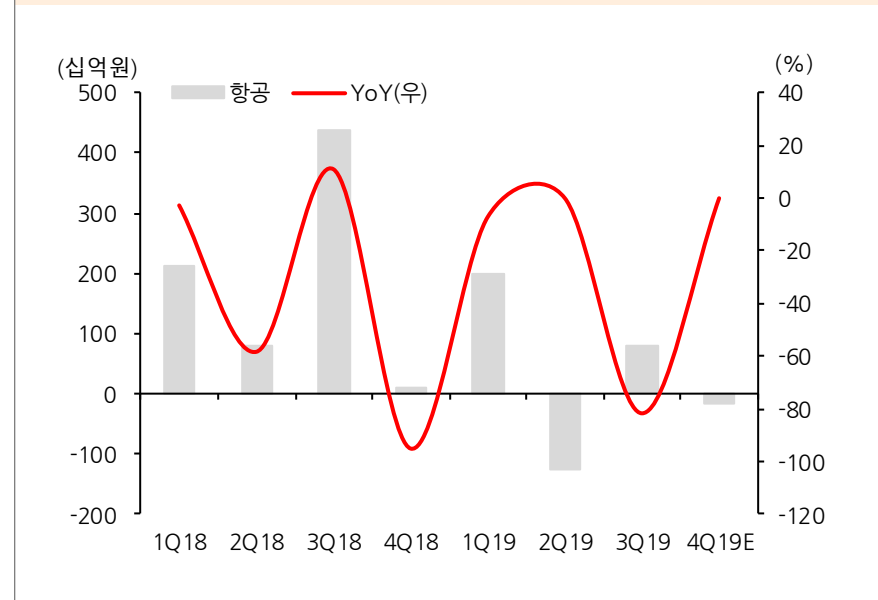
- ❖ 2019년 항공업황은 여러가지 악재가 동시다발적으로 발생
→ 1) 일본 불매운동에 따른 여객수요 급감, 2) 홍콩 사태 장기화, 3) 동남아 노선 경쟁심화, 4) 화물업황 부진, 4) B737 Max & NG 기종의 결함 이슈 등
- ❖ 이 중 항공사 실적에 가장 큰 영향을 미친 이벤트는 일본 불매운동과 화물업황 부진
→ 연중 최대 성수기에 대한항공을 제외한 전 항공사가 모두 적자를 시현할 정도로 큰 타격
- ❖ 업황의 단기개선은 어려워보이지만 1) 악재의 영향을 가장 덜 받고, 2) 내년 회복구간에 빠르게 반등할 업체에 대한 고민이 필요한 시점

일본노선 여객수송량 및 전국공항 화물 물동량 증감률 추이



자료: 한국공항공사, 인천공항공사, 한화투자증권 리서치센터

항공사 합산 영업이익 추이 및 전망



주: 대한항공, 제주항공 영업이익 합산 기준
자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

II

택배
(Positive)



질이 다른 성장

한화리서치센터
2020 연간전망

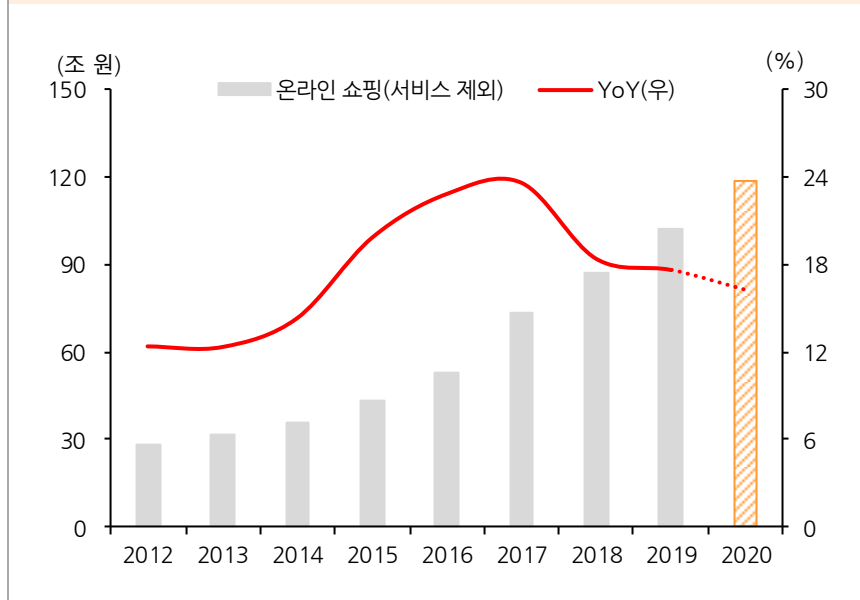


2020년 택배산업 화두는 질적 성장

한화리서치센터
2020 연간전망

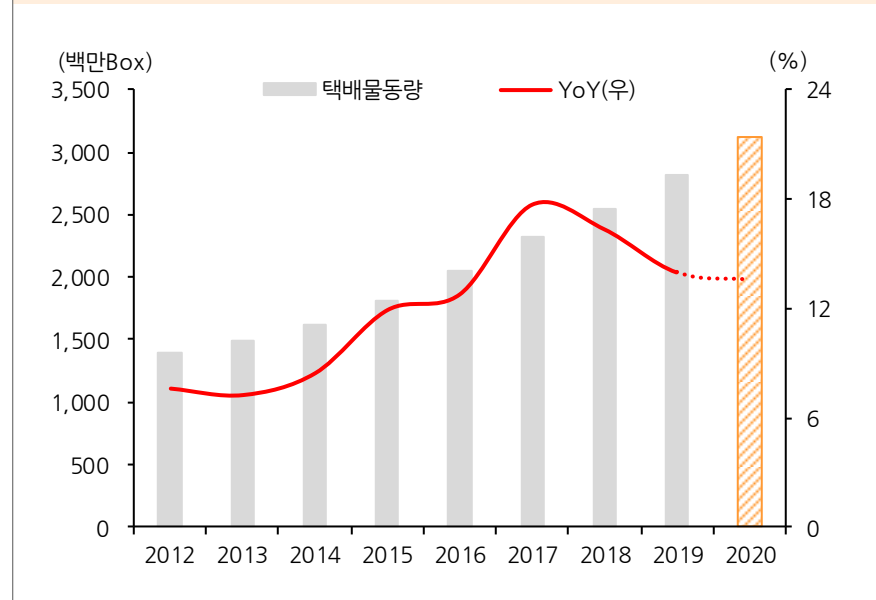
- ❖ 2020년 택배산업의 화두는 질적 성장 – P, Q의 동반 상승으로 외형과 함께 영업이익률도 상승 기대
→ 과거엔 단가를 낮춰 물동량 증가에만 의존하다보니 외형은 성장했으나 이익률은 하락
- ❖ 2020년 온라인쇼핑 시장은 두자리 수 성장세를 지속할 전망
→ 온라인 시장의 성장은 결국 라스트마일 배송물량 증가로 이어지며 택배산업의 성장을 견인
- ❖ 내년 택배물동량도 온라인 시장 성장에 힘입어 두자리 수 성장세를 이어갈 전망

온라인 시장 규모 추이 및 전망



자료: 통계청, IMF, 한화투자증권 리서치센터 추정

택배물동량 추이 및 전망



자료: 통합물류협회, 통계청, IMF, 한화투자증권 리서치센터 추정



Big 3 업체, 물량증가에 발맞춰 처리능력 확대 중

한화리서치센터
2020 연간전망

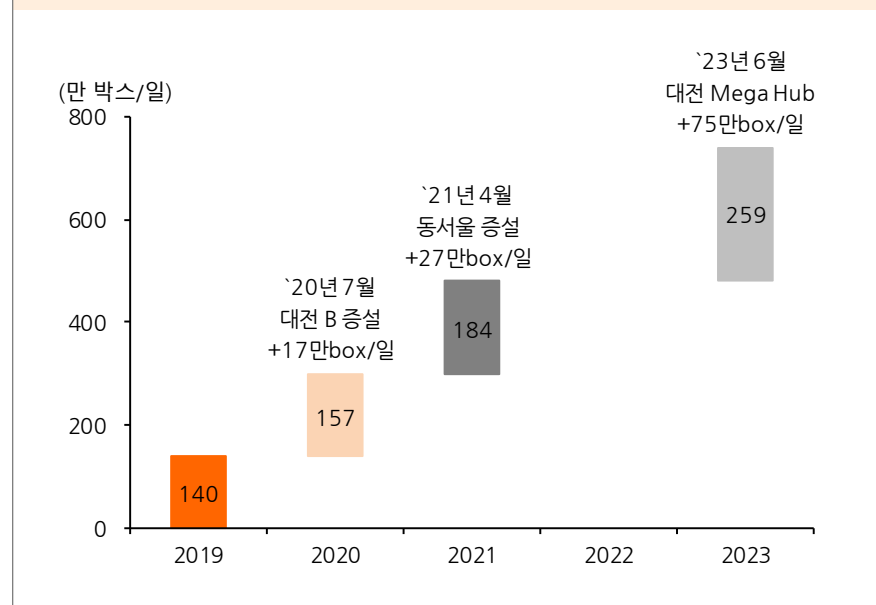
- ❖ 상위 택배사들은 택배 물량 증가에 발맞춰 처리능력 확대 중
- ❖ CJ대한통운은 2018년부터 일 처리능력 기준 세계 3위의 곤지암 Mega Hub 터미널 가동을 시작
→ 일 170만 박스를 처리 가능하며 위치상 수도권, 강원, 충청권 물량과 지방권 대도시 물량 확대처리 가능
- ❖ 한진은 2023년 M/S 20% 달성을 위해 점진적으로 처리능력을 확대할 계획(3Q19 기준 M/S 13.6%)
→ 20년 7월 대전 B 증설: +17만박스/일, 21년 4월 동서울 증설: +27만박스/일, 23년 6월 대전 Mega Hub 가동: +75만박스/일
- ❖ 롯데택배는 2021년 영남권 물류통합센터와 2022년 진천 메가허브 물류센터 오픈 예정으로 각각 800억, 3,000억원을 투자할 계획

CJ대한통운 곤지암 Hub 터미널 투자 개요(2018년 8월 가동)

구분	내용
대지위치	경기도 광주 초월읍 신월리 794번지
대지면적	31,559평
층수	지하 2층, 지상 4층
분류장	14,700평
Fulfillment Center	33,000평
Sorter	Middle&Small 6기, General 1기, Wheel 1기
처리규모	12시간에 170만 Box
주차대수	
터미널동(간선)	795대
보안동(일반)	288대
임시대기_옥외	44대
대형버스_옥외	26대
일반차량_옥외	76대
총계	1,229대

자료: CJ대한통운, 한화투자증권 리서치센터

한진 물량처리능력 확대 계획



자료: 한진, 한화투자증권 리서치센터

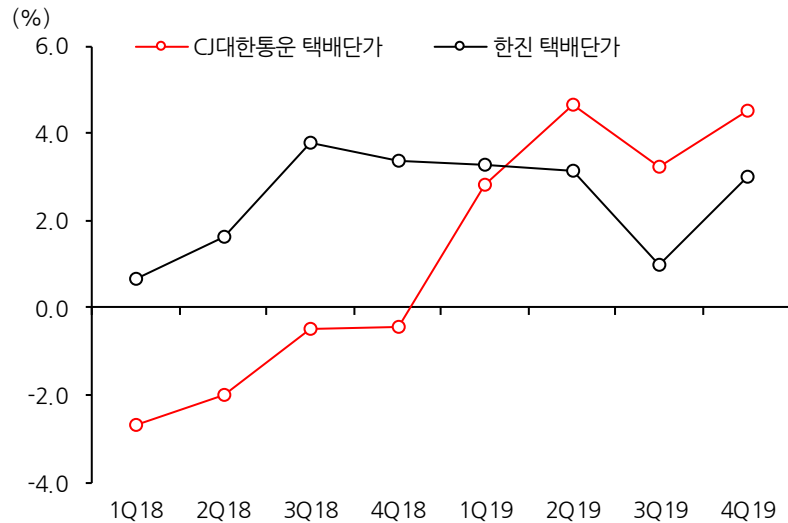


택배단가 인상은 2020년에도 지속될 전망

한화리서치센터
2020 연간전망

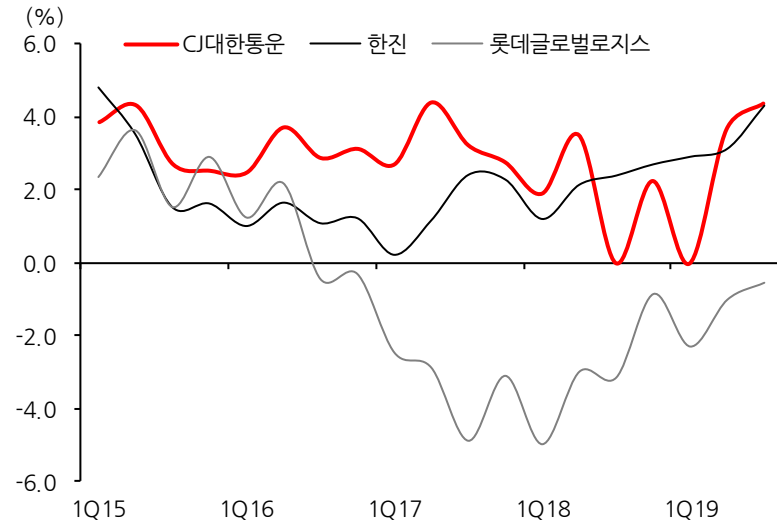
- ❖ 2019년 3월부터 CJ대한통운을 중심으로 시작된 인위적인 택배단가 인상은 2020년에도 지속될 전망
- ❖ 택배산업은 지난 18년간 온라인시장 성장에 힘입어 가파른 물동량 성장세 시현
→ 산업이 빠르게 성장하자 많은 신규 Player가 시장에 진입, 경쟁심화로 배송단가는 계속 인하되며 영업이익률은 하락
- ❖ 그러나 업계가 상위 3개사 중심으로 재편되면서 2019년부터 구조적인 단가인상 본격화
→ 과거 성장이 물량에만 의존했다면, 2019년부터 P,Q가 동반 상승하며 질적 성장으로 구조적 전환
→ 2020년에도 P,Q 동반 상승으로 수익성 개선세 이어질 전망
- ❖ 한진의 2018년 평균단가(ASP) 인상은 저단가 화주 de-marketing에 따른 Mix 개선효과

택배단가 증감률 추이 및 전망



주: 4Q19는 한화 추정치
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

주요 택배업체 영업이익률 추이



자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

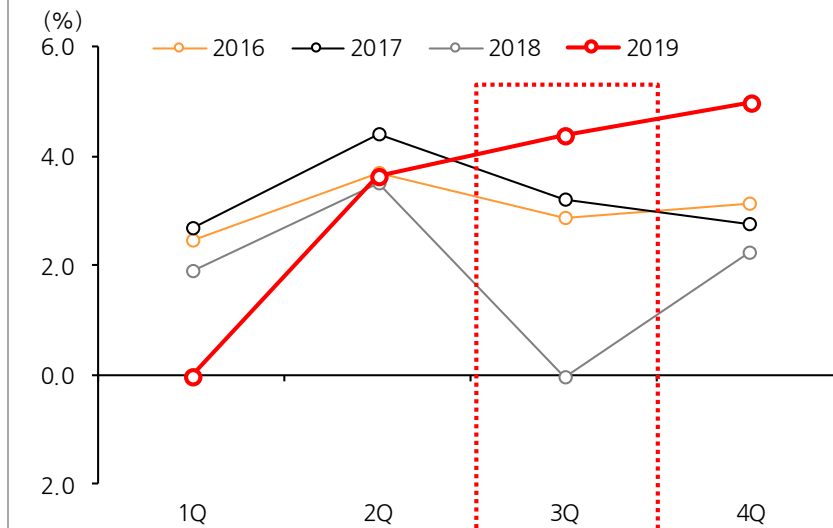


2020년 택배업체들 사상최대 이익 시현 전망

한화리서치센터
2020 연간전망

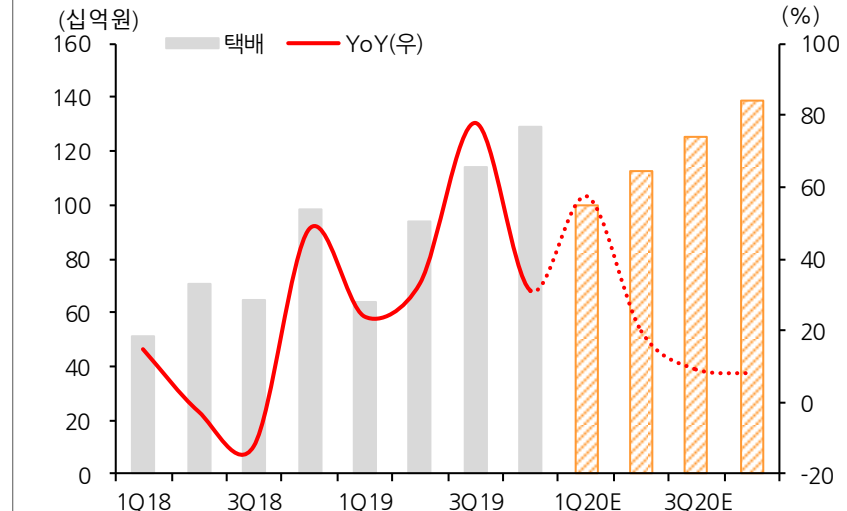
- ❖ 2020년 택배업체들 이익은 사상최고치를 기록할 전망
→ 다만 비용이슈로 올해 1분기 기저가 낮아, 상고하저의 이익모멘텀을 보일 전망
- ❖ 택배사는 3분기에 추석물량 소화를 위한 인력수수료 지급증가 때문에 이익률이 2분기대비 하락하는 경향 존재하나 올해 3분기엔 전분기대비 이익률이 개선되는 모습 확인
- ❖ CJ대한통운의 2019년 3분기 영업이익률이 2분기대비 개선된 점은 고무적인 부분
1) 곤지암 Hub 자동 월소터로인해 인력수수료 지급증가가 크지 않았고, 2) 물량확대에 따른 레버리지 효과로 판단

분기별 택배사업부 영업이익률



주: CJ대한통운, 한진 합산 기준
자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

택배 합산 영업이익 추이 및 전망



주: CJ대한통운, 한진 합산 기준
자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터 추정



또 하나의 포인트, 화주와 협력(Collaboration) 강화

한화리서치센터
2020 연간전망

- ❖ 2020년 또 하나의 포인트는 택배사와 화주의 협력 강화
- ❖ CJ대한통운은 곤지암 Hub 터미널에 구축한 풀필먼트(Fulfillment)를 통해 화주와 협력 강화를 도모해 나갈 전망
 - 풀필먼트 센터를 통해 배송시간 단축 및 화주의 Lock-in 효과 기대
 - 터미널 내에 위치한 층간 컨베이어 벨트를 통해 4층 풀필먼트센터에서 지하 1층 하역장까지 시간당 최대 2,800상자 운반 가능
- ❖ 현재 계열사인 CJ오쇼핑이 풀필먼트 서비스를 이용하며 라스트마일 경쟁력 강화
 - 집하과정을 생략해 배송시간을 약 12%(200분) 단축
 - 주문 마감시간도 동종업계대비 4~6시간 늘어났으며, 정오 전 주문 시 당일배송이, 밤 10시 이전 주문 시 익일 배송이 가능해짐
- ❖ 풀필먼트센터의 절반 정도를 CJ오쇼핑이 이용하고 있으며, 나머지 공간은 대형 E-Commerce 화주와 계약 추진 중

CJ대한통운 곤지암 Hub 터미널 Fulfillment Center



자료: CJ대한통운, 한화투자증권 리서치센터

4층 Fulfillment 센터에서 1층 하역장까지 시간당 2,800상자 운반 가능



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터



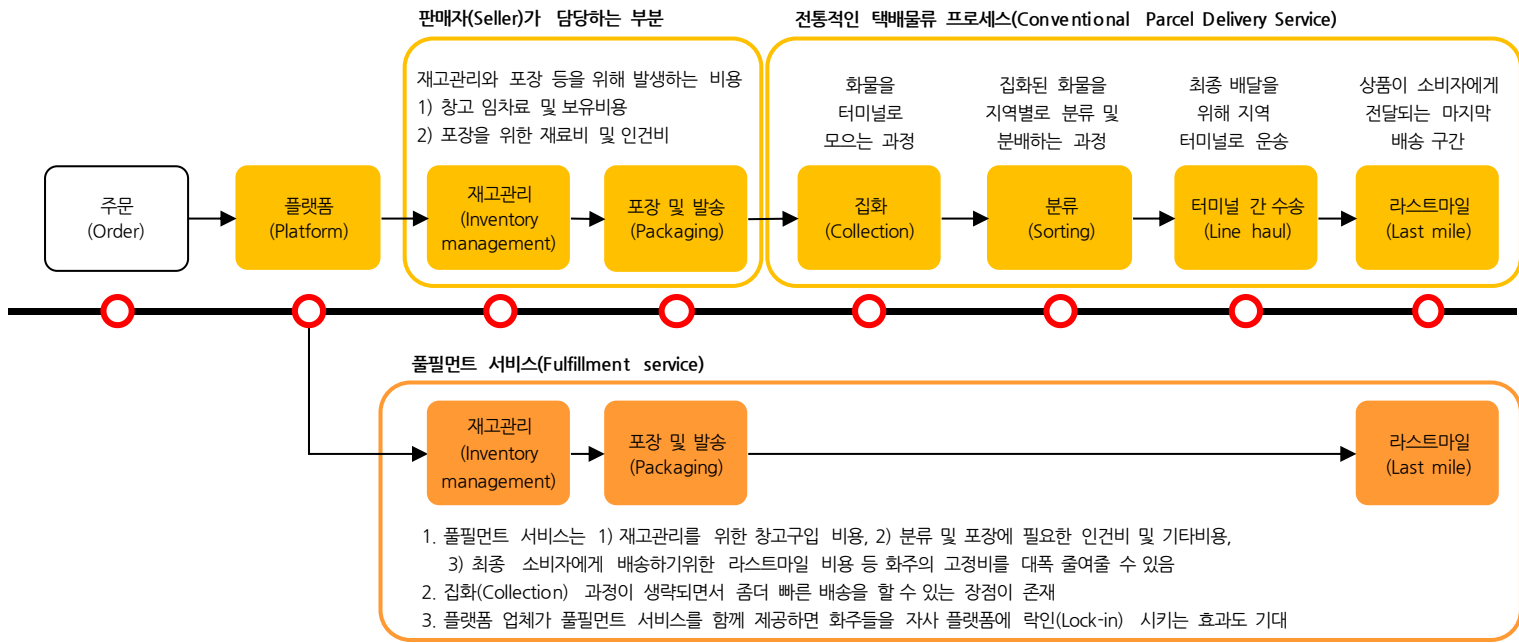
[참고] 풀필먼트센터(Fulfillment Center)란?

한화리서치센터

2020 연가전시장

- ❖ 아마존이 처음 만들어낸 사업모델
- ❖ 온라인 커머스 시장에서 eBay를 넘어서는 압도적인 지위를 확보할 수 있었던 가장 큰 요인은 물류 경쟁력
→ 물류인프라를 구축하는데 적극적으로 투자하면서 주문별로 재고를 피킹, 포장, 배송이 가능한 풀필먼트 센터를 구축
- ❖ 재고보관부터 라스트마일까지 일원화 시킴으로써 배송시간 예측이 가능해짐. 아마존은 2006년 자사 마켓플레이스에 입점한 셀러들에게 일정 수수료(15%)를 받고 재고관리부터 이후 물류프로세스를 모두 대행해주는 새로운 서비스, 풀필먼트 바이 아마존(FBA) 런칭
→ FBA를 이용하는 셀러입장에서는 1) 물류인프라 구축부담을 덜 수 있고, 2) 집화와 분류과정을 생략해 배송시간을 단축 가능
→ 아마존 입장에선 화주를 자사 플랫폼에 Lock-in 시키는 효과 존재

풀필먼트 서비스(Fulfillment Service) vs 전통 택배물류 서비스(Conventional Parcel Delivery Service)



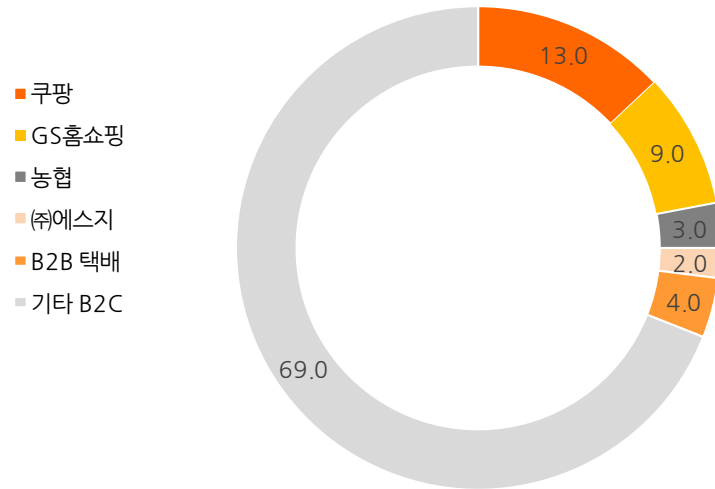


또 하나의 포인트, 화주와 협력(Collaboration) 강화

한화리서치센터
2020 연간전망

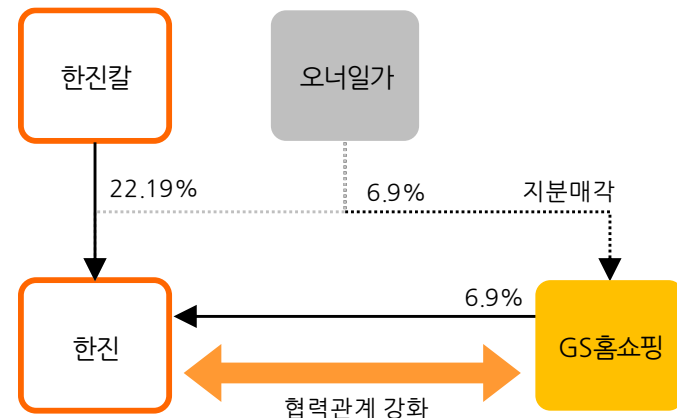
- ❖ 한진은 주요 화주인 쿠팡, GS홈쇼핑, 농협 등과 계속해서 협력을 강화해 나갈 전망
→ 올해 쿠팡과 4년 재계약을 체결. 쿠팡 취급고 성장률이 연 60%~70% 라는 점을 감안하면 동사 물동량 증가에 크게 기여할 것으로 기대
- ❖ 10월 말엔 조양호 전 회장이 보유했던 한진 지분 6.9%를 GS홈쇼핑이 254억원에 취득하며 더욱 긴밀한 협력관계 구축
- ❖ GS홈쇼핑은 지분투자배경을 급변하는 배송환경에 능동적으로 대처하고, 고객에게 더 향상된 서비스를 제공하기 위함이라고 밝힘
→ 경쟁사가 대한통운의 풀필먼트를 통해 배송경쟁력을 강화하면서, GS홈쇼핑도 한진과 새벽배송 및 당일 집하를 통해 대응한다는 계획
- ❖ 현재 배송업계 변화의 중심이 풀필먼트 센터인 만큼 한진의 풀필먼트센터 구축도 충분히 가능성이 있는 상황
→ 2023년 가동 계획인 대전 메가허브터미널에 풀필먼트센터 구축 기대

한진 화주별 비중



주: 2019년 상반기 누적 기준
자료: 한진, 한화투자증권 리서치센터

오너일가 보유 한진지분 GS홈쇼핑에 매각



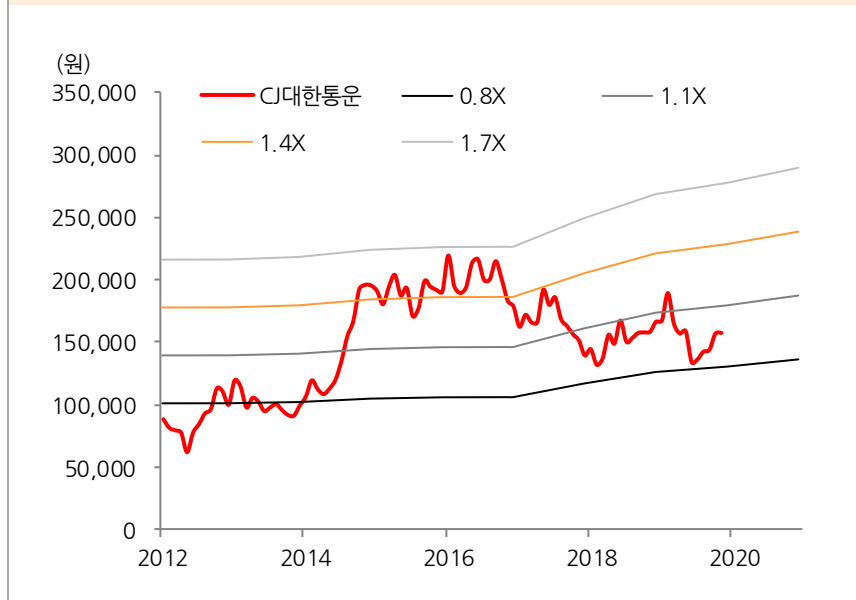
자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터



