

운송
Cost Push

Overweight

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
대한항공(003490)	Buy	47,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
팬오션(028670)	Buy	7,100원
제주항공(089590)	Buy	56,000원
대한해운(005880)	Buy	37,000원



윤송

Analyst 최치현

02. 6098-6669
chihyun.choi@meritz.co.kr

윤송

Cost Push

Contents

Part I	Cost Push: 유가와 금리 상승, 위기일까?	7
Part II	항공운송: Oil-Phobia의 해소	15
Part III	해상운송: 공급조절의 화룡점정(火龍點睛)	29
기업분석	대한항공(003490) 하반기 더 높이 날 수 있다	46
	팬오션(028670) 벌크 시황 개선의 합리적 투자안	50
	제주항공(089590) 1위 LCC의 레버리지 효과	53
	대한해운(005880) 본업의 수익성은 저평가 국면	56

I Cost Push: 유가와 금리 상승, 위기일까?

- 운송 업종 내 대표 비용 요인인 유가와 금리의 상승, 과거 유가와 금리가 상승 국면에서 업종 지수와 절대적인 역의 상관관계는 아님을 확인
- 금리 인상과 IFRS16 도입으로 조달 금리 인상에 대한 우려는 있으나 1) 순차입금 비율이 양호한 업체와 2) De-Leveraging 가능성에 주목
- 유가는 비용 상승 요인이면서 운임 상승 요인: 유가 상승의 운임 전가가 가능한 세부 Sector에 집중
- 제조업 서베이 지표 둔화 우려에도 경기 확장 국면의 Late Cycle로 물동량 증가 국면 지속 가능, 레버리지 효과로 고정비 증가를 상쇄

II 항공운송: Oil-Phobia의 해소

- 1Q18 항공유가 상승(+19.3% YoY)에도 5사 합산 영업이익은 27.5% 상승: 이익 개선 지속은 탑승률 제고를 통한 레버리지 효과 극대화가 관건
- 업종 전반의 탑승률 상승으로 유가 민감도 축소 → 4년 연속 Double Digit의 출국자수 증가율과 중국 노선 정상화는 탑승률 추가 상승의 근거
- 4월 누적 항공화물 증가율은 1.0%로 둔화, De-Stocking 구간에서의 일시적 현상: 환율 하락으로 Yield 부진은 아쉬우나 업황 둔화 우려는 과도

III 해상운송: 공급조절의 화룡점정(火龍點睛)

- 2018~2019년 공급조절 극대화: 1) 상수: 인도량 감소(-19.2%, -8.0%)와 2) 변수: 환경규제 도입 가시화에 따른 폐선 증가가 가시화될 전망
- 선종별로는 수요-공급 Balance 개선이 2019년까지 이어질 Dry Bulk를 선호, 2018년 연평균 BDI는 1,386pt(+21.0% YoY)로 전망
- 해운 재건 5개년 계획 발표: 컨테이너는 적취율 확대와 신조선박 지원 / 벌크는 장기운송계약 확보 여부가 관건

IV Top-Pick: 대한항공

- 2분기까지 일회성 요인으로 감익 기조를 예상하나 하반기 미주와 중국의 취항지 경쟁력으로 여객 부문의 이익 개선 Cycle 시작
- 오너 일가와 관련된 불확실성으로 현 주가는 2018년 예상 BPS 기준 0.8배로 변동성 확대, 가버넌스 리스크의 완전 해소를 기대

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

8

운송

Part I

Cost Push
: 유가와 금리 상승, 위기일까?

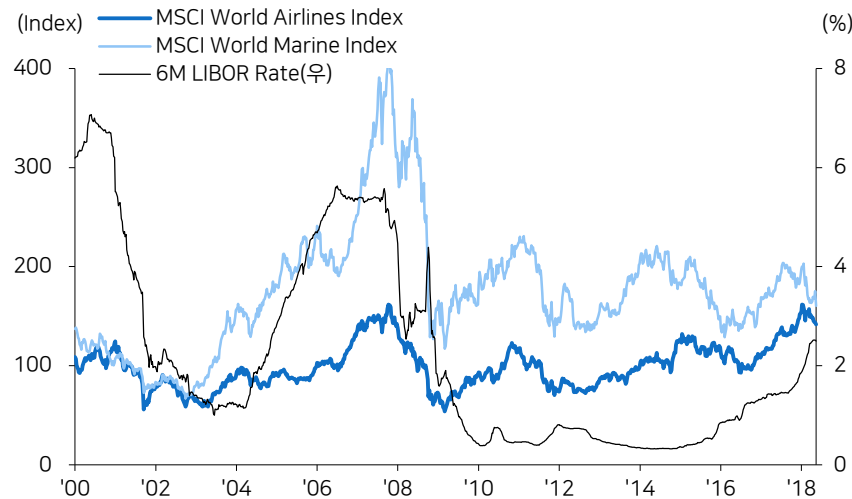
Cost Push: 유가와 금리의 상승, 위기일까?

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_Cost Push

유가와 금리는 운송업의 비용에 영향을 주는 중요 변수

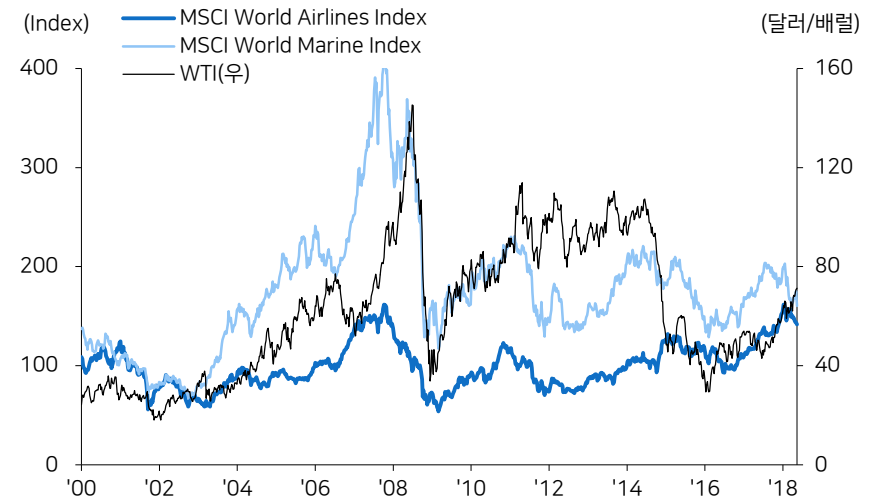
- 운송 업종은 Macro 변수에 대한 민감도가 높은 대표적인 업종으로 유가와 금리는 비용으로 직결
→ 항공/해상 운송 업체들의 유류비는 매출액 대비 20~30% 수준
→ 핵심 생산설비(항공운송-기재/해상운송-선박) 도입을 위한 높은 차입금 의존도
- 2018년 미국의 금리 인상으로 달러화 기준 6M LIBOR Rate는 2.5%까지 상승
- 유가 역시 WTI 기준 배럴 당 70달러를 상회하며 2014년 하반기 유가 급락 이후 최고 수준을 기록
- 과거 금리와 유가 상승 시기 업종 지수는 오히려 상승하며 절대적인 역의 상관관계가 아님을 확인

금리(6M LIBOR Rate 기준)와 항공/해운업 Index 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

유가(WTI)와 항공/해운업 Index 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

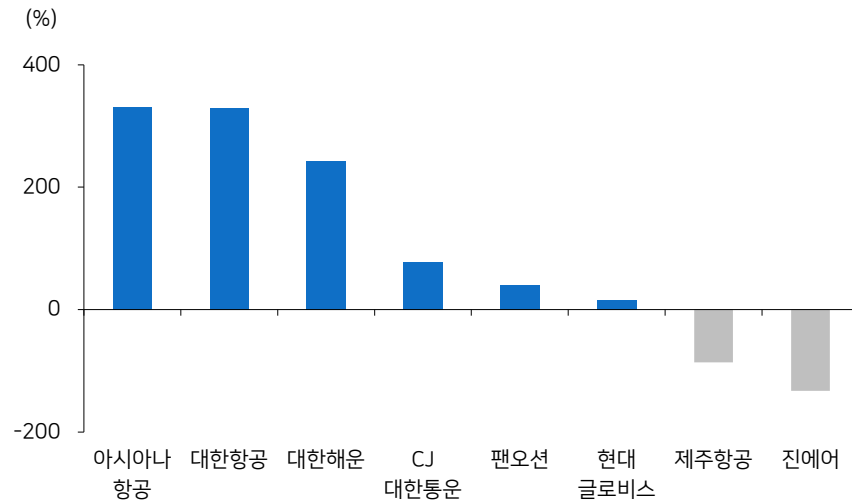
Cost Push (1) 금리 인상과 IFRS16, De-Leveraging의 필요성 대두

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_Cost Push

금리 인상기와 IFRS16의 도입 : De-Leveraging에 대한 필요성

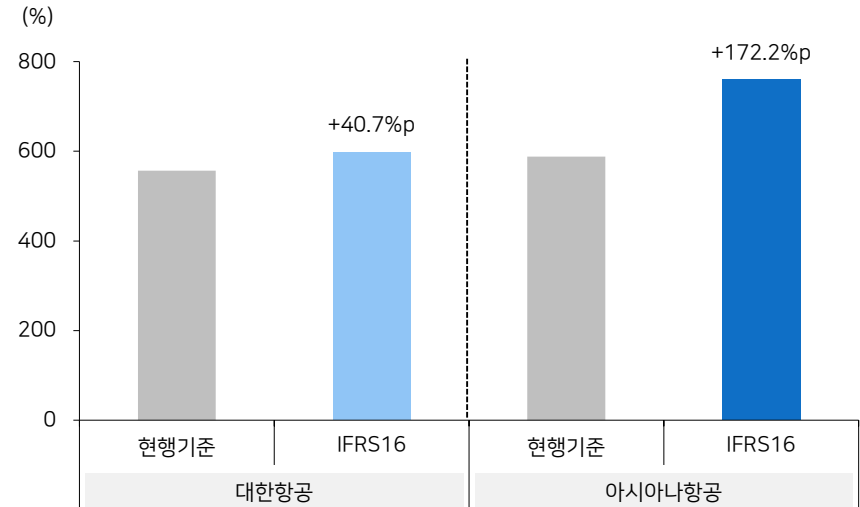
- 업종 내 순차입금 비율은 FSC와 LCC의 양극화 → FSC 2사 330% vs LCC 2사 순현금
- LIBOR, HIBOR 등 변동 금리부 차입금의 비중이 높아 금리 인상에 따른 이자비용 상승 우려 존재
- 2019년 IFRS16 도입에 따른 부채비율 상승은 조달금리 인상 우려로 연결
- 1) 낮은 순차입금 비율, 2) 재무구조 개선, 3) IFRS16 도입에 따른 피해가 낮은 업체에 주목

국내 주요 운송업체들의 순차입금비율 비교 (2018년 1분기 말 기준)



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

IFRS16 도입에 따른 FSC 2사의 부채비율 증가 전망



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

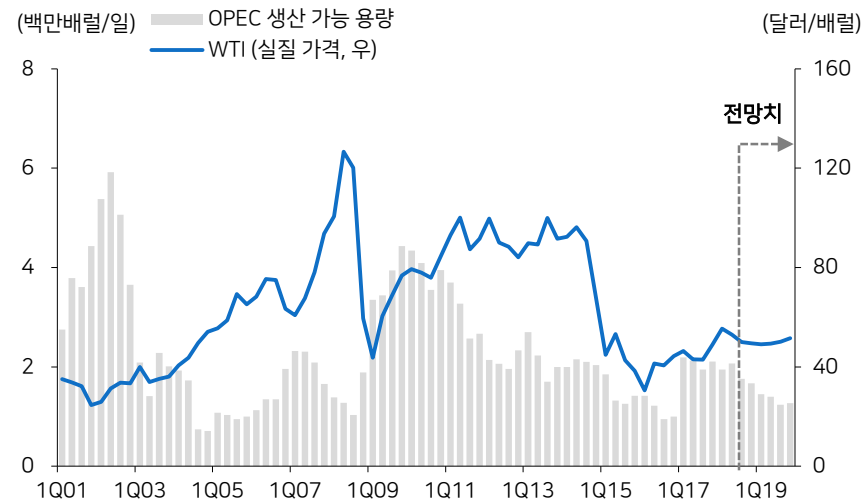
Cost Push (2) 유가 단기 오버슈팅 개연성은 있으나...

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_Cost Push

2018년 말 WTI 전망치는
배럴당 75달러,
성수기 오버슈팅 가능성 존재

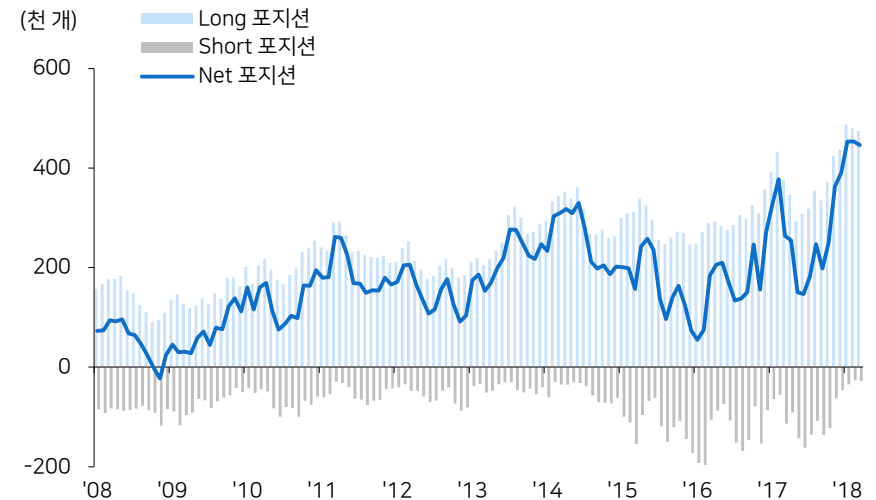
- 최근 유가 상승은 1) 중동 불안과 미국 외 지역의 공급 차질과 2) 투기적 자금의 유입으로 설명 가능
- 미국의 이란 핵협정 탈퇴 및 베네수엘라 금융 제재에 따른 공급 차질로 유가 상승 압력 지속
- 6월 성수기와 선물시장이 현물시장을 흔드는 'Wag the dog' 현상으로 단기 유가 오버슈팅 개연성 존재
- 단기 오버슈팅 개연성은 존재하나 2018년 말 WTI 전망치는 배럴 당 75달러를 예상

OPEC의 생산 능력과 유가 추이



주: Endgam; 종반전(2018년 5월 24일 발간) 자료 재인용
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

미국 선물 거래소 투기 거래자 Long/Short 포지션 추이



주: Endgam; 종반전(2018년 5월 24일 발간) 자료 재인용
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

Cost Push (2) 유가의 운임 전가 확인이 필요한 시점

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송 Cost Push

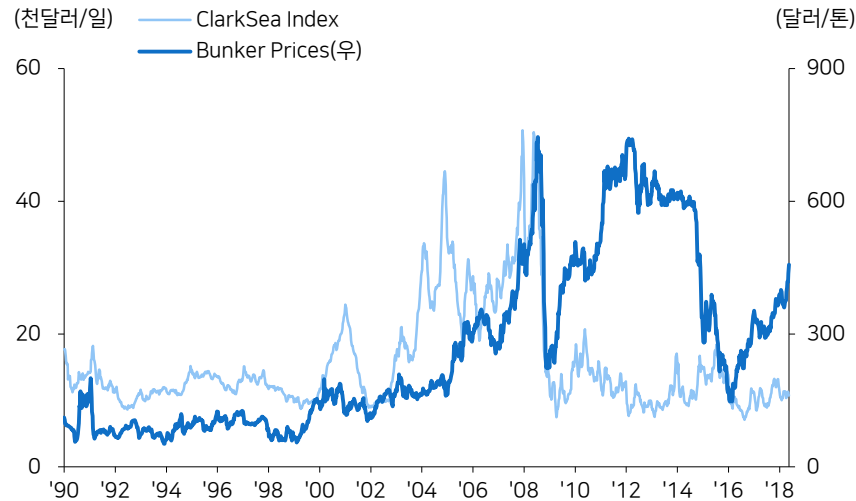
유가 상승이 두렵지 않은 이유

(1) 유가 상승의 운임 전가

(2) 단위원가 하락

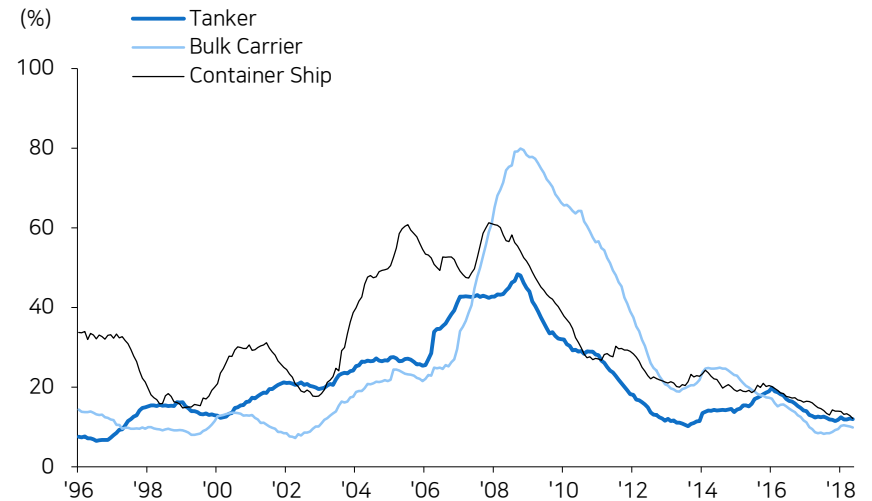
- 1990년부터 2008년 금융위기 이전까지 유가와 해운업 운임 지수의 상관관계는 0.82를 기록
→ 유가는 해운업의 주요 변동비로 운임의 하방 요인으로 작용해 높은 상관관계를 유지
- 금융위기 이후 유가와 운임의 높은 상관관계 단절, 공급 우위 시장의 연속
→ New Normal로 대변되는 저성장 + 금융위기 이전 급등한 수주잔고로 높은 공급증가율
- 수주잔고 감소와 물동량 증가율 회복은 유가 상승을 운임에 전가할 수 있는 환경으로 회귀 했음을 의미
- 또한, 장기운송계약(CVC)은 유류비를 BAF(Bunker Adjusted Factor)로 보전해 안정적 수익 창출 가능

병커유 가격과 Clarksea Index 추이



주1: Singapore 380cst Bunker 기준, 주2: Clarksea Index는 선종별 운임의 가중 평균
자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