Valuation

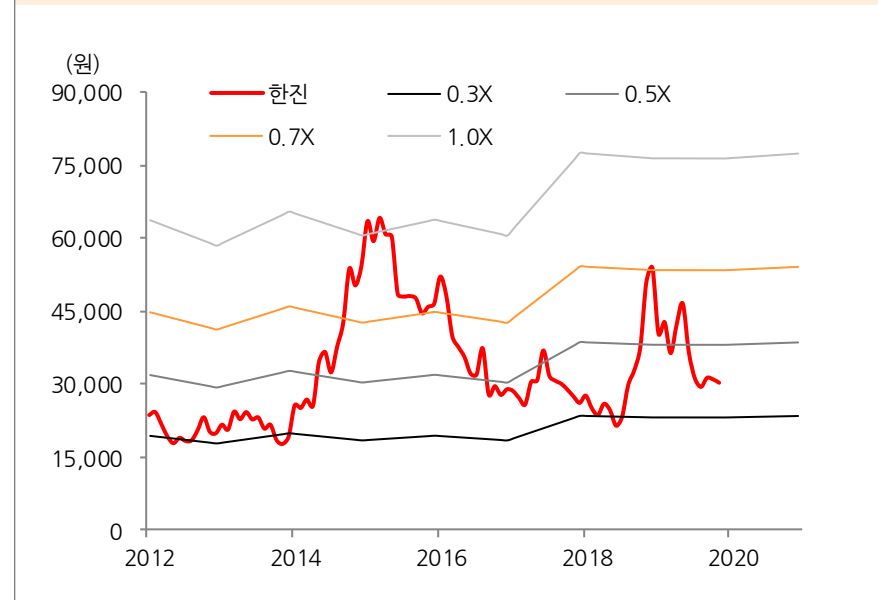
- ❖ 택배사 주가는 현재 밴드 하단에 위치, P, Q 동반 성장에 따른 이익모멘텀에 주목
→ 증익 모멘텀 강한 상반기까지 매수전략 추천
- ❖ CJ대한통운 투자 의견 Buy, 목표주가 200,000원 유지
→ 2020년 이익개선 지속, 올해 상반기 기저가 낮아 내년 상반기 증익 모멘텀 가장 강할 전망
- ❖ 한진 투자 의견 Buy, 목표주가 42,000원으로 신규 커버리지 개시
→ 2020년 지속적인 이익개선과 점진적인 멀티플 할인요인 해소에 주목

CJ대한통운 12M Fwd P/B 밴드차트



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

한진 12M Fwd P/B 밴드차트



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

III

해운
(Positive)



새로운 세상으로

한화리서치센터
2020 연간전망

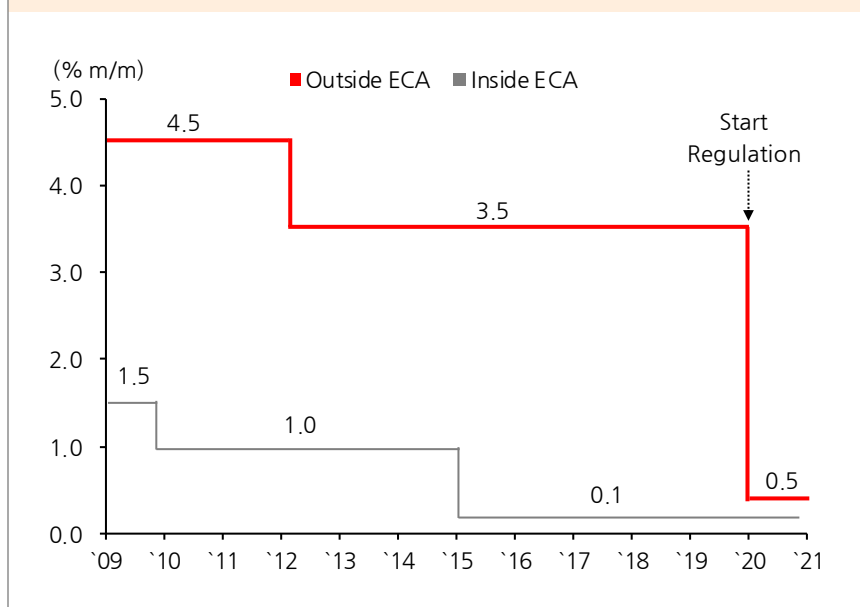


2020년 해운산업 화두는 IMO 황산화물(SOx) 규제

한화리서치센터
2020 연간전망

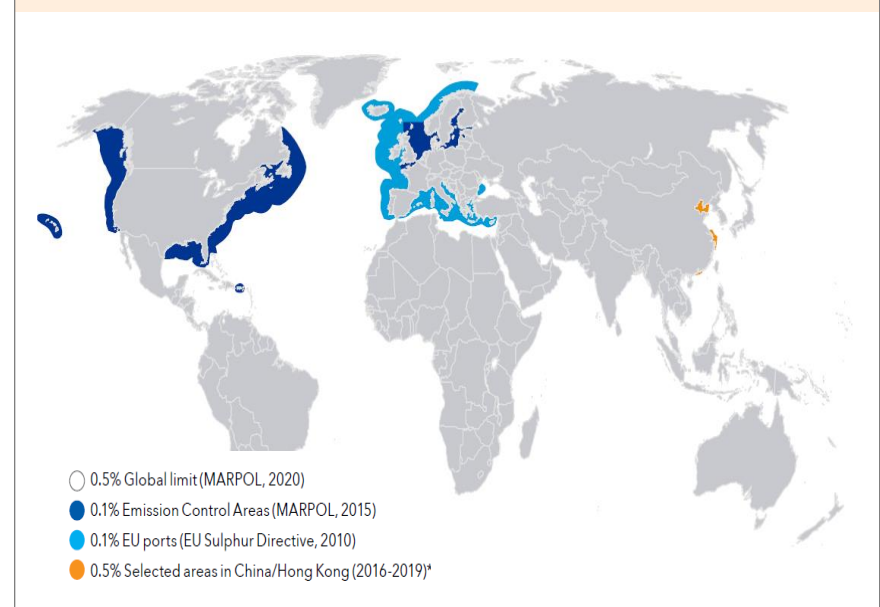
- ❖ 2020년 해운산업에서 가장 주목해야 할 이슈는 국제해사기구(IMO)의 황산화물(SOx) 규제
- ❖ IMO는 2016년 10월 24일 열린 해양환경보호위원회(MEPC) 70차 회의에서 2020년 1월부터 선박에서 사용되는 연료유 속의 황함유량 허용치를 기존 3.5%에서 0.5% 이하로 제한하기로 결정
- ❖ 황산화물(SOx)은 질소산화물(NOx)과 함께 산성비를 유발시키는 대기오염 물질. 전체 수송용 석유수요에서 선박연료유 비중은 7%에 불과하지만, 해상에서 배출되는 황은 전체의 90%를 차지하며, 해안도시 거주환경에 직접적인 영향을 미치고 있음
- ❖ 이번 규제는 대기오염을 방지하기 위한 국제적인 노력
→ 미주와 유럽 등에서는 자국 연안을 배출통제구역(Emission Control Area, 이하 ECA)으로 지정해 대기오염을 관리

IMO 규제 타임라인



자료: IMO, 한화투자증권 리서치센터

전세계 ECA 구역 현황



자료: IMO, 한화투자증권 리서치센터



IMO 규제에 선사들이 대응하는 방법은 3가지

- ❖ 선사들이 이번 황산화물(SOx) 규제에 대응하는 방법은 크게 세가지
 - 1) 탈황설비인 스크러버(Scrubber)를 선박에 장착해 기존에 사용하던 고유황유(HSFO)를 계속 사용하는 방법
 - 2) 선박의 추진방법을 친환경 LNG를 주 연료로 사용하는 엔진으로 바꾸는 방법
 - 3) 기존 고유황유(HSFO)대비 가격이 비싼 저유황유(LSFO)를 사용하는 방법
- ❖ 세가지 방법 모두 각각 장단점이 있으며 단 하나의 완벽한 대안은 없음
- ❖ 하지만 확실한건, 세가지 방법 중 어느 방법으로 대응하더라도 해상운송 비용의 증가는 피할 수 없다는 점

선박 환경규제별 적용 대상 및 적용 방법					
	적용대상		적용방법		비고
	기존선	신조선	개조	개조 외	
질소산화물 (NOx)	△	◎	◎	×	- 적용 대상을 선박의 1) 건조시기와 2) 운항해역에 따라 Tier1, 2, 3로 구분 - 선택적 촉매환원장치 또는 배기가스순환장치 등의 추가 장치 필요
황산화물 (SOx)	◎	◎	◎	◎	- 신조 선박뿐 아니라 기존 선박에도 모두 적용 - 규제 충족을 위해 물리적 선박개조가 필수 아님
선박평형수 처리장치	◎	◎	◎	×	- 신규건조 선박뿐 아니라 기존 선박도 모두 적용 - ‘17년 9월 발효 예정이었으나, 2년 유예

주: ◎ - 적용 가능, △ - 단계적 적용, X - 적용 불가
자료: 한화투자증권 리서치센터

IMO 2020 대응방법 별 장·단점		
	장점	단점
스크러버 (Scrubber)	- 저렴한 기존 HSFO 사용 가능 - 현존선 설치 가능 - 저유황유 가격 변동에도 유연하게 대처 가능	- 적당 400만 달러 이상의 Capex 필요 - 3%~5%의 연비 손실 가능성 - 물리적인 설치 공간 필요 - 소형선은 설치에 제약
LNG추진	- 친환경 연료 - SOx 뿐만 아니라 2025년 예정된 CO2 규제 동시 충족 가능	- 높은 투자비용(선가의 20%~30%) - LNG Bunkering 인프라 부족
저유황유 (LSFO, MGO)	- 추가적인 Capex 불필요 - 기존 선대로 바로 이용 가능	- 기존 HSFO 대비 높은 가격 - 저유황유 수급문제로 가격 급등 가능성 - 0.5% LSFO의 비호환 가능성

자료: OECD, S&P Global, Bloomberg, WSA, 한화투자증권 리서치센터 추정



글로벌 선사 동향 저유황유 + Scrubber 조합 가장 선호

한화리서치센터
2020 연간전망

- ❖ 국내외 선사들은 이번 규제에 다양한 방법을 혼용해가면서 대응하는 모습 → 선호도는 저유황유(LSFO, MGO) > 스크러버 > LNG 추진
- ❖ 대체적으로 [저유황유(LSFO, MGO) 사용 + 일부 선박에 스크러버(Scrubber) 장착]의 조합을 가장 많이 선택

글로벌 선사 IMO 2020 대응 현황						
선사	선종	선대 (사선)	대응방안			비고
			저유황유	스크러버	LNG추진	
글로벌 선사						
Maersk	컨테이너	328	◎	◎		사선 중 50척 이상 스크러버 설치, 나머지는 저유황유 사용 계획
MSC	컨테이너	212	◎	◎		200척 이상 선박에 스크러버 설치 계획
CMA CGM	컨테이너	148	◎	◎	◎	20척은 LNG 추진선, 약 100여척은 Scrubber 설치 계획
Hapag-Lloyd	컨테이너	112	◎			15척은 스크러버, 일부 LNG추진선 개조 외 저유황유 사용 계획
ONE	컨테이너	119	◎	◎		약 10척에 스크러버 설치, 이외엔 저유황유 사용 계획
Evergreen	컨테이너	115	◎	◎		신조와 개조를 포함 140척 이상의 선박에 스크러버 설치 계획
COSCO Shipping	벌크/컨	291	◎	◎		60척 이상 스크러버 설치계획, 나머지는 저유황유 사용
Star Bulk Carriers	벌크	119		◎		119척 중 114척에 Scrubber 설치 계획
Fredriksen Group	벌크	105	◎	◎		40척 이상 스크러버 설치 계획
NYK	벌크	178	◎	◎	◎	70척은 스크러버 설치, 그 외엔 LNG추진선과 저유황유 사용 계획
MOL	벌크	98	◎	◎		20척 이상 스크러버 설치 계획
Euronav NV	탱커	70	◎			저유황유 사용 계획
Angelicoussis Group	탱커	53	◎	◎		80척 이상 스크러버 설치 계획
Teekay Corp	탱커	82	◎			저유황유 사용 계획
Scorpio Group	탱커	115		◎		2020년까지 95척 스크러버 설치 예정
Total			13	12	2	
국내 선사						
팬오션	벌크	82	◎	◎		사선일부 스크러버 장착, 나머지는 저유황유 사용
대한해운	벌크	44	◎	◎		장기운송계약선 일부 스크러버 장착, 나머지는 저유황유 사용
폴라리스수평	벌크	51	◎	◎	◎	LNG Ready 18척 발주, 11척은 스크러버, 그 외 저유황유 사용
현대상선	컨테이너	22	◎	◎		용선포함 약 70척은 스크러버, 그 외 약20척은 저유황유 사용
SM상선	컨테이너	20	◎			전 선대 저유황유 사용 계획
고려해운	컨테이너	42	◎	◎		5,000TEU급 선박과 신조선엔 스크러버, 그 외엔 저유황유 사용
유코카캐리어스	Ro-Ro	28	◎	◎		16척 스크러버 설치, 그 외엔 저유황유 사용
Total			7	6	1	



IMO 2020은 준수될까? 주요국의 IMO 2020 준수의지 확인

- ❖ IMO 2020은 예정대로 시행될 전망
 - 주요 국가들은 IMO 2020 불이행하는 선사들에 대해 벌금 및 입항금지 조치를 도입하는 모습
 - 탱커, 컨테이너 선을 중심으로 저유황유 사용에 따른 할증료 제도도 도입 중
- ❖ 인도, 인도네시아, 러시아 등이 IMO 규제 미적용 의사를 언급했었으나, 인도와 인도네시아는 IMO2020을 전면 이행하겠다고 번복 발표
 - 현재 러시아 정부만 자국 연안에서 IMO 2020에 대한 불이행의사를 유지 중, 국제해역에서는 규제를 준수하겠다고 밝힘
 - 비싼 연료가격이 자국 해운사에 부담이 된다는게 주 이유

IMO 2020 준수를 위한 움직임	
일자	내용
2019.01	중국, 자국 연안을 배출통제구역(ECA)으로 지정하고 황함유량을 0.5%로 제한
2019.04	싱가포르는 2020년부터 SOx 규제를 준수하지 않는 선박의 선장과 선주는 벌금 및 2년의 징역형에 처할 수 있다고 밝힘
2019.08	중국 2020년 1월부터 배출통제구역의 황함유량을 0.1% 이하로 제한 계획 내년 3월부터 이를 충족하지 못하면 1만~10만 위안의 벌금 부과 방침
2019.10	IMO 심포지엄에서 덴마크는 ECA 규정에 따라 3,000~30,000달러의 벌금 부과 및 입항금지 조치를 시행 중이며, 일본은 IMO 2020에 대한 준비완료, 싱가포르의 규정위반 연료유 공급자는 연료공급을 중단시킬 예정이라고 밝힘
2019.11	2020년 적용되는 유조선 운임지수(WS) 기준 운임에 처음으로 저유황유 가격을 반영해 결정
2019.11	한중항로 취항선사들이 내년에 시행되는 'IMO 2020' 대응을 위해 저유황할증료(LSS)를 현행 20달러에서 60달러로 40달러를 인상하는 데 합의
2019.11	대만 교통부는 대만 해역과 항만에서 0.5% SOx 규제를 지키지 않은 4척의 선박에 대해 각각 3,300달러의 벌금을 부과

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

인도와 인도네시아는 IMO 규제 미적용을 발표했다가 번복		
일자	국가	내용
2019.07	인도네시아	인도네시아 교통부는 자국 내 운항에 대해 IMO 2020을 강제하지 않겠다고 발표. 이유로 비싼 연료가격을 언급. 다만 국제노선을 운항하는 선박은 규제를 준수해야한다고 밝힘
2019.07	인도	인도 정부도 자국 내 운항에 대해 IMO 2020 미적용을 검토 중이라고 밝히며 IMO 규제 이행가능성에 대한 의구심 제기
2019.08	인도네시아	인도네시아 교통부는 2020년 1월부터 국내, 국제노선을 모두 포함해 IMO 2020을 전면 이행하겠다고 번복 발표
2019.09	인도	인도 정부는 2020년 1월부터 국내외 모든 노선에서 IMO 규제를 이행을 위해 최선을 다하겠다고 번복 발표
2019.10	러시아	러시아 정부는 자국 영해에서 IMO 규제를 4년 미루는 방침을 고려하고 있다고 발표. 비싼 연료가격으로 자국 해운사에 부담이 된다는 것이 이유. 다만 국제 수역에서는 IMO 2020 규제를 준수하겠다고 밝힘

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

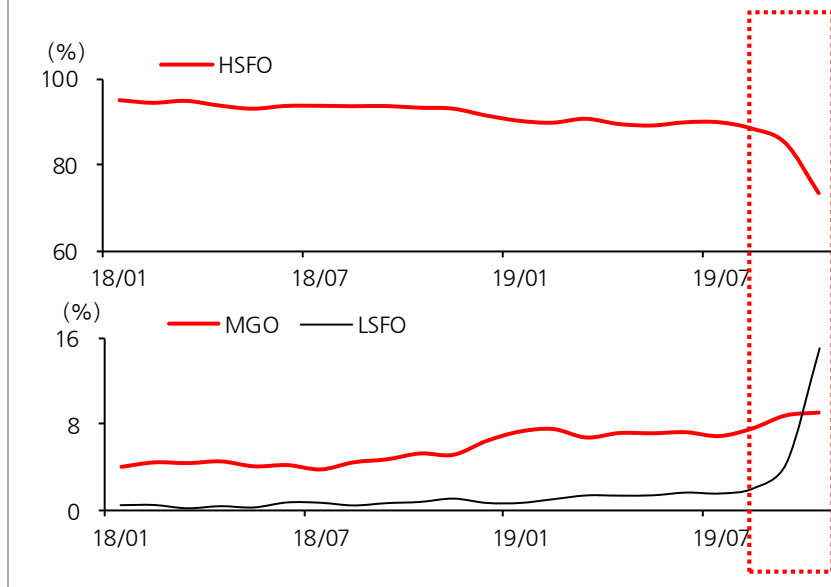


IMO 2020은 준수될까? 수요시장에서도 저유황유 사용 시작

한화리서치센터
2020 연가전망

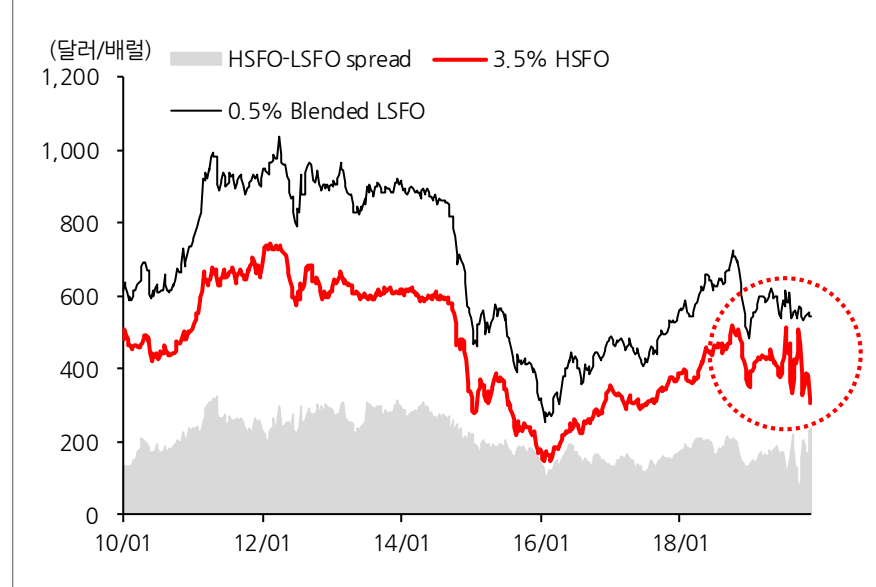
- ❖ 수요시장에서도 IMO 2020을 이행하는 모습 포착
- ❖ 선사들은 10월부터 탱크크리닝 목적 등을 이유로 저유황유 사용 시작
→ 글로벌 선박연료공급 시장의 20% 비중을 차지하는 싱가포르 항만에서 지난 9월부터 저유황유 판매량 크게 증가
- ❖ HSFO 판매량은 10월 277.6만톤으로 8월(324.9만톤)대비 14% 감소, 반면 10월 LSFO 판매량은 56.9만톤으로 8월대비 7배 급증
→ 저유황유(LSFO+MGO) 판매량 비중 8월 9.8% → 24.3%, 고유황유(HSFO) 판매량 비중 8월 88.5% → 10월 73.7%
- ❖ 연료유 수요시장 변화로 10월부터 HSFO 가격 빠르게 하락해 HSFO-LSFO spread도 톤당 240달러 수준까지 확대

싱가포르 항만청 HSFO vs MGO vs LSFO 판매비중



자료: MPA of Singapore, 한화투자증권 리서치센터

HSFO vs 0.5% LSFO 가격 추이



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

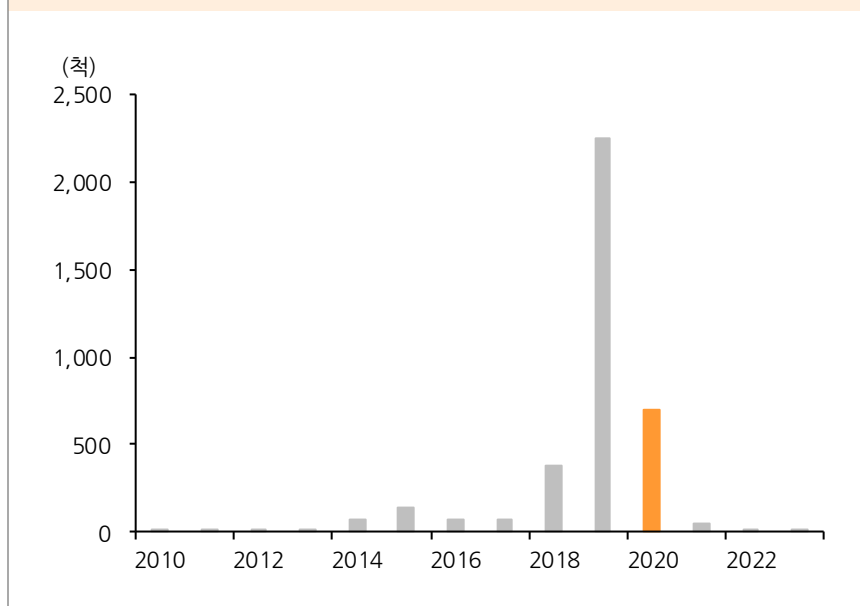


IMO 2020 시행으로 발생할 공급조절에 주목

한화리서치센터
2020 연간전망

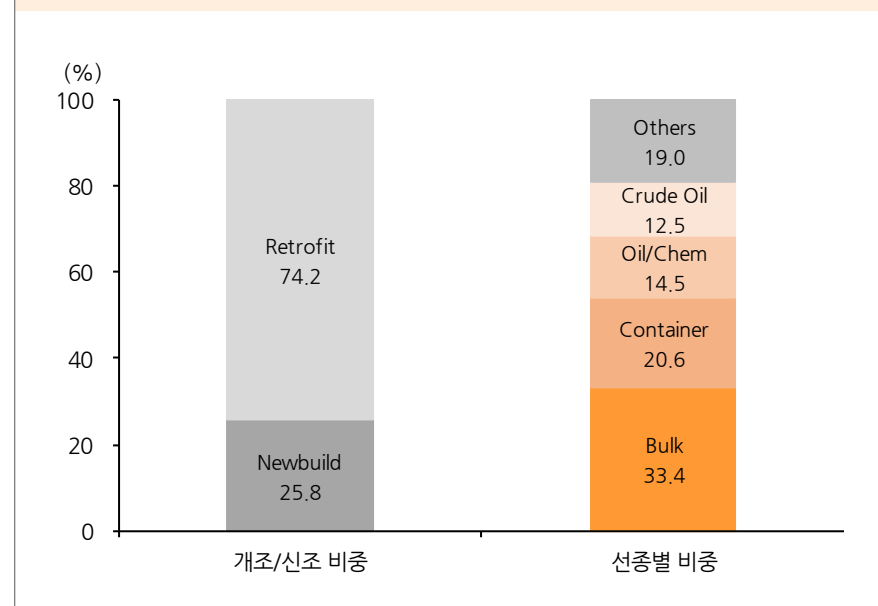
- ❖ 2020년에도 Scrubber 설치로 인한 공급공백 발생할 전망
- ❖ 기존 선박에 Scrubber를 설치하는데 걸리는 시간은 30일~60일. 해당 기간동안 수리조선소 도크에 입고되며 공급공백 유발
- ❖ 내년 설치예정 선박 수는 701척, 개조선 비중은 74.2%
- ❖ 선종별 개조선 수는 벌크 174척(33.4%), 컨테이너 107척(20.6%), 제품운반선 75척(14.5%), 원유운반선 65척(12.5%)으로 추정

연도별 Scrubber 설치선박 순증



자료: DNV GL, 한화투자증권 리서치센터

스크러버 설치선 중 개조/신조 및 선종별 비중



자료: DNV GL, 한화투자증권 리서치센터



Scrubber 설치로 평균 0.4%p 선복공백 발생 추정

- ❖ 2020년 Scrubber 설치과정에서 발생하는 공급공백은 전체선복대비 평균 0.4%p로 추정
- ❖ 선종별로보면 벌크 0.24%, 컨테이너 0.58%, 제품운반선 0.29%, 원유운반선 0.4%
- ❖ 앞서 추정한 선종별 대수에 Panamx 이상급 선박의 평균 선복량을 적용, 수리일 수는 30일로 가정
→ Panamx급 이하 선박은 공간부족으로 Scrubber 설치가 불가능하기 때문
- ❖ 공급공백이 조정된 2020년 선복량 증감률은 벌크 2.8%, 컨테이너 2.7%, 제품운반선 1.8%, 원유운반선 0.9%로 전망

선종별 Scrubber 설치로 인한 공급공백 선복량 추정									
2020년 Scrubber 설치선박		701							
개조선 비중		74.0%							
벌크선	33.4%	컨테이너선	20.6%	PC탱커선	14.5%	원유운반선	12.5%		
2020 Retrofit Bulk 순증(척)	174	2020 Retrofit Container 순증(척)	107	2020 Retrofit PC Tanker 순증(척)	75	2020 Retrofit Tanker 순증(척)	65		
Panamax 이상급 평균 DWT	115,000	Panamax 이상급 평균 TEU	11,716	MR 이상급 평균 DWT	61,937	탱커 평균 DWT	244,950		
Retrofit 선복량(백만DWT)	20.0	Retrofit 선복량(천TEU)	1,254.0	Retrofit 선복량(백만DWT)	4.7	Retrofit 선복량(백만DWT)	15.9		
월평균 추정 공급조절량(백만DWT)	2.1	월평균 추정 공급조절량(천TEU)	129.7	월평균 추정 공급조절량(백만DWT)	0.5	월평균 추정 공급조절량(백만DWT)	1.6		
추정 공급조절 효과(%p)	0.24	추정 공급조절 효과(%p)	0.58	추정 공급조절 효과(%p)	0.29	추정 공급조절 효과(%p)	0.40		
2020년 선복량 증감률 전망치(%)	3.0	2020년 선복량 증감률 전망치(%)	3.3	2020년 선복량 증감률 전망치(%)	2.1	2020년 선복량 증감률 전망치(%)	1.3		
2020년 조정 선복량 증감률 전망치(%)	2.8	2020년 조정 선복량 증감률 전망치(%)	2.7	2020년 조정 선복량 증감률 전망치(%)	1.8	2020년 조정 선복량 증감률 전망치(%)	0.9		

주1: 벌크는 Panamax 이상급 선종 평균 DWT, 컨테이너선은 8,000TEU 이상급 선종 평균 TEU 적용

주2: 탱커선은 12k DWT 이상급, PC선은 10k DWT 이상급만 스크리버를 설치한다고 가정

주3: 선박가동일수는 290일, Scrubber 설치를 위해 도크에 정박하는 기간은 30일로 가정

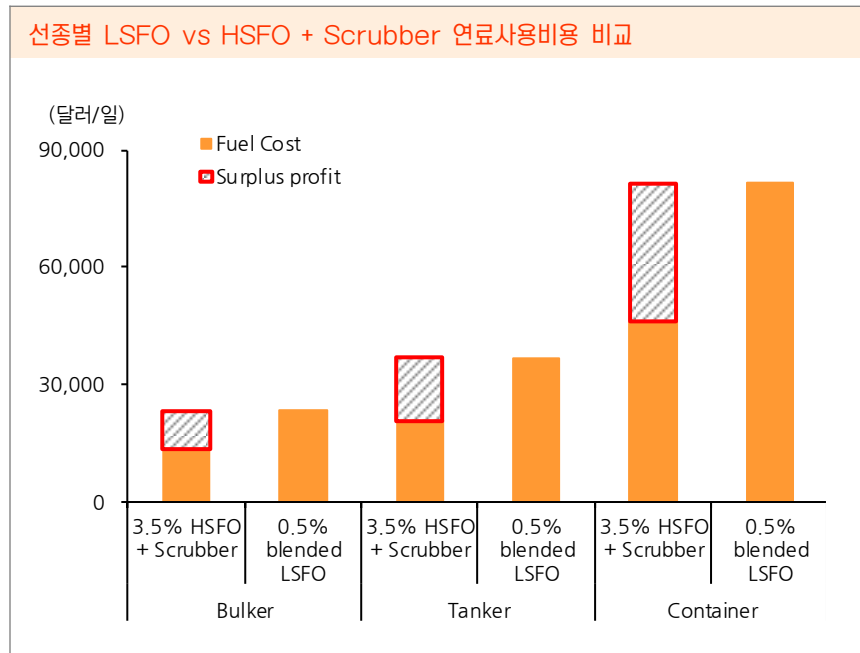
자료: Clarkson, DNV GL, 한화투자증권 리서치센터 추정



Scrubber 설치대수는 현재 잔고보다 더 늘어날 것

한화리서치센터
2020 연간전망

- ❖ 2020년 Scrubber 설치 대수는 현재 잔고보다 더 늘어날 것으로 전망
 - 1) Scrubber를 설치한 선박은 LSFO 사용 선박대비 원가경쟁력을 확보할 수 있으며, 2) 투자회수 기간이 2년정도로 짧기 때문
- ❖ Scrubber를 설치하고 HSFO를 사용하는 선박은 LSFO를 사용하는 선박대비 평균 43.5% 연료비용 절감 가능(=추가이익수취)
 - 현재 HSFO-LSFO spread 기준 벌크는 일 10,000달러, 탱커는 16,000달러, 컨테이너는 35,000달러 비용 절감 가능
 - HSFO-LSFO spread가 확대된다면 추가이익 뿐만 아니라 회수기간도 단축될 전망
 - Scrubber 설치선 증가를 예상하는 가장 큰 이유
- ❖ 올해 설치대수를(약 2,200척) 감안하면, 1,600척의 증가여력 존재하며 공급공백도 최대 1.2%p까지 확대 가능하다고 판단



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터 추정

Scrubber 개조시 투자회수기간 시뮬레이션						
선종	일 연료 소모량(톤)	Spread (톤/일)	연 연료비차이 (백만달러)	OPEX (백만달러)	설치비용 (백만달러)	Payback period (년)
Bulk	43	237	2.7	1.3	7.0	3.0
		300	3.5			2.4
Container	150	237	9.6	1.3	7.0	0.9
		300	12.2			0.7
Tanker	68	237	4.3	1.3	7.0	1.9
		300	5.5			1.5
Product	28	237	1.8	1.3	4.0	3.0
		300	2.2			2.4

주: 3.5% HSFO-0.5% LSFO spread는 2019.11.22 기준가 적용
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터 추정

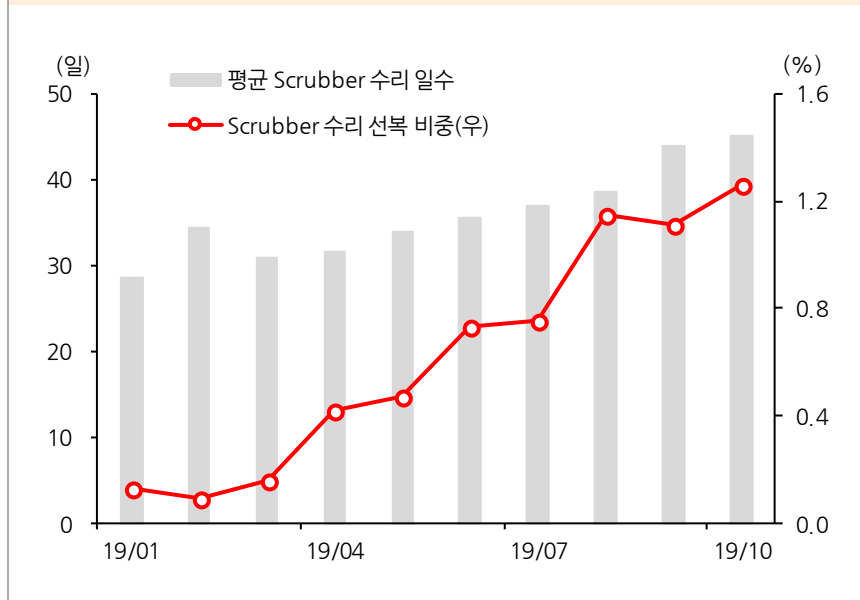


Scrubber 수리일 수 증가와 감속운항 가능성

한화리서치센터
2020 연간전망

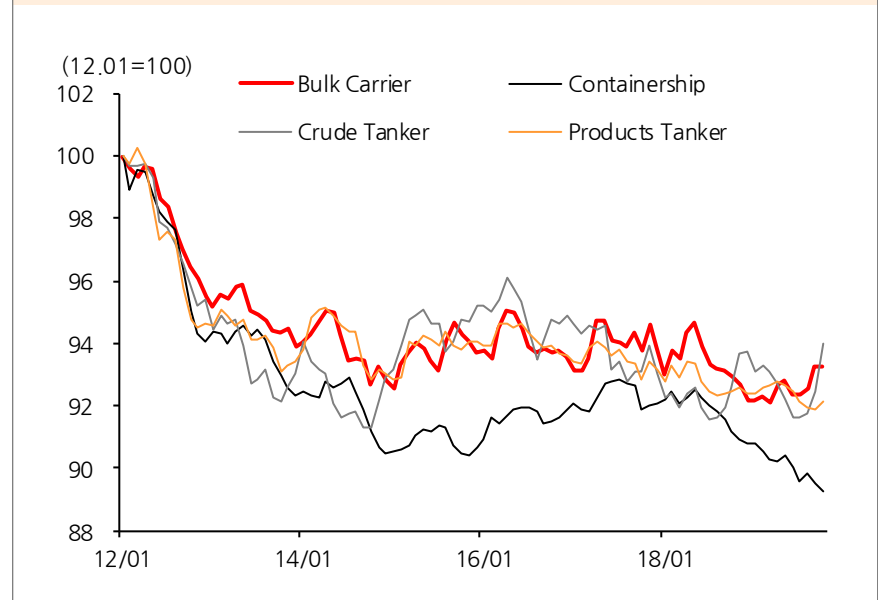
- ❖ Scrubber 수리일 수 증가에 따른 공백기간 확대와 감속운항(Slow Steaming)에 따른 가용선복량 축소 가능성 존재
- ❖ Scrubber 평균 수리일수는 연초 30일 수준에서 현재 40일까지 확대
→ 예상보다 수리일 수가 확대되면서 공급조정기간이 길어질 가능성
- ❖ 또한 내년부터 증가하는 연료비 부담을 줄이기 위해 감속운항(Slow Steaming) 가능성도 배제할 수 없음
→ 운항속도를 줄이면 연료비용 절감 가능, 반면 가용선복량이 축소되며 선복공급조정 효과 발생
- ❖ 공급과잉이 지속되고있는 컨테이너선종은 2018년부터 재차 감속운항(Slow Steaming)을 하는 모습

평균 Scrubber 설치 일수 및 수리선복량 비중



주: 전체 선복대비 수리선복량 비중은 DWT 기준
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

선종별 평균 운항속도 Index 추이



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

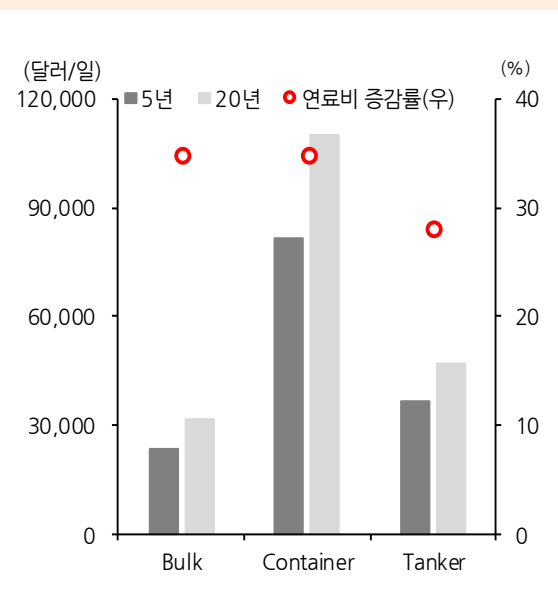


올해 부진했던 폐선량, 내년엔 의미있게 증가할 전망

한화리서치센터
2020 연간전망

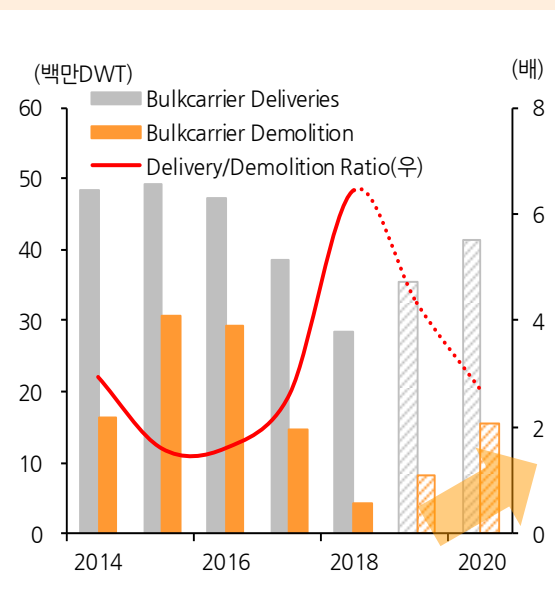
- ❖ 2020년 폐선은 의미있는 수준으로 증가 전망 → 인도량/폐선량 비율이 17년도 수준까지 하락할 것으로 예상되기 때문
- ❖ 1) 연료비 상승으로 연비가 떨어지는 노후선들 중심으로 폐선이 이루어질 것으로 예상
 - 건조된 지 20년 이상의 선박은 5년 선령의 선박보다 평균 33% 연비가 떨어짐
 - 선종별로보면 VLCC, Capesize 벌크, 8,500TEU 컨선 각각 일 1만, 0.8만, 2.8만 달러의 비용 열위
- ❖ 2) 폐선예정선박의 대체선 인도될 것으로 예상
 - 선주는 선박을 폐선하기 전에 대체선 발주를 해놓는 경향, 과거에도 인도량이 늘어난 해 또는 그 익년도에 폐선 증가하는 트렌드 확인
 - 현재 수주잔고 기준으로 내년 인도량은 올해대비 10%~16% 증가하며 벌크와 컨테이너 폐선은 50~80% 늘어날 전망

5년 vs 20년 선박의 연료사용비용 차이



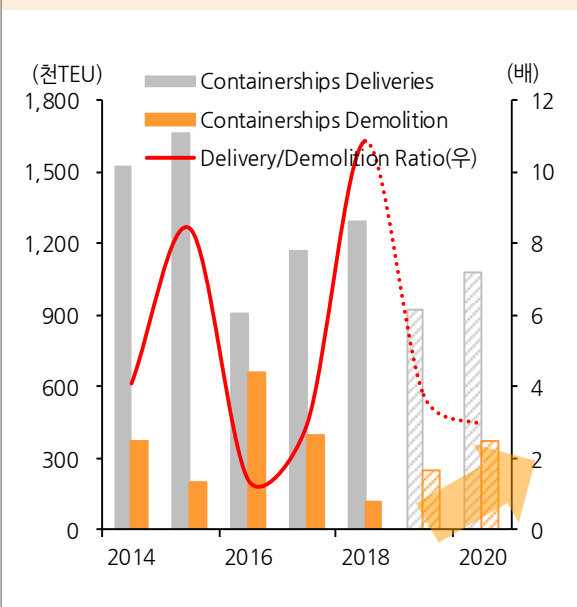
주: 연료가격은 현재 0.5% LSFO 가격 기준
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

벌크선 인도량과 폐선량 추이 및 전망



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터 추정

컨테이너선 인도량과 폐선량 추이 및 전망



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터 추정

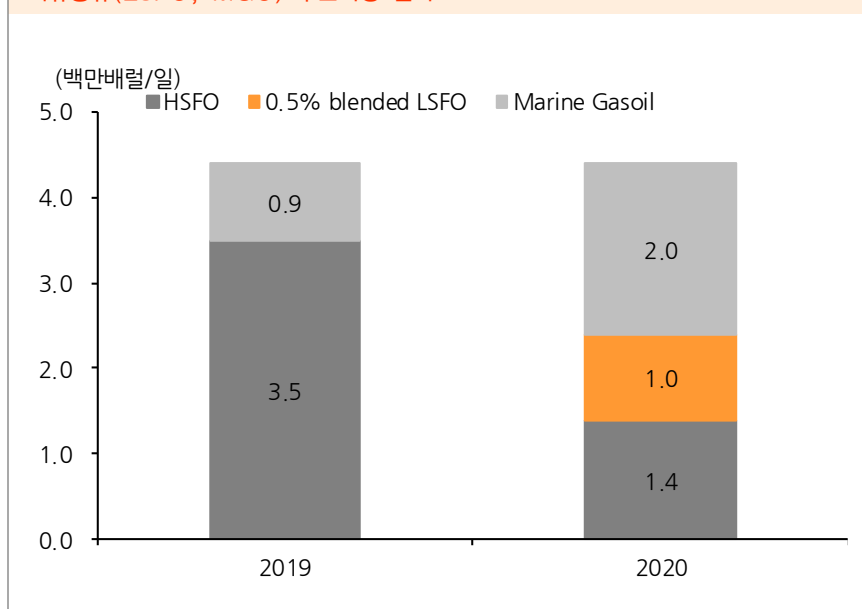


RISK 요인 점검 저유황유 수급은 점진적으로 안정화 전망

한화리서치센터
2020 연가전망

- ❖ 2020년 해운사들의 가장 큰 Risk 요인은 저유황유(LSFO, MGO)의 수급 밸런스 붕괴
→ 해운사 입장에서 저유황유 수급밸런스 붕괴로 가격변동성이 크게 확대된다면 증가하는 비용부담을 온전히 떠안아야 할 수 있기 때문
- ❖ 결론적으로 저유황유 수급밸런스 및 가격은 MGO 공급이 꾸준히 증가하며 점차 안정화 될 전망
- ❖ MGO 공급이 늘어날 것으로 예상하는 이유
1) 수요자인 해운사 입장에서 LSFO 신뢰도가 높지 않고, 2) 공급자인 정유사 입장에서도 중유라 가격도 상대적으로 낮고, Capex 투자가 필요한 LSFO 보단, 우선 가동률 조정으로 공급을 증가시킬 수 있는 MGO 공급을 늘리는 것이 합리적이라고 판단하기 때문
- ❖ IEA가 2020년 LSFO 공급이 일 90만 배럴 발생한 이후 증가하지 않을 것으로 예상하고 있는 이유도 같을 것으로 판단

저유황유(LSFO, MGO) 수요시장 변화



자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

저유황유(LSFO, MGO) 수급 Balance 추이 및 전망

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
0.5% LSFO 수요	0.0	0.0	1.0	1.4	1.6	1.7
0.5% LSFO 공급	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9	0.9
Balance	0.0	0.0	0.1	0.5	0.7	0.8
Marine Gasoil 수요	0.9	0.9	2.0	1.9	1.9	1.8
Marine Gasoil 공급	0.8	1.1	1.9	2.1	2.6	2.6
Balance	0.1	-0.2	0.1	-0.2	-0.7	-0.8
합산 수요	0.9	0.9	3.0	3.3	3.5	3.5
합산 공급	0.8	1.1	2.8	3.0	3.5	3.5
Balance	0.1	-0.2	0.2	0.3	0.0	0.0

주: 단위는 백만배럴/일
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

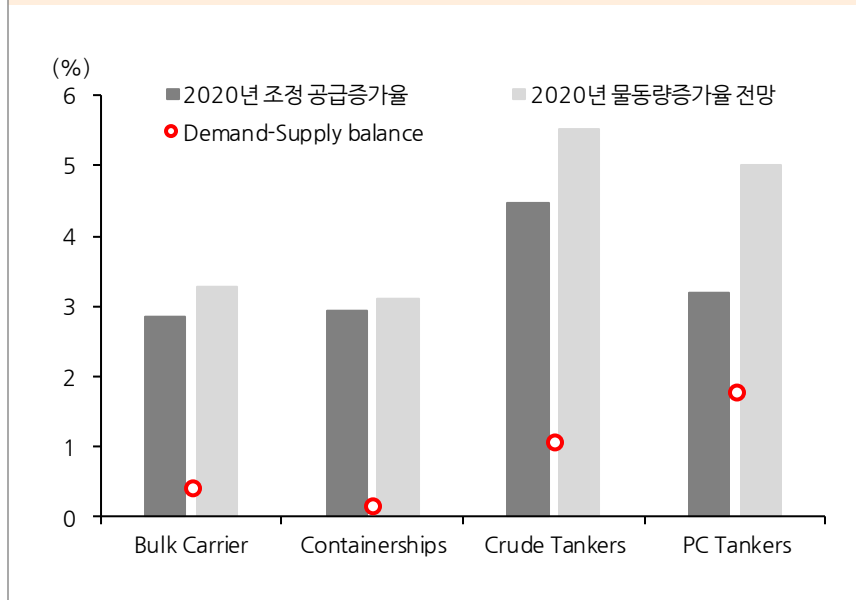


2020년 탱커, 벌크선종의 시황 개선 전망

한화리서치센터
2020 연간전망

- ❖ IMO 2020으로 인해서 어떤 선종의 시황이 가장 좋아질 것인가?
- ❖ 해운업 시황개선은 운임의 상승을 의미하며, 운임이 상승하기 위해선 수요-공급 밸런스가 개선될 필요
→ 앞서 분석한 공급조절 효과를 감안할 때 2020년 탱커와 벌크선종의 시황 개선을 전망
- ❖ 2020년 해운운임은 증가하는 비용을 전가시키는 과정에서 새로운 균형점을 찾아 형성 될 것
→ 이 과정에서 탱커와 벌크 선종은 1) 비용전가 뿐만 아니라, 2) 수급밸런스 개선에 따른 추가적인 운임상승 여력도 존재한다고 판단

2020년 선종별 수급 Balance: Scrubber 공백 + Storage 운항재개 조정

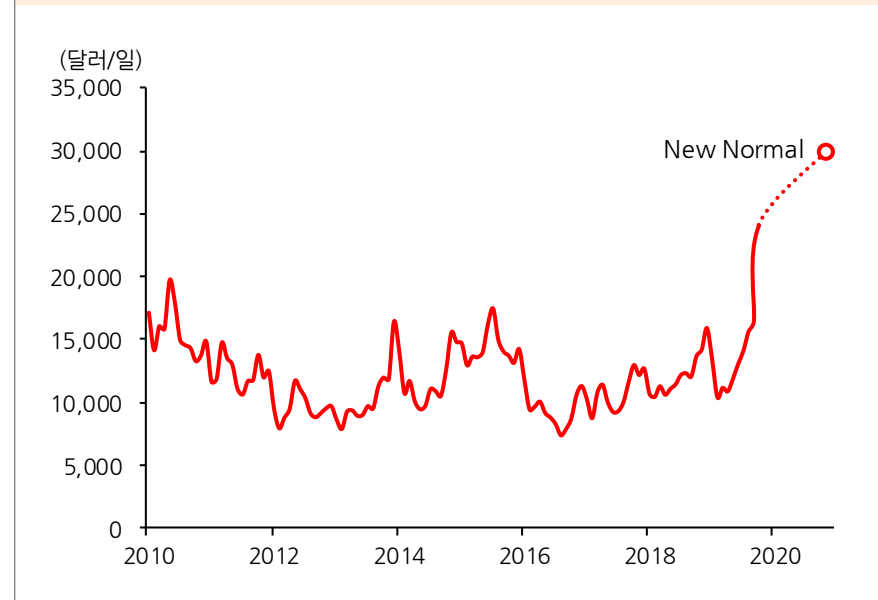


주1: 2020년 Scrubber 공급공백 조정

주2: 전 선종의 Storage + Idle 선척 중 80%가 운항을 재개한다고 가정해 조정

자료: Clarkson, DNV GL, 한화투자증권 리서치센터 추정

2020년 해운운임은 새로운 균형점(New Normal)에서 형성될 것



주: ClarkSea Index

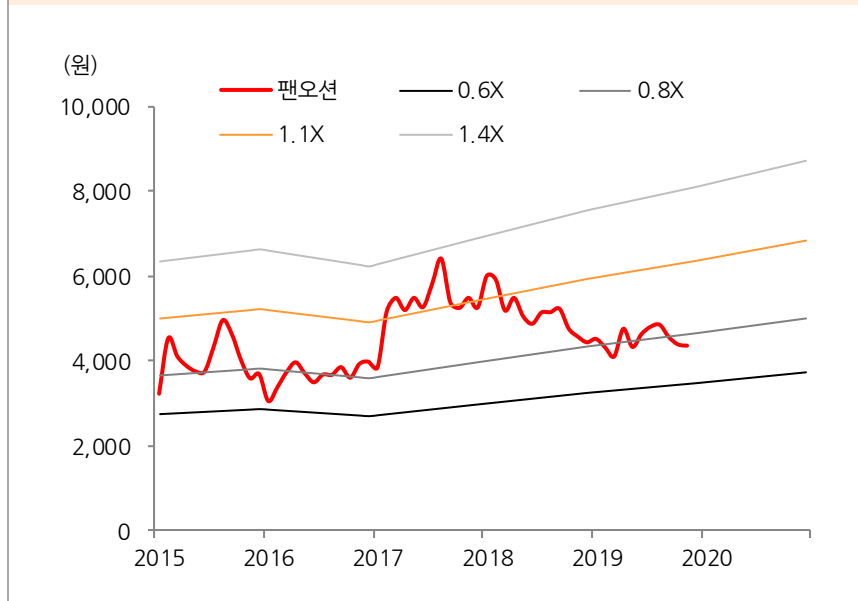
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터 추정



Valuation

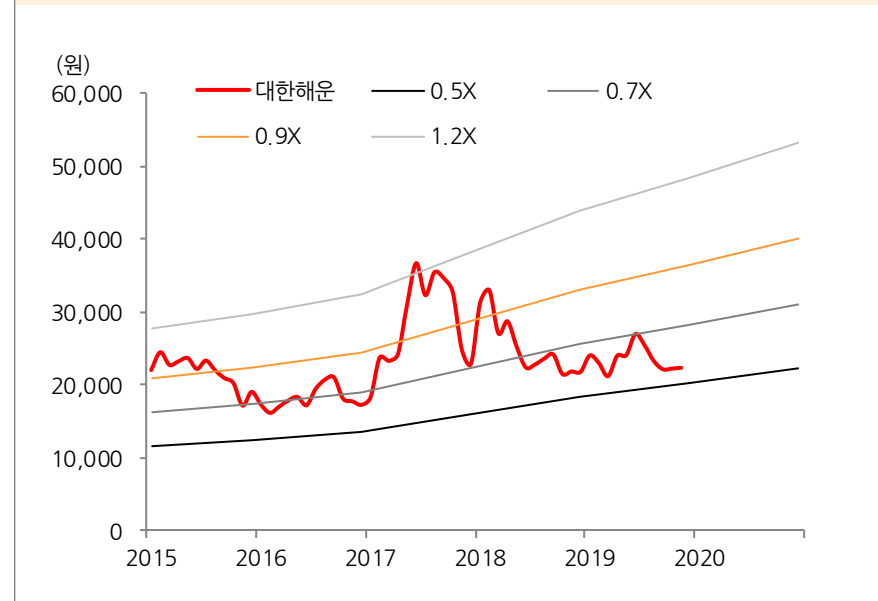
- ❖ 국내 벌크 해운사 주가는 현재 밴드 하단에 위치
- ❖ 2020년 수급밸런스 개선으로 1) 증가하는 연료비용 전가가 가능할 것이며, 2) 추가적인 운임상승도 가능하다고 판단
→ 규제 준수 초기 불확실성과 상저하교의 계절성을 감안할 때 2020년 하반기 이익개선 모멘텀에 주목할 필요
- ❖ 팬오션 투자 의견 Buy, 목표주가 6,500원 유지
→ 벌크시황 개선에 따른 이익개선 포인트 유효, 보유중인 PC선(16척)의 이익기여도도 PC업황 회복으로 상승할 전망
- ❖ 대한해운 투자 의견 Buy, 목표주가 31,000원 유지
→ 지난 1~2년간 계약한 전용선 운항이 4Q19 이후에 집중, 전용선 확대에 따른 이익개선이 주요 포인트

팬오션 12M Fwd P/B 밴드차트



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터 추정

대한해운 12M Fwd P/B 밴드차트



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터 추정

APPENDIX. 해운산업 Outlook

	2020년 물동량 증가율 전망			Demand-Supply balance #1		Scrubber 조정		2020년 조정 공급증가율		Demand-Supply balance #2 Storage 조정		2020년 조정 공급증가율		Demand-Supply balance #3	
	증가율 전망	물동량	2020년 공급 증가율 전망	balance #1		조정		공급증가율		balance #2		공급증가율		balance #3	
Bulk Carrier	3.3		3.0	0.3		0.2		2.7		0.6		2.9		0.4	
Containerships	3.1		3.3	-0.2		0.6		2.7		0.4		2.9		0.2	
Crude Tankers	5.5		1.3	4.2		0.4		0.9		4.6		4.5		1.1	
Product Tankers	5.0		2.1	2.9		0.3		1.8		3.2		3.2		1.8	

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
1. 벌크선									
벌크 물동량(십억톤-마일)	23,561	24,816	26,325	26,611	27,175	28,474	29,275	29,652	30,631
YoY(%)	5.9	5.3	6.1	1.1	2.1	4.8	2.8	1.3	3.3
벌크선 선박량(백만DWT)	692	731	763	781	798	822	845	873	899
YoY(%)	10.6	5.7	4.3	2.3	2.2	2.9	2.9	3.2	3.0
벌크선 순증	66	39	32	18	17	23	24	27	26
벌크선 인도량	101	63	48	49	47	38	28	36	41
인도량/선박량	14.6	8.6	6.3	6.3	5.9	4.7	3.4	4.1	4.6
벌크선 폐선량	33	23	16	31	29	15	4	8	15
YoY(%)	43.5	-30.6	-29.3	87.3	-4.4	-50.0	-69.9	84.4	89.0
2. 컨테이너선									
컨테이너 물동량(천TEU)	149,241	156,582	164,436	167,906	175,677	185,841	193,742	198,401	204,579
YoY(%)	3.3	4.9	5.0	2.1	4.6	5.8	4.3	2.4	3.1
컨테이너 선박량(천TEU)	16,358	17,270	18,419	19,878	20,125	20,896	22,064	22,775	23,533
YoY(%)	6.0	5.6	6.7	7.9	1.2	3.8	5.6	3.2	3.3
컨테이너선 순증	921	911	1,150	1,459	247	771	1,168	710	759
컨테이너선 인도량	1,270	1,368	1,524	1,661	909	1,172	1,294	1,000	1,100
인도량/선박량	7.8	7.9	8.3	8.4	4.5	5.6	5.9	4.4	4.7
컨테이너선 폐선량	335	444	373	197	656	399	119	290	341
YoY(%)	329.7	32.7	-16.1	-47.1	232.5	-39.2	-70.1	143.2	17.8
3. 원유운반선									
Oil 물동량(십억톤-마일)	9,140	8,912	8,850	9,033	9,619	10,190	10,504	10,816	11,414
YoY(%)	4.2	-2.5	-0.7	2.1	6.5	5.9	3.1	3.0	5.5
탱커 선박량(백만DWT)	365	370	371	380	402	423	426	452	458
YoY(%)	4.4	1.4	0.3	2.3	5.9	5.0	0.9	6.1	1.3
탱커 순증	15	5	1	9	22	20	4	26	6
탱커 인도량	26	16	10	10	23	30	22	31	19
인도량/선박량	7.2	4.3	2.7	2.7	5.7	7	5.3	6.8	4.1
탱커 폐선량	9	9	6	2	2	9	17	5	13
YoY(%)	11.9	1.5	-29.2	-75.5	13.3	435.0	89.1	-71.7	161.5
4. 제철운반선									
Product 물동량(십억톤-마일)	2,621	2,685	2,707	2,892	3,007	3,034	3,072	3,150	3,307
YoY(%)	0.4	2.5	0.8	6.8	4.0	0.9	1.2	2.5	5.0
Product 탱커 선박량(백만DWT)	128	131	136	144	153	159	162	169	173
YoY(%)	2.0	2.6	3.9	5.7	6.3	4.2	1.8	4.3	2.1
탱커 순증	2	3	5	8	9	6	3	7	4
탱커 인도량	6	6	7	9	10	8	6	8	4
인도량/선박량	4.8	4.3	4.8	6.1	6.5	5.2	3.6	4.7	2.4
탱커 폐선량	3	2	1	1	1	2	3	1	1
YoY(%)	66.4	-28.5	-34.1	-41.5	-7.1	139.6	52.7	-63.9	-49.5