주요 선종별 선복량 대비 수주잔고 비율 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

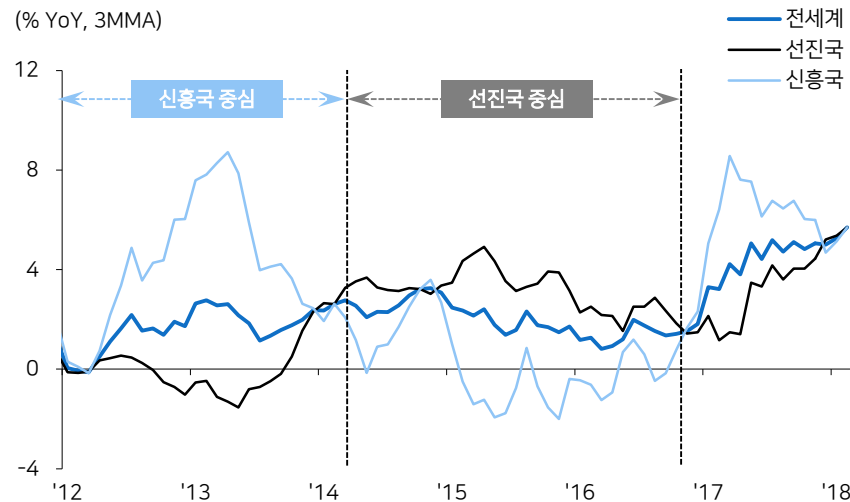
Cost Push (3) 물동량 증가, 규모의 경제로 단위 원가 절감

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_Cost Push

경기 회복 확장 국면에서 물동량 증가 확인

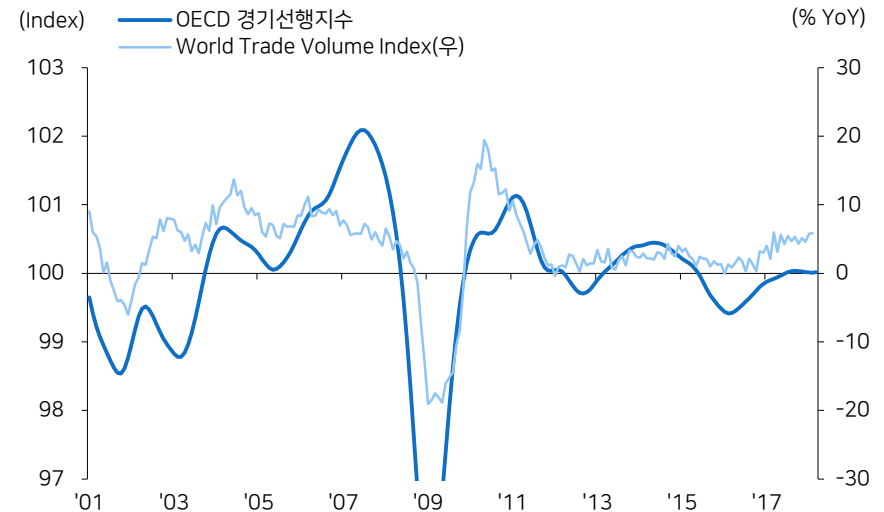
- 2018년 2월 CPB에서 발표하는 World Trade Volume Index는 124.9pt(+5.9% YoY)를 기록
→ 2~3% 수준의 New Normal에서 벗어나 글로벌 경기회복 확산이 물동량 증가를 견인
- 2011년 이후 6년 만에 나타나는 선진/신흥국 동반 경기회복의 연장
- Donald Trump發 무역 전쟁 확산 등 부정적 이슈에도 불구하고 경기와 물동량의 상관관계 유지

World Trade Volume: 선진국과 신흥국의 수입물량 증감을 추이



주: 3Month Moving Average 기준
자료: CPB(네덜란드 경제정책분석국), OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

OECD 경기선행지수와 전세계 교역량지수 증감을 추이



주: OECD 경기선행지수는 OECD+비OECD 주요 6개국 기준
자료: CPB(네덜란드 경제정책분석국), OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

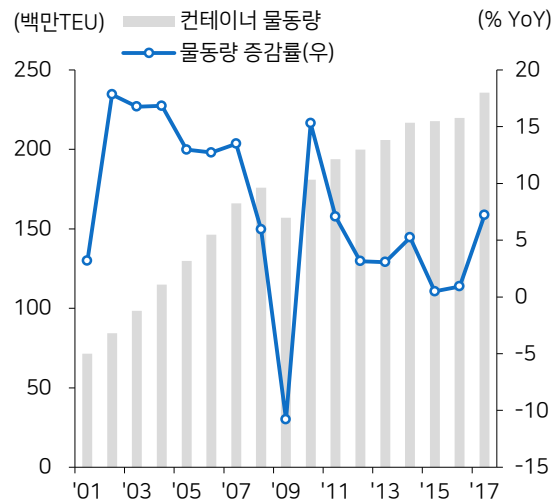
Cost Push (3) 물동량 증가, 규모의 경제로 단위 원가 절감

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_Cost Push

경기 회복 확장 국면에서 물동량 증가 확인

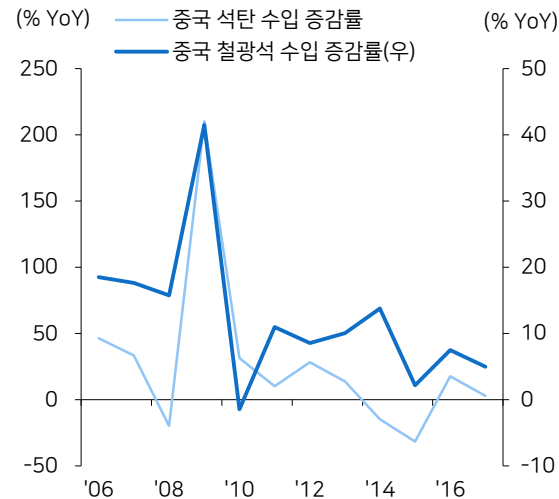
- 선진국과 신흥국의 동반 경기 확장 국면에서 2017년 업종 전반의 물동량 증가를 확인
- 최근 제조업 서베이 지수 하락으로 글로벌 경기정점 도래 우려가 존재하나 아직 좀더 남은 경기확장 (당사 투자전략팀 'Endgame;종반전' 자료 참고 - 2018년 5월 24일 발간)
- 2017년의 높은 Base와 경기 모멘텀의 Slow-Down을 감안하더라도 역성장 우려는 과도하다는 판단
- IMF World Economic Outlook의 2018~2019년 GDP 성장률은 3.9%로 경기 확장 국면에서 1.0배 수준의 물동량 탄성치는 적용 가능하다는 판단

전세계 상위 10개 컨테이너 항만의 물동량 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

중국의 철광석/석탄 수입량 증감률 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

전국 기준 항공화물 물동량 추이



자료: 인천공항, 한국공항공사, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

8

운송

Part II

항공운송
: Oil-Phobia의 해소

1H18 Review: 여객 호조와 화물의 Slow Down

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

4월 누적 국제 여객 수송실적은
+11.8% YoY를 기록

1) Outbound 호조

2) 중국 노선 기저효과 반영

- 2018년 4월 누적 국제 여객 수송실적은 2,856만명으로 전년 대비 11.8% 증가
→ 1) 내국인 출국자수 증가에 따른 Outbound 호조, 2) 3월부터 중국 노선의 기저효과 반영
- LCC 6사 합산 국제 여객 수송실적은 +31.6% YoY 기록, 수송실적 점유율 29.2%(+4.4%p YoY)로 확대
→ 제주항공(8.1%), 진에어(6.5%), 티웨이항공(4.8%), 에어부산(4.3%), 이스타항공(3.5%), 에어서울(1.9%)

전국 공항의 국제 여객 수송실적 추이



자료: 인천국제공항, 한국공항공사, 메리츠증권증권 리서치센터

LCC 업체들의 국제 여객 수송 점유율 추이



자료: 인천국제공항, 한국공항공사, 메리츠증권증권 리서치센터

1H18 Review: 여객 호조와 화물의 Slow Down

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

1분기 호실적에도 불구하고 1H18 물동량 증가율 둔화와 운임 약세 움직임

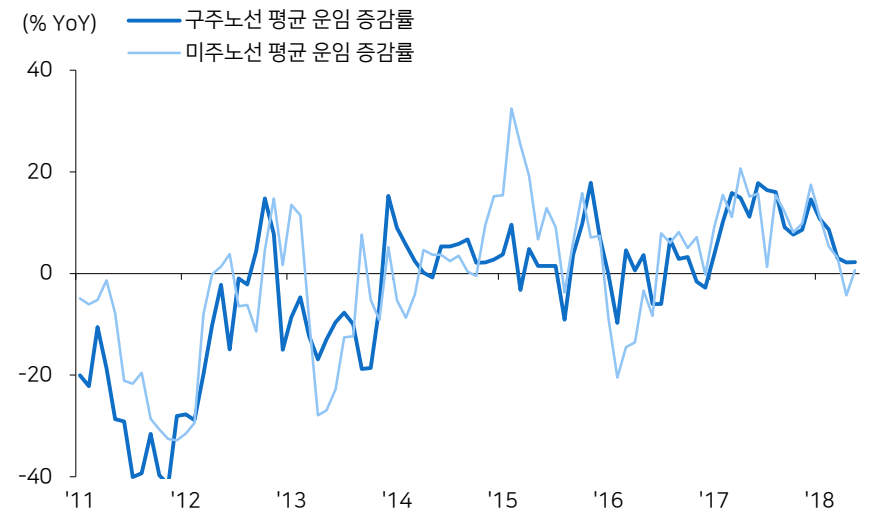
- 1분기 FSC 2사의 합산 항공화물 매출액은 1조156억원으로 전년 대비 10.4% 증가하는 호실적 기록
- 화물 수송실적은 4월 누적 103만톤으로 전년 대비 1.0% 증가하는데 그치며 물동량 증가율 둔화
- 노선별로는 미주와 구주 노선이 각 4.1%와 1.6%로 소폭 증가했으나 동남아 노선이 1.0% 감소
- 제한적인 공급 증가에도 불구하고 물동량 증가율 둔화로 항공화물 Yield의 Slow Down 확인
→ 1) 물동량 증가율 둔화, 2) 환율 하락으로 원화 환산 Yield 둔화

전국 공항의 국제 항공화물 수송실적 추이



자료: 인천국제공항, 한국공항공사, 메리츠증권증권 리서치센터

구주/미주 노선의 항공화물 평균 운임 증감률 추이



주: 구주와 미주 내 주요 노선의 항공화물 운임 평균 기준
자료: KITA, 메리츠증권증권 리서치센터

유가 상승기에 찾아온 Earning Surprise

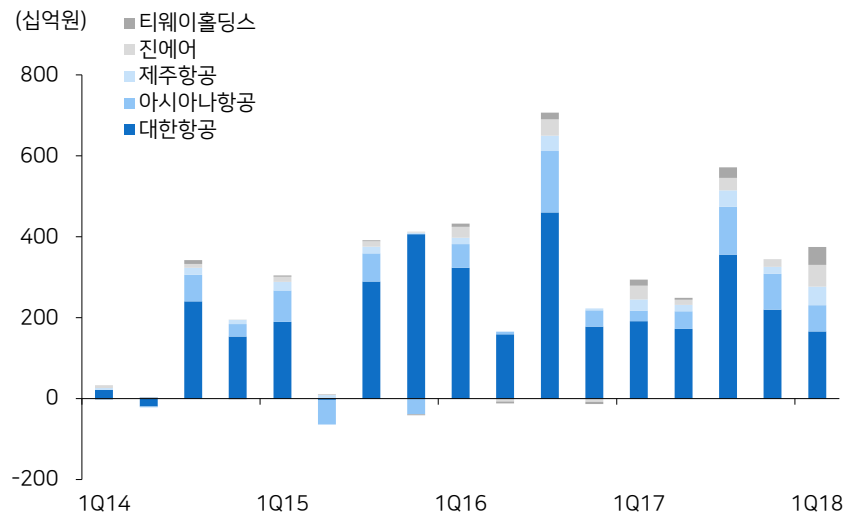
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_Cost Push

1Q18 업계 전반의 Surprise

투입 유가 19.3% 상승에도
유류비의 매출액 비중은 Flat

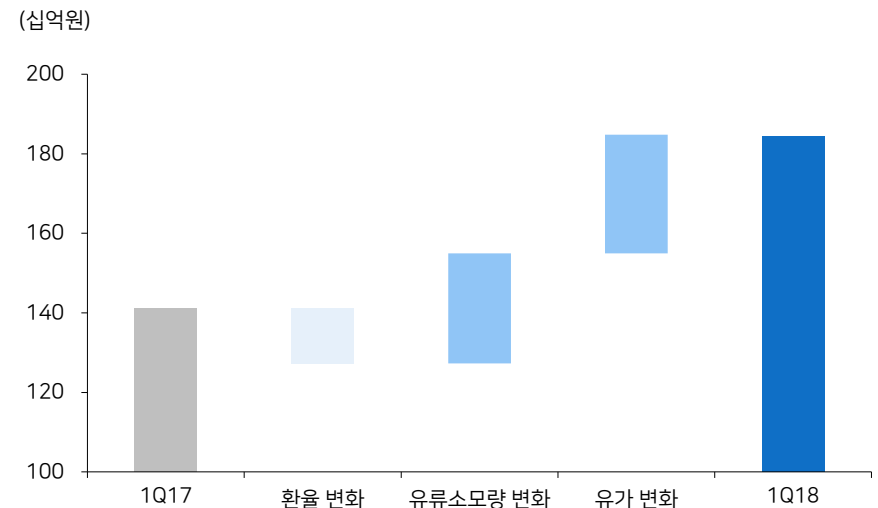
- WTI 기준 유가가 배럴 당 70달러를 넘어서면서 항공운송 업종에 대한 투자심리 악화
→ 1) 유류비 상승에 따른 영업비용 증가와 2) 유류할증료 부과에 따른 수요에 부정적 영향을 우려
- 1분기 중 투입 항공유가(MOPS 기준)는 배럴 당 78.3달러로 전년 동기 대비 19.3% 상승
- 투입 유가 상승에도 LCC 3사(제주항공, 진에어, 티웨이항공)의 매출액 대비 유류비 비중 변화는 제한적
→ 1Q18 기준 LCC 3사의 매출액 대비 유류비 비중은 23.3%로 0.08%p 증가에 그침
- 2018년 1분기 항공 5사의 합산 영업이익 3,750억원(+27.5% YoY)으로 Earning Surprise 기록

항공 5사의 분기별 합산 영업이익 추이



주: FSC 2사(대한항공, 아시아나항공)와 LCC 3사(제주항공, 진에어, 티웨이홀딩스) 합산 기준
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

LCC 3사의 합산 유류비 변화 Break-Down (1Q17 vs 1Q18)



주: LCC 3사는 제주항공, 진에어, 티웨이항공 합산 기준
자료: 회사자료, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

유가 상승기에 찾아온 Earning Surprise

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송 Cost Push

1Q18 업계 전반의 Surprise

투입 유가 19.3% 상승에도
유류비의 매출액 비중은 Flat

- 탑승률 변화에 따른 유류할증료의 유류비 상쇄 효과 분석을 위한 시나리오
 - ① 김포-제주 노선에 B737-800(189석) 기재를 투입
 - ② 노선의 편도 운항거리는 450km, 유류 소모량은 30배럴로 가정, 환율은 1,100원 가정
 - ③ 김포-제주 노선의 Ticket Price는 5만원, 5단계 유류할증료는 4,400원 부과
- 높은 탑승률은 유류할증료를 통한 유류비 상쇄율이 높음을 의미
- B737 기준 좌석수 FSC 138석 vs LCC 189석 → LCC의 유류할증료를 통한 유류비 상쇄율이 높음을 의미
- 탑승률 제고에 따른 대표적인 레버리지 효과 사례

(시나리오 분석) 탑승률 변화에 따른 유류할증료의 연료비 상쇄 효과 분석

탑승률 (%)	유류할증료 0단계(배럴 당 60달러)				유류할증료 5단계(배럴 당 83달러)			
	60%	70%	80%	90%	60%	70%	80%	90%
공급좌석 (석)	189	189	189	189	189	189	189	189
탑승인원 (명)	113	132	151	170	113	132	151	170
ASK	85,050	85,050	85,050	85,050	85,050	85,050	85,050	85,050
RPK	51,030	59,535	68,040	76,545	51,030	59,535	68,040	76,545
매출액 (원)	5,670,000	6,615,000	7,560,000	8,505,000	6,168,960	7,197,120	8,225,280	9,253,440
유류비 (원)	1,980,000	1,980,000	1,980,000	1,980,000	2,739,000	2,739,000	2,739,000	2,739,000
매출액-유류비 (원)	3,690,000	4,635,000	5,580,000	6,525,000	3,429,960	4,458,120	5,486,280	6,514,440
유류비 비중 (%)	34.92	29.93	26.19	23.28	44.40	38.06	33.30	29.60
유류할증료 부과금액 (원)					498,960	582,120	665,280	748,440
유류비 증가액 (원)					759,000	759,000	759,000	759,000
유류할증료 상쇄율 (%)					65.7	76.7	87.7	98.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

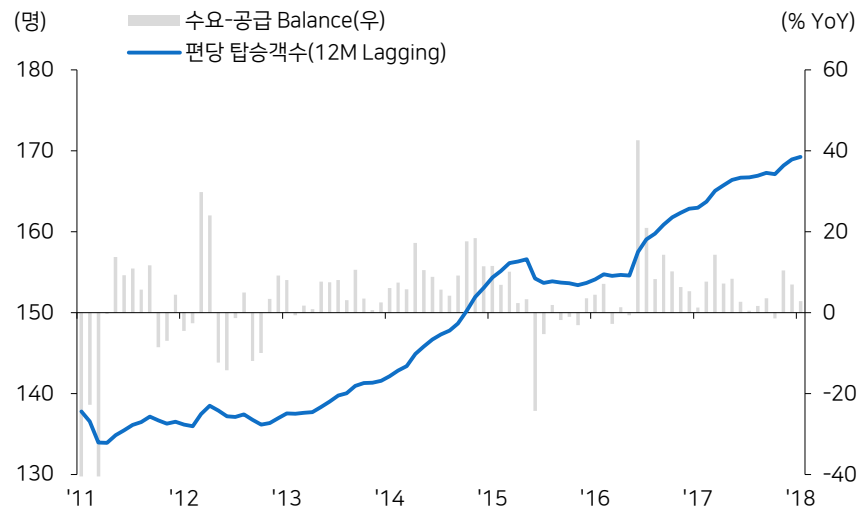
지속될 호실적의 근거는 탑승률 제고

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

LCC 3사의 2017년 평균
탑승률은 88.2%로 2.8%p 개선

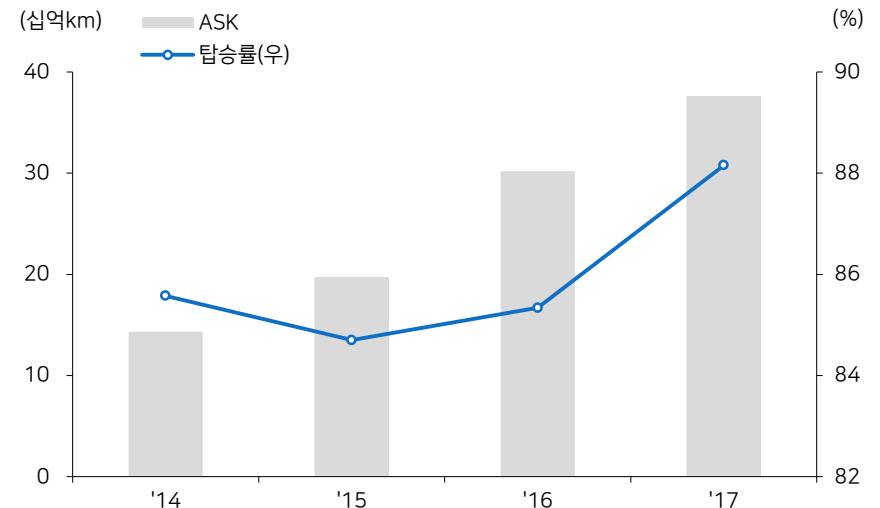
- 2017년 LCC 업계는 21기의 신규 기재를 투입하며 3사 합산 ASK 기준 24.6%의 공급 증가율을 기록
- 3사 합산 RPK 증가율은 28.7%로 공급 증가율을 상회하며 탑승률은 88.2%로 2.8%p 개선
- 공격적인 기재 투입에도 저가 항공권 공급 확대가 신규 수요를 창출하며 탑승률 개선을 견인
→ 추가 탑승률 개선을 위해서는 LCC 업계의 공격적인 기재 투입을 상회하는 수요 증가율이 필요