자료: Clarkson, DNV GL, IMF, 한화투자증권 리서치센터 추정



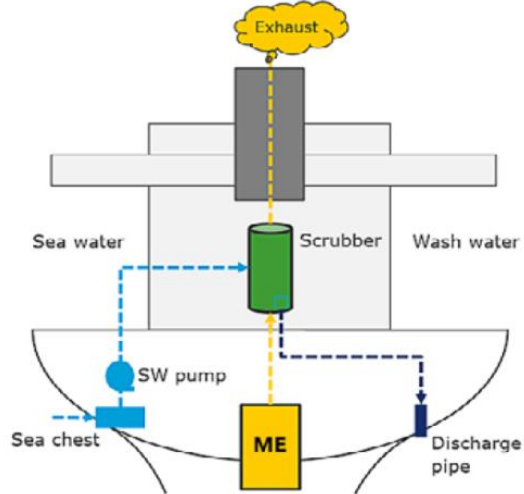
APPENDIX. Scrubber

한화리서치센터

2020 연간보고서

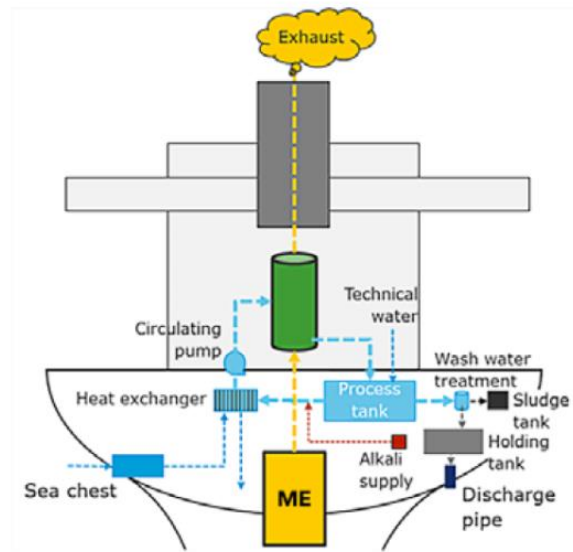
- ❖ 스크러버(Scrubber)는 일종의 배기가스 세정, 탈황 설비로 가격이 비싼 저유황유(LSFO) 대신 기존에 사용하던 저렴한 고유황유(HSFO)를 주 연료로 사용하면서 황산화물(SOx) 규제를 만족시킬 수 있는 설비
- ❖ 개방형 스크러버(Open loop system)는 해수를 이용해 화학작용을 일으켜 배기가스 중의 황산화물(SOx)과 입자상 물질을 저감 스크러버를 빠져나온 해수는 해양오염방지를 위해 조절과정을 거친 후 다시 선외로 배출
- ❖ 폐쇄형 스크러버(Closed loop system)는 청수를 이용해 화학작용을 일으켜 배기가스 중의 황산화물(SOx)과 입자성 물질을 저감 청수에 수산화나트륨 용액을 첨가해 황산화물에 의한 청수의 중성화를 유도

개방형(Open-loop) 스크러버



자료: DNV GL, 한화투자증권 리서치센터

폐쇄형(Closed-loop) 스크러버



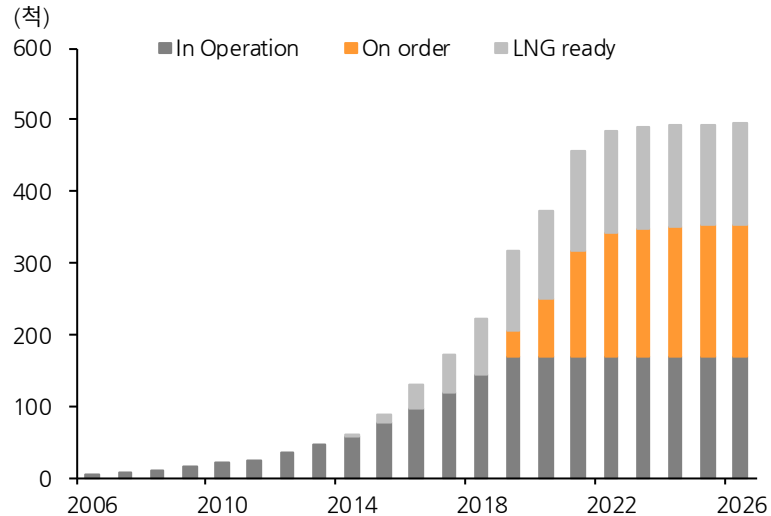
자료: DNV GL, 한화투자증권 리서치센터



APPENDIX. LNG 추진선

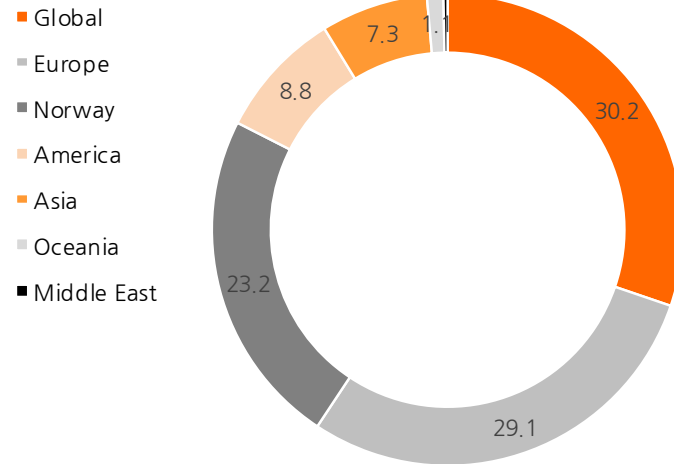
- ❖ LNG 추진선은 LNG를 주 연료로 사용하는 선박
 - 1) LNG만 사용하는 전용 추진선과, 2) 석유연료와 LNG를 동시에 사용하는 이중연료(Duel Fuel, D/F) 추진선으로 구분
- ❖ 이중연료 LNG 추진선은 일반 공해에선 석유연료로 운항하다가 규제해역(ECA)에 진입하면 LNG로 연료를 교체해 사용
- ❖ LNG 추진선은 전통적인 선박 연료인 벙커C유에 비해 연료가격이 저렴하고 황산화물(SOx)뿐만 아니라 질소산화물(NOx), 입자형물질(PM) 등의 배출량을 각각 100%, 85%~95%, 거의 100% 저감이 가능해 친환경적
- ❖ 다만, 선가에 최대 20%~30%에 달하는 설비투자 비용은 부담요인

LNG 추진선 추이 및 전망



자료: DNV GL, 한화투자증권 리서치센터

지역별 LNG 추진선 비중



자료: DNV GL, 한화투자증권 리서치센터

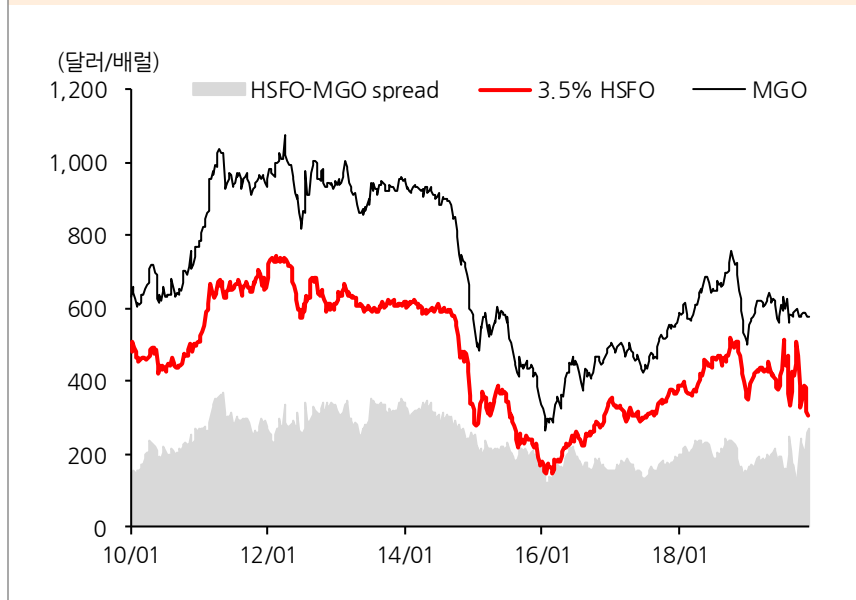


APPENDIX. 저유황유(MGO, LSFO)

한화리서치센터
2020 연가전망

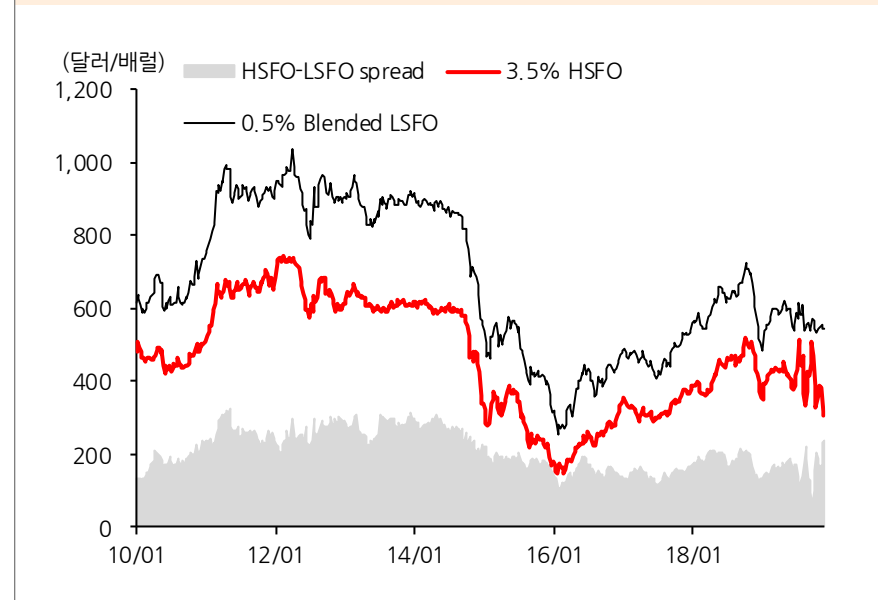
- ❖ 선박의 주 연료로 황 함유량이 낮은 선박용경유(MGO)를 사용하거나 탈황설비를 거친 저유황유(LSFO)를 사용하는 방법
- ❖ 추가적인 설비투자(Capex)를 하지 않으면서 황산화물(SOx) 규제를 만족시킬 수 있는 가장 간단한 방법이지만, 저유황유(LSFO, MGO) 가격이 고유황유(HSFO) 대비 약 40% 가량 비싼게 단점
- ❖ 현재 배기가스 배출규제지역(ECA) 기준인 0.1% 미만의 저유황유(ULSFO)는 표준화되어 거래되고 있지만, 2020년부터 전 해역에서 사용해야하는 0.5% 저유황유는 아직 표준화된 기준이 없음. 0.1%와 고유황유를 혼합하는 방법이 필요한데 정유사별로 비율 등이 달라 사용상의 주의가 요구

MGO vs HSFO 가격 추이



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

Blended 0.5% LSFO vs HSFO 가격 추이



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

IV

항공 (Neutral)



구조재편의 시작

한화리서치센터
2020 연간전망



2020년 항공산업의 화두는 구조재편

한화리서치센터
2020 연간전망

- ❖ 2020년 항공업의 화두는 구조재편
- ❖ 2019년 초 아시아나항공 2018년 감사의견 정정(한정 → 적정) 후 금호그룹 자구안을 채권단이 거부하면서 통매각 적극적 추진
- ❖ 11/12 금호산업이 아시아나항공 지분(68,688,063주, 31.05%) 지분 매각 우선협상대상자로 HDC-미래 컨소시엄 선정
- ❖ HDC-미래 컨소시엄이 제시한 인수규모는 2.5조원 내외(아시아나항공 구주 인수 3.2천억원, 유상증자 2.18조원)
- ❖ 향후 연내 주식매매계약 체결, 사업결합 승인 거쳐 2020년 상반기 최종 인수 완료 예정

아시아나항공 주요 매각 일정	
일정	주요 내용
2019.03.22	아시아나항공 2018년 감사보고서 '한정의견'으로 거래 정지
2019.03.27	아시아나항공 감사의견 '적정'으로 정정공시
2019.03.28	박삼구 회장, 아시아나항공 대표이사 및 등기이사 사퇴
2019.04.03	최종구 금융위원장, 금호아시아나 그룹에 자구안 계획 제출 촉구
2019.04	금호아시아나그룹, 채권단에 자구 계획 제출했으나 채권단 거부
2019.04.15	금호산업, 아시아나항공(6개 자회사 포함) 매각 결정
2019.04.25	매각 주관사로 CS 증권 선정
2019.07	매각공고
2019.09	예비입찰, 적격 예비인수후보 4곳 선정(HDC/애경/KOGI/스톤브릿지)
2019.11	본입찰 실시 및 우선협상대상자 선정(HDC-미래 컨소시엄)
2019.11~	본실사 및 최종인수자 확정 후 주식매매계약(SPA) 체결
2020.상반기	국내외 기업결합 신고
2020.상반기	인수 완료

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

인수 후보별 주요 인수 요건			
인수 후보	HDC현대산업개발 -미래에셋대우 컨소시엄	애경그룹-스톤브릿지 컨소시엄	KOGI-뱅크스트리트 컨소시엄
전략적투자자(SI)	HDC현대산업개발	애경그룹	-
재무적투자자(FI)	미래에셋대우	스톤브릿지캐피탈	KOGI, 뱅크스트리트PEF
SI 현금성 자산	1.2조원	2,100억원	-
입찰금액	2.5조원	1.5조원	-
구주	4천억원 미만	4천억원 미만	
신주	2조원 내외	1조원 내외	
우선협상대상자	선정	-	-

자료: 한화투자증권 리서치센터

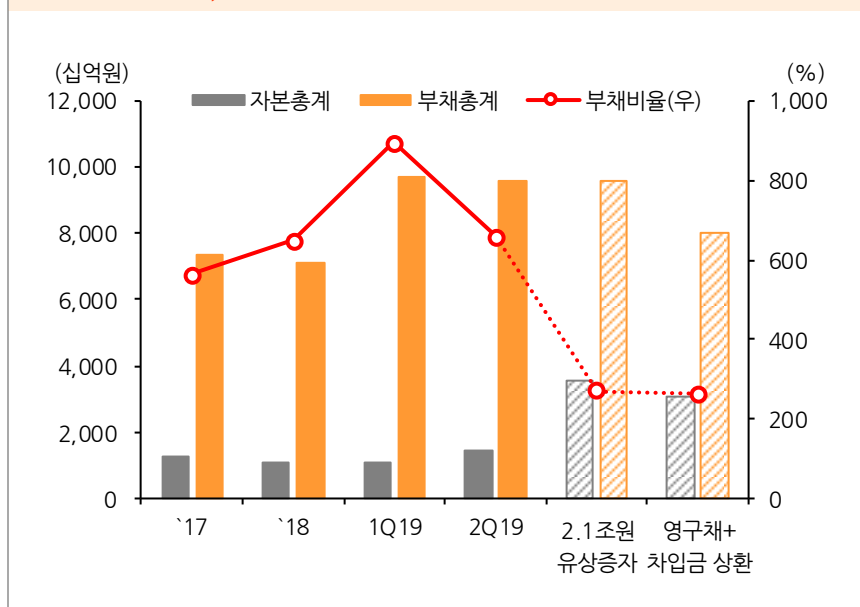


재무구조 개선은 OK, 남은건 수익성 제고 방안

한화리서치센터
2020 연간전망

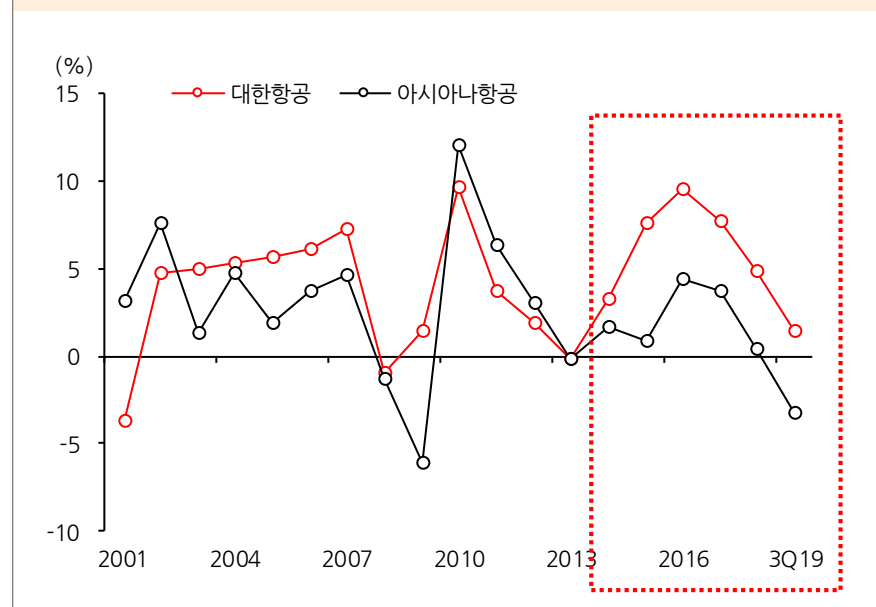
- ❖ HDC현대산업개발-미래에셋 컨소시엄이 인수가격으로 2.5조원을 제출
→ 2.5조원 중 3.2천억원이 금호산업이 보유중인 구주에, 나머지 2.1조원은 유상증자를 통해 아시아나항공 자본으로 유입 예상
- ❖ 유상증자로 아시아나항공 자본은 2Q19말 1.45조원에서 3조원 이상으로 증가, 부채비율은 300% 수준까지 하락할 것으로 추정
- ❖ 재무구조 개선은 OK, 앞으로 중요한건 수익성 개선
→ 아시아나항공은 2013년 이후 대한항공대비 이익률 측면 열위
- ❖ 1) 노선 경쟁력, 2) 비용효율성 등에서 열위에 있기 때문으로 판단

아시아나항공 자본, 부채 및 부채비율 변화



주1: 유상증자 금액은 2.1조원, 가격은 현재 주가 기준 10% 할인한 5,500원으로 가정
주2: 유상증자 우 산은은행 영구채 5,000억원을 상환하고, 나머지 1.5조원으로 차입금 상환 가정
주3: 신용등급의 변동은 고려하지 않았음
자료: 전자공시, 언론보도, 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

대한항공 vs 아시아나항공 영업이익률 추이



주: 3Q19는 누적 기준
자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터





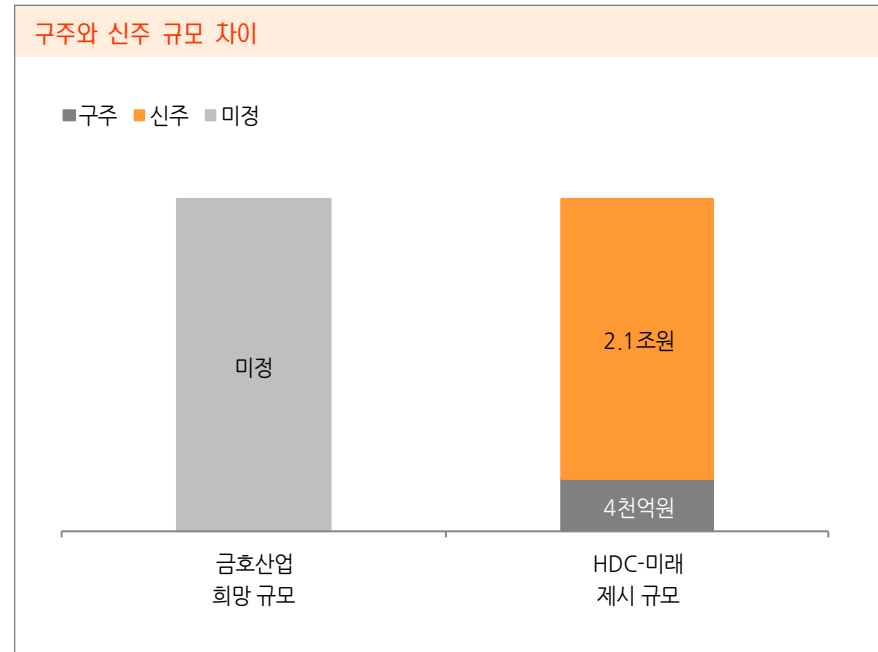
매각 과정에서 잠재 리스크 부각 가능성은 제한적

한화리서치센터
2020 연간전망

- ❖ 매각진행 과정에서 발생할 수 있는 잠재 리스크는 1) 우발부채, 2) 구주가격으로 판단
- ❖ 2019.6월말 기준 27건(550억원 상당)의 소송 진행 중 → 우발부채 가능성 있으나 영향 제한적
- ❖ 아시아나항공 인수자와 매도자 간 적정 구주가격에 대한 의견차이로 매각 지연 가능성
- ❖ 이 경우 매각주체가 산업은행으로 변경돼 인수자 제시안대로 매각 성사될 가능성 높음

아시아나항공 우발부채 현황		
구분	소송 상대방	소송규모
손해배상분담청구	KLM Royal Dutch Airlines 외 2개 항공사	미정
손해배상청구	LSG스카이셰프코리아	100억원
기내식공급대금청구	LSG스카이셰프코리아	183억원
기내식공급대금청구	게이트고메코리아	137억원
기타23건	고원 등	128억원
합산		548억원 + α

주: 2019.6월말 기준
자료: 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터

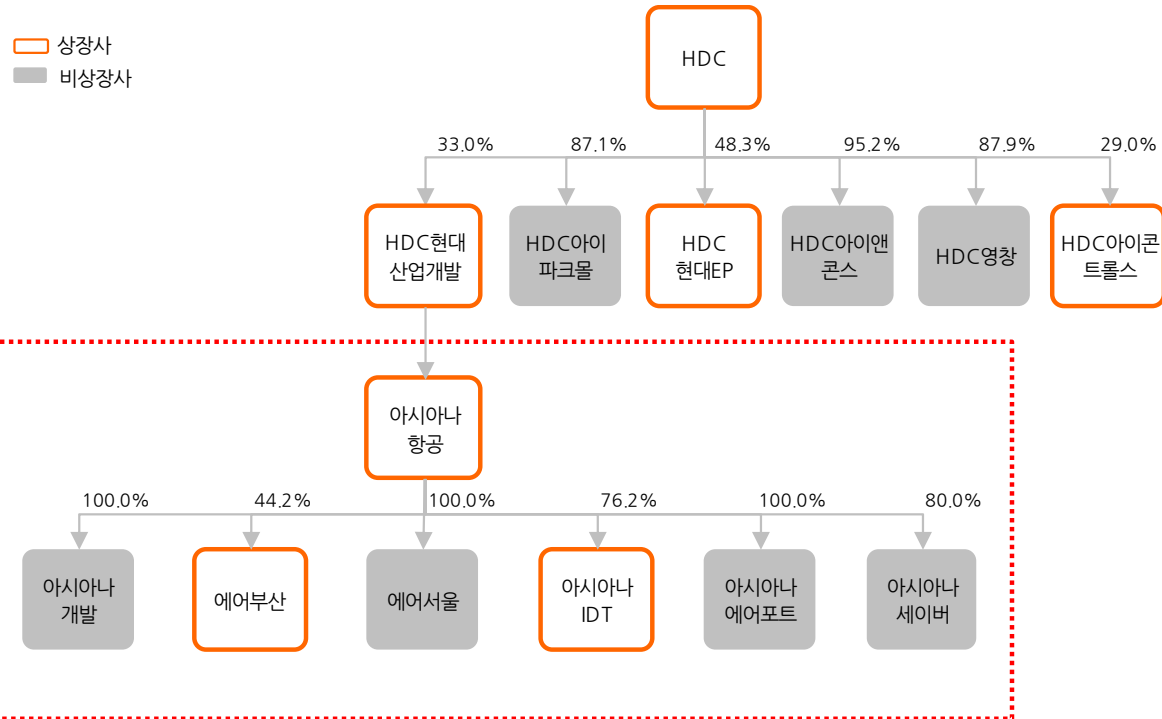


지배구조 변화에 따른 자회사 매각 가능성

한화리서치센터
2020 연간전망

- ❖ 인수 성사시 아시아나항공은 HDC그룹 내 HDC(지주회사)의 손자회사가 될 예정
- ❖ 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(제8조의2 4항), 인수 후 2년 이내 증손회사 지분 100% 보유하거나 매각 의무 존재
→ 증손회사 대상기업 중 지분 100% 보유가 아닌 업체는 에어부산, 아시아나IDT, 아시아나세이버 세 곳
→ 현재 아시아나항공이 에어부산 44.2%, 아시아나IDT 76.2%, 아시아나세이버 80%를 보유
- ❖ 인수 후 2년여의 시간이 있기 때문에 가까운 시일에 대상기업들의 외부매각 가능성은 크지 않다고 판단
→ 지분 매입, 외부매각 외에도 HDC그룹 내 계열사가 인수하는 등의 다양한 옵션 존재

아시아나항공 지배구조 변화 예상



자료: HDC, 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터

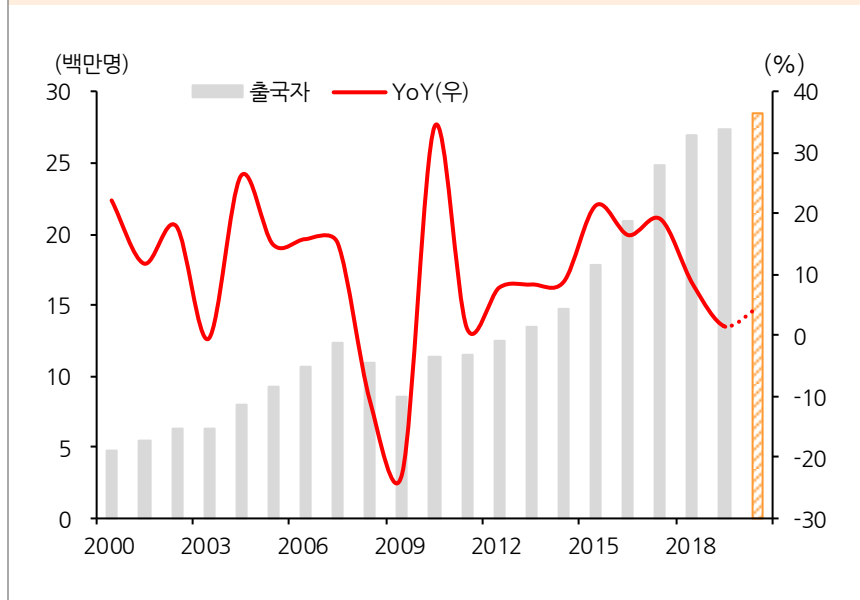


출국자 수 증가세는 구조적으로 둔화 전망

한화리서치센터
2020 연간전망

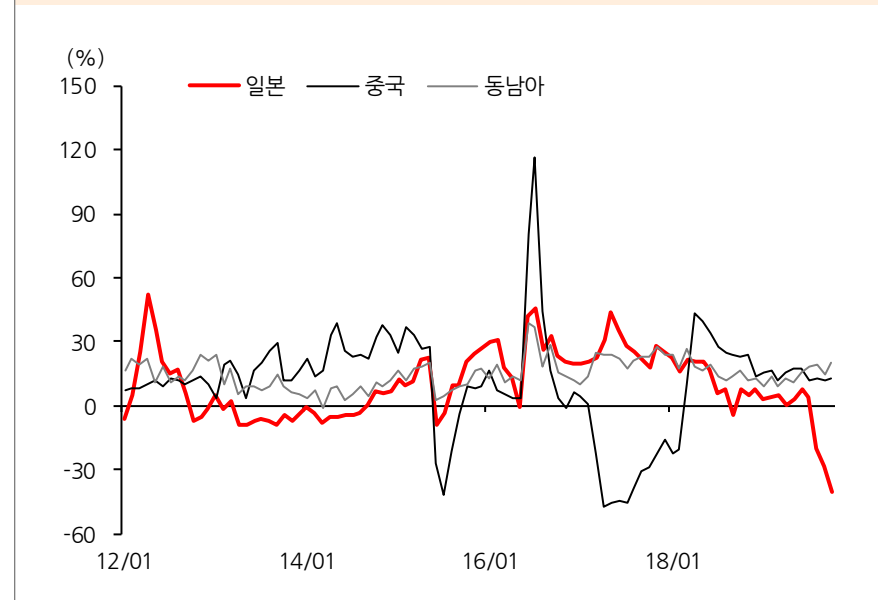
- ❖ 2020년 출국자 수는 2,800~2,900만명 수준으로 전망
- ❖ 2020년 출국자 수 증가여력은 구조적으로 크지 않다고 판단
→ 지난 몇년간 출국자 수 증가를 견인했던 항공기재 확대 등 공급증가 요인이 부재하기 때문
- ❖ 내년 출국자 수 증가율은 전년대비는 개선되겠으나, 올해 불매운동 여파로 전체 출국자의 28% 비중을 차지하는 일본행 여객이 급감해 기저가 낮다는 점을 감안할 필요
- ❖ 일본여객 수요가 회복되더라도 증가율 자체는 2018년보다도 둔화될 가능성

출국자수 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터 추정

일본, 동남아, 중국 여객수송량 증감률 추이



자료: 한국관광공사, 인천공항공사, 한화투자증권 리서치센터

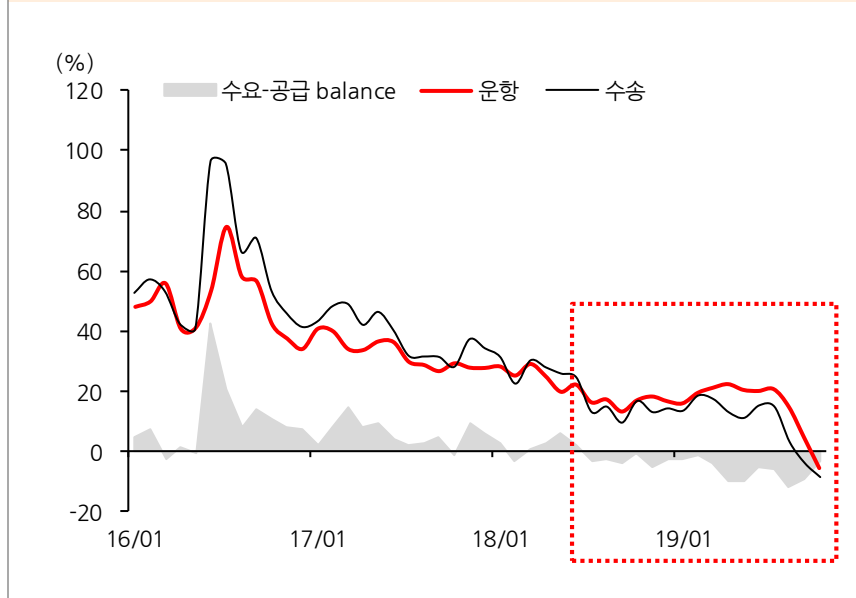


단거리 노선은 이미 2018년 하반기부터 공급과잉 전환

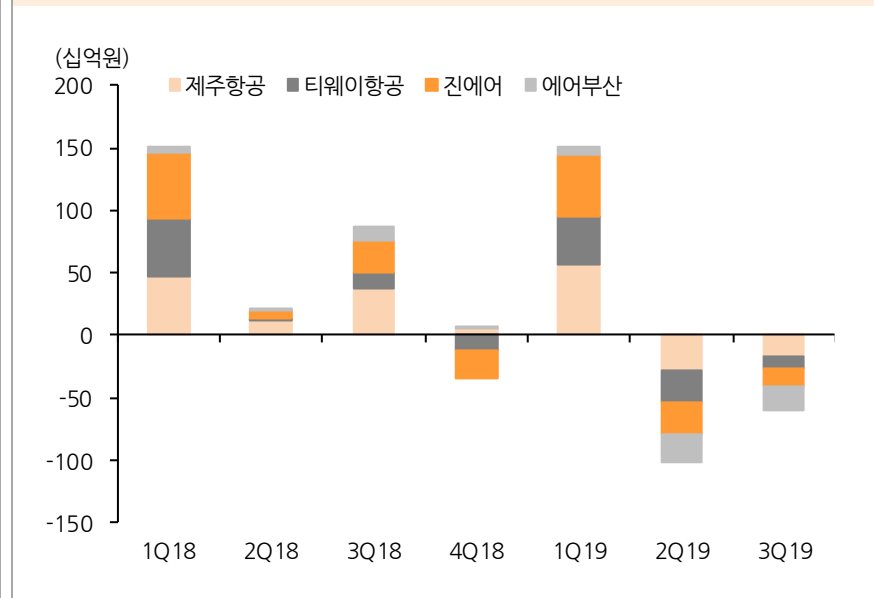
한화리서치센터
2020 연간전망

- ❖ 단거리 노선(5,000km 미만) 시장은 2018년 하반기부터 이미 공급과잉으로 전환되며 저비용항공사 수익성도 훼손되기 시작
- ❖ 인천과 김포공항 슬롯(Slot)이 포화되면서 저비용항공사(LCC)들의 지방공항발 노선을 중심으로 공급 확대
→ 초기엔 지방발 노선 수요가 창출되었으나, 공격적인 기재도입이 지속되면서 초과공급 시장으로 전환
- ❖ 성수기와 비수기간 이익격차가 확대되면서 수익성이 악화되기 시작
- ❖ 결국 근본적인 원인은 공격적인 기재도입에 따른 공급과잉이며, 올해 일본 불매운동 여파는 수급밸런스 악화를 가속화시킨 요인으로 판단

저비용항공사 운항횟수 vs 여객수송량 증감을 추이



주요 저비용항공사 영업이익 추이

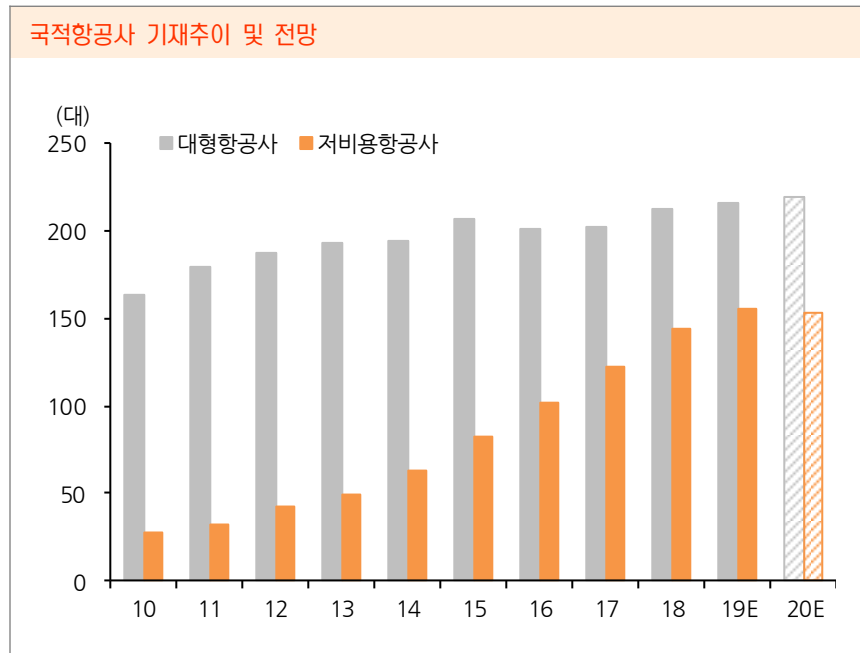




공급조절만으로 부족, 업계 구조재편 불가피

한화리서치센터
2020 연간전망

- ❖ 저비용항공사들은 공격적인 기단도입 계획을 중단하고 기재 축소를 검토 중
→ 현재는 반납예정 리스기를 대체하지 않는 수준에 그칠 계획(2020년 제주항공 2기, 티웨이항공 1기 반납 예정)
- ❖ 이스타항공과, 에어서울은 이미 자본잠식 상태
→ 올해 업황 상황을 고려하면 3년연속 50% 이상 자본잠식 될 가능성이 매우 높은 상황
- ❖ 국토부는 완전자본잠식 또는 50% 이상 자본잠식이 3년이상 지속되면 재무구조 개선을 명령
→ 개선명령 이후에도 50% 이상 자본잠식이 3년 이상 계속되면 안전이나 소비자피해 우려를 판단해 면허 취소를 검토
- ❖ 결국 기재축소만으로는 부족하며, 저비용항공사들 간의 구조재편도 불가피하다고 판단



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터 추정

저비용항공사(LCC) 기재 수, 단위비용, 현금성 자산, 자본총계 현황 비교					
항공사	기재 수 (대)	CASK (원)	현금성자산 (십억원)	자본총계 (십억원)	비고
제주항공	45	56.2	326.7	347.4	원가경쟁력, 현금유동성 양호
진에어	26	62.8	311.5	240.2	원가경쟁력, 현금유동성 양호
티웨이항공	28	64.9	188.3	198.3	원가경쟁력, 현금유동성 양호
에어부산	26	85.1	12.6	83.3	원가경쟁력 및 유동성 열위이나 아시아나항공 매각결과에 따라 변동가능
이스타항공	23	-	31.5	25.3	재무구조 취약, 자본잠식
에어서울	8	-	34.3	6.4	재무구조 취약, 자본잠식 상태이나 아시아나항공 매각결과에 따라 변동가능

주1: 상장 4개사(제주항공, 진에어, 티웨이항공, 에어부산)은 3Q19 기준, 비상장 2개사(이스타, 에어서울)은 4Q18 기준

주2: 기재수는 3Q19 기준, 비상장사는 추정치

자료: 전자공시, 각 사, 한화투자증권 리서치센터

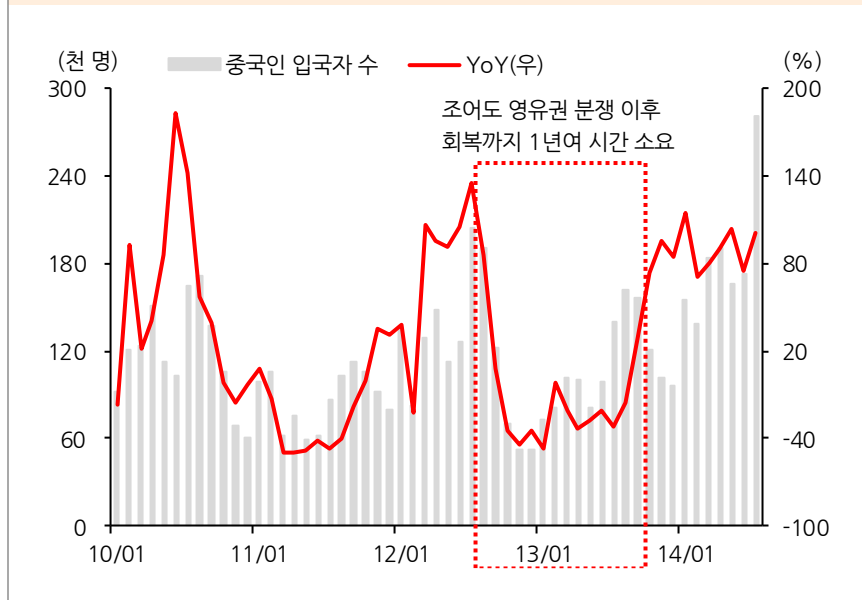


일본노선의 회복시점은 2020년 하반기 예상

한화리서치센터
2020 연간전망

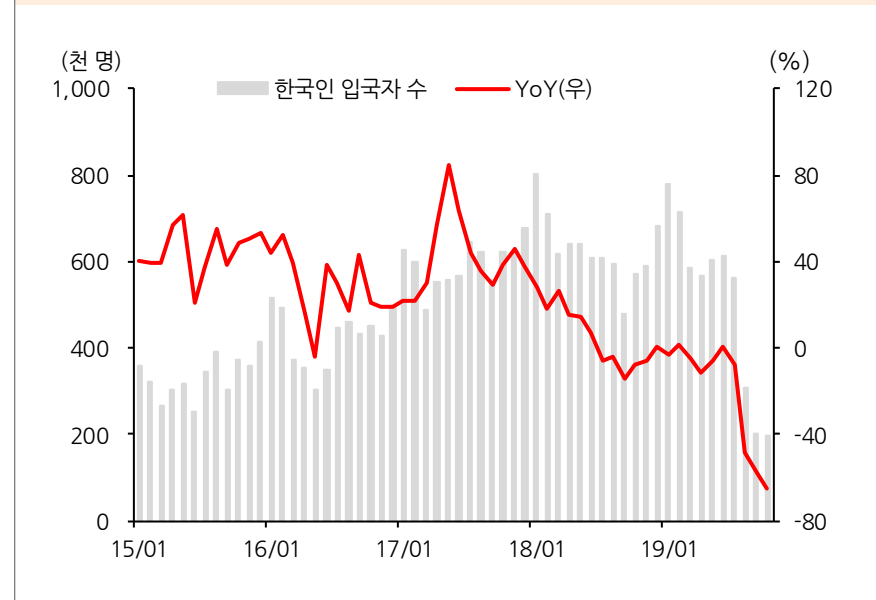
- ❖ 일본 불매운동 여파로 큰 타격을 입은 일본노선의 회복시점은 2020년 하반기로 예상
- ❖ 지난 2012년 중·일 조어도(센카쿠열도/다오위다오) 영토분쟁 사례를 보면, 불매운동이 급격히 확대된 2012년 10월 이후 특별한 양국 관계 개선이 없었음에도 불구하고 1년여 정도가 지난 시점에서 분쟁 이전 수준의 여객수송량 회복
- ❖ 한일 관계는 2019년 7월 일본의 수출제한 보복을 시작으로 8월 일본정부 한국 백색국가에서 제외 결정, 한국정부 일본 수출규제 강화, 지소미아 연장 거부 등으로 급속도로 악화되었으나, 11월 현재 지소미아 조건부 연장 및 WTO 제소 중단을 발표하며 소폭 완화
- ❖ 양국은 다음달 도쿄에서 협상 예정인데, 화이트리스트(백색국가) 문제와 수출규제 3개 품목에 대한 논의가 이뤄질 예정
→ 긍정적인 결론이 나온다면, 일본 회복시점은 좀 더 빨라질 가능성 존재

중국인 일본 입국자 수 추이



자료: JNTO, 한화투자증권 리서치센터 추정

한국인 일본 입국자 수 추이



자료: JNTO, 한화투자증권 리서치센터

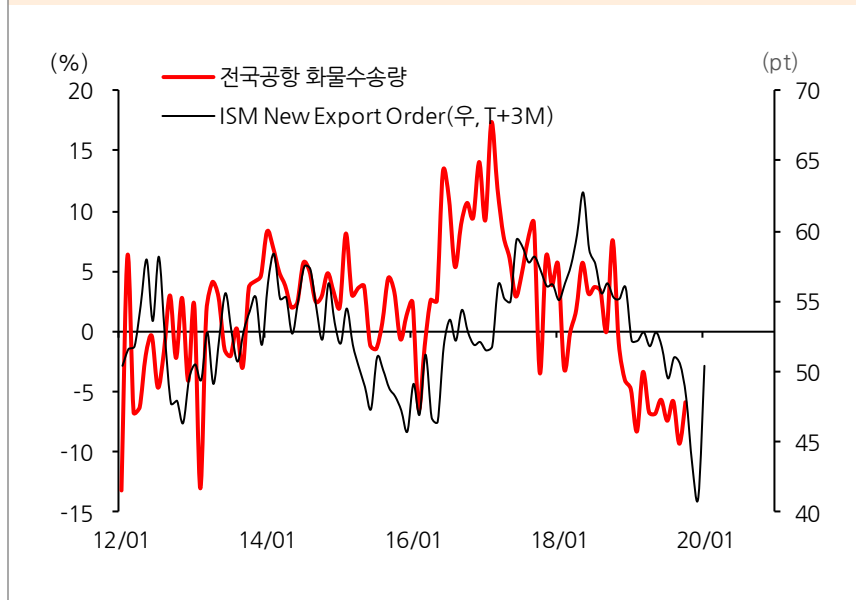


2020년 항공화물 업황 회복 전망

한화리서치센터
2020 연간전망

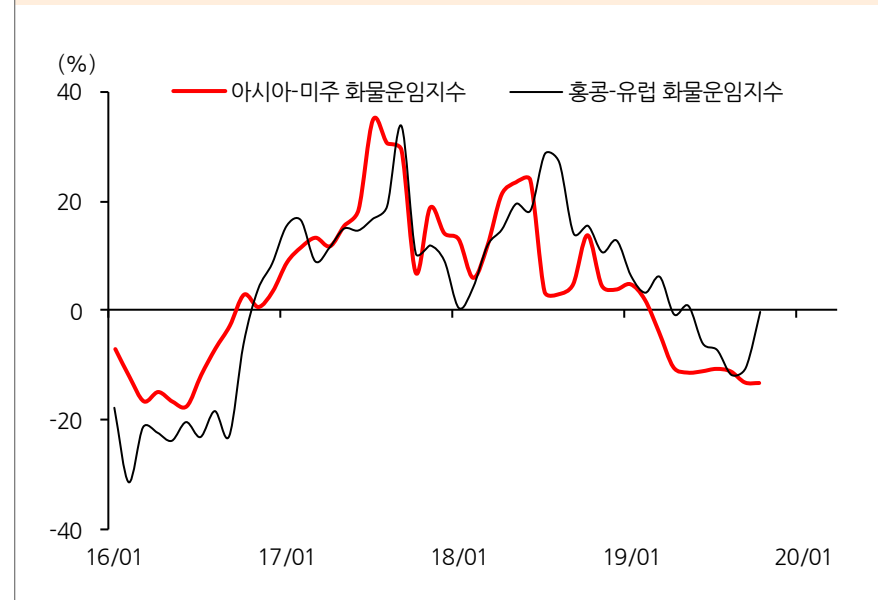
- ❖ 2020년 항공화물 업황이 턴어라운드를 전망
- ❖ 항공편으로 수송하는 화물의 대부분은 IT/전자기기, 반도체, 의약품, 신선화물, 의류 등 선진국 경기에 민감한 제품
- ❖ 과거 항공화물 수요는 미국의 신규수출주문 지수에 3개월정도 후행하는 경향
 - 2019년 10월 ISM 신규수출주문 지수는 50.4pt로 전월(41pt)대비 크게 개선
 - 아시아-유럽항 운임지수 증감률 감소폭도 10월에 큰 폭으로 둔화
- ❖ 선행지표와 실제 수요간 시차를 감안하면 내년 상반기부터 항공화물 업황은 회복국면에 진입할 전망

전국공항 화물수송량 증감률 vs ISM 신규수출주문 지수



주: ISM 신규수출주문 지수는 3개월 이연
자료: CEIC, 한국공항공사, 인천공항공사, 한화투자증권 리서치센터

아시아-미주, 유럽 화물운임 지수 추이



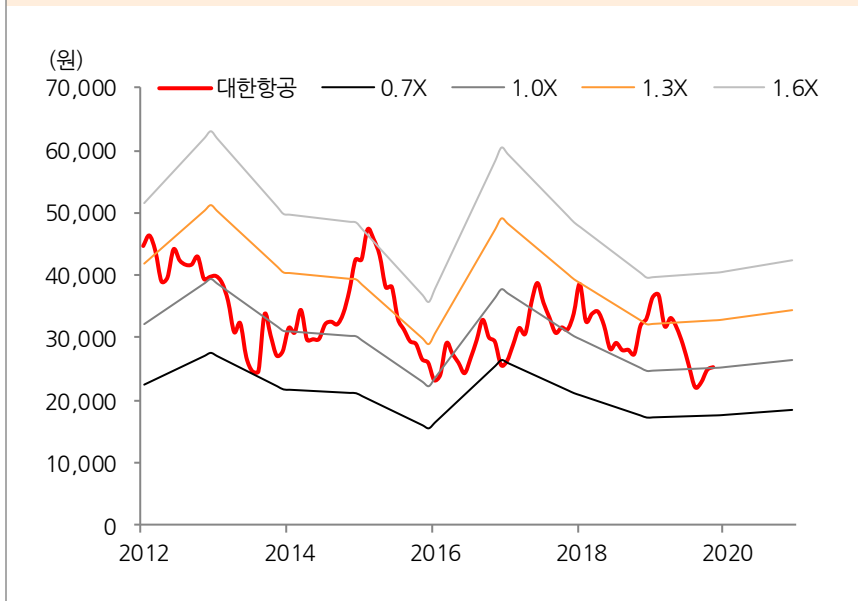
자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터



Valuation

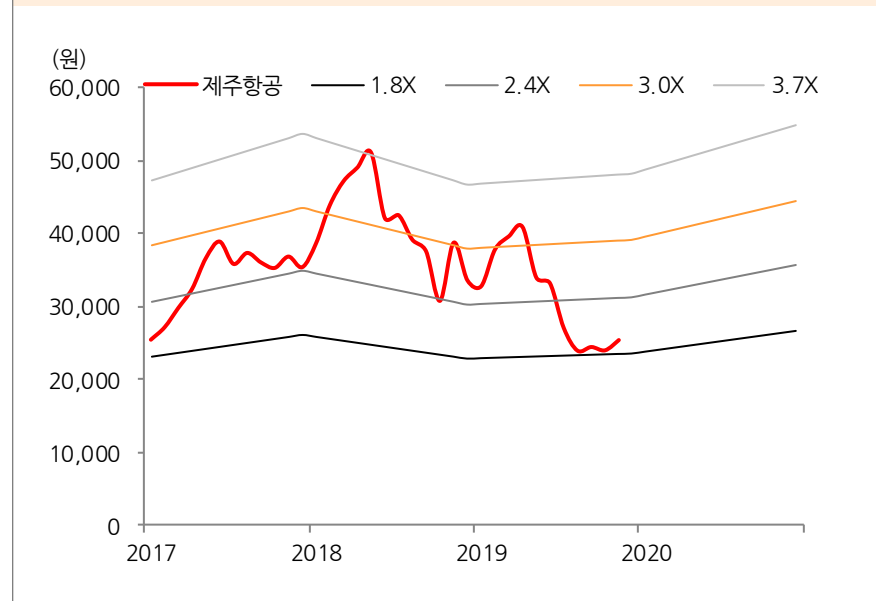
- ❖ 항공사 주가는 올해 동시다발적인 악재들이 발생하며 현재 밴드 하단에 위치
 - 1) 일본 불매운동, 2) 홍콩 사태 장기화, 3) 동남아 노선 경쟁심화, 4) 화물업황 부진, 4) B737 Max & NG 기종의 결함 이슈 등
- ❖ 내년 항공업황은 상반기보단 항공화물과 일본노선 회복시점이 맞물리는 하반기 모멘텀이 강할 전망
- ❖ 대한항공에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 34,000원 유지
 - 1) 상대적으로 여객부분 실적 양호, 2) 내년 화물업황 턴어라운드에 가장 큰 수혜주
- ❖ 제주항공은 실적추정치와 목표배수를 조정하면서 투자의견과 목표주가를 모두 하향조정(투자의견 Hold, 목표주가 27,000원)
 - 중·장기적으로 업계 구조재편으로 1위사업자인 동사의 시장지위 확대를 전망
 - 단기적으로는 분기실적에 따른 트레이딩 관점에서 접근이 유효

대한항공 12M Fwd P/B 밴드차트



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

제주항공 12M Fwd P/B 밴드차트



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

V

기업별 투자포인트



1. CJ대한통운(Buy, TP 200,000원)
2. 한진(Buy, TP 42,000원)
3. 팬오션(Buy, TP 6,500원)
4. 대한해운(Buy, TP 31,000원)
5. 대한항공(Buy, TP 34,000원)
6. 제주항공(Hold, TP 27,000원)

한화리서치센터

2020 연간전망



CJ대한통운 (000120) 2020년 실적 성장 기대

한화리서치센터

2020 연간전망

Buy(유지)

목표주가: 200,000원(유지)

현재주가(11/29): 157,500원

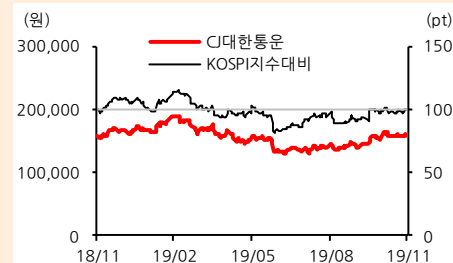
Stock Data

현재 주가(11/29)	157,500원
상승여력	▲ 27.0%
시가총액	35,929억원
발행주식수	22,812천주
52주 최고가 / 최저가	190,500 / 130,500원
90일 일평균 거래대금	79.73억원
외국인 지분율	19.5%

주주 구성

CJ제일제당 (외 3인)	40.2%
자사주 (외 1인)	20.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.1%

Stock Price



2020년 영업이익 3,688억원(+19.7% YoY) 전망

- 동사의 2020년 매출액은 10조 9,155억원(+5.7% YoY), 영업이익 3,688억원(+19.7% YoY)으로 전망. 내년에도 이익개선을 견인하는 요소는 택배사업부 실적 개선이 될 것으로 판단. 1) 온라인 시장 성장에 힘입어 2020년 택배시장 물동량도 두자리 수 성장세를 이어갈 전망이고, 2) 동사는 단가 인상 기조를 계속 유지하며 P와 Q의 동반 상승이 가능할 것으로 기대되기 때문. 올해 3분기 곤지암 허브물류센터 도입에 따른 영업레버리지 효과가 이익률 개선으로 확인된 점도 긍정적. 동사는 올해 상반기 이익 기저가 낮았던 만큼, 내년 상반기까지 이익모멘텀 지속될 전망

또 하나의 포인트, 화주와의 협력 강화

- CJ대한통운은 곤지암 Hub 터미널에 구축한 풀필먼트(Fulfillment)를 통해 화주와 협력 강화를 도모해 나갈 전망. 현재 계열사인 CJ오쇼핑이 풀필먼트 서비스를 이용하며 라스트마일 경쟁력 강화되는 모습 확인. CJ오쇼핑은 집하과정을 생략해 배송시간을 약 12%(200분) 단축. 주문 마감시간도 동종업계대비 4~6시간 늘어났으며, 정오 전 주문 시 당일배송이, 밤 10시 이전 주문 시 익일 배송이 가능해짐. 이는 다른 온라인 유통 업체들에게도 매력적으로 다가올 것. 현재 풀필먼트 센터의 절반은 CJ오쇼핑이 사용중이며, 현재 나머지 공간에 대해 E-commerce 화주와 계약을 추진 중.