LCC 업계의 수요-공급 Balance와 편당 탑승객 수 추이



주: 수요-공급 Balance는 수송실적 증가율-운항편수 증가율로 계산
자료: 인천국제공항, 한국공항공사, 메리츠증권증권 리서치센터

LCC 3사의 평균 탑승률 추이



주: LCC 3사는 제주항공, 진에어, 티웨이항공 합산 기준
자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

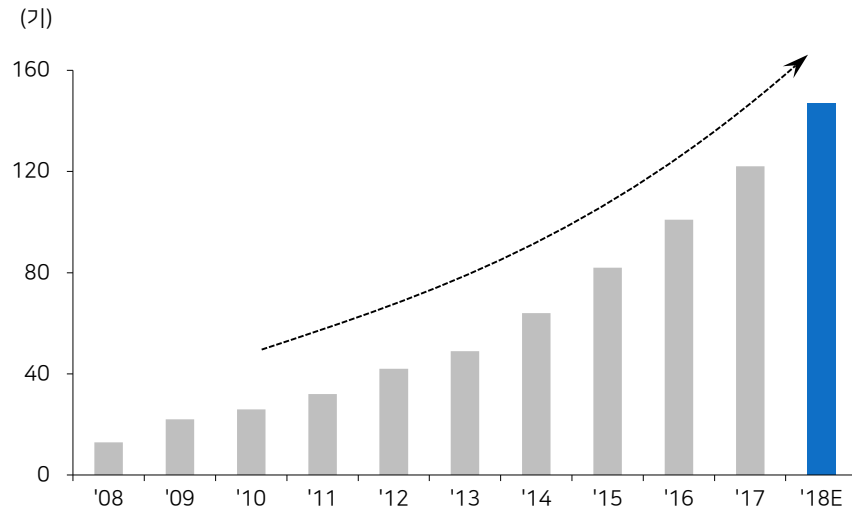
지속될 호실적의 근거는 탑승률 제고 (1) 높아진 진입장벽

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

신규 LCC 진입 제한으로
2017년과 유사한 수준의
공급 증가율을 예상

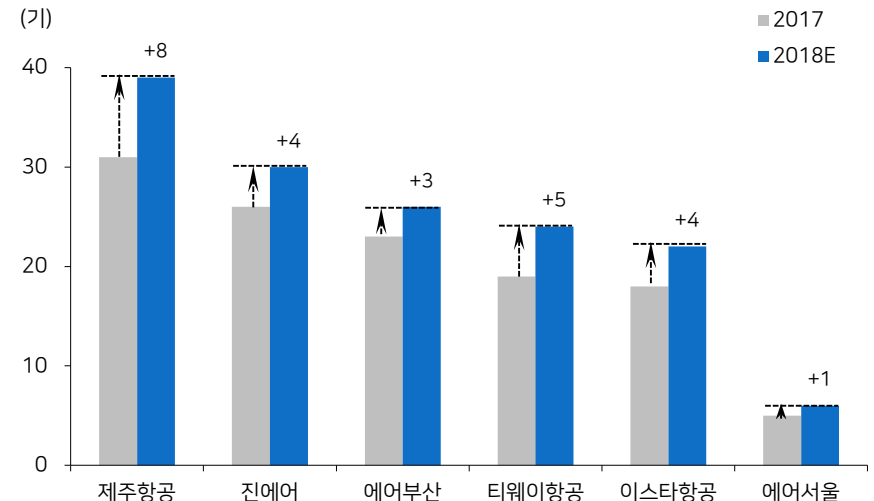
- 2018년 LCC 업계의 신규 기재 투입 계획은 총 25기로 2017년 말 122기에서 147기까지 증가할 전망
→ 2017년 기재 대수 증가율은 20.8%로 2018년 20.5%와 유사한 수준의 공급 증가율을 예상
- 2017년 12월 국토교통부는 2개 신규 업체에 대한 국제 항공사업자 면허 신청을 반려
→ 반려 사유: 정량적 기준(최소 자본금 150억원, 기재 3기)을 충족했음에도 과당 경쟁에 대한 우려
→ 추가 Action: 7월 강화된 항공사업법 개정안(최소 자본금 300억원, 기재 5기) 시행
- 7월 개정안 시행 후 신규 업체들이 면허 신청을 하더라도 실질적인 운항 가능 시기는 2019년 하반기

LCC 업계의 합산 기재 보유 추이 및 전망



주: 제주항공, 진에어, 에어부산, 에어서울, 티웨이항공, 이스타항공 6개사 합산 기준
자료: 회사자료, 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

LCC 업체별 2018년 기재 도입 계획 현황



자료: 회사자료, 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

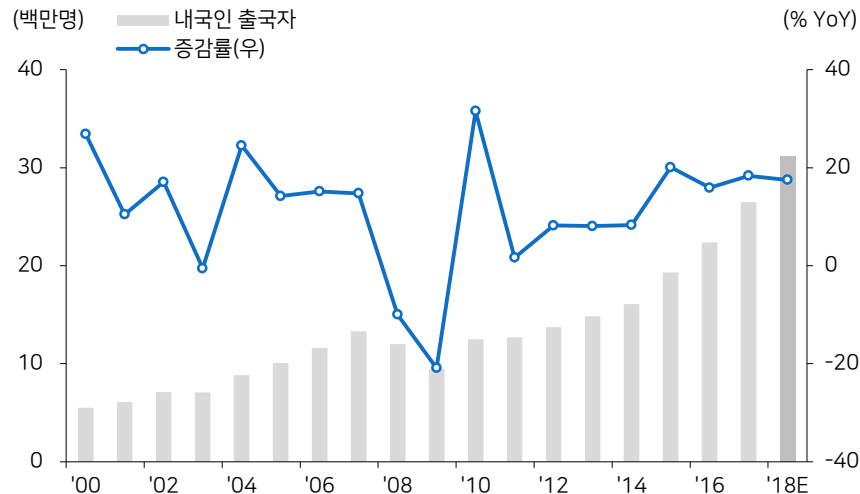
지속될 호실적의 근거는 탑승률 제고 (2) 여행 성향 확대

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

2018년 내국인 출국자수 증가율 17.5%로 전망

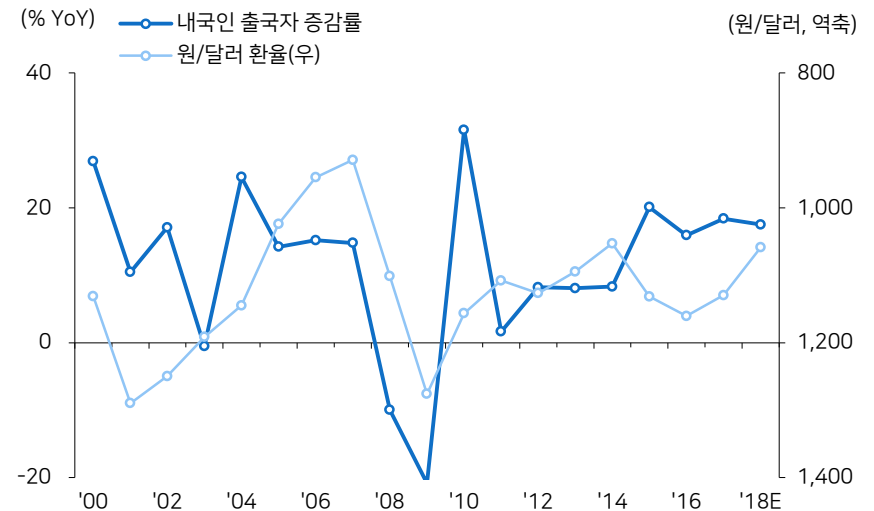
- LCC 업계의 탑승객은 내국인 80%와 외국인 20% 수준으로 구성
→ LCC 업계의 탑승률 추가 개선을 위해서는 내국인 출국자수 증가에 대한 Conviction이 필요
- 2018년 내국인 출국자수는 3,113만명(+17.5% YoY)으로 4년 연속 Double-Digit 증가율 전망
- 2018년과 2019년 기말 환율 1,030원과 1,000원으로 전망
→ 원화 강세 기조는 내국인 출국자수 증가에 우호적인 변수로 판단

내국인 출국자수와 증감률 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

내국인 출국자수 증감률과 환율 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

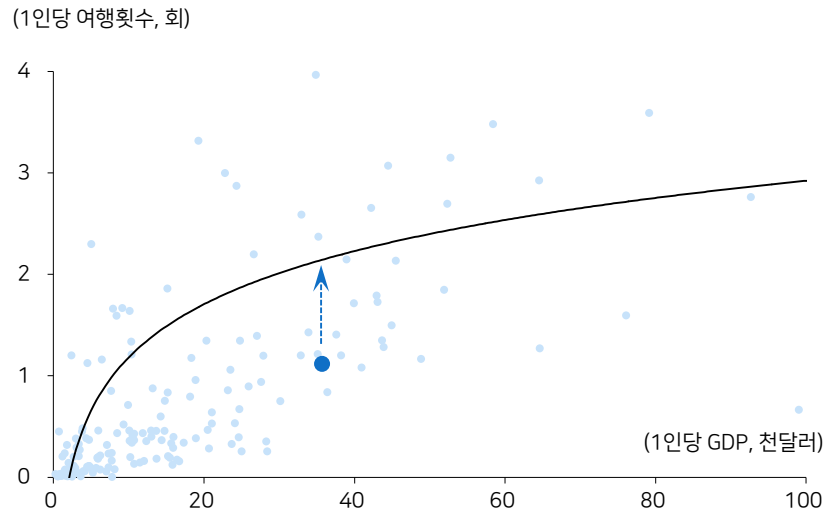
지속될 호실적의 근거는 탑승률 제고 (2) 여행 성향 확대

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_Cost Push

7월 주 52시간 근무제 도입 단기간 내 여행성향 확대 가능

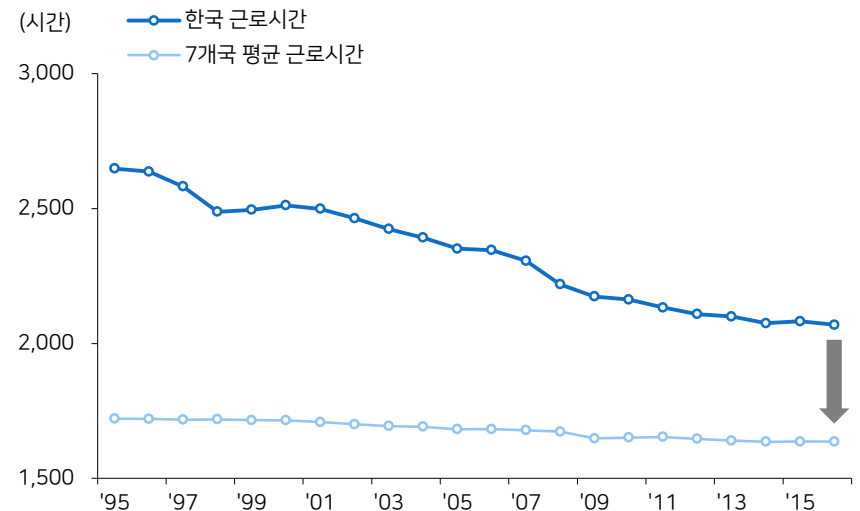
- 소득 구간 상승에 따른 여행성향 증가 속도 둔화 우려 존재하나, 여행성향 확대 여력은 충분
→ 2016년 기준 한국의 1인당 여행횟수는 1.1회, 유사 소득구간 국가의 평균은 1.7회
- 7월부터 주당 법정 근로시간이 현행 68시간에서 52시간으로 단축되는 근로기준법 개정안 시행
- 300인 이상의 사업장과 공공기관을 시작으로 점진적 적용 계획
- 유사 소득 구간의 국가들과 여행성향 Gap에는 다양한 요인이 존재하나 근로시간 역시도 주요 요인

소득 수준에 따른 여행성향 분석 (2016년 기준)



자료: Airbus, 메리츠증권증권 리서치센터

유사 소득 구간 국가들과 한국의 평균 근로시간 비교



주: 비교 국가는 일본, 스페인, 덴마크, 캐나다, 벨기에, 이탈리아, 핀란드로 산정
자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

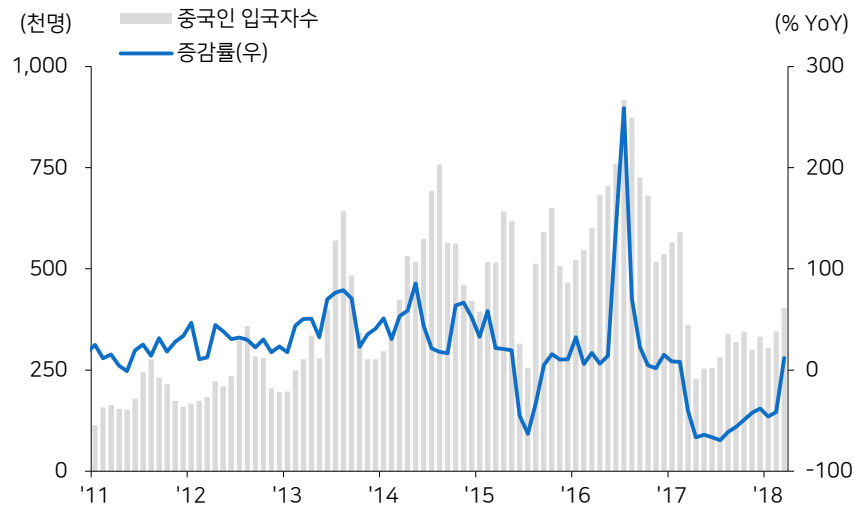
중국인의 귀환: 업종 전반의 ‘+α’

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

중국 노선의 국제 여객
수송실적은 3월 이후
기저효과 수준의 반등을 확인

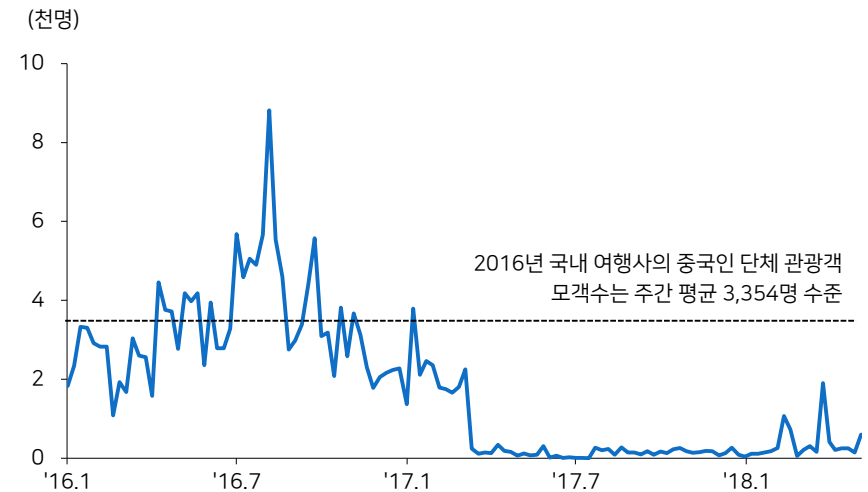
- 2018년 3월 중국인 입국자수는 40만명을 넘어서며 전년 대비 11.8% 증가로 기저효과 확인
- 2016년 국내 여행사의 중국인 단체 관광객 모객수는 주간 평균 3,354명 수준
→ 2018년 3월 이후 주간 평균 모객수는 400명 수준으로 정상화와는 거리가 먼 상황
- 중국 양제츠 정치국 위원의 방한 이후 베이징, 산둥, 우한, 충칭으로 단체관광 허용 지역이 확대되고 있으나 대형 여행사들은 여전히 여행 상품 판매에 신중한 태도

중국인 입국자수 추이



자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 여행사의 주간 중국인 단체 관광객 모객수 추이



자료: 여행신문, 메리츠증권증권 리서치센터

중국인의 귀환: 업종 전반의 ‘+α’

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_Cost Push

중국 노선의 국제 여객
수송실적은 3월 이후
기저효과 수준의 반등을 확인

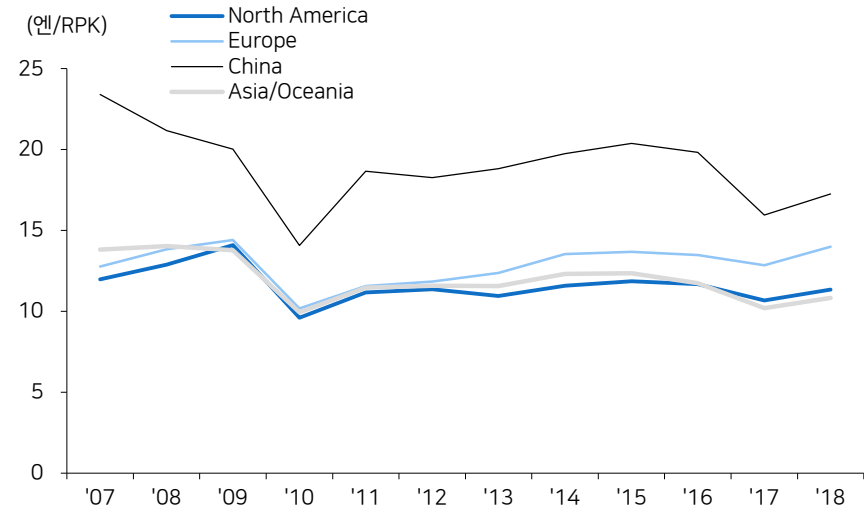
- 2018년 3~4월 중국 노선의 국제 여객 수송실적은 전년 대비 각 13.8%, 37.1% 증가
- 중국 노선 위축으로 FSC들은 중국 노선 투입 기재를 중대형 기재에서 소형 기재로 변경
→ 2017년 KAL과 AAR의 중국 노선 매출액 비중은 12.0%(-2.0%p)와 15.7%(-5.4%p)를 기록
→ 중국 노선에 투입했던 중대형 기재들은 일본과 동남아시아 노선에 투입
- 일본의 All Nippon Airways의 중국 노선 Yield(RPK 당 매출액)는 평균 대비 약 41.8% 높은 수준
- 중국 노선 정상화에 따른 매출액 비중 확대는 Yield Mix 개선을 의미

중국 노선 국제 여객 수송실적 추이



자료: 인천국제공항, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 All Nippon Airways의 노선별 운임 비교



자료: 여행신문, 메리츠증권증권 리서치센터

항공화물의 Slow Down?

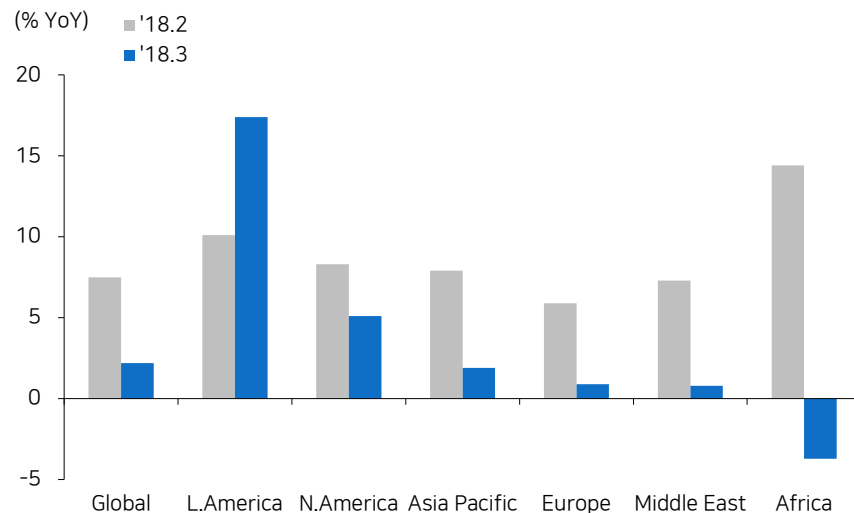
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

항공화물 Peak-Out?

최근 물동량 증가율 둔화는
De-Stocking으로 일시적 현상

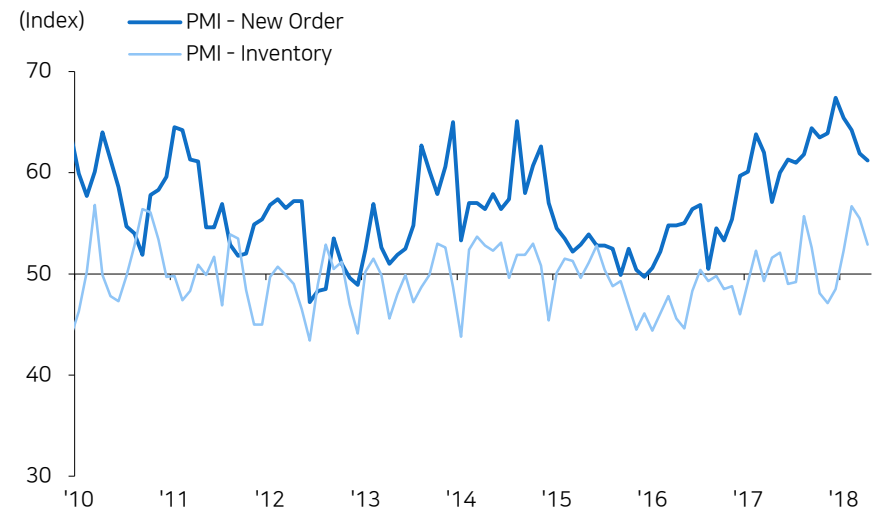
- 항공화물 물동량 증감률 둔화: 2017년 +6.6% vs 2018년 4월 누적 +1.0%
- 최근 전세계 항공화물 물동량 증가율 둔화 확인(2월 +7.5% YoY → 3월 +2.2% YoY)
→ 2018년 3월 Latin America를 제외한 전 지역에서 물동량 증가율 둔화
- 최근 항공 화물 물동량 둔화의 원인은 신규주문 PMI의 둔화에서 찾을 수 있음
→ 미국/독일/일본/중국 모두 2018년 2월 이후 신규주문이 감소하고 있는 추세
→ 이는 De-Stocking에 따른 일시적인 현상으로 판단, Re-Stocking과 함께 신규주문 증가를 예상

지역별 항공화물 물동량 지표(FTK) 증감률 비교



자료: IATA, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 제조업 PMI 재고와 신규 주문 추이



자료: ANA Holdings IR Material, 메리츠증권증권 리서치센터

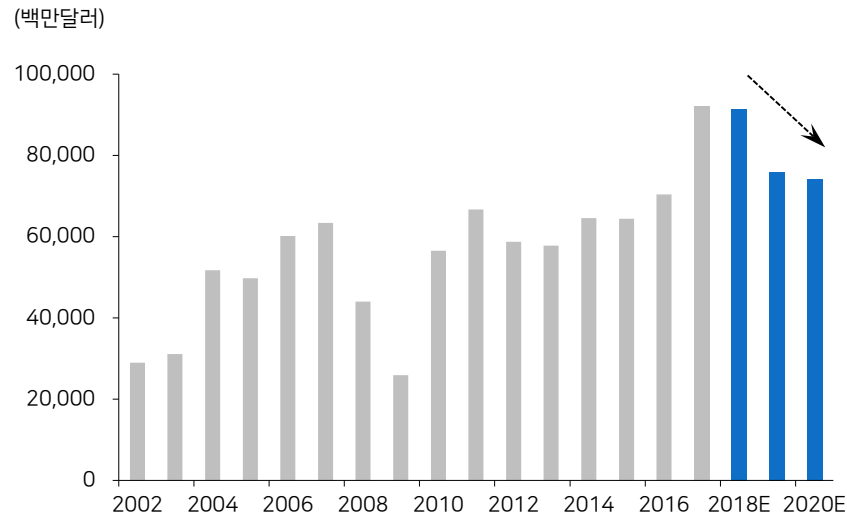
항공화물의 Slow Down?

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

항공화물 Peak-Out? IT 관련 물량 호조는 2018년까지 지속 가능

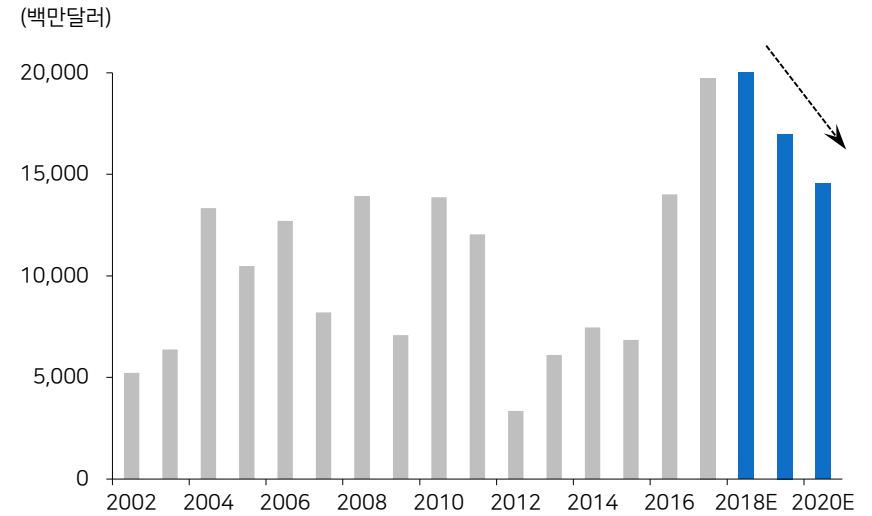
- 반도체/디스플레이 장비 산업을 보더라도 2018년까지는 항공화물 업황 호조 지속 가능
1) IT(반도체/디스플레이) 업종의 Peak-Out은 2019년, 2) 미국/유럽 소비 모멘텀 유효
- 전자전기제품과 기계류의 합산 비중(중량 기준)은 42.5%를 차지,
IT CAPEX 증가율이 둔화되면서 전체 물동량 증가율은 둔화될 수 있으나 물동량 증가 모멘텀 유효
- 2018년 Mid-Single(4~6%) 수준의 물동량 증가율을 전망해 유가 상승을 운임(Yield)에 전가 가능

Global 반도체 업체 CAPEX 추이 및 전망



자료: Gartner, 메리츠증권증권 리서치센터

Global 디스플레이 업체 CAPEX 추이 및 전망



자료: IHS, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

8

운송

Part III

해상운송
: 공급조절의 화룡점정(火龍點睛)

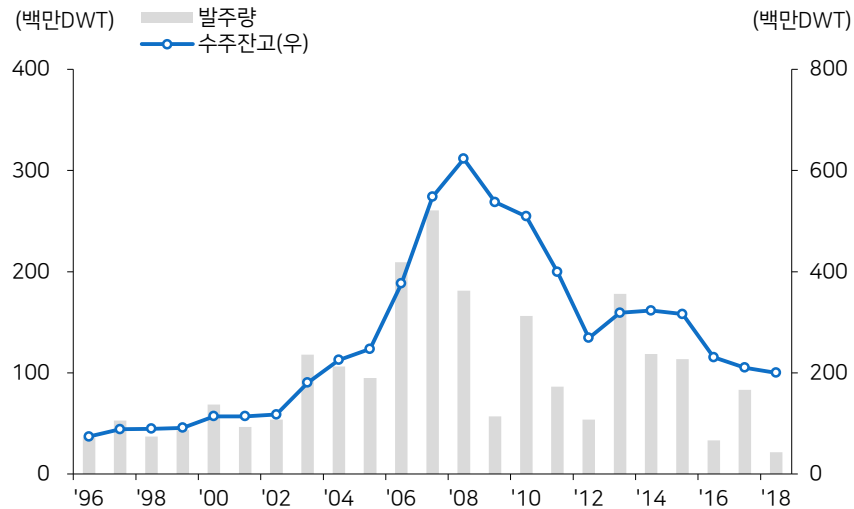
2018년 공급 조절의 화룡점정(火龍點睛) (1) 인도량 감소

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_Cost Push

수주잔고와 인도량의 시차
2016년 수주잔고 급감으로
2018년부터 인도량 급감 시작

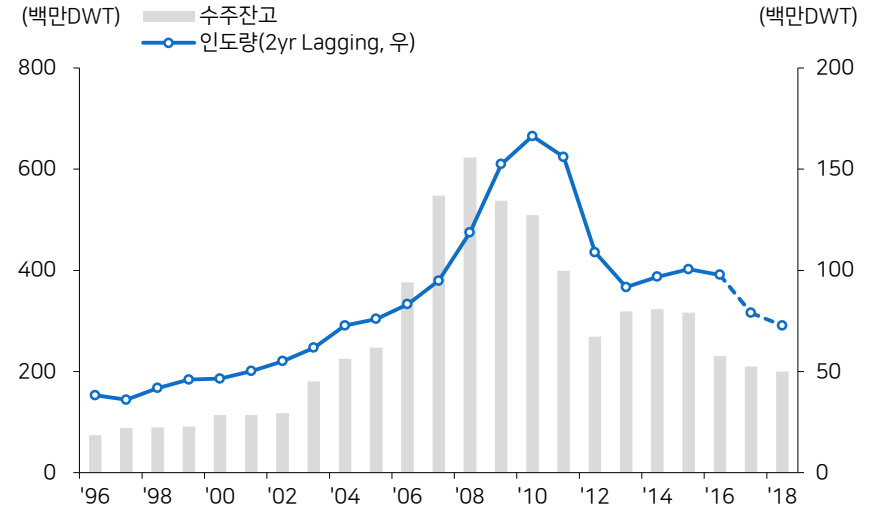
- 2018년 4월 말 기준 수주잔고는 2.0억DWT로 2015년 말 대비 36.7% 감소
→ 2017년 발주량이 8,319만DWT로 전년 대비 149.4% 증가했으나 기저효과 수준
- 해운업의 설비자산인 선박은 건조 기간 소요로 수주잔고와 인도량의 2~3년 Time Lagging 발생
→ 2016년 수주잔고는 2.31억DWT로 전년 대비 27.0% 감소, 2018년부터 인도량 급감
- 2018~2019년 인도 예정 선박은 7,900만DWT와 7,270만DWT로 각 19.2%와 8.0% 감소할 전망
- 선종별 강도의 차이는 존재하겠으나 해운업 전반의 공급 증가율 둔화는 2019년까지 지속될 전망

전세계 선박 발주량과 수주잔고 추이



주: 2018년 발주량은 4월 누적 기준, 수주잔고는 4월 말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

전세계 수주잔고와 인도량 추이 및 전망



주: 2018~2019년 인도량은 2018년 4월 말 수주잔고 기준 인도량
자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

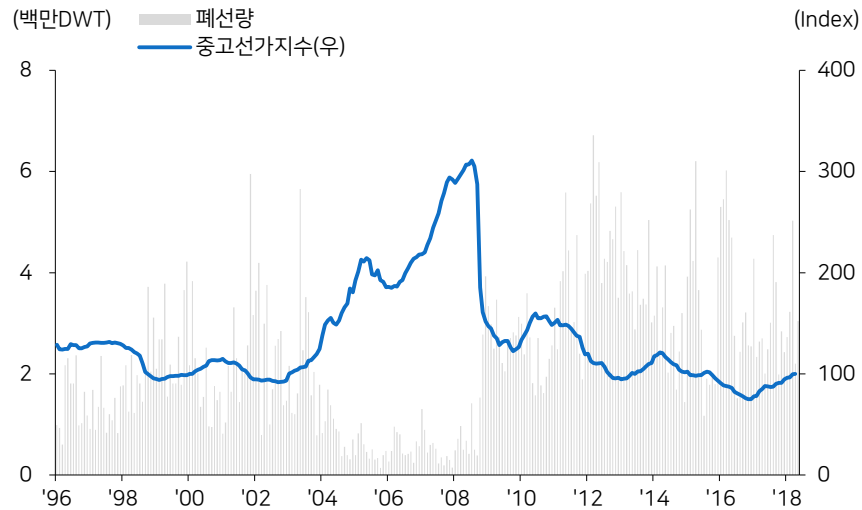
2018년 공급 조절의 화룡점정(火龍點睛) (2) 폐선량 증가

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_Cost Push

시황 회복 국면에서의 폐선량 증가: 'No Turning Back'

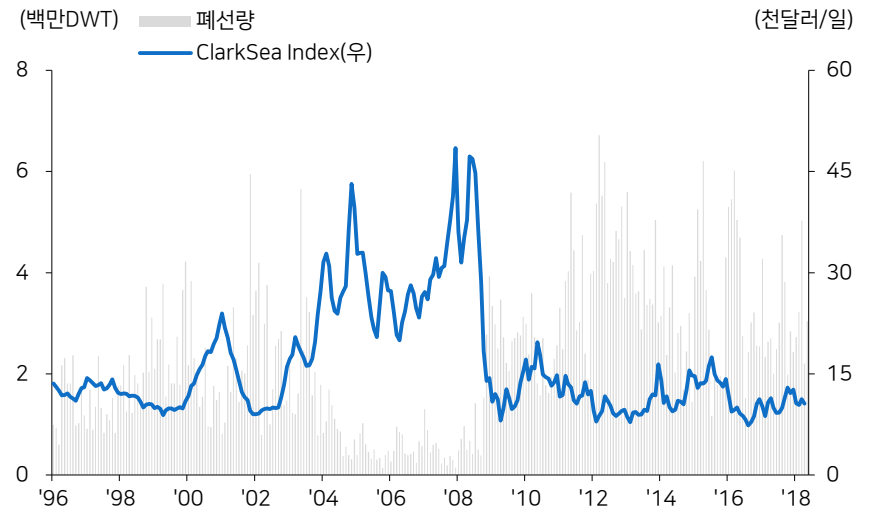
- 해운업의 공급 감소 요인인 폐선량(Demolition)은 1) 자산가치, 2) 수익가치, 3) 청산가치의 함수로 결정
- 시황 회복 국면은 중고선가와 운임 지수의 상승을 의미해 폐선량이 증가하기 어려운 국면
- 2019년과 2020년 도입 예정인 환경 규제는 선박의 BEP를 높여 자산가치와 수익가치의 Level-Down
- 환경 규제와 관련된 시장의 2가지 고민: 1) 규제의 연기 Risk와 2) 폐선량 증가 시점
 - 1) 황산화물 규제는 대응 방안이 3가지로 연기 가능성 낮음, IMO의 강력한 의지 'No Turning Back'
 - 2) 폐선량 증가 시점은 규제 도입 시점의 확정이 예상되는 MEPC73(2018.10) 전후로 가시화될 전망

폐선량과 중고선가지수 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

폐선량과 운임 지수(Clarksea Index) 추이



주: Clarksea Index는 전 선종의 운임을 가중 평균한 지수
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 공급 조절의 화룡점정(火龍點睛) (2) 폐선량 증가

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송 Cost Push

선주들 '죄수의 딜레마' 차등적 의사결정을 예상

- 환경규제 도입이 2년도 남지 않은 상황에도 폐선량은 정체 국면 → Why? "Prisoner's Dilemma"
- 1) 이기적 선택 → 환경규제에 맞춘 후 선대 유지 / 2) 협력적 선택 → 폐선을 통한 공급 조절
- 투자여력이 높은 선주들과 투자여력이 낮은 선주들의 의사결정 차별화가 불가피
- 73차 MEPC(2018년 10월 개최 예정)에서 황산화물 함유량 규제의 2020년 도입 세부방안 확정될 전망
- Scrubber 설치 또는 LNG 선박 발주 보다는 저황유(Low Sulphur Bunker)를 사용하는 방법을 선택

환경규제 도입에 따른 죄수의 딜레마

	선주A 선대 유지	선주A 폐선 결정
선주B 선대 유지	<ul style="list-style-type: none"> ■ 공급 조절 효과 없음 ■ 시장 운임 정체 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 공급 조절 효과 50% ■ 시장 운임 상승 제한적 ■ 선주B 투자 후 운임 상승 향유
선주B 폐선 결정	<ul style="list-style-type: none"> ■ 공급 조절 효과 50% ■ 시장 운임 상승 제한적 ■ 선주A 투자 후 운임 상승 향유 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 공급 조절 효과 100% ■ 시장 운임 상승