투자의견 Buy, 목표주가 200,000원 유지

- 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 200,000원 유지

재무정보	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	7,110	9,220	10,326	10,916	11,334
영업이익	236	243	308	369	400
EBITDA	397	456	426	839	864
지배주주순이익	47	53	45	133	188
EPS	2,050	2,309	2,485	7,302	10,341
순차입금	2,048	2,708	3,490	3,384	3,170
PER	68.3	72.3	63.4	21.6	15.2
PBR	1.4	1.4	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	13.2	14.3	16.6	8.3	7.8
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	2.0	2.1	1.6	4.2	5.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



CJ대한통운 연결 실적추이 및 전망

한화리서치센터
2020 연가전망

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	2,002	2,285	2,418	2,515	2,433	2,535	2,622	2,737	9,220	10,326	10,916
계약물류	616	641	649	620	623	648	649	637	2,525	2,557	2,577
택배	557	586	588	645	613	643	664	753	2,376	2,673	3,058
글로벌	773	862	1,011	1,010	1,022	1,081	1,149	1,185	3,656	4,436	4,636
건설	56	196	170	241	175	164	160	162	663	660	644
영업이익	45	57	53	87	45	72	89	102	243	308	369
영업이익률(%)	2.3	2.5	2.2	3.5	1.9	2.8	3.4	3.7	2.6	3.0	3.4
순이익	35	6.7	5	5	-13	17	13	41	52	58	133
순이익률(%)	1.7	0.3	0.2	0.2	-0.5	0.7	0.5	1.5	0.6	0.6	1.2
YoY(%)											
매출액	25.5	33.8	29.1	30.0	21.5	11.0	8.4	8.8	29.7	12.0	5.7
계약물류	5.1	6.3	4.7	0.0	1.2	1.1	0.0	2.7	4.0	1.2	0.8
택배	16.2	15.0	10.7	16.1	10.1	9.6	13.0	16.8	14.5	12.5	14.4
글로벌	45.7	44.8	40.0	32.9	32.2	25.4	13.6	17.4	40.2	21.4	4.5
건설					211.5	-16.4	-6.2	-32.8	-	-0.5	-2.4
영업이익	-11.4	-7.7	-15.6	45.6	0.1	25.7	67.9	17.1	3.0	27.0	19.7
순이익	686.1	-72.6	-52.2	흑전	적전	158.6	151.9	699.5	33.2	12.2	128.1

자료: 한화투자증권 리서치센터



CI대한통운 재무제표

한화리서치센터

2020 연감전망

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	7,110	9,220	10,326	10,916	11,334
매출총이익	756	828	964	1,063	1,121
영업이익	236	243	308	369	400
EBITDA	397	456	426	839	864
순이자손익	-50	-81	-30	-89	-84
외화관련손익	-13	-2	-2	-8	-8
지분법손익	-6	-14	0	0	0
세전계속사업손익	88	100	112	205	290
당기순이익	54	67	59	133	188
지배주주순이익	47	53	45	133	188
증가율(%)					
매출액	16.9	29.7	12.0	5.7	3.8
영업이익	3.2	3.0	27.0	19.7	8.4
EBITDA	6.3	15.0	-6.6	96.9	2.9
순이익	-20.6	22.9	-12.0	126.1	41.6
이익률(%)					
매출총이익률	10.6	9.0	9.3	9.7	9.9
영업이익률	3.3	2.6	3.0	3.4	3.5
EBITDA이익률	5.6	5.0	4.1	7.7	7.6
세전이익률	1.2	1.1	1.1	1.9	2.6
순이익률	0.8	0.7	0.6	1.2	1.7

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,804	2,181	2,852	2,943	3,126
현금성자산	194	214	270	276	389
매출채권	1,425	1,717	1,969	2,030	2,077
재고자산	16	21	24	24	25
비유동자산	4,482	5,688	6,795	6,733	6,661
투자자산	585	605	1,635	1,635	1,635
유형자산	2,430	3,306	3,460	3,401	3,334
무형자산	1,468	1,777	1,700	1,696	1,692
자산총계	6,286	7,869	9,647	9,676	9,787
유동부채	1,890	2,614	3,132	3,029	2,953
매입채무	1,020	1,062	1,408	1,389	1,399
유동성이자부채	743	1,296	1,345	1,245	1,145
비유동부채	1,636	2,124	2,935	2,935	2,935
비유동이자부채	1,499	1,625	2,415	2,415	2,415
부채총계	3,526	4,738	6,067	5,964	5,888
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,248	2,260	2,260	2,260	2,260
이익잉여금	551	592	627	760	947
자본조정	-564	-512	-490	-490	-490
자기주식	-509	-457	-457	-457	-457
자본총계	2,760	3,131	3,580	3,712	3,900





CI대한통운 재무제표

한화리서치센터
2020 연감전망

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금흐름	246	62	445	515	606
당기순이익	54	67	59	133	188
자산상각비	161	214	118	471	464
운전자본증감	-53	-254	-312	-88	-46
매출채권 감소(증가)	-223	-59	-406	-61	-47
재고자산 감소(증가)	0	-1	-2	0	-1
매입채무 증가(감소)	85	-9	424	-19	10
투자현금흐름	-690	-843	-429	-409	-393
유형자산처분(취득)	-473	-487	-444	-384	-369
무형자산 감소(증가)	-39	-38	-19	-24	-24
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	456	778	43	-100	-100
차입금의 증가(감소)	456	617	-294	-100	-100
자본의 증가(감소)	-1	-2	349	0	0
배당금의 지급	1	2	0	0	0
총현금흐름	374	434	905	603	652
(-)운전자본증가(감소)	-42	187	146	88	46
(-)설비투자	485	520	450	384	369
(+)자산매각	-27	-5	-12	-24	-24
Free Cash Flow	-95	-277	297	106	213
(-)기타투자	273	386	133	0	0
잉여현금	-368	-663	164	106	213
NOPLAT	144	162	161	239	259
(+) Dep	161	214	118	471	464
(-)운전자본투자	-42	187	146	88	46
(-)Capex	485	520	450	384	369
OpFCF	-137	-331	-317	237	308

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS	2,050	2,309	2,485	7,302	10,341
BPS	102,957	116,344	134,147	139,958	148,187
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	16,407	19,036	39,669	26,443	28,574
ROA(%)	0.8	0.7	0.5	1.4	1.9
ROE(%)	2.0	2.1	1.6	4.2	5.7
ROIC(%)	3.2	3.1	2.5	3.4	3.7
Multiples(x,%)					
PER	68.3	72.3	63.4	21.6	15.2
PBR	1.4	1.4	1.2	1.1	1.1
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	8.5	8.8	4.0	6.0	5.5
EV/EBITDA	13.2	14.3	16.6	8.3	7.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	127.8	151.3	169.5	160.7	151.0
Net debt/Equity	74.2	86.5	97.5	91.1	81.3
Net debt/EBITDA	515.9	593.3	818.5	403.0	367.0
유동비율	95.4	83.4	91.1	97.2	105.9
이자보상배율(배)	4.3	2.8	9.9	3.8	4.3
자산구조(%)					
투자자본	85.9	87.5	78.8	78.8	77.7
현금+투자자산	14.1	12.5	21.2	21.2	22.3
자본구조(%)					
차입금	44.8	48.3	51.2	49.6	47.7
자기자본	55.2	51.7	48.8	50.4	52.3



한진 (002320) 점진적인 할인요인 해소 기대

한화리서치센터

2020 연가전망

Buy(신규)

목표주가: 42,000원(신규)

현재주가(11/29): 29,450원

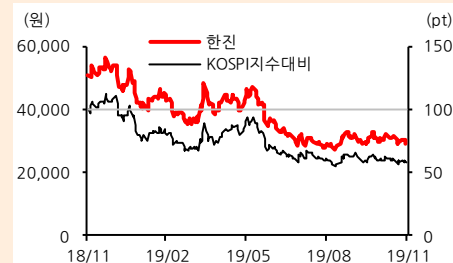
Stock Data

현재 주가(11/29)	29,450원
상승여력	▲ 43.9%
시가총액	3,527억원
발행주식수	11,975천주
52주 최고가 / 최저가	56,600 / 27,250원
90일 일평균 거래대금	31.17억원
외국인 지분율	12.1%

주주 구성

한진칼 (외 5인)	26.3%
엔케이앤코홀딩스 (외 4인)	10.2%
국민연금공단 (외 1인)	7.5%

Stock Price



투자자의견은 Buy, 목표주가 42,000원으로 신규 커버리지 개시

- 한진에 대해 투자자의견 Buy, 목표주가 42,000원으로 신규 커버리지를 개시. 목표주가는 2020년 예상 BPS 77,074원에 Target P/B 0.55배를 적용. 멀티플은 점진적인 할인요인해소 가정 및 과거 단가인상 시점에 동사가 받았던 평균 배수를 적용. 동사의 투자포인트는 1) 처리능력 확대를 통한 점유율 상승과, 2) 지속적인 단가인상 효과에 따른 이익개선.

2020년 영업이익 1,044억원 전망

- 동사의 2020년 매출액은 2조 2,687억원(+8.5% YoY), 영업이익 1,044억원(+13.7% YoY)으로 전망. 전사 이익 성장을 견인하는 요소는 택배사업부 실적 개선. 1) 온라인 시장 성장에 힘입어 2020년 택배시장 물동량도 두자리 수 성장세를 이어갈 전망이고, 2) 단가 인상 기조를 계속 유지하며 P와 Q의 동반 상승이 가능할 것으로 기대되기 때문.

점진적인 재무구조 개선으로 할인요인 해소 기대

- 동사는 과거 한진해운 자산 인수 및 계열사 지원 등으로 재무구조가 악화되며 멀티플 할인을 받고 있는 상황. 동사는 2023년까지 총 5,743억원(택배부문 4,250억원)을 투자할 계획이며, 재원은 EBITDA + 유유자산 매각을 통해 조달 예정. 투자계획을 감안할 때 재무구조 개선 속도는 더딜 가능성이 있겠으나, 택배부문 실적개선으로 재무구조는 점차 개선될 전망이며 멀티플 할인요인도 해소 기대

재무정보	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,813	1,951	2,091	2,269	2,455
영업이익	22	42	92	104	120
EBITDA	90	112	212	217	228
지배주주순이익	-45	46	-1	15	33
EPS	-3,750	3,818	-78	1,241	2,768
순차입금	939	923	1,812	1,742	1,696
PER	-6.9	14.1	n/a	23.7	10.6
PBR	0.4	0.7	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	13.8	13.9	10.2	9.7	9.0
배당수익률(%)	1.5	0.9	1.7	1.7	1.7
ROE	-6.1	5.6	-0.1	1.6	3.6

자료: 한화투자증권 리서치센터



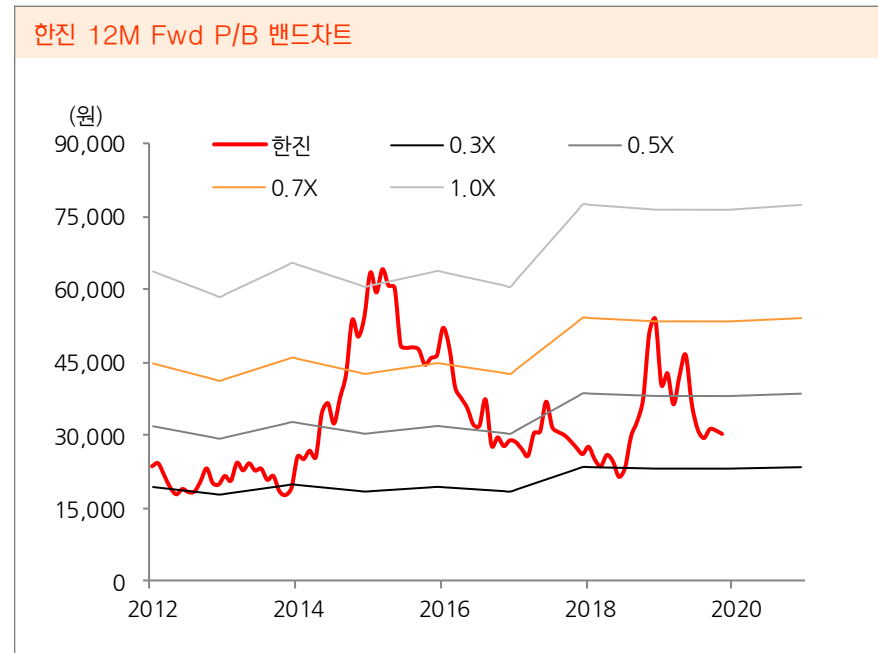
투자의견 Buy, 목표주가 42,000원으로 커버리지 개시

한화리서치센터
2020 연가전향

- ❖ 한진에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 42,000원으로 신규 커버리지를 개시
- ❖ 목표주가는 2020년 예상 BPS 77,074원에 Target P/B 0.55배를 적용
- ❖ 멀티플은 점진적인 할인요인 해소 가정 및 2018년 단가인상 구간에 받았던 평균 배수를 고려 적용(KCGI 지분 투자 이후 기간은 제외)
- ❖ 동사 투자포인트:
 - 1) 처리능력 확대 및 주요화주와 협력 강화를 통한 물동량 증가와 단가인상에 따른 이익개선
 - 2) 점진적인 재무구조 개선에 따른 멀티플 할인요인 해소 기대

한진 Valuation Table		
구분	내용	비고 및 주요 가정
예상 BPS(원)	77,074원	2020년 추정 BPS
Target P/B(배)	0.55	- '18년 단가인상 구간 멀티플 - 점진적인 할인요인 해소 가정
적정 주가(원)	42,391	
목표주가(원)	42,000	
현재주가(11/29)	29,450	
Upside(%)	43.9%	

자료: 한진, 한화투자증권 리서치센터 추정



자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

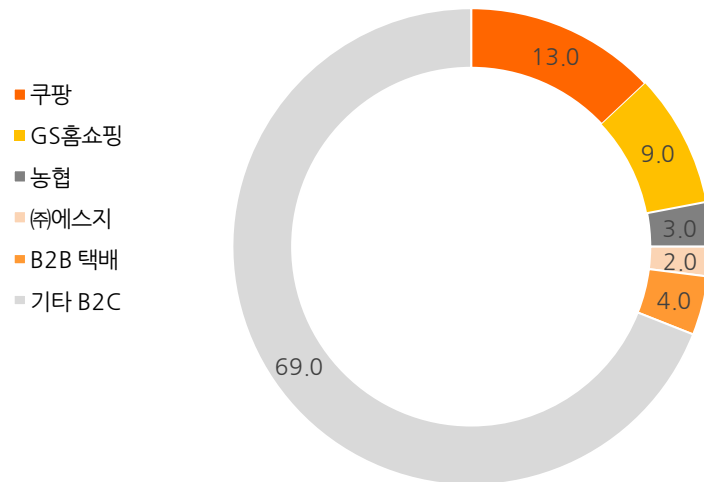


2020년에도 택배사업부가 전사 이익개선을 견인

한화리서치센터
2020 연간전망

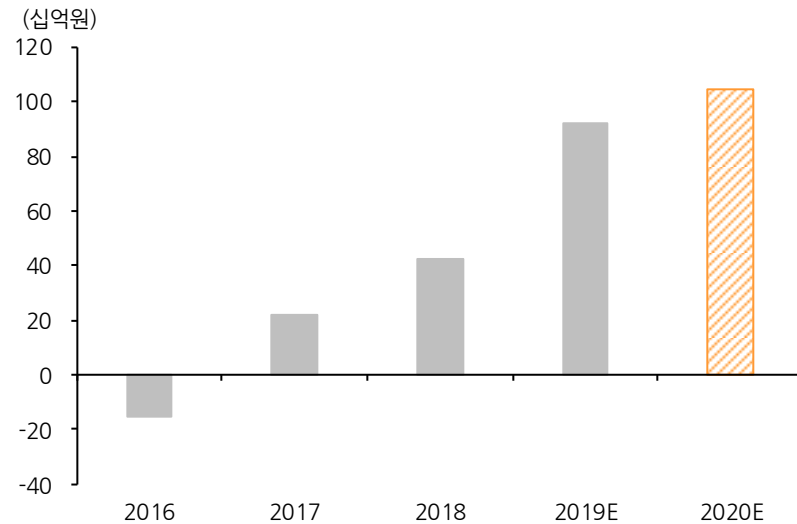
- ❖ 한진의 2020년 영업이익은 1,044억원(+13.7% YoY)으로 개선세 지속 전망. 택배사업부가 전사 이익성장을 견인
1) 온라인 시장 성장과 주요 화주와 협력강화에 힘입어 두자리 수의 물동량 성장세를 이어갈 전망이고, 2) 단가 인상 기조를 계속 유지하며 P와 Q의 동반 상승이 가능할 것으로 기대되기 때문
- ❖ 한진은 주요 화주인 쿠팡, GS홈쇼핑, 농협 등과 협력 강화해 나가는 중
→ 올해 쿠팡과 4년 재계약을 체결. 쿠팡 취급금 성장률이 연 6~70% 라는 점을 감안하면 동사 물동량 증가에 크게 기여할 것으로 기대
- ❖ 10월 말엔 조양호 전 회장이 보유했던 한진 지분 6.9%를 GS홈쇼핑이 254억원에 취득하며 더욱 긴밀한 협력관계 구축
- ❖ GS홈쇼핑은 지분투자배경을 급변하는 배송환경에 능동적으로 대처하고, 고객에게 더 향상된 서비스를 제공하기 위함이라고 밝힘
→ 경쟁사가 대한통운의 풀필먼트를 통해 배송경쟁력을 강화하면서, GS홈쇼핑도 한진과 새벽배송 및 당일 집하를 통해 대응한다는 계획

한진의 주요 화주



자료: 한진, 한화투자증권 리서치센터 추정

한진 영업이익 추이 및 전망



자료: 한진, 한화투자증권 리서치센터 추정

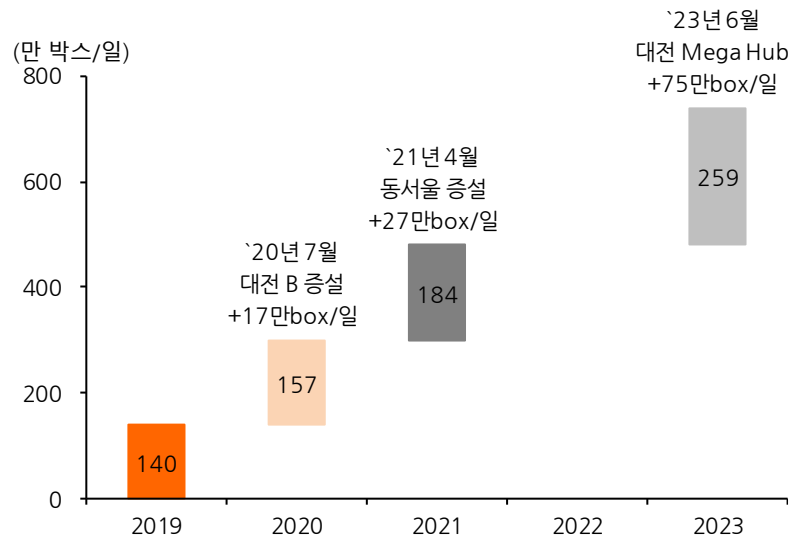


처리능력 증대를 통한 중장기적인 M/S 확대 전망

한화리서치센터
2020 연간전망

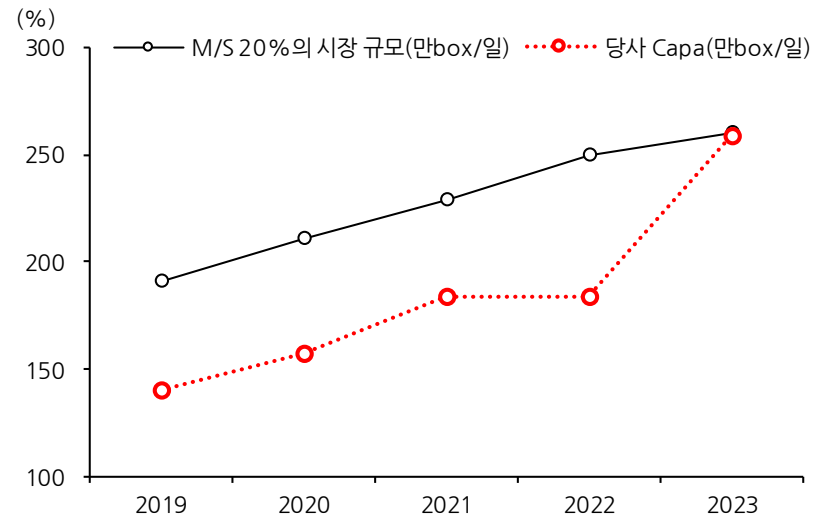
- ❖ 한진은 처리능력을 지속적으로 확대해 중장기적인 성장동력 확보 계획
- ❖ 2020년에 대전 터미널 증설(+17만박스/일), 2021년 동서울 허브캐파 확충(+27만박스/일), 2023년 대전 메가허브 가동(+75만박스/일)계획
- ❖ 이를 통해 2023년까지 목표매출 1.5조원, 처리능력 일 259만박스, 시장점유율 20% 달성 계획

한진 물량처리능력 증대 계획



자료: 한진, 한화투자증권 리서치센터

한진의 Target 시장점유율(M/S)은 20%



자료: 한진, 한화투자증권 리서치센터

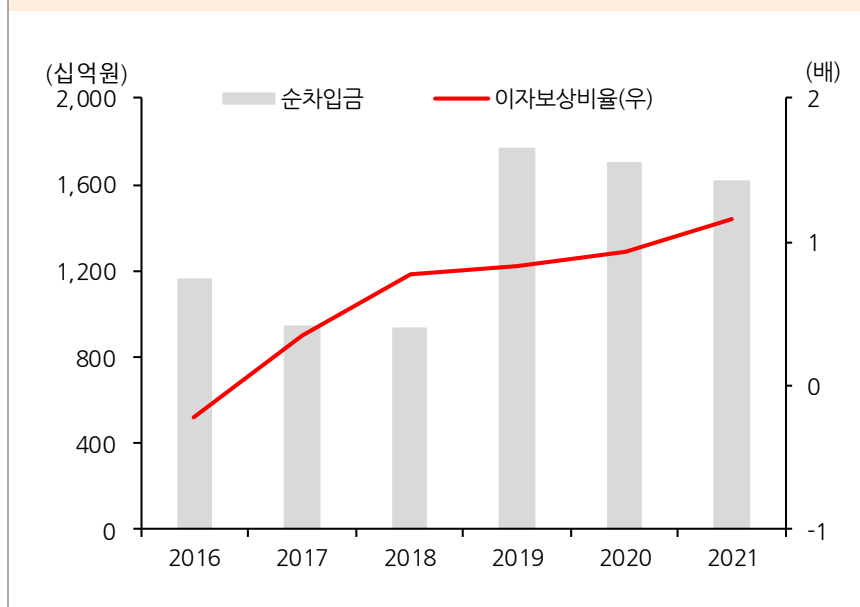


점진적인 재무구조 개선으로 할인요인 해소 기대

한화리서치센터
2020 연간전망

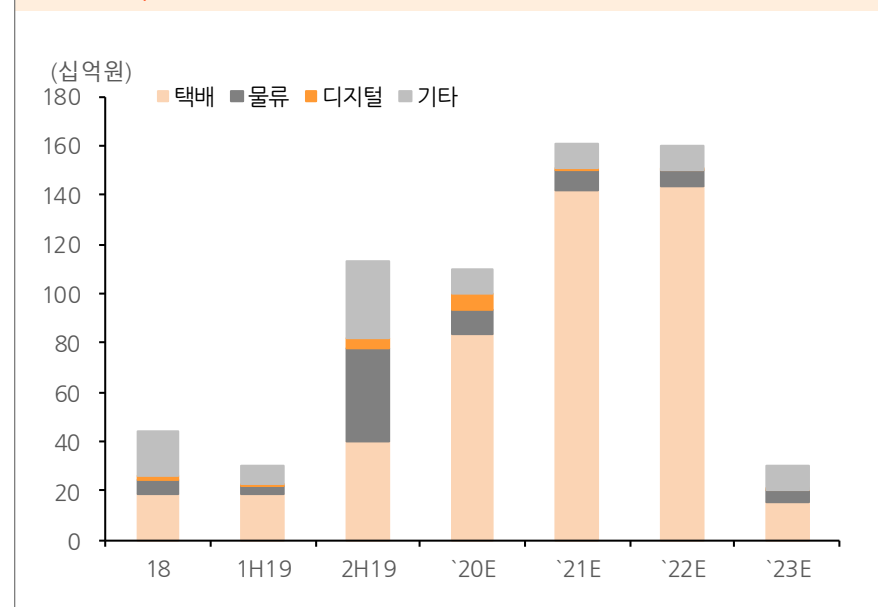
- ❖ 한진은 과거 한진해운 자산 인수 및 계열사 지원 등으로 재무구조가 악화되며 Valuation 할인을 받고 있는 상황
- ❖ 당사는 2023년까지 총 5,743억원(택배부문 4,250억원)을 투자 계획 → EBITDA + 유유자산 매각을 통해 투자 자원 조달 예정
- ❖ 예정된 계획을 보면 차입금 상환 여력이 크지 않아 개선 속도는 더딜 가능성이 있으나, 택배부문 실적개선으로 재무구조는 점차 개선 전망
- ❖ [유유자산 매각 계획] 총 2,150억원 규모
→ 토지, 건물 및 유가증권: **동대구터미널 부지(금년) 약 340억원**, 인천택배 부지, 보유사택, 원주택배 부지, 부산 범일동 토지(1천억원 이상), 포스코 주식, 하나금융지주, 아이에스이커머스 등

한진 순차입금 및 이자보상비율 추이 및 전망



자료: 한진, 한화투자증권 리서치센터 추정

한진의 Capex 계획



자료: 한진, 한화투자증권 리서치센터



한진 연결 실적추이 및 전망

한화리서치센터

2020 연가전망

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	449	481	491	529	475	507	543	566	1,951	2,091	2,269
물류	175	190	187	189	177	186	184	190	741	737	736
육운	74	83	83	85	81	88	84	90	324	342	347
하역	89	96	92	89	84	84	86	86	366	340	332
해운	7	7	7	10	8	9	9	9	32	35	37
창고	5	5	5	5	5	5	5	5	20	20	20
국제	60	52	50	54	47	54	60	55	217	216	211
택배	159	161	179	206	189	197	213	252	705	851	1,033
차량	58	87	83	83	73	82	100	83	312	338	341
영업이익	6	13	12	11	18	22	26	26	42	92	104
영업이익률(%)	1.4	2.8	2.4	2.1	3.9	4.3	4.7	4.6	2.2	4.4	4.6
순이익	64	4	-7	-16	-3	-5.7	-7	13	46	-3	15
순이익률(%)	14.3	0.9	-1.3	-3.0	-0.6	-1.1	-1.3	2.3	2.3	-0.1	0.7
YoY(%)											
매출액	3.8	8.2	4.6	13.7	5.7	5.2	10.6	7.1	7.6	7.2	8.5
물류	-10.5	-4.4	-2.6	-0.8	1.3	-2.5	-1.6	0.4	-4.6	-0.6	-0.1
육운	-18.7	-5.6	-1.0	-4.3	9.5	5.9	2.2	5.9	-7.6	5.8	1.2
하역	-1.4	-2.0	-2.1	0.2	-6.4	-12.2	-6.3	-3.5	-1.4	-7.2	-2.3
해운	-17.5	-11.3	-16.1	27.2	11.9	32.4	16.6	-11.8	-4.9	9.8	5.2
창고	-13.2	-17.4	-13.6	-3.2	4.9	-2.9	-2.9	1.5	-12.0	0.1	4.5
국제	20.4	8.9	3.4	-0.7	-21.6	3.1	19.6	1.8	7.9	-0.3	-2.2
택배	11.9	10.9	11.9	26.4	18.8	22.7	19.3	22.0	15.6	20.7	21.4
차량	-22.6	18.9	1.3	11.1	25.7	-6.1	19.6	-0.2	2.0	8.3	1.0
영업이익	흑전	26.8	6.2	71.4	198.1	63.9	122.6	135.2	94.8	118.3	13.7
순이익	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	흑전	흑전	적전	흑전

자료: 한화투자증권 리서치센터





한진 재무제표

한화리서치센터
2020 연간전망

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,813	1,951	2,091	2,269	2,455
매출총이익	95	118	173	193	216
영업이익	22	42	92	104	120
EBITDA	90	112	212	217	228
순이자손익	-58	-49	-105	-109	-101
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	86	1	5	0	0
세전계속사업손익	-47	67	-2	15	33
당기순이익	-47	46	-3	15	33
지배주주순이익	-45	46	-1	15	33
증가율(%)					
매출액	2.7	7.6	7.2	8.5	8.2
영업이익	흑전	95.0	118.2	13.7	15.3
EBITDA	73.3	24.4	88.4	2.5	5.1
순이익	적전	흑전	적전	흑전	123.1
이익률(%)					
매출총이익률	5.3	6.0	8.3	8.5	8.8
영업이익률	1.2	2.2	4.4	4.6	4.9
EBITDA이익률	5.0	5.8	10.1	9.6	9.3
세전이익률	-2.6	3.4	-0.1	0.6	1.3
순이익률	-2.6	2.3	-0.1	0.7	1.4

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	493	440	472	479	507
현금성자산	118	172	182	171	168
매출채권	240	220	238	252	279
재고자산	7	7	10	10	10
비유동자산	1,961	2,221	3,088	3,034	3,010
투자자산	243	267	1,229	1,229	1,229
유형자산	1,256	1,506	1,409	1,355	1,331
무형자산	453	442	450	450	450
자산총계	2,454	2,661	3,561	3,513	3,517
유동부채	685	783	574	517	494
매입채무	49	55	69	75	86
유동성이자부채	375	545	329	249	199
비유동부채	899	811	1,934	1,934	1,934
비유동이자부채	682	550	1,665	1,665	1,665
부채총계	1,585	1,594	2,508	2,451	2,428
자본금	60	60	60	60	60
자본잉여금	80	80	80	80	80
이익잉여금	542	590	579	588	615
자본조정	36	186	185	185	185
자기주식	-6	-6	-6	-6	-6
자본총계	869	1,067	1,052	1,061	1,089





한진 재무제표

한화리서치센터

2020 연간전망

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금흐름	32	116	197	133	136
당기순이익	-47	46	-3	15	33
자산상각비	69	70	120	113	108
운전자본증감	-17	7	-12	6	-5
매출채권 감소(증가)	-5	-7	-8	-14	-27
재고자산 감소(증가)	7	9	0	1	-1
매입채무 증가(감소)	-19	5	8	6	10
투자현금흐름	153	-57	-93	-58	-84
유형자산처분(취득)	-68	-81	-87	-58	-83
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-2	-13	-4	0	0
재무현금흐름	-234	-6	-106	-86	-56
차입금의 증가(감소)	-322	40	-54	-80	-50
자본의 증가(감소)	-5	-5	-6	-6	-6
배당금의 지급	5	5	6	6	6
총현금흐름	76	105	205	127	141
(-)운전자본증가(감소)	15	-34	15	-6	5
(-)설비투자	73	83	88	58	83
(+)자산매각	5	1	0	0	0
Free Cash Flow	-8	58	103	75	52
(-)기타투자	-222	-9	-2	0	0
잉여현금	214	67	105	75	52
NOPLAT	16	29	67	76	87
(+) Dep	69	70	120	113	108
(-)운전자본투자	15	-34	15	-6	5
(-)Capex	73	83	88	58	83
OpFCF	-4	50	83	136	107

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-3,750	3,818	-78	1,241	2,768
BPS	59,896	76,536	75,476	76,224	78,500
DPS	400	500	490	490	490
CFPS	6,311	8,767	17,159	10,641	11,763
ROA(%)	-1.8	1.8	0.0	0.4	0.9
ROE(%)	-6.1	5.6	-0.1	1.6	3.6
ROIC(%)	0.9	1.6	2.9	2.7	3.2
Multiples(x,%)					
PER	-6.9	14.1	n/a	23.7	10.6
PBR	0.4	0.7	0.4	0.4	0.4
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1
PCR	4.1	6.1	1.7	2.8	2.5
EV/EBITDA	13.8	13.9	10.2	9.7	9.0
배당수익률	1.5	0.9	1.7	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	182.3	149.4	238.3	230.9	223.0
Net debt/Equity	108.0	86.5	172.1	164.1	155.8
Net debt/EBITDA	1,038.9	820.9	855.6	803.2	743.5
유동비율	71.9	56.2	82.3	92.6	102.6
이자보상배율(배)	0.4	0.8	0.8	0.9	1.2
자산구조(%)					
투자자본	82.1	80.8	66.5	66.2	66.1
현금+투자자산	17.9	19.2	33.5	33.8	33.9
자본구조(%)					
차입금	54.9	50.6	65.4	64.3	63.1
자기자본	45.1	49.4	34.6	35.7	36.9



팬오션 (028670) IMO 2020 수혜주

한화리서치센터

2020 연가전망

Buy(유지)

목표주가: 6,500원(유지)

현재주가(11/29): 4,200원

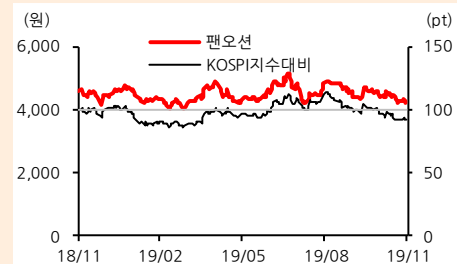
Stock Data

현재 주가(11/29)	4,200원
상승여력	▲ 54.8%
시가총액	22,452억원
발행주식수	534,569천주
52주 최고가 / 최저가	5,140 / 4,030원
90일 일평균 거래대금	50.37억원
외국인 지분율	11.0%

주주 구성

하림지주 (외 29인)	54.9%
국민연금공단 (외 1인)	5.8%
팬오션우리사주 (외 1인)	0.0%

Stock Price



2020년 영업이익 2,455억원(+12.8% YoY) 전망

- 동사의 2020년 매출액은 2조 7,850억원(+10.4% YoY), 영업이익 2,445억원(+12.8% YoY)으로 전망. 1) 2020년 벌크 선종 시황개선에 따른 운임 상승(수요 3.3%-공급 2.9%, 조정 기준), 2) 5척의 장기운송계약 선박의 운항 시작, 3) PC선종 업황개선으로 이익기여도가 낮았던 PC선대(16척)의 기여도 확대가 실적개선을 전망하는 주 요인.