환경규제 적용에 따른 BEP Dayrate의 변화 분석

(백만달러)	환경규제 미적용			1) BWTS+Scrubber 설치			2) BWTS 설치+MGO 사용		
	15년	17.5년	20년	15년	17.5년	20년	15년	17.5년	20년
중고선가	23.3	19.4	15.5	23.3	19.4	15.5	23.3	19.4	15.5
2.5년 후 잔존가치	19.4	15.5	15.5	19.4	15.5	15.5	19.4	15.5	15.5
감가상각	3.9	3.9	-	3.9	3.9	-	3.9	3.9	-
정기검사 비용	2.5	3.5	4.0	2.5	3.5	4.0	2.5	3.5	4.0
BWTS+Scrubber				5.8	5.8	5.8	1.8	1.8	1.8
총 투자비용	6.40	7.40	4.00	12.20	13.20	9.80	8.20	9.20	5.80
일평균 투자비용	7,111	8,222	4,444	13,556	14,667	10,889	9,111	10,222	6,444
OPEX	11,000	11,750	12,500	11,000	11,750	12,500	16,775	17,919	19,063
BEP-T/C Dayrate	18,111	19,972	16,944	24,556	26,417	23,389	25,886	28,141	25,507
Adj. T/C Dayrate	22,639	28,532	33,889	30,694	37,738	46,778	32,358	40,201	51,014
현재 운임 적용시 일평균 손익	5,318	-574	-5,932	-2,737	-9,781	-18,820	-4,400	-12,244	-23,057

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

주1: BWTS는 180만달러, Scrubber는 400만달러로 가정, 주2: 유류비 OPEX 비중 30%, MGO는 기존 HFO 대비 75% 할증 적용
주3: 선박 노후화에 가동률 차등 적용, OPEX(15년-1.1만달러/일, 17.5년-1.175만달러/일, 20년-1.25만달러/일)

자료: Clarksons, Euronav, 메리츠증권증권 리서치센터

Dry Bulk (1) 2019년까지 담보된 낮은 공급 증가율

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

2018년 선복량 증가율 1.0%
인도량 +3.2% vs 폐선량 2.2%

- 2018년 벌크선 선복량 증가율은 1.0%로 전망(Clarksons 전망치 대비 공격적인 전망치)
→ 2018년 인도 예정 선박은 2,580만DWT로 전년 대비 32.8% 감소, 연초 선복량 대비 3.2%
→ Clarksons 시황 회복 국면에서 보수적 폐선량 전망 vs 당사 전망치는 하반기 폐선량 증가를 예상
- 공급 조절 Cycle의 장기화 여부? 2018년 벌크선 발주량 증가 여부에 주목
→ 2018년 발주량이 7,467만DWT를 상회할 경우 2019년 수요-공급 Balance 악화
→ 자체 발주 자금과 Syndicated Loan 확보 어려움으로 벌크선 발주량 +20% 수준을 예상
→ 2019년에도 낮은 공급 증가율에 따른 수요 우위의 시황 개선 지속 가능

벌크선 선복량 추이 및 전망

(백만DWT)	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18E	'19E	'20E
벌크선 선복량	541.5	621.7	687.5	727.0	758.9	776.8	793.9	817.3	825.1	846.6	883.4
선복량 증감률	17.0	14.8	10.6	5.7	4.4	2.4	2.2	3.0	1.0	2.6	4.3
인도량	81.4	99.9	100.4	63.0	48.4	49.2	47.2	38.4	25.8	39.6	55.4
1) 기존 수주잔고 인도 계획									25.8	24.2	21.6
2) 신규 발주량 인도 추정									-	15.4	33.9
벌크선 수주잔고	306.3	232.9	139.9	171.7	173.3	131.6	86.8	80.8	99.0	112.1	120.0
선복량 대비 수주잔고 비중	56.6	37.5	20.3	23.6	22.8	16.9	10.9	9.9	12.0	13.2	13.6
발주량	102.4	41.7	24.2	103.2	63.7	25.3	14.3	36.6	44.0	52.8	63.3
(% YoY)	176.7	-59.3	-41.9	326.7	-38.2	-60.4	-43.3	156.0	20.0	20.0	20.0
폐선량	2.6	19.7	34.6	23.6	16.5	31.3	30.1	15.0	18.0	18.2	18.6
Demolition	6.6	23.3	33.4	23.2	16.4	30.7	29.2	14.6	18.0	18.2	18.6
(% of Fleet)	1.4	4.3	5.4	3.4	2.3	4.0	3.8	1.8	2.2	2.2	2.2
Losses	0.4	0.5	0.1	0.5	0.1	0.2	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
M.Additions	4.8	5.3	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
M.Removals	0.5	1.2	1.1	0.2	0.0	0.4	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

Dry Bulk (2) 수요의 중심은 중국

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

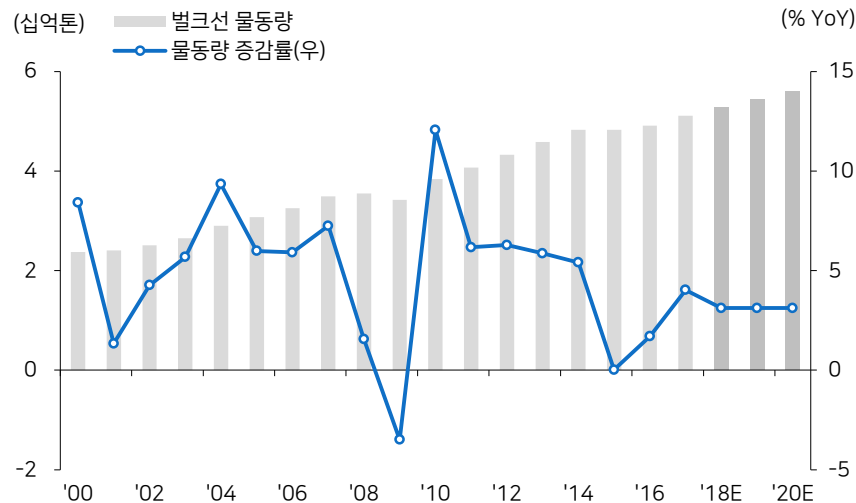
벌크 물동량 전망의 핵심

1) 중국의 철광석 수입

2) 아시아의 Energy Mix 변화

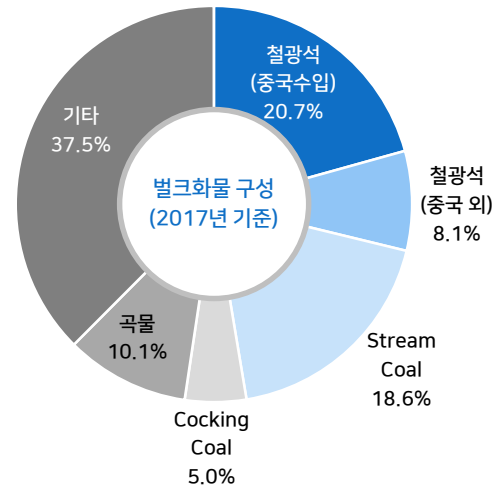
- 2018년 Dry Bulk 화물의 물동량 증가율은 3.1%로 완만한 증가를 예상
→ GDP 성장률 대비 탄성치 0.8배 수준으로 경기 회복 국면에서 보수적인 수치로 판단
- 벌크 물동량은 철광석(17년 기준 비중 28.8%), 석탄(23.6%), 곡물(10.1%), 기타 건화물(37.5%)로 구성
- 벌크 물동량 전망의 핵심은 1) 중국의 철광석 수입과 2) 동아시아 3국의 Energy Mix 변화
 - 1) 중국의 철광석 수입은 전체 Dry Bulk 물동량의 20.7%를 차지
 - 2) 동아시아 3국의 석탄 수입량은 전체 벌크 물동량의 16.3%를 차지

벌크 화물 물동량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

벌크 화물의 품목별 구성 비율(2017년 물동량 기준)



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

Dry Bulk (2) 수요의 중심은 중국

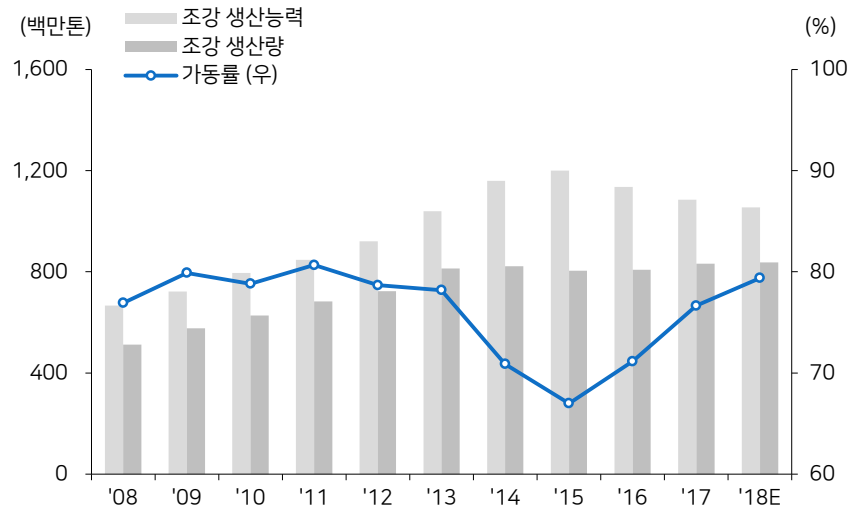
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_Cost Push

중국 철광석 수입량 증가

- 1) 고품위 철광석 수요 상승
- 2) 중국 내 철광석 생산 감소

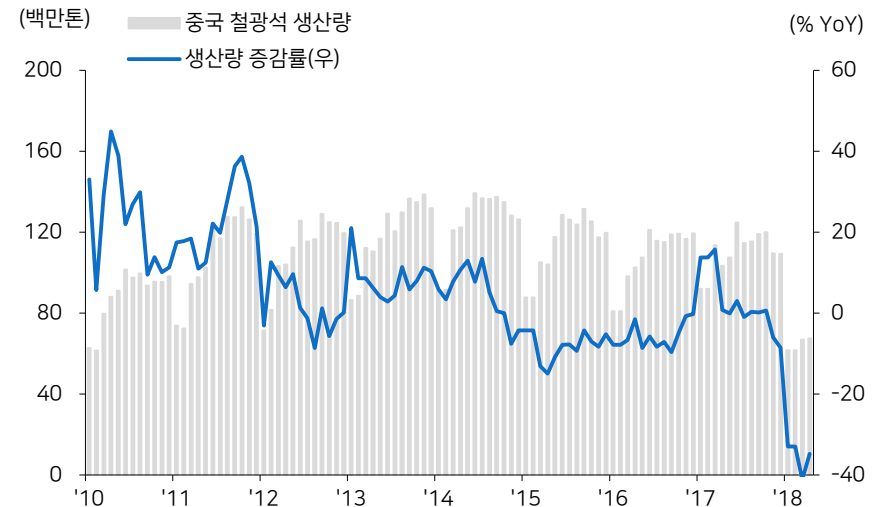
- 2018년 전국인민대표대회(전인대)에서 공급과잉산업에 대한 설비 감축 의지를 표명
- 대표적인 공급과잉산업인 철강 산업은 2018년에도 3천만톤의 추가 설비감축을 목표
→ 2018년 0.7%의 보수적인 조강 생산량 증가에도 가동률은 79.4%로 2.7% 상향
→ 가동률 상승에 따른 고품위 철광석의 수요 자극
- 철광석 광산에 대한 높아진 규제도 주목, 2017년 10월 중국 내 철광석 광산 License의 1/3을 취소
→ 2018년 4월 누적 조강 생산량 4.7% 증가했으나, 철광석 생산량 36.6% 감소해 수입 의존도 상승

중국의 조강 생산능력과 생산량 추이 및 전망



주: 2018년 중국 조강 생산능력은 3천만톤 감산을 반영
자료: 중국철강협회, 메리츠증권증권 리서치센터

중국의 철광석 생산량 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

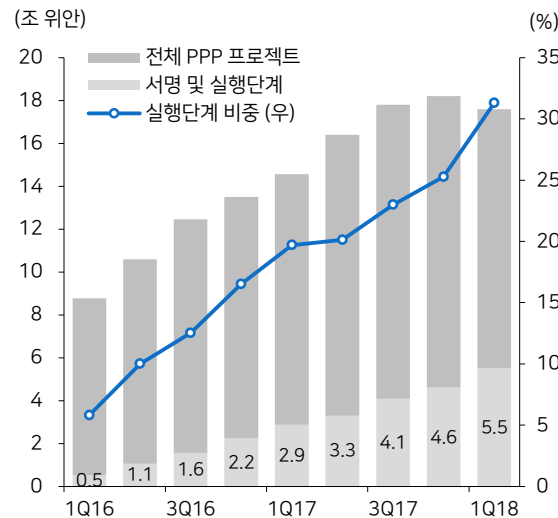
Dry Bulk (2) 여전히 유효한 중국 인프라 투자 Story

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

인프라 투자 확대는 수요 측면에서의 Big Issue

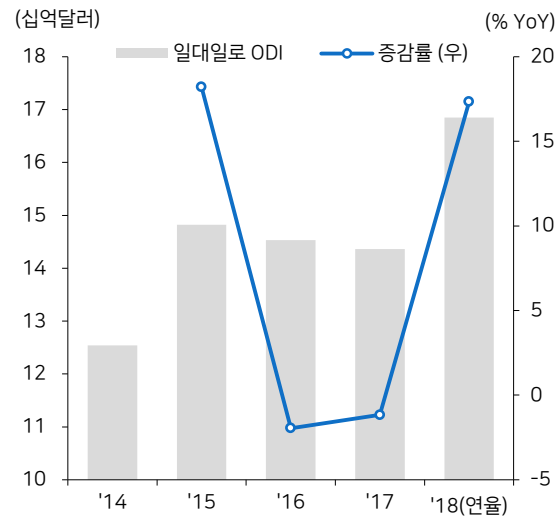
- 2018년 인프라 투자 증가율 둔화: 17.4%(16) → 19.0%(17) → 12.4%(18년 1~4월)
- 중국 인프라 투자에서 기대할 수 있는 부분은 1) PPP를 통한 민간 투자 확대와 2) 일대일로 관련 투자
- 고무적인 부분은 PPP(Public-Private Partnership)를 통한 인프라 투자 확대
→ 1Q17 2.9조위안, 4Q17 4.6조위안, 1Q18 5.5조위안
- 2018년 상반기 일대일로 투자 확대 확인, 2019년까지 투자 확대가 지속될 가능성에 주목
→ 2018년 1~4월 일대일로 관련 해외직접투자 4.7억달러(+17.3% YoY), 건설업 수출주문도 반등

PPP 인프라 투자 진행속도 가속화

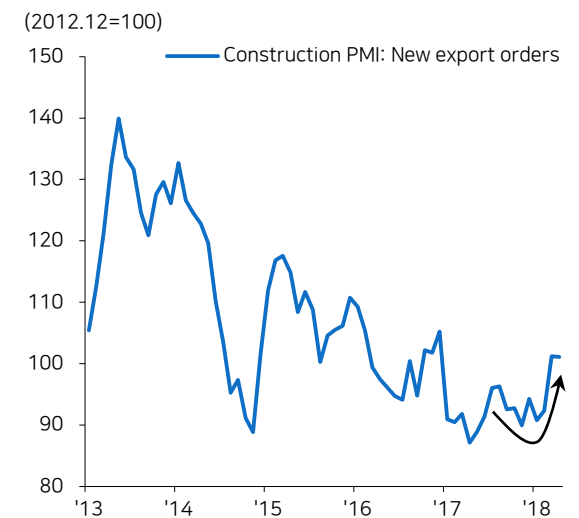


자료: 중국 재정부, 메리츠증권 리서치센터

일대일로 관련 투자 재개



주: 우측의 그림은 2012년 12월을 100으로 두고, 당월의 (건설업 수출주문지수-50)을 누적 합산한 것임
자료: 중국 상무부, 중국 물류구매연합회



Dry Bulk (3) 2018년 연평균 BDI 1,386pt로 전망

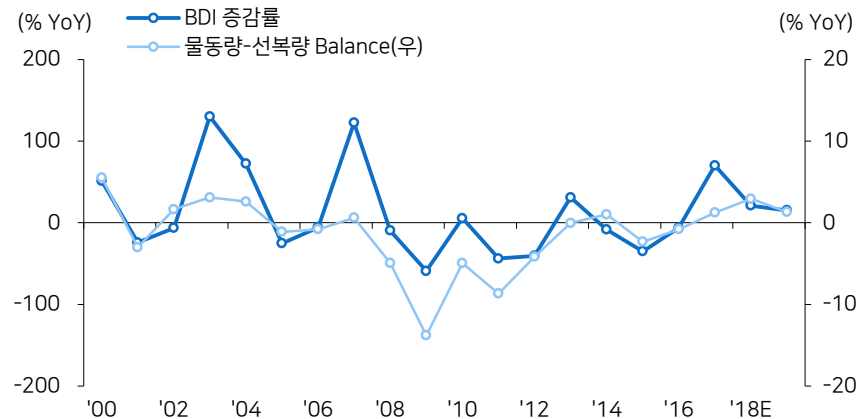
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

건화물(Dry Bulk) 물동량 및 벌크선 선복량 증감률과 BDI(Bartic Dry Index)의 추이 및 전망

(백만톤, 백만DWT)	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18E
건화물 물동량	3,559	3,430	3,844	4,081	4,342	4,588	4,828	4,834	4,895	5,109	5,308
물동량 증감률(%)	1.9	-3.6	12.1	6.2	6.4	5.7	5.2	0.1	1.3	4.2	3.9
벌크선 선복량	420	463	541	622	688	727	758	777	794	817.3	825.1
선복량 증감률(%)	6.7	10.2	17.0	14.9	10.6	5.7	4.4	2.4	2.2	3.0	1.0
물동량-선복량 증감률(%)	-4.9	-13.9	-4.9	-8.7	-4.2	0.0	0.9	-2.3	-1.0	1.2	2.9
회전율(배)	8.48	7.41	7.10	6.56	6.32	6.31	6.37	6.22	6.17	6.25	6.43
연평균 BDI	6,390	2,617	2,758	1,549	920	1,206	1,105	718	673	1,145.2	1,385.7
BDI 증감률(%)	-9.6	-59.1	5.4	-43.8	-40.6	31.0	-8.3	-35.0	-6.3	70.1	21.0

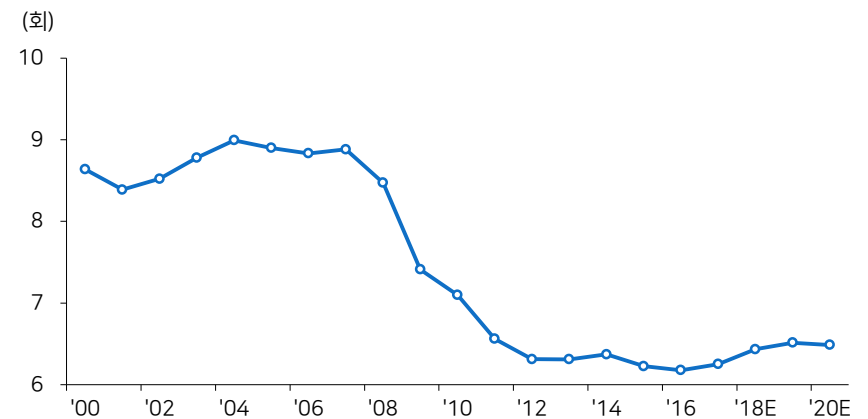
자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

벌크 화물의 수급 Balance와 BDI 증감률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

벌크 화물의 회전률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

Container (1) 2018년까지 이어질 후유증

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

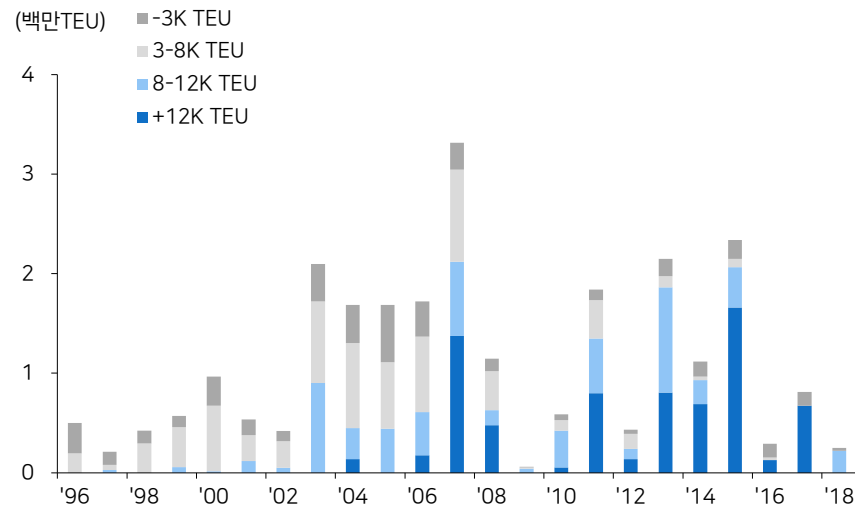
회복의 시점? 2019년 이후

1) 공급 증가율 둔화 가능

2) 상위 선사들의 교섭력 강화

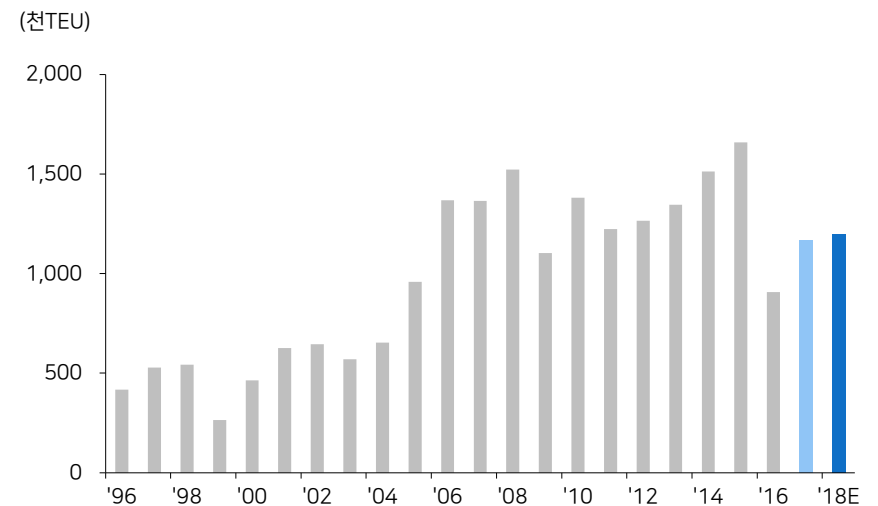
- 2015년 해운업 전반의 부진에도 불구하고 컨테이너선의 발주량은 231만TEU로 2007년을 제외한 최대 규모의 발주량을 기록 → Maersk 주도의 경쟁적 발주가 원인
- 2018년 컨테이너선의 예상 인도량은 120만DWT로 2017년 대비 4.3% 증가, 공급 증가율 상승
- 컨테이너 해운업의 시황 개선이 가시화되는 시점은 2019년 이후로 판단
→ Fundamental 회복: 선복량 증감률 2018년 4.3%에서 2019년 2.3%로 둔화, 공급 증가율 둔화
→ 교섭력 강화: 상위 선사들의 Consolidation, 10개 선사 점유율 2016년 70.6%에서 82.4%까지 확대

컨테이너선 선형별 발주량 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

컨테이너선 인도량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

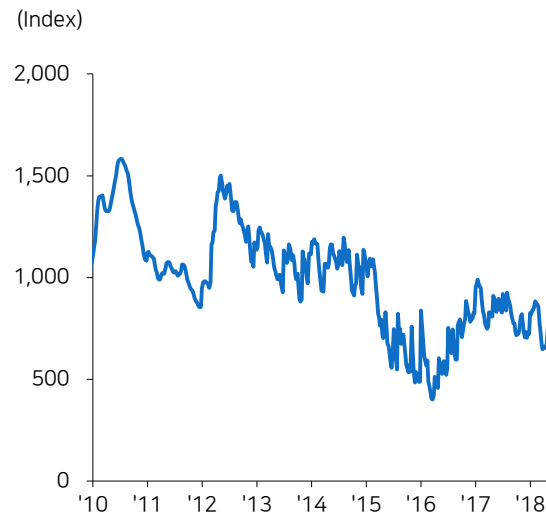
Container (1) 2018년까지 이어질 후유증

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

미주/구주 노선에 초대형
컨테이너선 투입 후 Intra Asia
등에 기존 투입 선박 Cascading
→ 노선 전반의 운임 약세

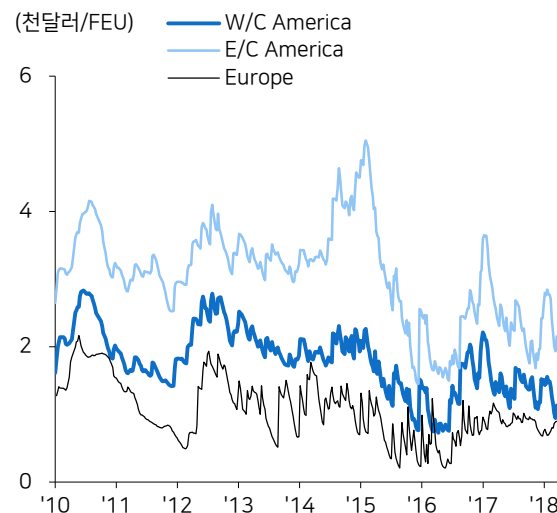
- 2016년 하반기 한진해운 사태와 글로벌 경기 회복에 따른 물동량 회복으로 운임 지수 반등에 성공
- 주요 컨테이너 선사들의 Consolidation에도 불구하고, 2017년 노선 전반의 운임 약세 지속
- 2017년 인도된 초대형 컨테이너선들이 미주/구주 노선에 배치, 기존 미주/구주 노선에 투입되던 8~1.2K TEU급 컨테이너선들은 Intra Asia 노선 등으로 Cascading 발생 → 노선 전반의 운임 약세 시현
- 2018년에도 초대형 컨테이너선 위주의 인도량 증가로 노선 전반의 운임 약세 불가피할 전망

컨테이너 운임지수(SCFI) 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

미주/구주 노선의 컨테이너 운임지수(SCFI) 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

Intra Asia 노선의 컨테이너 운임지수(SCFI) 추이



주: 상하이-동남아시아 노선 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

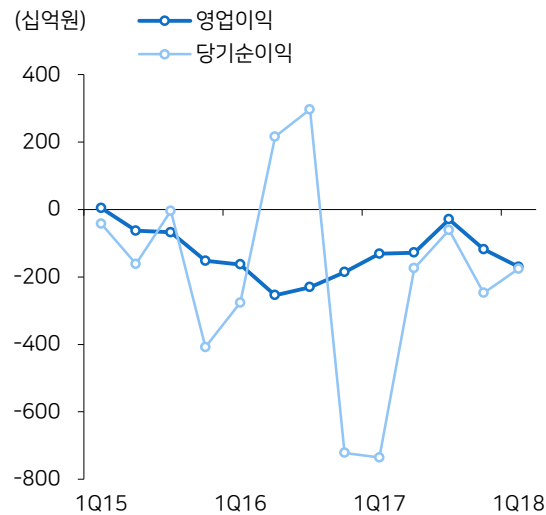
Container (2) 국내 컨테이너 선사의 Golden Time

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

현대상선 단위원가 경쟁력 확보를 기대하기 어려운 상황

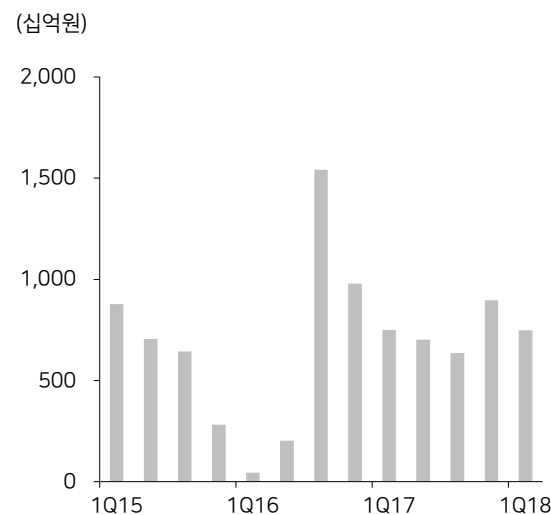
- 현대상선은 2018년 1분기 매출액 1.11조원(-14.6% YoY), 영업손실 1,701억원(적자지속)을 기록
- 수차례의 자본 확충 과정에도 2017년 1.22조원의 당기순손실을 기록, 1분기 말 자본총계는 7,487억원
- 시장 운임 상승 가능성을 배제하면 현재 원가구조 하에서는 영업실적 개선은 쉽지 않은 상황으로 판단
→ 전세계 컨테이너 물동량 증가 추세에도 불구하고 1분기 중 소석률(L/F)은 4.8%p 하락해 75.5% 기록
→ 유가 상승에 따른 bunker유 가격 인상을 감안하면 단위 원가 개선을 기대하기는 어려운 상황
- 운영 선대 중 초대형 컨테이너선(+13K TEU)의 부재, 단위원가 경쟁력 확보를 기대하기도 어려움

현대상선의 영업이익과 당기순이익 추이



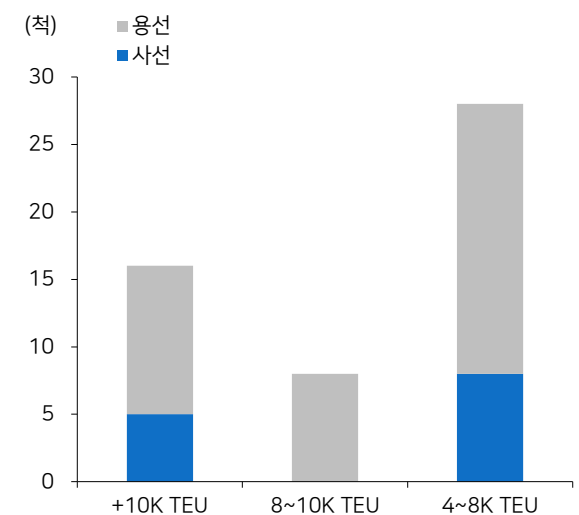
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

현대상선의 자본총계 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

현대상선의 운영 컨테이너 선대 현황



주1: 2018년 1분기 말 기준, 주2: 3년 이상 용선 선박 대상
자료: 현대상선, 메리츠증권증권 리서치센터

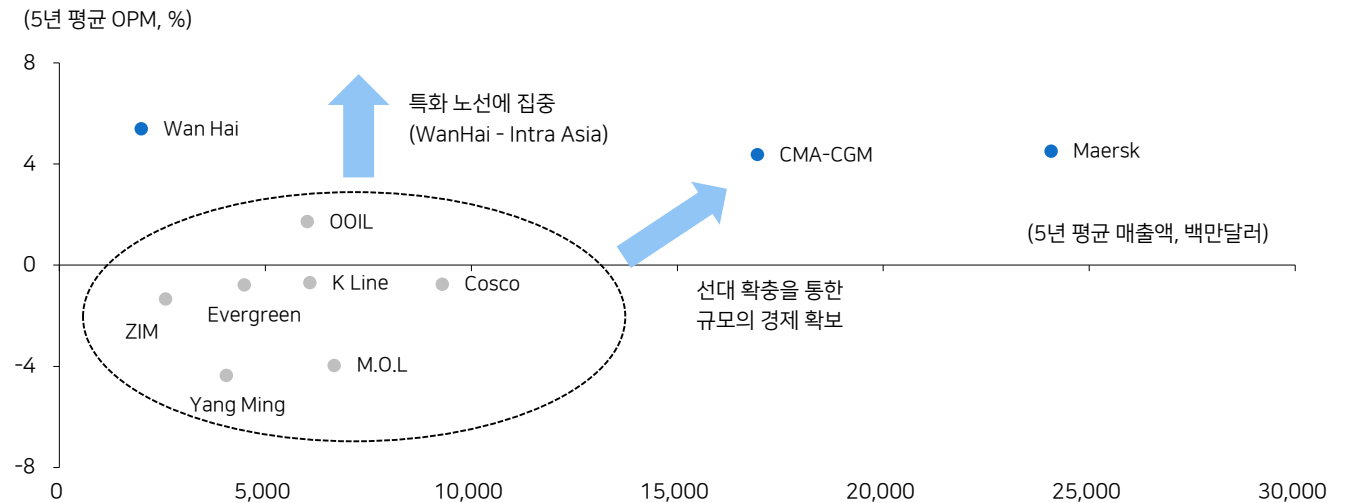
Container (2) 국내 컨테이너 선사의 Golden Time

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

국내 컨테이너 선사들의
실적 부진은 2017년에도 지속
: 장기 경쟁력 강화 방안이 필요

- 2017년 시장 운임 반등에 따른 적자 규모 축소되었으나 Global Peer Group 대비 원가 열위 지속
→ 2017년 상위 20개 컨테이너 선사 중 3개사를 제외한 17개 선사들이 영업이익을 기록
- 장기 경쟁력 강화에 대한 고민: 1) Maersk Type: 규모의 경제, 2) WanHai Type: 특화 노선에 집중
→ 특화 노선에 집중하는 전략은 시장의 공급 과잉과 Cascading Effect 감안하면 회의적으로 판단
→ 선대 규모 확충을 통한 규모의 경제 확보와 개별 선박의 단위원가를 낮추는데 주력할 필요가 있음

Global Top 20 컨테이너 선사들의 5년 평균 매출액과 영업이익률 비교



주: 컨테이너 사업 부문의 5년 평균 매출액과 영업이익률 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

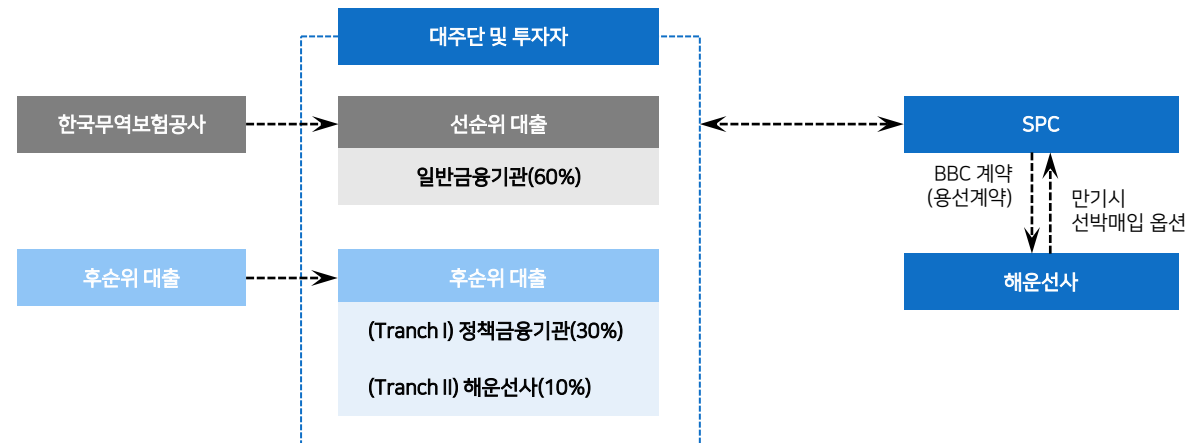
Issue 분석: 해운 재건 5개년 계획

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

국내 컨테이너 선사들의
실적 부진은 2017년에도 지속
: 장기 경쟁력 강화 방안이 필요

- 선대 확충과 낮은 개별 선가를 위한 조건: 1) 낮은 선가(감가상각비)와 2) 낮은 조달비용(이자비용) 필요
→ 2018년 2월 기준 72.1pt로 저점 대비 6.4% 반등했으나 여전히 낮아 발주하기에 좋은 상황으로 판단
다만, 현재 업황과 재무구조를 감안하면 회사의 신용도를 활용한 일반적인 선박금융 활용은 어려움
→ 정책금융지원 불가피 (사례) 현대상선의 VLCC 5척 발주 - 신조지원 프로그램
- 지난 12월 '한국해양진흥공사법'이 국회를 통과, 2018년 7월에 출범 예정
→ 금융지원을 넘어선 자국화물 선취율('15년 31.5% → '17년 13%) 확대 등 정책 지원도 동반될 필요성
→ 2018년 4월 해운 재건 5개년 계획을 통해 금융지원과 정책 지원 방향성 제시

정부의 해운산업 지원 정책의 일환으로 조성된 '신조지원 프로그램'



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Issue 분석: 해운 재건 5개년 계획

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

국내 컨테이너 선사들의
실적 부진은 2017년에도 지속
: 장기 경쟁력 강화 방안이 필요

- 2018년 4월 '해운재건 5개년 계획' 발표
→ 3개 세부지원 방안 제시: 1) 안정적 화물 확보, 2) 경쟁력 있는 선박 확충, 3) 경영안정 지원
- 시장에서 결정되는 운임(P)보다는 물동량(Q) 확보와 비용(C) 안정화를 목표로 하는 지원 정책
- 컨테이너 선사는 국적선사 적취율 확대와 신조선박 지원을 통한 규모의 경제 확보 여부가 관건
- 벌크 선사는 전략화물 적취율 제고를 통한 장기운송계약 확보가 중요한 이슈로 판단