IMO 2020은 벌크선사에게 기회요인

- 2020년 1월 1일부터 IMO의 황산화물(SOx) 규제가 시행되면서 해상운송 시장의 큰 변화를 예상. 우리는 IMO 규제에 따른 공급조절에 주목. 최근 주요국들이 규제 준수 의지를 피력하고 있고, 10월부터 이미 HSFO 가격이 급락하는 현상이 발생. 따라서 1) Scrubber 설치는 더 늘어나면서 공급공백이 확대될 전망이며, 2) 경제성이 떨어지는 노후선들의 폐선 증가를 기대. 내년도 수급상황을 감안할 때 벌크 선종에서는 IMO 2020 규제 시행에 따른 비용증가효과 보다 공급조절에 따른 시황개선 효과가 더 크게 나타날 것으로 판단

투자의견 Buy, 목표주가 6,500원 유지

- 1) 벌크 시황 개선 수혜, 2) 장기운송계약 확대에 따른 이익성장이라는 기존 투자포인트에 변동 없음. 동사는 현재 보수적인 용선선대 정책을 유지하고 있으나, 안정적인 재무구조를 바탕으로 향후 시황개선 시점에 적극적인 선대확대 전략을 취할 가능성도 기대해볼 수 있는 부분. 투자의견 Buy, 목표주가 6,500원 유지.

재무정보	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,336	2,668	2,524	2,785	3,076
영업이익	195	204	217	244	255
EBITDA	363	372	264	434	444
지배주주순이익	143	152	172	195	206
EPS	268	285	321	365	385
순차입금	965	894	1,060	1,037	945
PER	19.7	15.6	13.1	11.5	10.9
PBR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.4	8.8	12.5	7.6	7.2
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	5.8	6.1	6.2	6.5	6.4

자료: 한화투자증권 리서치센터



팬오션 연결 실적추이 및 전망

한화리서치센터
2020 연가전망

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	566	679	771	653	535	632	682	674	2,668	2,524	2,785
벌크	435	512	556	525	415	429	507	501	2,029	1,853	2,101
컨테이너	48	56	60	66	59	61	44	58	230	222	227
탱커	32	30	29	33	30	31	36	36	124	134	145
기타	7	8	8	7	7	8	4	4	29	23	18
곡물	54	89	133	40	34	121	96	85	316	335	335
영업이익	44	50	58	52	45	50	63	58	204	217	244
영업이익률(%)	7.8	7.4	7.5	8.0	8.4	8.0	9.3	8.6	7.6	8.6	8.8
순이익	36	37	43	32	28	37	55	49	149	169	195
순이익률(%)	6.4	5.5	5.6	4.9	5.3	5.8	8.0	7.2	5.6	6.7	7.0
YoY(%)											
매출액	8.1	7.3	32.1	9.3	-5.4	-6.9	-11.6	3.3	14.2	-5.4	10.4
벌크	7.3	16.8	24.5	16.4	-4.6	-16.2	-8.9	-4.6	16.5	-8.7	13.4
컨테이너	17.1	17.6	22.8	29.2	23.2	8.2	-28.0	-11.5	22.0	-3.8	2.6
탱커	-15.2	-13.8	-9.4	-2.5	-4.2	2.8	22.7	8.9	-10.4	7.3	9.0
기타	16.0	47.2	57.6	37.4	-7.7	2.8	-45.5	-34.8	38.3	-21.2	-23.2
곡물	27.0	-27.8	100.4	-42.9	-37.2	34.9	-27.7	113.0	4.5	6.1	-0.2
영업이익	7.6	2.5	10.2	-1.4	2.2	0.9	10.3	10.5	4.6	6.3	12.8
순이익	14.2	87.2	2.4	-32.7	-22.8	-1.1	27.7	52.5	5.2	13.4	15.9

자료: 한화투자증권 리서치센터



팬오션 재무제표

한화리서치센터

2020 연간전망

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,336	2,668	2,524	2,785	3,076
매출총이익	264	278	293	320	339
영업이익	195	204	217	244	255
EBITDA	363	372	264	434	444
순이자손익	-48	-51	-11	-40	-37
외화관련손익	4	-1	1	8	8
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	143	149	170	199	210
당기순이익	141	149	169	195	206
지배주주순이익	143	152	172	195	206
증가율(%)					
매출액	24.7	14.2	-5.4	10.4	10.4
영업이익	16.2	4.6	6.3	12.8	4.5
EBITDA	7.7	2.6	-29.0	64.2	2.4
순이익	45.5	5.2	13.4	15.8	5.3
이익률(%)					
매출총이익률	11.3	10.4	11.6	11.5	11.0
영업이익률	8.3	7.6	8.6	8.8	8.3
EBITDA이익률	15.5	14.0	10.5	15.6	14.4
세전이익률	6.1	5.6	6.7	7.2	6.8
순이익률	6.0	5.6	6.7	7.0	6.7

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	613	692	596	777	958
현금성자산	257	237	131	105	147
매출채권	105	145	133	274	378
재고자산	50	61	61	73	80
비유동자산	3,281	3,427	3,808	3,795	3,782
투자자산	48	56	34	34	35
유형자산	3,224	3,363	3,766	3,752	3,738
무형자산	10	9	9	9	8
자산총계	3,894	4,119	4,404	4,572	4,740
유동부채	545	671	678	651	663
매입채무	113	101	118	113	110
유동성이자부채	320	384	421	371	371
비유동부채	939	789	805	805	755
비유동이자부채	902	746	771	771	721
부채총계	1,485	1,459	1,483	1,456	1,418
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,941	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	-66	85	257	452	658
자본조정	-21	82	174	174	174
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	2,410	2,660	2,921	3,116	3,322





팬오션 재무제표

한화리서치센터

2020 연간전망

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금흐름	262	268	115	201	267
당기순이익	141	149	169	195	206
자산상각비	168	168	48	190	189
운전자본증감	-46	-53	-76	-184	-127
매출채권 감소(증가)	-15	-22	18	-141	-104
재고자산 감소(증가)	-8	-8	7	-12	-8
매입채무 증가(감소)	11	-4	-14	-5	-2
투자현금흐름	-117	-127	-179	-177	-176
유형자산처분(취득)	-106	-151	-206	-176	-175
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-39	0	0
재무현금흐름	-155	-149	-137	-50	-50
차입금의 증가(감소)	-155	-149	-157	-50	-50
자본의 증가(감소)	0	0	-5	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	360	381	361	385	395
(-)운전자본증가(감소)	20	39	38	184	127
(-)설비투자	106	165	206	176	175
(+)자산매각	-1	14	0	0	0
Free Cash Flow	232	191	117	24	92
(-)기타투자	35	-10	-27	1	1
잉여현금	197	201	145	24	92
NOPLAT	192	203	215	239	250
(+) Dep	168	168	48	190	189
(-)운전자본투자	20	39	38	184	127
(-)Capex	106	165	206	176	175
OpFCF	233	168	18	69	137

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS	268	285	321	365	385
BPS	4,469	4,946	5,438	5,804	6,188
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	673	713	676	720	738
ROA(%)	3.5	3.8	4.0	4.4	4.4
ROE(%)	5.8	6.1	6.2	6.5	6.4
ROIC(%)	5.4	5.9	5.7	5.9	6.0
Multiples(x,%)					
PER	19.7	15.6	13.1	11.5	10.9
PBR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7
PSR	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7
PCR	7.8	6.2	6.2	5.8	5.7
EV/EBITDA	10.4	8.8	12.5	7.6	7.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	61.6	54.8	50.8	46.7	42.7
Net debt/Equity	40.1	33.6	36.3	33.3	28.4
Net debt/EBITDA	266.0	240.0	401.1	238.7	212.6
유동비율	112.4	103.2	87.9	119.4	144.5
이자보상배율(배)	3.7	3.7	18.1	5.2	5.7
자산구조(%)					
투자자본	91.7	92.4	96.0	96.7	95.9
현금+투자자산	8.3	7.6	4.0	3.3	4.1
자본구조(%)					
차입금	33.7	29.8	29.0	26.8	24.7
자기자본	66.3	70.2	71.0	73.2	75.3



대한해운 (005880) 전용선 확대에 따른 이익개선에 주목

한화리서치센터

2020 연가전망

Buy(유지)

목표주가: 31,000원(유지)

현재주가(11/29): 21,850원

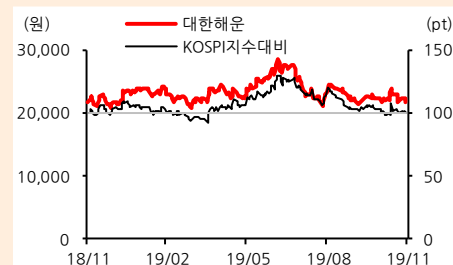
Stock Data

현재 주가(11/29)	21,850원
상승여력	▲ 41.9%
시가총액	5,337억원
발행주식수	24,427천주
52주 최고가 / 최저가	28,450 / 20,850원
90일 일평균 거래대금	16.71억원
외국인 지분율	6.2%

주주 구성

티케이케미칼 (외 15인)	50.2%
국민연금공단 (외 1인)	12.6%
한화자산운용 (외 3인)	6.1%

Stock Price



2020년 영업이익 1,929억원(+18.6% YoY) 전망

- 동사의 2020년 매출액은 1조 4,175억원(+27.2% YoY), 영업이익 1,929억원(+18.6% YoY)으로 전망. 올해 하반기부터 내년말까지 총 11척(대한해운 8척, 대한상선 3척)의 신규 전용선 계약이 수행되는 점이 실적개선의 주 요인. 올해 하반기엔 한국가스공사 LNG선 2척, GS칼텍스와 S-Oil VLCC선 각각 2척, 한국 남동발전의 Panamax 벌크선 1척, 내년에는 Vale의 VLOC 2척, 한국중부발전 Handymax 2척 등이 인도 예정. 신규 전용선 계약 수행으로 내년에 1,500억원 이상의 외형성장 기대

IMO 2020은 벌크선사에게는 기회요인

- 2020년 1월 1일부터 IMO의 황산화물(SOx) 규제가 시행되면서 해상운송 시장의 큰 변화를 예상. 내년도 수급상황을 감안할 때 벌크 선종에서는 IMO 2020 규제 시행에 따른 비용증가효과 보다 공급조절에 따른 시황개선 효과가 더 크게 나타날 것으로 판단. 동사는 전체 매출에서 전용선 비중이 80%가 넘어 시황 노출도는 낮지만 1) 연료비용 상승에 대한 Risk가 제한적이고, 2) 자회사 선대 중 BDI 상승에 영향을 받는 계약이 존재하며, 3) 안정적인 재무구조를 바탕으로 시황상승 구간에 적극적인 용선선대 활용 가능성이 있다는 점에 주목할 필요

투자의견 Buy, 목표주가 31,000원 유지

- 전용선 계약 확대에 따른 이익개선이라는 기존 투자포인트에 변화 없음. 투자의견 Buy, 목표주가 31,000원 유지.

재무정보	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,561	1,335	1,114	1,417	1,467
영업이익	101	144	163	193	223
EBITDA	208	247	325	368	409
지배주주순이익	127	85	117	129	142
EPS	5,186	3,488	4,771	5,272	5,796
순차입금	1,625	1,707	2,013	2,005	1,994
PER	4.4	6.2	4.6	4.1	3.8
PBR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	10.5	9.1	7.8	6.9	6.2
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	20.0	11.9	13.6	12.7	12.4

자료: 한화투자증권 리서치센터



대한해운 연결 실적추이 및 전망

한화리서치센터
2020 연감전망

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	307	349	345	334	262	259	276	317	1,335	1,114	1,417
벌크선	169	186	181	186	116	110	132	109	722	467	498
LNG선	46	58	59	78	74	67	62	84	242	287	396
탱커선	9	9	9	10	7	7	16	27	37	56	144
컨테이너선	14	17	17	-9	10	12	13	10	40	44	36
무역업	27	33	33	22	23	25	24	27	114	99	100
기타	45	50	48	50	36	42	39	44	192	161	168
영업이익	31	38	36	38	42	34	44	42	144	163	193
영업이익률(%)	10.2	10.9	10.5	11.5	16.0	13.2	16.0	13.4	10.8	14.6	13.6
순이익	8	36	24	18	30	18	44	29	87	122	129
순이익률(%)	2.7	10.4	7.0	5.5	11.4	7.1	16.1	9.3	6.5	10.9	9.1
YoY(%)											
매출액	-1.1	-11.1	-15.9	-25.4	-14.6	-25.7	-20.0	-5.2	-14.5	-16.5	27.2
벌크선	1.4	7.0	1.9	36.5	-31.4	-40.5	-26.9	-41.5	10.4	-35.2	6.5
LNG선	16.3	34.7	32.1	40.2	59.5	15.7	4.6	8.1	31.8	18.9	37.8
탱커선	123.7	18.2	-5.1	4.2	-21.2	-24.2	73.5	168.1	19.5	52.9	156.1
컨테이너선	61.3	-76.3	-85.6	-107.0	-32.2	-31.9	-26.6	-214.3	-87.8	10.2	-17.7
무역업	17.5	40.4	26.3	-12.9	-12.2	-22.3	-27.1	20.3	17.3	-13.0	1.0
기타	-34.6	-38.7	118.4	-428.6	-19.6	-15.1	-19.6	-11.4	23.1	-16.3	4.7
영업이익	-2.6	29.2	11.9	439.5	34.2	-10.2	22.3	10.7	42.5	13.2	18.6
순이익	-71.8	72.1	-44.0	17.3	258.9	-49.2	84.0	61.1	-20.3	40.2	5.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



대한해운 재무제표

한화리서치센터

2020 연감전망

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,561	1,335	1,114	1,417	1,467
매출총이익	191	197	211	249	282
영업이익	101	144	163	193	223
EBITDA	208	247	325	368	409
순이자손익	-63	-77	-88	-96	-76
외화관련손익	-25	15	31	-7	0
지분법손익	12	9	-4	0	0
세전계속사업손익	116	84	117	137	151
당기순이익	109	87	122	129	142
지배주주순이익	127	85	117	129	142
증가율(%)					
매출액	188.9	-14.5	-16.5	27.2	3.5
영업이익	128.9	42.5	13.1	18.6	15.7
EBITDA	61.8	18.7	31.8	13.1	11.0
순이익	254.6	-20.3	40.4	5.4	9.9
이익률(%)					
매출총이익률	12.2	14.8	18.9	17.6	19.2
영업이익률	6.5	10.8	14.6	13.6	15.2
EBITDA이익률	13.3	18.5	29.2	26.0	27.9
세전이익률	7.5	6.3	10.5	9.7	10.3
순이익률	7.0	6.5	11.0	9.1	9.6

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	315	438	468	502	511
현금성자산	69	163	162	170	180
매출채권	146	149	170	181	171
재고자산	48	66	63	71	74
비유동자산	2,272	2,518	3,024	3,173	3,322
투자자산	181	179	291	292	293
유형자산	2,076	2,325	2,720	2,868	3,016
무형자산	15	13	13	13	13
자산총계	2,587	2,956	3,493	3,675	3,833
유동부채	578	782	872	926	943
매입채무	107	171	196	242	254
유동성이자부채	424	553	607	607	607
비유동부채	1,321	1,372	1,635	1,635	1,635
비유동이자부채	1,270	1,317	1,568	1,568	1,568
부채총계	1,899	2,154	2,508	2,561	2,578
자본금	122	122	122	122	122
자본잉여금	37	38	38	38	38
이익잉여금	267	354	470	599	740
자본조정	236	258	316	316	316
자기주식	0	-5	-5	-5	-5
자본총계	688	802	985	1,114	1,255





대한해운 재무제표

한화리서치센터
2020 연간전망

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금흐름	227	261	353	332	345
당기순이익	109	87	122	129	142
자산상각비	107	103	163	176	186
운전자본증감	-12	71	39	28	18
매출채권 감소(증가)	-74	14	1	-10	10
재고자산 감소(증가)	-34	-16	2	-7	-4
매입채무 증가(감소)	118	9	34	46	13
투자현금흐름	-777	-309	-405	-323	-335
유형자산처분(취득)	-729	-262	-360	-323	-334
무형자산 감소(증가)	-3	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	3	0	0	0
재무현금흐름	523	79	49	0	0
차입금의 증가(감소)	42	131	-75	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	245	195	325	304	327
(-)운전자본증가(감소)	-56	-45	-6	-28	-18
(-)설비투자	757	278	393	323	334
(+)자산매각	26	16	33	0	0
Free Cash Flow	-430	-22	-30	9	11
(-)기타투자	113	24	12	1	1
잉여현금	-543	-46	-42	8	11
NOPLAT	95	104	118	181	209
(+) Dep	107	103	163	176	186
(-)운전자본투자	-56	-45	-6	-28	-18
(-)Capex	757	278	393	323	334
OpFCF	-499	-25	-107	62	79

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS	5,186	3,488	4,771	5,272	5,796
BPS	27,104	31,606	38,726	43,999	49,795
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	10,039	7,991	13,291	12,441	13,387
ROA(%)	5.3	3.1	3.6	3.6	3.8
ROE(%)	20.0	11.9	13.6	12.7	12.4
ROIC(%)	4.6	4.4	4.3	6.0	6.6
Multiples(x,%)					
PER	4.4	6.2	4.6	4.1	3.8
PBR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
PSR	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
PCR	2.3	2.7	1.6	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.5	9.1	7.8	6.9	6.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	276.1	268.6	254.6	229.9	205.3
Net debt/Equity	236.3	212.9	204.4	180.0	158.8
Net debt/EBITDA	781.3	691.6	618.6	544.5	487.8
유동비율	54.4	56.0	53.7	54.2	54.2
이자보상배율(배)	1.6	1.8	1.8	2.0	2.8
자산구조(%)					
투자자본	89.9	87.9	86.8	87.0	87.2
현금+투자자산	10.1	12.1	13.2	13.0	12.8
자본구조(%)					
차입금	71.1	70.0	68.8	66.1	63.4
자기자본	28.9	30.0	31.2	33.9	36.6



대한항공 (003490) 화물 턴어라운드에 주목

한화리서치센터

2020 연가전망

Buy(유지)

목표주가: 34,000원(유지)

현재주가(11/29): 24,750원

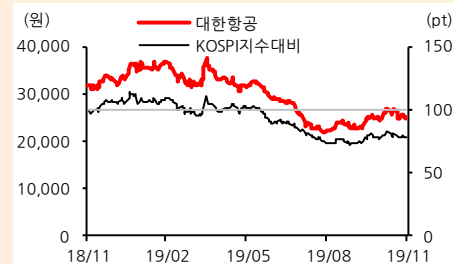
Stock Data

현재 주가(11/29)	24,750원
상승여력	▲ 37.4%
시가총액	23,474억원
발행주식수	94,845천주
52주 최고가 / 최저가	37,750 / 21,800원
90일 일평균 거래대금	111.66억원
외국인 지분율	18.9%

주주 구성

한진칼 (외 18인)	33.4%
국민연금공단 (외 1인)	10.0%
대한항공우리사주 (외 1인)	2.1%

Stock Price



2020년 영업이익 5,310억원(+264.4% YoY) 전망

- 동사의 2020년 실적은 매출액 13조 2,990억원(+3.0% YoY), 영업이익 5,310억원(+264.4% YoY) 전망. 1) 항공 업종 내 가장 안정적인 여객실적이 예상되고, 2) 중정비 사이클 마무리로 정비비 감소, 3) 화물항공 업황 회복이 기대되는 점 등이 실적개선을 전망하는 주 요인. 항공화물 선행지표인 ISM 신규수출자 주문지수와 유럽항 항공화물 운임지수 감소세 둔화 확인되었다는 점에 주목

여러 악재가 동시다발적으로 발생한 항공산업

- 항공업은 올해 1) 일본 불매운동 여파, 2) 홍콩 사태 장기화, 3) 동남아 노선의 경쟁 심화, 4) 화물업황 부진, 5) B737 Max & NG 기종이 결함 이슈 등 여러 악재가 동시다발적으로 발생. 또한 아시아나항공 매각을 시작으로 단거리 노선 공급과잉에 따른 저비용항공사들의 재편 또한 예상되는 상황. 현재 시점에서는 악재의 영향을 가장 덜 받고, 2020년 회복구간에 가장 빠르게 반등할 업체에 주목할 필요가 있다고 판단

투자의견 Buy, 목표주가 34,000원 유지

- 현재 동사 주가는 여러 악재의 영향으로 밴드 하단에 위치. 동사 여객 실적이 업종내에서 가장 양호하다는 점을 감안하면, 향후 이익과 주가의 방향성을 결정지을 Key Factor는 항공화물 업황의 턴어라운드라고 판단. 선행지표 개선에 확인되고 있는 만큼 2020년 항공화물 회복기간 동사의 실적과 주가의 빠른 반등 전망. 투자의견 Buy, 목표주가 34,000원 유지.