해운 재건 5개년 계획의 세부 지원 방안

목표	지원방안	Action Plan
안정적 화물확보	<ul style="list-style-type: none"> ■ 국적 화물의 국적선사 적취율 확대 ■ 컨테이너 화물의 장기운송계약 모델 개발 ■ 전략화물(Dry Bulk, Tanker)의 적취율 제고 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 화주가 선박투자에 참여하는 상생펀드 설립 ■ 상생협력 우수 선주와 화주에 인센티브 제공 ■ 현행 대비 자국 선사 이용률 제고(Dry Bulk 72.8% → 80.1%) ■ 외국선사와의 장기운송계약은 국적선사로 대체 유도 ■ 최저가 낙찰제를 종합심사 낙찰제로 전환 추진
경쟁력 있는 선박확충	<ul style="list-style-type: none"> ■ 신조 선박에 대한 금융지원 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 선박 신조지원 프로그램 및 한국해양진흥공사의 투자 계획 ■ 노후선박 교체 보조금(신조선가 10%) 지원
경영안정 지원	<ul style="list-style-type: none"> ■ 재무건전성 제고 ■ 물류거점 확보 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Sales and Lease Back 활용해 선사의 재무구조 개선 ■ GTO 육성해 해외 주요항만의 컨테이너 터미널 등 물류거점 확보

자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터



메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

운송

기업분석

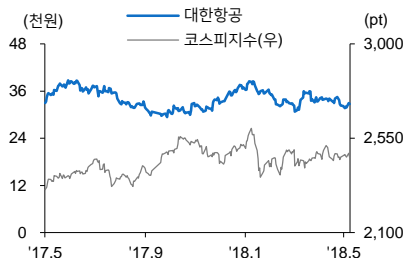
종목	투자판단	적정주가
대한항공(003490)	Buy	47,000원
팬오션(028670)	Buy	7,100원
제주항공(089590)	Buy	56,000원
대한해운(005880)	Buy	37,000원

대한항공(003490) 하반기 더 높게 날 수 있다

Analyst 최치현 02. 6098-6669
chihyun.choi@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	47,000원
현재주가 (5. 29)	32,750원
상승여력	43.5%
KOSPI	2,457.25pt
시가총액	31,062억원
발행주식수	9,484만주
유동주식비율	63.04%
외국인비중	16.75%
52주 최고/최저가	38,750원 / 29,400원
평균거래대금	206.3억원
주요주주(%)	
한진칼 외 9인	33.35
국민연금	12.60
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-3.4 -2.0
6개월	4.6 7.0
12개월	-6.6 -10.5
주가그래프	



2018년 연결 매출액 12.97조원(+7.2% YoY), 영업이익 1.01조원(+7.3% YoY)로 상고하저의 흐름을 예상

- 1분기(안전장려금)에 이어 2분기(격려금)에도 일회성 인건비 발생으로 감익을 예상
- 2018년 여객과 화물의 매출액 증가율은 각 11.9%와 2.4%로 하반기 여객 부문의 매출액 증가를 기대
- 5월 시작된 Delta Airlines와의 Joint Venture 효과와 중국 노선 정상화를 기대

하반기 취항지 경쟁력이 본격적으로 가시화될 전망

- 1분기 말 기준 164기의 항공기를 운영, 5월 국적 항공사가 취항한 152개 노선 중 단독 취항지 52개
- 아시아나항공과 중국 非항공 자유화 지역에 대한 운수권 선점 + Joint Venture로 미주 노선 경쟁력 확보

투자이견 Buy, 적정주가 47,000원 유지: 가버넌스 Risk 해소 이후 Valuation 매력 부각될 전망

- 적정주가는 2018년 예상 조정 BPS(신종자본증권 차감 후 BPS) 기준 PBR 1.4배를 적용
- 오너 일가와 관련된 불확실성으로 현 주가는 2018년 예상 BPS 기준 0.8배 수준에 불과
- 이익 개선과 CAPEX 축소에 따른 Free Cash Flow 확대는 재무구조 개선과 주주가치 증대가 가능함을 의미

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	11,731.9	1,120.8	-564.9	-7,274	-4.9	22,352	-3.5	1.2	6.0	-27.2	1,178.1
2017	12,092.2	939.8	791.5	8,733	-223.4	37,824	3.9	0.9	6.4	29.4	557.1
2018E	12,985.9	1,008.2	482.6	5,084	-41.8	42,603	6.3	0.8	5.4	12.5	485.7
2019E	13,102.5	1,272.4	691.1	7,283	43.2	49,554	4.4	0.7	4.6	15.6	404.1
2020E	13,505.0	1,311.5	738.2	7,780	6.8	56,997	4.1	0.6	4.2	14.4	343.7

하반기 여객 부문의 이익 모멘텀 부각될 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_Cost Push

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액(연결)	2,866.0	2,905.2	3,213.9	3,107.1	3,102.0	3,143.8	3,465.7	3,274.3	11,731.9	12,092.2	12,985.9	13,102.5
(% YoY)	-0.0	3.1	3.1	6.1	8.2	8.2	7.8	5.4	1.6	3.1	7.4	0.9
부문별 매출액(별도)												
1) 국내선 여객	105	144	137	121.6	98	139	138	121	494	507	496	489
(% YoY)	2.9	8.8	-3.6	3.2	-6.9	-3.5	1.2	-0.4	4.3	2.7	-2.2	-1.5
RPK (백만Km)	640	812	767	675	563	747	739	652	2,880	2,894	2,702	2,652
Yield (원/Km)	164.4	177.0	178.0	180.1	173.9	185.8	186.9	185.6	171.4	175.2	183.6	184.2
L/F (%)	75.3	80.0	77.7	77.1	72.3	77.4	76.5	76.1	77.7	77.6	75.7	75.1
2) 국제선 여객	1,574	1,554	1,787	1,624.3	1,754	1,753	2,066	1,818	6,472	6,539	7,391	7,720
(% YoY)	-2.6	1.6	-3.2	9.8	11.4	12.8	15.7	11.9	4.4	1.0	13.0	4.5
RPK (백만Km)	17,925	18,382	20,223	18,418	18,785	19,750	21,656	19,447	73,029	74,948	79,637	82,369
Yield (원/Km)	87.8	84.5	88.3	88.2	93.4	88.8	95.4	93.5	88.6	87.2	92.8	93.7
L/F (%)	80.3	79.4	81.1	76.8	79.4	79.9	82.4	78.9	78.6	79.4	80.2	80.7
3) 항공 화물	640	673	700	796.0	698	705	704	769	2,444	2,809	2,876	2,643
(% YoY)	14.0	13.2	20.3	12.7	9.1	4.9	0.5	-3.4	-6.5	14.9	2.4	-8.1
FTK (백만Km)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,009	2,072	2,047	2,099	8,163	8,593	8,226	7,486
Yield (원/Km)	316.7	318.2	321.4	349.1	347.2	340.4	343.9	366.6	299.4	326.9	349.6	353.0
L/F (%)	78.2	77.9	78.0	79.9	76.6	79.1	79.3	80.0	76.9	78.5	78.7	77.7
영업이익(연결)	191.5	172.8	355.5	220.0	166.3	157.2	425.9	258.9	1,120.8	939.8	1,008.2	1,272.4
(% YoY)	-40.8	8.5	-22.7	23.3	-13.1	-9.0	19.8	17.7	26.9	-16.2	7.3	26.2
(영업이익률, %)	6.7	5.9	11.1	7.1	5.4	5.0	12.3	7.9	9.6	7.8	7.8	9.7
세전이익	719.2	-245.9	109.3	539.1	-1.1	133.0	536.1	-42.2	-717.4	1,121.7	625.9	924.4
(% YoY)	흑전	적지	-82.0	흑전	적전	흑전	390.7	적전	적지	흑전	-44.2	47.7
당기순이익(자배)	557.7	-203.3	57.9	379.2	-10.3	89.2	487.1	-83.3	-564.9	791.5	482.6	691.1
(% YoY)	흑전	적지	-88.6	흑전	적전	흑전	741.9	적전	적지	흑전	-39.0	43.2
주요 가정												
원/달러 환율(평균)	1,153	1,130	1,132	1,104	1,072	1,070	1,060	1,040	1,161	1,130	1,061	1,016
원/달러 환율(기말)	1,118	1,144	1,145	1,071	1,066	1,070	1,050	1,030	1,208	1,071	1,030	1,000
항공유(달러/배럴)	65.7	62.3	60.1	68.5	78.3	87.5	87.5	93.8	52.2	64.2	86.3	87.5
(% YoY)	52.7	22.7	7.0	17.6	19.3	40.4	45.7	36.9	-23.4	23.0	34.6	1.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

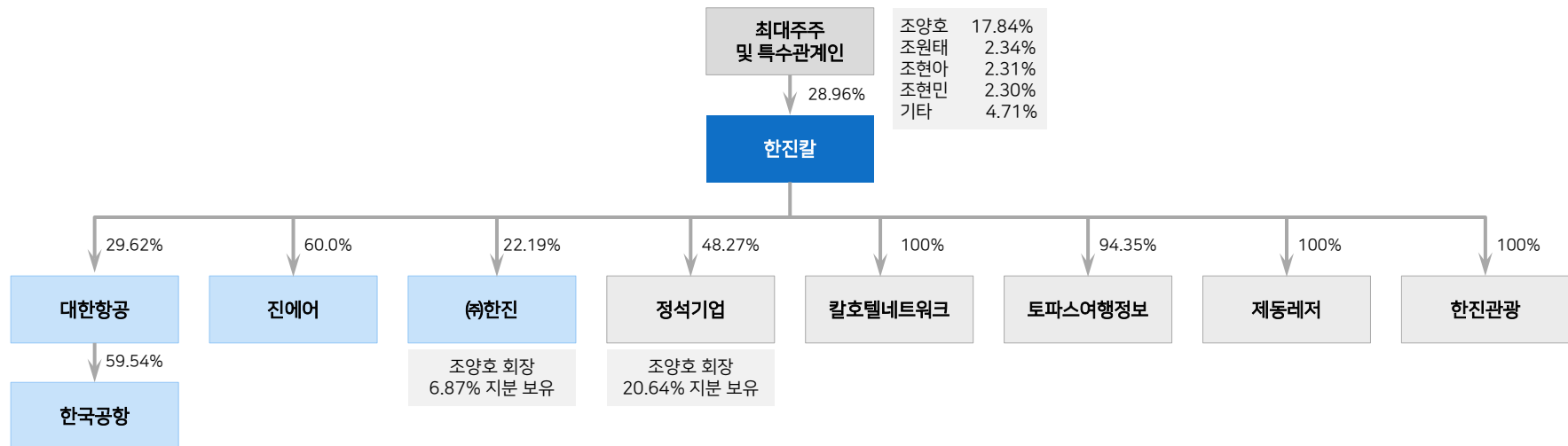
가버넌스 Risk 확대로 한진칼 그룹 전반의 주가 변동성 확대

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

가버넌스 Risk 확대로 그룹사
전반의 주가 변동성 확대
Risk의 완전 해소 과정을 기대

- 2013년 대한항공 인적분할을 시작으로 2015년 현재의 지주회사(한진칼) 체제 개편 완료
- '최대주주→한진칼→대한항공'의 지분구조를 보유, 최대주주 관련 Risk로 그룹 전반의 주가 변동성 확대
- 최대주주의 한진칼 보유 지분율은 3개 공익법인 제외시 25.58%로 KOSPI200 평균을 하회
- 외환거래법, 진에어 등기이사 등 가버넌스 Risk가 높아지고 있으나 금번 사례를 통한 가버넌스 Risk의 완전 해소 가능성은 긍정적 사안으로 판단 → 스튜어드십코드, 행동주의 펀드의 수혜 가능

한진칼의 지배구조 현황(2017년 말 기준)



주1: 지분율은 2017년 말 기준, 주2: 정석기업의 자기주식을 감안한 유효 지분율은 54.74%
자료: 전자공시시스템, 메리츠증권리서치센터

대한항공 (003490)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,731.9	12,092.2	12,985.9	13,102.5	13,505.0
매출액증가율(%)	1.6	3.1	7.4	0.9	3.1
매출원가	9,435.2	9,991.2	10,730.5	10,571.8	10,896.5
매출총이익	2,296.6	2,101.1	2,255.3	2,530.7	2,608.5
판매비와관리비	1,175.8	1,161.3	1,247.1	1,258.3	1,297.0
영업이익	1,120.8	939.8	1,008.2	1,272.4	1,311.5
영업이익률(%)	9.6	7.8	7.8	9.7	9.7
금융손익	-507.2	-457.8	-382.4	-348.0	-315.8
종속/관계기업관련손익	-112.3	11.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1,218.7	628.4	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-717.4	1,121.7	625.9	924.4	995.7
법인세비용	-160.6	319.8	137.0	224.3	247.8
당기순이익	-556.8	801.9	488.9	700.2	747.9
지배주주지분 순이익	-564.9	791.5	482.6	691.1	738.2
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,328.0	3,582.3	4,155.6	4,580.9	5,204.7
현금및현금성자산	1,089.9	761.2	1,204.9	1,603.8	2,136.0
매출채권	607.1	636.0	667.5	673.5	694.2
재고자산	564.7	682.7	669.8	675.8	696.6
비유동자산	20,628.6	21,066.4	20,538.5	20,077.7	19,716.0
유형자산	17,873.3	18,907.3	18,382.9	17,951.7	17,604.6
무형자산	405.0	363.5	324.9	290.6	260.1
투자자산	620.6	476.3	511.5	516.1	532.0
자산총계	23,956.5	24,648.7	24,694.1	24,658.7	24,920.6
유동부채	9,131.1	6,638.1	6,204.6	5,735.9	5,426.0
매입채무	113.9	151.8	163.0	164.5	169.5
단기차입금	1,168.0	772.6	656.7	591.1	561.5
유동성장기부채	5,175.2	3,300.5	2,805.4	2,384.6	2,026.9
비유동부채	12,951.1	14,259.5	14,273.6	14,030.7	13,878.7
사채	83.2	1,103.0	1,056.4	1,016.8	986.8
장기차입금	1,016.1	1,941.9	1,868.8	1,795.8	1,712.7
부채총계	22,082.2	20,897.6	20,478.2	19,766.6	19,304.7
자본금	369.8	479.8	479.8	479.8	479.8
자본잉여금	602.9	946.2	946.2	946.2	946.2
기타포괄이익누계액	385.4	670.8	670.8	670.8	670.8
이익잉여금	-192.9	576.7	1,035.2	1,702.2	2,416.4
비지배주주지분	113.7	121.7	128.0	137.1	146.8
자본총계	1,874.4	3,751.1	4,216.0	4,892.1	5,615.9

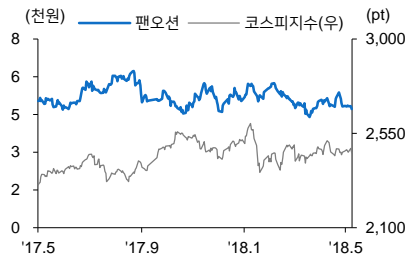
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,806.3	2,806.8	3,144.5	2,955.5	3,025.1
당기순이익(손실)	-556.8	801.9	488.9	700.2	747.9
유형자산감가상각비	1,698.3	1,647.8	1,838.0	1,784.1	1,740.7
무형자산상각비	53.3	45.2	38.6	34.3	30.5
운전자본의 증감	-97.2	-41.1	354.9	36.7	126.7
투자활동 현금흐름	-873.5	-2,041.3	-1,391.1	-1,363.1	-1,428.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,145.1	-1,876.5	-1,313.6	-1,353.0	-1,393.6
투자자산의 감소(증가)	406.1	155.6	-35.2	-4.6	-15.9
재무활동 현금흐름	-1,829.3	-1,036.2	-1,309.7	-1,193.5	-1,064.3
차입금증감	86.8	-1,410.2	-861.6	-769.3	-661.0
자본의증가	0.0	453.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	122.5	-328.7	443.7	398.9	532.3
기초현금	967.5	1,089.9	761.2	1,204.9	1,603.8
기말현금	1,089.9	761.2	1,204.9	1,603.8	2,136.0
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	151,064	133,470	136,917	138,147	142,391
EPS(지배주주)	-7,274	8,733	5,084	7,283	7,780
CFPS	37,243	31,121	30,417	32,588	32,503
EBITDAPS	36,985	29,060	30,417	32,588	32,503
BPS	22,352	37,824	42,603	49,554	56,997
DPS	0	250	250	250	250
배당수익률(%)	0.0	0.7	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	-3.5	3.9	6.3	4.4	4.1
PCR	0.7	1.1	1.1	1.0	1.0
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
EBITDA	2,872.3	2,632.8	2,884.8	3,090.8	3,082.7
EV/EBITDA	6.0	6.4	5.4	4.6	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-27.2	29.4	12.5	15.6	14.4
EBITDA이익률	24.5	21.8	22.2	23.6	22.8
부채비율	1,178.1	557.1	485.7	404.1	343.7
금융비용부담률	3.5	3.8	3.3	3.1	2.8
이자보상배율(x)	2.8	2.1	2.4	3.2	3.5
매출채권회전율(x)	19.9	19.5	19.9	19.5	19.7
재고자산회전율(x)	22.2	19.4	19.2	19.5	19.7

팬오션(028670) 벌크 시황 개선의 합리적 투자안

Analyst 최치현 02. 6098-6669
chihyun.choi@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	7,100원
현재주가 (5. 29)	5,030원
상승여력	41.2%
KOSPI	2,457.25pt
시가총액	26,888억원
발행주식수	53,455만주
유동주식비율	41.23%
외국인비중	7.96%
52주 최고/최저가	6,650원 / 4,700원
평균거래대금	153.6억원
주요주주(%)	
제일홀딩스 외 29인	51.12
포세이돈2014유한회사	7.63
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-6.0 -4.6
6개월	-7.2 -5.1
12개월	-4.2 -8.3
주가그래프	



변하지 않은 큰 그림: 연평균 BDI 1,386pt로 전년 대비 20.6% 상승 전망

- 2018년 연평균 BDI는 1,386pt(+20.6% YoY)를 예상, 2017~2019년 운임 상승 Cycle의 핵심은 공급 조절
- 경기 선행지표 둔화에도 수입산 고품위 철광석 수입 확대라는 구조적 변화로 수요 증가 국면
- 과거 10년과는 다르게 유가 상승을 운임에 전가 시킬 수 있는 수요-공급 Balance의 우호적 상황

2018년 매출액 2.67조원(+14.3% YoY), 영업이익 2,207억원(+13.2% YoY)을 예상

- 2018년 연평균 BDI는 1,386pt(+20.6% YoY)를 예상, 2017~2019년 운임 상승 Cycle의 핵심은 공급 조절
- 2019년까지 이어질 Spot 운임 상승으로 시황에 노출된 사선 선대의 수익성 개선이 핵심
- 하반기부터 11척의 CVC 계약이 순차적 반영, 안정적 수익의 CVC 계약 증가로 이익의 하방이 높아질 전망