재무정보	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12,092	13,020	12,911	13,299	13,601
영업이익	940	640	146	531	657
EBITDA	2,633	2,382	2,225	2,570	2,654
지배주주순이익	792	-193	-550	116	249
EPS	8,451	-2,035	-5,798	1,220	2,626
순차입금	12,320	12,819	13,940	13,310	12,993
PER	4.0	-16.2	-4.3	20.3	9.4
PBR	0.9	1.1	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.9	6.7	7.3	6.1	5.8
배당수익률(%)	0.7	0.8	1.0	1.0	1.0
ROE	29.4	-5.9	-19.0	4.0	8.1

자료: 한화투자증권 리서치센터



대한항공 연결 실적추이 및 전망

한화리서치센터

2020 연가전망

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	3,102	3,106	3,518	3,295	3,139	3,121	3,383	3,268	13,020	12,911	13,299
항공운송	2,550	2,559	2,882	2,759	2,550	2,575	2,755	2,668	10,750	10,549	10,856
국제여객	1,754	1,715	2,003	1,796	1,800	1,813	1,982	1,787	7,269	7,381	7,646
ASK	23,662	23,947	24,864	24,128	23,804	24,419	25,274	23,909	96,601	97,406	100,271
RPK	18,785	19,330	20,407	19,161	19,116	20,149	21,008	19,544	77,683	79,817	82,376
Yield	91	87	97	94	94	90	94	91	92	92	93
L/F	79.4	80.7	82.1	79.4	80.3	82.5	83.1	81.7	80.4	81.9	82.2
국내여객	98	132	125	114	106	133	132	112	469	483	497
ASK	779	888	873	801	766	868	870	772	3,341	3,276	3,310
RPK	563	713	634	596	587	722	706	596	2,506	2,611	2,611
Yield	174	185	197	192	180	184	188	188	187	185	190
L/F	72.3	80.3	72.6	74.4	76.6	83.2	81.1	77.2	75.0	79.7	78.9
화물	698	712	754	848	645	630	640	770	3,012	2,685	2,714
AFTK	2,622	2,665	2,712	2,824	2,603	2,537	2,575	2,645	10,823	10,360	10,086
FTK	2,009	2,023	2,079	2,182	1,821	1,781	1,845	2,007	8,293	7,454	7,454
Yield	347	352	363	389	354	354	347	384	363	360	363
L/F	76.6	75.9	76.7	77.3	70.0	70.2	71.7	75.9	76.6	72.0	73.9
영업이익	166	67	402	5	141	-99	96	7	640	146	531
영업이익률(%)	5.4	2.1	11.4	0.2	4.5	-3.2	2.9	0.2	4.9	1.1	4.0
순이익	-10	-305	257	-128	-62	-396	-251	165	-186	-545	116
순이익률(%)	-0.3	-9.8	7.3	-3.9	-2.0	-12.7	-7.4	5.0	-1.4	-4.2	0.9
YoY(%)											
매출액	8.2	6.9	9.5	6.0	1.2	0.5	-3.8	-0.8	7.7	-0.8	3.0
항공운송	10.0	8.0	9.9	8.5	0.0	0.6	-4.4	-3.3	9.1	-1.9	2.9
국제여객	11.4	10.4	12.1	10.6	2.6	5.7	-1.0	-0.5	11.2	1.6	3.6
ASK	5.9	3.5	-0.3	0.6	0.6	2.0	1.6	-0.9	2.3	0.8	2.9
RPK	4.8	5.2	0.9	4.0	1.8	4.2	2.9	2.0	3.7	2.7	3.2
Yield	3.0	2.8	9.8	6.3	4.1	3.5	-2.6	-2.5	5.5	0.5	0.4
국내여객	-6.9	-8.4	-8.4	-6.0	7.8	1.0	5.9	-2.1	-7.5	3.0	2.9
ASK	-8.4	-12.5	-11.6	-8.6	-1.7	-2.3	-0.3	-3.7	-10.4	-2.0	1.0
RPK	-12.2	-12.2	-17.4	-11.7	4.3	1.3	11.4	0.0	-13.5	4.2	0.0
Yield	5.5	4.1	11.1	6.4	3.4	-0.3	-4.9	-2.1	6.8	-1.1	2.8
화물	9.1	5.9	7.7	6.5	-7.6	-11.6	-15.1	-9.2	7.2	-10.9	1.1
AFTK	1.5	-1.7	-2.9	-1.1	-0.7	-4.8	-5.1	-6.3	-1.1	-4.3	-2.7
FTK	-0.5	-4.3	-4.6	-4.3	-9.4	-12.0	-11.3	-8.0	-3.5	-10.1	0.0
Yield	9.6	10.6	12.9	11.4	1.9	0.4	-4.4	-1.3	11.2	-0.9	1.0
영업이익	-13.1	-61.4	13.0	-97.5	-15.5	적전	-76.0	35.5	-31.9	-77.2	264.4
순이익	적전	적지	317.4	적전	적지	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전

자료: 한화투자증권 리서치센터



대한항공 재무제표

한화리서치센터
2020 연간전망

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12,092	13,020	12,911	13,299	13,601
매출총이익	2,101	2,017	1,587	1,809	1,964
영업이익	940	640	146	531	657
EBITDA	2,633	2,382	2,225	2,570	2,654
순이자손익	-422	-501	-552	-403	-370
외화관련손익	995	-363	-330	4	4
지분법손익	-15	1	1	0	0
세전계속사업손익	1,122	-209	-680	203	373
당기순이익	802	-186	-545	116	249
지배주주순이익	792	-193	-550	116	249
증가율(%)					
매출액	3.1	7.7	-0.8	3.0	2.3
영업이익	-16.2	-31.9	-77.2	264.4	23.7
EBITDA	-8.3	-9.5	-6.6	15.5	3.3
순이익	흑전	적전	적지	흑전	115.0
이익률(%)					
매출총이익률	17.4	15.5	12.3	13.6	14.4
영업이익률	7.8	4.9	1.1	4.0	4.8
EBITDA이익률	21.8	18.3	17.2	19.3	19.5
세전이익률	9.3	-1.6	-5.3	1.5	2.7
순이익률	6.6	-1.4	-4.2	0.9	1.8

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,582	3,872	4,566	4,513	4,310
현금성자산	1,334	1,771	2,496	2,326	2,143
매출채권	908	816	913	919	914
재고자산	683	1,030	870	974	952
비유동자산	21,066	21,707	23,023	22,452	22,437
투자자산	1,700	1,659	2,120	2,120	2,120
유형자산	18,907	19,648	20,618	20,048	20,033
무형자산	363	301	284	284	284
자산총계	24,649	25,580	27,589	26,965	26,747
유동부채	6,638	7,522	7,748	7,033	6,590
매입채무	320	292	328	328	327
유동성이자부채	4,143	4,326	4,524	3,724	3,224
비유동부채	14,259	15,026	16,826	16,826	16,826
비유동이자부채	9,511	10,264	11,913	11,913	11,913
부채총계	20,898	22,548	24,574	23,859	23,415
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	946	946	792	792	792
이익잉여금	577	82	-299	-207	19
자본조정	743	699	834	834	834
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	3,751	3,032	3,015	3,107	3,332





대한항공 재무제표

한화리서치센터

2020 연가산점

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금흐름	2,807	2,793	2,525	2,122	2,323
당기순이익	802	-186	-545	116	249
자산상각비	1,693	1,742	2,079	2,039	1,997
운전자본증감	-41	141	195	-33	77
매출채권 감소(증가)	-11	-121	-7	-5	4
재고자산 감소(증가)	-116	-191	139	-104	21
매입채무 증가(감소)	40	4	84	0	0
투자현금흐름	-2,041	-658	-1,781	-1,468	-1,982
유형자산처분(취득)	-1,795	-1,198	-1,339	-1,466	-1,980
무형자산 감소(증가)	1	1	-3	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-402	346	-517	0	0
재무현금흐름	-1,036	-1,408	-859	-824	-524
차입금의 증가(감소)	-1,836	-1,363	-1,191	-800	-500
자본의 증가(감소)	420	-68	354	-24	-24
배당금의 지급	34	68	24	24	24
총현금흐름	2,820	2,642	2,631	2,155	2,246
(-)운전자본증가(감소)	163	-848	-60	33	-77
(-)설비투자	1,877	1,276	1,344	1,466	1,980
(+)자산매각	82	79	2	-2	-2
Free Cash Flow	863	2,292	1,349	654	341
(-)기타투자	-277	513	-212	0	0
잉여현금	1,139	1,780	1,562	654	341
NOPLAT	672	464	106	304	440
(+) Dep	1,693	1,742	2,079	2,039	1,997
(-)운전자본투자	163	-848	-60	33	-77
(-)Capex	1,877	1,276	1,344	1,466	1,980
OpFCF	325	1,778	901	844	534

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS	8,451	-2,035	-5,798	1,220	2,626
BPS	37,824	30,313	30,090	31,049	33,397
DPS	250	250	250	250	250
CFPS	29,749	27,533	27,415	22,461	23,411
ROA(%)	3.3	-0.8	-2.1	0.4	0.9
ROE(%)	29.4	-5.9	-19.0	4.0	8.1
ROIC(%)	4.4	3.0	0.7	1.8	2.7
Multiples(x,%)					
PER	4.0	n/a	n/a	20.3	9.4
PBR	0.9	1.1	0.8	0.8	0.7
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	1.1	1.2	0.9	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.9	6.7	7.3	6.1	5.8
배당수익률	0.7	0.8	1.0	1.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	557.1	743.7	815.1	768.0	702.7
Net debt/Equity	328.4	422.8	462.4	428.4	390.0
Net debt/EBITDA	467.9	538.2	626.5	517.9	489.6
유동비율	54.0	51.5	58.9	64.2	65.4
이자보상배율(배)	2.1	1.2	0.2	1.1	1.5
자산구조(%)					
투하자본	83.9	82.0	78.5	78.5	79.2
현금+투자자산	16.1	18.0	21.5	21.5	20.8
자본구조(%)					
차입금	78.4	82.8	84.5	83.4	82.0
자기자본	21.6	17.2	15.5	16.6	18.0



제주항공 (089590) 구조재편 이후 시장지위 확대 기대

한화리서치센터

2020 연간전망

Hold(하향)

목표주가: 27,000원(하향)

현재주가(11/29): 24,950원

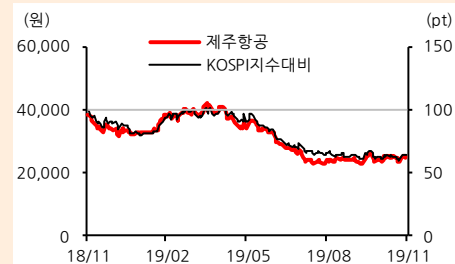
Stock Data

현재 주가(11/29)	24,950원
상승여력	▲ 8.2%
시가총액	6,576억원
발행주식수	26,357천주
52주 최고가 / 최저가	42,300 / 22,800원
90일 일평균 거래대금	23.38억원
외국인 지분율	6.8%

주주 구성

AK홀딩스 (외 4인)	58.9%
제주특별자치도 (외 1인)	7.8%
자사주 (외 1인)	0.3%

Stock Price



2020년 영업이익 369억원(흑자전환 YoY) 전망

- 동사의 2020년 매출액은 1조 4,624억원(+5.4% YoY), 영업이익 369억원(흑자전환 YoY)으로 전망. 동사는 1) LCC 내에서 가장 높은 단위비용(CASK) 경쟁력을 보유하고 있고, 2) 동남아 및 중국 노선 비중이 높다는 점, 그리고 3) 2020년 3분기에는 일본노선의 회복이 예상되는 점이 흑자전환을 전망하는 주 요인.

단거리노선 구조재편 이후 1위 사업자인 동사의 시장지위 확대 기대

- 단거리노선 업황은 2018년 하반기부터 이미 공급과잉으로 전환. 올해 고수익 노선인 일본노선이 불매운동 타격을 받으면서 실적도 급격히 악화. 이스타항공과 에어서울은 50% 이상 자본잠식도 가능한 상황으로 추정. 저비용항공사들은 공격적인 기단도입 계획을 중단하고 기재 축소를 검토 중이나 단순 기재축소 만으로는 부족하다고 판단. 아시아나를 비롯해 저비용항공사 간 구조재편은 불가피하다는 판단이며, 재편이 모두 마무리되면 1위 사업자인 동사의 시장지위 확대를 기대

투자의견 Hold, 목표주가 27,000원으로 하향

- 2020년 업종 전망을 감안해 올해와 내년 실적추정치 및 목표배수를 조정했으며 이를 반영해 목표주가도 30,000원에서 27,000원으로 하향. 현재 주가와외의 괴리를 감안해 투자의견도 Hold 제시. 중·장기적으로 업종 구조재편 과정에서 동사의 지위확대를 전망. 동사 주가는 현재 밴드 최하단에 위치한 만큼 단기적으로 분기 실적 중심의 트레이딩 접근은 유효

재무정보	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	996	1,259	1,388	1,462	1,513
영업이익	101	101	-11	37	73
EBITDA	127	137	122	105	129
지배주주순이익	78	71	-53	4	27
EPS	2,954	2,689	-2,023	159	1,032
순차입금	-292	-209	296	260	233
PER	12.0	12.5	-12.3	156.8	24.2
PBR	2.8	2.3	2.1	2.2	2.1
EV/EBITDA	5.1	4.9	7.8	8.7	6.9
배당수익률(%)	1.7	1.9	2.6	2.6	2.6
ROE	25.8	19.9	-15.4	1.4	9.0

자료: 한화투자증권 리서치센터



제주항공 연결 실적추이 및 전망

한화리서치센터

2020 연가전망

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	309	283	350	317	393	313	369	313	1,259	1,388	1,462
항공운송	291	266	323	288	364	282	333	293	1,168	1,272	1,371
국제여객	244	202	264	234	315	221	270	242	943	1,048	1,148
ASK	4,063	4,155	4,729	4,818	5,442	5,437	6,156	5,825	17,765	22,860	24,071
RPK	3,665	3,641	4,103	4,065	4,799	4,369	5,234	4,675	15,474	19,077	20,031
Yield	67	55	64	58	66	51	52	52	61	55	57
L/F	90	87.6	87	84	88	80.4	85	80	87	83	83
국내여객	47	64	60	54	49	61	63	51	225	224	223
ASK	558	603	601	607	571	628	656	601	2,369	2,455	2,472
RPK	523	575	561	568	542	585	608	568	2,227	2,303	2,303
Yield	90	111	107	95	90	104	103	90	101	97	97
L/F	94	95	93	94	95	93	93	95	94	94	93
기타	18	18	27	29	29	31	36	20	91	116	91
영업이익	46	12	38	5	57	-27	-17	-24	101	-11	37
영업이익률(%)	15.0	4.1	10.8	1.7	14.5	-8.8	-4.7	-7.5	8.0	-0.8	2.5
순이익	37	16.8	31	-14.0	42	-29	-30	-36	71	-53	4
순이익률(%)	12.0	5.9	8.9	-4.4	10.7	-9.4	-8.2	-11.5	5.6	-3.9	0.3
YoY(%)											
매출액	28.5	24.2	31.3	21.4	27.3	10.5	5.3	-1.3	26.4	10.2	5.4
항공운송	24.6	20.1	24.4	14.1	25.0	6.2	3.0	1.8	24.9	8.9	7.8
국제여객	33.5	33.5	38.9	24.8	29.2	9.6	2.6	3.2	32.6	11.1	9.5
ASK	22.9	30.0	35.2	37.2	34.0	30.8	30.2	20.9	31.5	28.7	5.3
RPK	24.9	32.7	30.8	31.2	30.9	20.0	27.6	15.0	29.9	23.3	5.0
Yield	6.9	0.6	6.1	-4.9	-1.3	-8.7	-19.6	-10.2	2.3	-9.9	4.0
국내여객	7.7	4.0	-3.4	-5.3	3.3	-4.5	4.7	-4.6	0.3	-0.4	-0.2
ASK	8.1	4.3	1.6	3.9	2.3	4.1	9.1	-1.1	4.4	3.6	0.7
RPK	6.8	3.9	-1.2	1.7	3.8	1.6	8.4	0.0	2.6	3.4	0.0
Yield	0.8	0.1	-2.2	-6.9	-0.5	-6.0	-3.4	-4.6	-2.1	-3.7	-0.2
기타	28.4	14.2	80.0	72.6	66.0	74.8	34.0	-31.1	49.7	27.1	-21.4
영업이익	70.6	-28.1	-6.5	-69.3	22.7	적전	적전	적전	-0.1	적전	흑전
순이익	116.8	10.2	-3.7	적전	14.0	적전	적전	적지	-8.9	적전	흑전

자료: 한화투자증권 리서치센터





제주항공 재무제표

한화리서치센터

2020 연감전망

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	996	1,259	1,388	1,462	1,513
매출총이익	222	244	152	213	255
영업이익	101	101	-11	37	73
EBITDA	127	137	122	105	129
순이자손익	3	3	-28	-50	-51
외화관련손익	-1	-1	-38	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	101	93	-59	17	47
당기순이익	78	71	-53	4	27
지배주주순이익	78	71	-53	4	27
증가율(%)					
매출액	33.3	26.4	10.2	5.4	3.5
영업이익	73.4	-0.1	적전	흑전	97.6
EBITDA	74.6	8.6	-11.1	-13.7	22.3
순이익	46.9	-8.9	적전	흑전	548.5
이익률(%)					
매출총이익률	22.2	19.4	11.0	14.6	16.9
영업이익률	10.2	8.0	-0.8	2.5	4.8
EBITDA이익률	12.7	10.9	8.8	7.2	8.5
세전이익률	10.2	7.4	-4.3	1.2	3.1
순이익률	7.8	5.6	-3.8	0.3	1.8

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	450	478	486	532	569
현금성자산	350	336	382	418	445
매출채권	45	59	37	43	50
재고자산	9	12	12	12	13
비유동자산	350	553	1,036	993	962
투자자산	161	198	726	726	726
유형자산	171	331	283	243	213
무형자산	19	24	27	24	22
자산총계	800	1,032	1,522	1,525	1,531
유동부채	368	403	559	575	571
매입채무	71	86	123	123	111
유동성이자부채	58	25	225	225	225
비유동부채	101	246	652	652	652
비유동이자부채	0	101	453	453	453
부채총계	469	649	1,211	1,227	1,222
자본금	132	132	132	132	132
자본잉여금	90	90	90	90	90
이익잉여금	115	163	92	79	89
자본조정	-5	-2	-2	-2	-2
자기주식	-5	-2	-2	-2	-2
자본총계	331	382	312	299	309





제주항공 재무제표

한화리서치센터
2020 연간전망

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금흐름	145	121	102	79	69
당기순이익	78	71	-53	4	27
자산상각비	25	36	134	69	56
운전자본증감	23	9	190	6	-14
매출채권 감소(증가)	-16	-12	3	-6	-7
재고자산 감소(증가)	-1	-2	5	0	-1
매입채무 증가(감소)	26	24	18	0	-12
투자현금흐름	-223	-6	-208	-26	-25
유형자산처분(취득)	-133	-153	-49	-24	-23
무형자산 감소(증가)	-6	-7	-5	-2	-2
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	20	5	-8	-17	-17
차입금의 증가(감소)	38	20	9	0	0
자본의 증가(감소)	-13	-16	-16	-17	-17
배당금의 지급	13	16	16	17	17
총현금흐름	139	144	-54	73	83
(-)운전자본증가(감소)	-61	-25	6	-6	14
(-)설비투자	133	153	49	24	23
(+)자산매각	-6	-7	-5	-2	-2
Free Cash Flow	61	9	-113	53	44
(-)기타투자	123	-138	-42	0	0
잉여현금	-61	146	-72	53	44
NOPLAT	78	77	-8	9	42
(+) Dep	25	36	134	69	56
(-)운전자본투자	-61	-25	6	-6	14
(-)Capex	133	153	49	24	23
OpFCF	31	-15	70	60	61

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS	2,954	2,689	-2,023	159	1,032
BPS	12,574	14,509	11,823	11,332	11,714
DPS	600	650	650	650	650
CFPS	5,284	5,445	-2,043	2,761	3,160
ROA(%)	11.1	7.7	-4.2	0.3	1.8
ROE(%)	25.8	19.9	-15.4	1.4	9.0
ROIC(%)	n/a	73.9	-2.1	1.6	7.6
Multiples(x,%)					
PER	12.0	12.5	n/a	156.8	24.2
PBR	2.8	2.3	2.1	2.2	2.1
PSR	0.9	0.7	0.5	0.4	0.4
PCR	6.7	6.2	-12.2	9.0	7.9
EV/EBITDA	5.1	4.9	7.8	8.7	6.9
배당수익률	1.7	1.9	2.6	2.6	2.6
안정성(%)					
부채비율	141.5	169.8	388.5	410.7	395.8
Net debt/Equity	-88.1	-54.6	95.0	87.0	75.4
Net debt/EBITDA	-230.8	-152.0	242.3	246.4	180.4
유동비율	122.2	118.6	87.0	92.5	99.8
이자보상배율(배)	223.5	67.8	n/a	0.9	1.8
자산구조(%)					
투자자본	6.7	24.3	35.3	32.7	31.5
현금+투자자산	93.3	75.7	64.7	67.3	68.5
자본구조(%)					
차입금	14.9	24.9	68.5	69.4	68.7
자기자본	85.1	75.1	31.5	30.6	31.3

Compliance Notice

(공표일: 2019년 12월 2일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김유혁) 저의 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

*과리율 산정: 수정주가 적용

CJ대한통운(000120)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2019.05.24	2019.05.24	2019.11.08	2019.12.02	
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	
목표가격		김유혁	180,000	200,000	200,000	

목표주가 변동 내역별 과리율 (CJ대한통운)

일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.24	Buy	180,000	-19.74	-8.33
2019.11.08	Buy	200,000		

한진(002320)



투자의견 변동내역

일 시	2019.12.02	2019.12.02			
투자의견	담당자변경	Buy			
목표가격	김유혁	42,000			

목표주가 변동 내역별 괴리율 (한진)

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.12.02	Buy	42,000		

팬오션(028670)



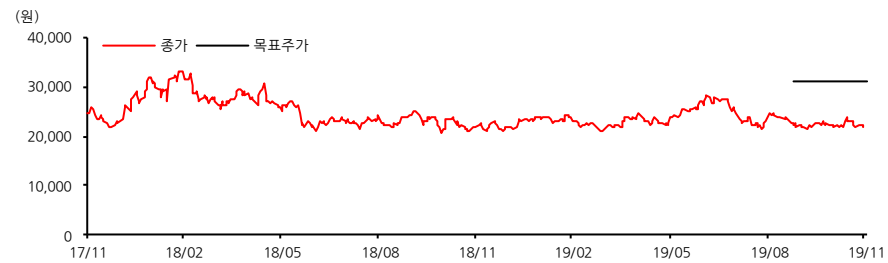
투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2018.07.06	2018.07.06	2018.08.16	2018.11.14	2018.11.30
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김유혁	6,500	6,500	6,500	6,500
일 시	2019.02.27	2019.07.16	2019.08.14	2019.09.24	2019.11.13	2019.12.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	5,500	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500

목표주가 변동 내역별 괴리율 (팬오션)

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.07.06	Buy	6,500	-26.66	-17.54
2019.02.27	Buy	5,500	-19.62	-10.36
2019.07.16	Buy	6,500		

대한해운(005880)



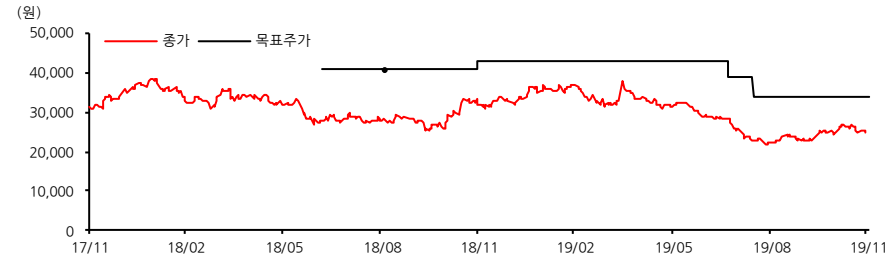
투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2019.09.24	2019.09.24	2019.12.02		
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy		
목표가격		김유혁	31,000	31,000		

목표주가 변동 내역별 괴리율 (대한해운)

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.09.24	Buy	31,000		

대한항공(003490)



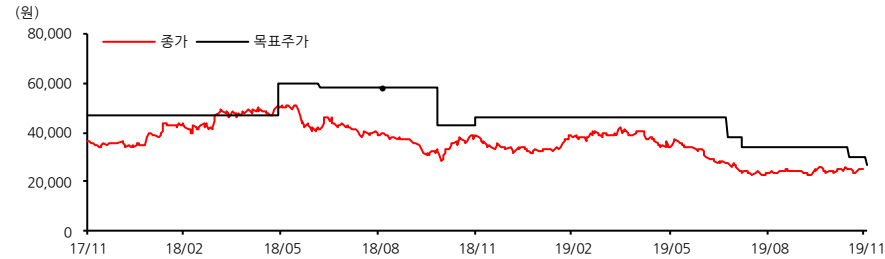
투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2018.07.06	2018.07.06	2018.08.16	2018.09.07	2018.09.10
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김유혁	41,000	41,000	41,000	41,000
일 시	2018.09.13	2018.10.10	2018.10.25	2018.11.09	2018.11.14	2018.11.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	41,000	41,000	41,000	41,000	41,000	43,000
일 시	2018.12.10	2019.01.03	2019.01.09	2019.01.30	2019.02.13	2019.02.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000
일 시	2019.02.26	2019.03.06	2019.03.11	2019.03.18	2019.04.09	2019.04.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000
일 시	2019.05.03	2019.05.16	2019.05.17	2019.06.12	2019.07.08	2019.07.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	39,000
일 시	2019.08.12	2019.08.16	2019.09.09	2019.10.10	2019.11.08	2019.11.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	39,000	34,000	34,000	34,000	34,000	34,000
일 시	2019.12.02					
투자의견	Buy					
목표가격	34,000					

목표주가 변동 내역별 괴리율 (대한항공)

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.07.06	Buy	41,000	-30.30	-18.41
2018.11.30	Buy	43,000	-23.38	-12.21
2019.07.23	Buy	39,000	-35.32	-27.82
2019.08.16	Buy	34,000		

제주항공(089590)



투자의견 변동내역

일 시	2018.05.28	2018.05.29	2018.07.06	2018.07.06	2018.08.08	2018.09.07
투자 의견	담당자 변경	Buy	담당자 변경	Buy	Buy	Buy
목표 가격	김병기	60,000	김유혁	58,000	58,000	58,000
일 시	2018.09.10	2018.10.10	2018.10.25	2018.11.07	2018.11.09	2018.11.30
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	58,000	58,000	43,000	43,000	43,000	46,000
일 시	2018.12.10	2019.01.09	2019.01.21	2019.02.13	2019.02.26	2019.03.06
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	46,000	46,000	46,000	46,000	46,000	46,000
일 시	2019.03.11	2019.03.18	2019.04.09	2019.05.03	2019.06.12	2019.06.19
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	46,000	46,000	46,000	46,000	46,000	46,000
일 시	2019.07.08	2019.07.24	2019.08.07	2019.08.12	2019.09.09	2019.10.10
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	46,000	38,000	34,000	34,000	34,000	34,000
일 시	2019.11.08	2019.11.15	2019.12.02			
투자 의견	Buy	Buy	Hold			
목표 가격	34,000	30,000	27,000			

목표주가 변동 내역별 괴리율 (제주항공)

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.05.29	Buy	60,000	-23.06	-15.00
2018.07.06	Buy	58,000	-32.71	-20.00
2018.10.25	Buy	43,000	-18.31	-9.07
2018.11.30	Buy	46,000	-23.07	-8.04
2019.07.24	Buy	38,000	-30.67	-27.50
2019.08.07	Buy	34,000	-28.81	-23.53
2019.11.15	Buy	30,000	-17.76	-15.33
2019.12.02	Hold	27,000		

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자 의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2019년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	88.6%	11.4%	0.0%	100.0%

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

한 화 투 자 증 권 리 . 서 . 치 . 센 . 터



리서치센터장

박영훈

정유/석유화학

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[리서치센터]

김일구	수석 이코노미스트	매크로	3772-7579	ilgoo.kim@hanwha.com
-----	-----------	-----	-----------	----------------------

[투자전략팀]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
김민정	수석연구위원	크레딧	3772-7547	minjeong.kim1052@hanwha.com
안현국	연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김진명	연구위원	자산배분	3772-7655	jm_kim@hanwha.com
김수연	책임연구위원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
박진영	연구위원	글로벌전략	3772-7677	jyp01@hanwha.com
박은석	연구위원	퀀트 RA	3772-7690	es.park@hanwha.com

[기업분석팀]

이봉진	팀장	방산/조선/기계	3772-7615	bongjinlee@hanwha.com
이순학	수석연구위원	반도체/통신	3772-7472	soonhak@hanwha.com
성용훈	수석연구위원	금융	3772-7659	yonghoon.sung@hanwha.com
김동하	수석연구위원	자동차/스몰캡	3772-7674	kim.dh@hanwha.com
남성현	수석연구위원	유통/식자재	3772-7651	gone267@hanwha.com
신재훈	연구위원	제약/바이오	3772-7687	jaehoon.shin@hanwha.com
손효주	연구위원	화장품/음식료/섬유의복	3772-7610	hyoju.son@hanwha.com
김소혜	연구위원	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
송유림	연구위원	건설/건자재	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
지인해	연구위원	엔터/레저	3772-7619	lnhae.ji@hanwha.com
김준환	연구위원	전기전자	3772-7473	joonh.kim@hanwha.com
최준영	책임연구위원	스몰캡	3772-7698	jchoi@hanwha.com
김유혁	책임연구위원	철강/운송	3772-7638	yuhyuk.kim@hanwha.com
최보원	책임연구위원	해외주식	3772-7647	bo.choi@hanwha.com
박준기	연구위원	유통/식자재/엔터/레저 RA	3772-7673	jungi.park@hanwha.com
이재연	연구위원	제약/바이오/건설/건자재 RA	3772-7678	jaeyeon.lee@hanwha.com
박준호	연구위원	정유/석유화학/스몰캡 RA	3772-7693	junho.park@hanwha.com
이용욱	연구위원	테크/전기전자 RA	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
박수영	연구위원	방산/조선/기계/인터넷/게임/미디어 RA	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
조은아	연구위원	화장품/음식료/섬유의복/해외주식 RA	3772-7641	euna.cho@hanwha.com

본·지점망

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임 소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

서울

본 사	02) 3772-7000	목 동 지 점	02) 2654-2300
강 남 지 점	02) 6975-2000	반 포 지 점	02) 6918-2400
강 서 지 점	02) 2606-4712	송 파 지 점	02) 449-3677
갤 러 리 아 지 점	02) 3445-8700	신 촌 지 점	02) 6944-7700
금융플라자63지점	02) 308-6363	영 업 부	02) 3775-0775
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	올 림 픽 지 점	02) 404-4161
금융플라자GFC지점	02) 6919-7400	이 촌 지 점	02) 6937-7400
노 원 지 점	02) 931-2711	중 앙 지 점	02) 743-7311
대치센트럴지점	02) 553-0008		

인천/경기

과 천 지 점	02) 507-7070	안 성 지 점	031) 677-0233
부 천 지 점	032) 322-0909	일 산 지 점	031) 929-1313
분 당 지 점	031) 707-7114	평 촌 지 점	031) 381-6004
송 도 I F E Z 지 점	032) 851-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
신 갈 지 점	031) 285-7233		

대전/충청

공 주 지 점	041) 856-7233	타 임 월 드 지 점	042) 488-7233
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200
청 주 지 점	043) 224-3300		

광주/전라

광 주 지 점	062) 713-5700	순 천 지 점	061) 724-6400
군 산 지 점	063) 730-8400	전 주 지 점	063) 710-1000

제주

제 주 지 점	064) 800-7500
---------	---------------

대구/경북

문 경 지 점	054) 550-3500	영 주 지 점	054) 633-8811
범 어 지 점	053) 741-3211	영 천 지 점	054) 331-5000
성 서 지 점	053) 588-3211	포 향 지 점	054) 231-4111

부산/울산/경남

거 창 지 점	055) 943-3000	삼 산 지 점	052) 265-0505
동 울 산 지 점	052) 233-9229	언 양 지 점	052) 262-9300
마 린 시 티 지 점	051) 751-8321	창 원 지 점	055) 285-2211
부 산 지 점	051) 465-7533		



한화투자증권

본사 02)3772-7000 (代) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234