투자의견 Buy, 적정주가 7,100원 유지: BDI의 단기 변동성보다는 벌크 시황에 대한 Conviction에 투자

- 적정주가는 12개월 선행 BPS 기준 PBR 1.4배를 적용
- 주가와 동행 지표인 운임지수(BDI)는 2분기 중 변동성 확대되며 주가 변동성도 높아진 상황
- 2019년까지 공급 과잉 해소에 따른 운임 상승 기조를 예상, 변동성 확대 시 매수하는 투자 전략을 제언

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,874.0	167.9	97.9	184	46.4	4,754	21.7	0.8	10.1	4.0	68.8
2017	2,336.2	195.0	143.1	268	44.9	4,469	19.7	1.2	10.5	5.8	61.6
2018E	2,669.6	220.7	172.2	322	20.4	4,792	16.0	1.1	9.2	7.0	56.0
2019E	2,917.3	278.4	233.3	436	35.4	5,228	11.8	1.0	7.7	8.7	52.5
2020E	3,016.9	315.3	272.4	510	16.8	5,738	10.1	0.9	6.6	9.3	48.7

팬오션의 영업실적 추이 및 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_Cost Push

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
주요가정												
평균 환율(원/달러)	1,153	1,130	1,132	1,104	1,072	1,070	1,060	1,040	1,161	1,130	1,061	1,016
BDI(pt)	945	1,006	1,137	1,509	1,175	1,292	1,462	1,612	675	1,149	1,386	1,524
Bunker Cost(달러/톤)	357	325	338	385	404	450	450	482	257	351	446	450
매출액	522.9	632.5	583.8	597.0	565.5	685.2	705.9	713.1	1,874.0	2,336.2	2,669.6	2,917.3
(% YoY)	15.6	42.8	25.3	16.5	8.1	8.3	20.9	19.4	3.0	24.7	14.3	9.3
사업부문별 매출액												
벌크	405.7	438.7	446.8	451.4	435.2	524.4	544.2	551.4	1,385.7	1,742.5	2,055.3	2,308.0
컨테이너	40.9	47.8	49.2	50.9	47.9	48.7	52.1	53.0	174.1	188.8	201.6	208.7
탱커	37.2	35.4	32.4	33.8	31.6	32.4	31.3	31.3	160.0	138.8	126.5	126.3
기타해운	6.1	5.1	4.9	4.8	7.1	4.9	5.0	5.0	20.6	20.9	22.0	21.2
(% YoY)												
벌크	7.3	45.2	37.3	18.7	7.3	19.6	21.8	22.2	-12.1	25.8	17.9	12.3
컨테이너	-10.0	-3.6	24.4	29.2	17.1	1.8	5.7	4.1	60.9	8.5	6.8	3.5
탱커	-22.4	-4.5	-23.5	3.8	-15.2	-8.5	-3.5	-7.4	-22.8	-13.2	-8.9	-0.2
기타해운	21.8	106.0	-29.0	-22.3	16.0	-4.6	1.3	5.6	70.2	1.7	5.1	-3.7
영업이익	40.9	48.8	52.2	53.1	44.0	54.7	60.9	61.1	167.9	195.0	220.7	278.4
(% YoY)	2.8	18.6	41.8	5.9	7.6	12.1	16.7	15.0	-26.8	16.2	13.2	26.2
영업이익률 (%)	7.8	7.7	8.9	8.9	7.8	8.0	8.6	8.6	9.0	8.3	8.3	9.5
세전이익	33.4	21.2	43.1	45.5	36.8	37.3	43.5	55.5	99.1	143.2	173.1	234.3
(% YoY)	-55.8	-15.8	56.9	흑전	10.1	76.3	0.9	22.0	113.8	44.4	20.9	35.4
당기순이익	32.3	20.1	42.4	48.2	36.4	36.9	43.2	55.7	97.9	143.1	172.2	233.3
(% YoY)	-57.3	-15.3	54.8	흑전	12.9	83.3	1.7	15.6	114.9	46.2	20.4	35.4

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

팬오션 (028670)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,874.0	2,336.2	2,669.6	2,917.3	3,016.9
매출액증가율(%)	3.0	24.7	14.3	9.3	3.4
매출원가	1,650.4	2,072.1	2,372.5	2,555.8	2,617.8
매출총이익	223.6	264.2	297.1	361.5	399.1
판매비와관리비	55.7	69.1	76.5	83.1	83.8
영업이익	167.9	195.0	220.7	278.4	315.3
영업이익률(%)	9.0	8.3	8.3	9.5	10.5
금융손익	-44.7	-45.2	-43.4	-41.1	-39.9
종속/관계기업관련손익	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-24.4	-6.9	-4.2	-3.0	-2.1
세전계속사업이익	99.1	143.2	173.1	234.4	273.4
법인세비용	2.1	1.9	3.0	4.0	4.3
당기순이익	97.1	141.3	170.1	230.4	269.0
지배주주지분 순이익	97.9	143.1	172.2	233.3	272.4
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	573.3	613.2	747.2	873.3	1,117.4
현금및현금성자산	245.1	207.7	288.1	371.6	598.6
매출채권	93.2	100.8	110.9	121.1	125.3
재고자산	47.8	50.3	57.4	62.8	64.9
비유동자산	3,757.3	3,281.2	3,278.3	3,412.0	3,461.3
유형자산	3,678.0	3,223.6	3,218.9	3,351.3	3,400.6
무형자산	10.3	9.6	8.5	7.5	6.6
투자자산	39.9	21.1	24.2	26.4	27.3
자산총계	4,330.7	3,894.4	4,025.4	4,285.2	4,578.7
유동부채	523.9	545.5	583.5	508.2	510.7
매입채무	81.4	87.6	96.6	105.5	109.1
단기차입금	2.1	47.3	33.1	23.2	16.2
유동성장기부채	323.4	272.4	296.0	206.9	206.9
비유동부채	1,240.9	939.2	862.1	966.9	988.8
사채	45.3	28.4	14.2	8.5	6.0
장기차입금	98.3	72.1	52.1	44.3	37.6
부채총계	1,764.8	1,484.6	1,445.6	1,475.0	1,499.5
자본금	534.4	534.5	534.5	534.5	534.5
자본잉여금	1,940.5	1,941.1	1,941.1	1,941.1	1,941.1
기타포괄이익누계액	268.8	-25.6	-25.6	-25.6	-25.6
이익잉여금	-209.8	-66.1	106.2	339.4	611.9
비지배주주지분	25.2	20.7	18.6	15.7	12.3
자본총계	2,565.9	2,409.8	2,579.8	2,810.2	3,079.2

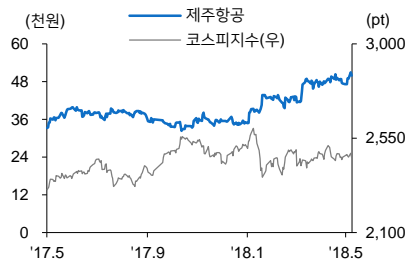
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	251.0	261.6	323.0	391.9	437.4
당기순이익(손실)	97.1	141.3	170.1	230.4	269.0
유형자산감가상각비	168.3	166.7	168.4	175.4	177.9
무형자산상각비	0.7	1.2	1.1	1.0	0.9
운전자본의 증감	-31.1	-45.8	-12.6	-9.9	-4.0
투자활동 현금흐름	-92.4	-117.2	-169.6	-310.4	-223.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-99.4	-106.5	-163.6	-307.8	-227.3
투자자산의 감소(증가)	-18.9	19.1	-3.0	-2.2	-0.9
재무활동 현금흐름	-198.0	-155.0	-72.9	2.0	13.4
차입금증감	-1.2	-298.4	-72.9	2.0	13.4
자본의증가	37.1	0.8	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-33.1	-37.4	80.4	83.5	227.1
기초현금	278.2	245.1	207.7	288.1	371.6
기말현금	245.1	207.7	288.1	371.6	598.6
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	3,522	4,371	4,994	5,458	5,644
EPS(지배주주)	184	268	322	436	510
CFPS	623	673	722	845	921
EBITDAPS	633	679	730	851	924
BPS	4,754	4,469	4,792	5,228	5,738
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	21.7	19.7	16.0	11.8	10.1
PCR	6.4	7.8	7.1	6.1	5.6
PSR	1.1	1.2	1.0	0.9	0.9
PBR	0.8	1.2	1.1	1.0	0.9
EBITDA	336.9	363.0	390.2	454.8	494.1
EV/EBITDA	10.1	10.5	9.2	7.7	6.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	5.8	7.0	8.7	9.3
EBITDA이익률	18.0	15.5	14.6	15.6	16.4
부채비율	68.8	61.6	56.0	52.5	48.7
금융비용부담률	2.4	2.2	1.8	1.6	1.5
이자보상배율(x)	3.8	3.7	4.7	6.0	6.8
매출채권회전율(x)	18.0	24.1	25.2	25.2	24.5
재고자산회전율(x)	42.7	47.7	49.6	48.5	47.3

제주항공(089590) 1위 LCC의 레버리지 효과

Analyst 최치현 02. 6098-6669
chihyun.choi@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	56,000원
현재주가 (5. 29)	50,000원
상승여력	12.0%
KOSPI	2,457.25pt
시가총액	13,178억원
발행주식수	2,636만주
유동주식비율	32.12%
외국인비중	11.25%
52주 최고/최저가	51,000원 / 32,350원
평균거래대금	45.3억원
주요주주(%)	
AK홀딩스 외 8인	59.59
제주특별자치도청	7.75
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	4.6 6.1
6개월	30.9 33.9
12개월	39.3 33.4
주가그래프	



2018년 매출액 1.27조원(+27.3% YoY), 영업이익 1,420억원(+39.8% YoY)의 호실적을 예상

- 2018년 8기의 기재를 추가로 투입하며 후발 LCC와의 기재 격차는 점진적으로 확대될 전망
- 기단 확대에 따른 단위원가 하락 + 탑승률 상승(국제선 기준 +1.5%p YoY)으로 레버리지 효과 확대
- 높은 탑승률은 유가 상승에도 높은 이익률을 유지할 수 있는 가장 큰 근거

하반기 관전 포인트 (1) 여객 수요 호조, (2) 중국 노선 정상화, (3) 원화 강세에 따른 단위원가 추가 하락

- 2018년 17.5%의 높은 내국인 출국자수 증가율을 예상, 하반기 52시간 근무제 도입은 여객 성향 확대 요인
- 제주항공의 중국 노선 매출액 비중은 12.7%를 기록, 부정기선 영업 확대를 통한 Yield Mix 개선 가능
- 당사 투자전략팀은 하반기 달러약세 국면을 예상, USD Short의 원가 구조로 환율 하락은 비용 절감 요인

투자의견 Buy, 적정주가 56,000원으로 상향 조정: 2018년 예상 EPS 기준 PER 14배 적용

- 적정주가는 2018년 예상 EPS에 역대 LCC Peer Group의 평균 PER 14배를 적용.
- 이는 전체 LCC Peer Group 대비 10% Premium으로 아시아 여객 시장의 성장성을 반영
- 하반기 '홀리데이 인 익스프레스' 준공 예정, 입지와 항공 사업과의 시너지를 감안하면 연착륙을 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	747.6	58.7	53.2	2,047	-0.3	10,351	12.3	2.4	4.6	21.1	120.6
2017	996.3	101.6	77.1	2,929	43.1	12,558	12.1	2.8	5.1	25.6	141.6
2018E	1,268.2	142.0	115.0	4,363	49.0	16,223	11.7	3.1	5.1	30.3	125.2
2019E	1,533.3	185.7	145.5	5,521	26.5	20,946	9.2	2.4	3.3	29.7	117.0
2020E	1,721.2	223.3	175.9	6,673	20.9	26,721	7.6	1.9	2.2	28.0	102.8

Oil-Phobia의 완전한 해소, 유가 상승 국면의 이익 증가

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	240.2	228.0	266.6	261.5	308.5	284.3	340.3	335.2	747.6	996.3	1,268.2	1,533.3
(% YoY)	38.7	40.7	20.3	37.1	28.4	24.7	27.6	28.2	23.0	33.3	27.3	20.9
부문별 매출액												
1) 국내선 여객	43.9	61.3	61.9	56.9	243.8	202.1	257.5	252.8	202.9	224.1	233.1	240.0
(% YoY)	4.7	14.9	-0.1	24.8	455.5	229.6	315.9	344.0	1.9	10.4	4.0	3.0
RPK (백만Km)	489	554	568	559	523	568	581	567	2,164	2,170	2,238	2,306
Yield (원/Km)	89.7	110.7	109.1	101.9	90.4	111.8	110.2	102.9	93.8	103.3	104.1	104.1
L/F (%)	94.9	95.8	95.9	95.6	93.7	95.4	95.3	94.1	92.1	95.6	94.6	94.7
2) 국제선 여객	182.7	151.2	189.8	187.6	243.8	202.1	257.5	252.8	494.4	711.4	956.2	1,196.4
(% YoY)	51.6	54.9	28.6	45.8	33.5	33.6	35.6	34.7	33.2	43.9	34.4	25.1
RPK (백만Km)	2,935	2,744	3,136	3,099	3,665	3,395	3,975	3,977	8,443	11,914	15,012	18,418
Yield (원/Km)	62.2	55.1	60.5	60.5	66.5	59.5	64.8	63.6	58.6	59.7	63.7	65.0
L/F (%)	88.8	85.9	89.7	88.2	90.2	88.0	91.2	89.2	85.2	88.2	89.7	89.2
영업이익(연결)	27.2	16.2	40.4	17.7	46.2	19.3	52.9	23.5	58.7	101.6	142.0	185.7
(% YoY)	74.6	2,447.1	5.9	316.0	69.6	19.3	30.8	33.0	14.1	73.1	39.8	30.8
(영업이익률, %)	11.3	7.1	15.2	6.8	15.0	6.8	15.5	7.0	7.8	10.2	11.2	12.1
당기순이익(지배)	17.0	15.1	32.1	12.9	36.1	14.9	40.7	23.3	53.2	77.1	115.0	145.5
(% YoY)	41.1	229.6	12.7	59.6	112.9	-1.7	26.9	80.1	12.8	45.0	49.1	26.5
주요 가정												
원/달러 환율(평균)	1,153	1,130	1,132	1,104	1,072	1,070	1,060	1,040	1,161	1,130	1,054	1,030
원/달러 환율(기말)	1,118	1,144	1,145	1,071	1,066	1,070	1,050	1,030	1,208	1,071	1,030	1,030
항공유(달러/배럴)	65.7	62.3	60.1	68.5	78.3	81.0	87.2	93.4	52.1	64.1	85.0	87.2
(% YoY)	52.4	22.5	7.2	17.5	19.3	29.9	45.2	36.4	-23.5	23.2	32.5	2.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

제주항공 (089590)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	747.6	996.3	1,268.2	1,533.3	1,721.2
매출액증가율(%)	23.0	33.3	27.3	20.9	12.3
매출원가	602.0	774.3	972.8	1,160.2	1,287.4
매출총이익	145.6	222.0	295.4	373.1	433.8
판매비와관리비	87.0	120.4	153.5	187.4	210.5
영업이익	58.7	101.6	142.0	185.7	223.3
영업이익률(%)	7.8	10.2	11.2	12.1	13.0
금융손익	9.6	0.0	0.0	0.0	0.0
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	69.0	101.6	142.0	185.7	223.3
법인세비용	15.8	23.4	27.0	40.2	47.4
당기순이익	53.2	77.1	115.0	145.5	175.9
지배주주지분 순이익	53.2	77.1	115.0	145.5	175.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	436.8	448.8	543.5	729.4	913.8
현금및현금성자산	167.3	102.3	102.4	196.1	315.2
매출채권	24.8	32.4	41.2	49.9	56.0
재고자산	8.3	9.4	11.9	14.4	16.2
비유동자산	163.6	351.0	419.5	468.4	514.3
유형자산	58.9	170.5	234.3	275.6	315.8
무형자산	11.9	18.5	11.1	6.6	3.9
투자자산	9.5	44.8	57.1	69.0	77.5
자산총계	600.4	799.8	963.0	1,197.7	1,428.1
유동부채	260.9	368.3	407.4	490.8	550.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
단기차입금	20.3	8.0	8.0	8.0	8.0
유동성장기부채	0.0	46.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	67.4	100.6	128.1	154.8	173.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	328.3	468.9	535.4	645.7	723.8
자본금	131.5	131.8	131.8	131.8	131.8
자본잉여금	89.4	89.7	89.7	89.7	89.7
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	51.2	114.5	211.0	335.5	487.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	272.2	331.0	427.6	552.1	704.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	116.7	175.8	240.9	276.7	291.2
당기순이익(손실)	53.2	77.1	115.0	145.5	175.9
유형자산감가상각비	10.5	20.4	36.3	46.6	56.7
무형자산상각비	3.5	4.8	7.5	4.5	2.7
운전자본의 증감	39.3	54.2	82.2	80.1	56.0
투자활동 현금흐름	-69.1	-255.0	-179.6	-165.6	-151.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-30.4	-133.0	-100.0	-88.0	-96.8
투자자산의 감소(증가)	-8.4	-35.3	-12.2	-11.9	-8.5
재무활동 현금흐름	-7.4	20.2	-61.2	-17.4	-20.3
차입금증감	-4.0	37.9	-45.5	1.0	0.7
자본의증가	3.4	0.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	41.5	-65.0	0.1	93.7	119.1
기초현금	125.8	167.3	102.3	102.4	196.1
기말현금	167.3	102.3	102.4	196.1	315.2

Key Financial Data

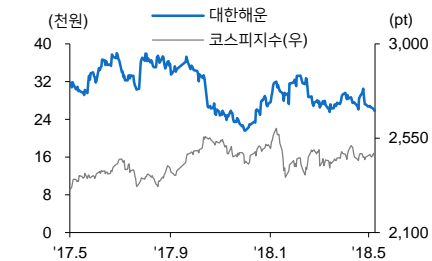
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	28,765	37,829	48,118	58,175	65,303
EPS(지배주주)	2,047	2,929	4,363	5,521	6,673
CFPS	3,039	5,288	7,046	8,984	10,722
EBITDAPS	2,798	4,813	7,046	8,984	10,722
BPS	10,351	12,558	16,223	20,946	26,721
DPS	500	600	700	800	900
배당수익률(%)	2.0	1.7	1.4	1.6	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	12.3	12.1	11.7	9.2	7.6
PCR	8.3	6.7	7.2	5.7	4.8
PSR	0.9	0.9	1.1	0.9	0.8
PBR	2.4	2.8	3.1	2.4	1.9
EBITDA	72.7	126.8	185.7	236.8	282.6
EV/EBITDA	4.6	5.1	5.1	3.3	2.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.1	25.6	30.3	29.7	28.0
EBITDA이익률	9.7	12.7	14.6	15.4	16.4
부채비율	120.6	141.6	125.2	117.0	102.8
금융비용부담률	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	141.0				
매출채권회전율(x)	35.0	34.9	34.5	33.7	32.5
재고자산회전율(x)	103.6	112.8	119.1	116.4	112.5

대한해운(005880) 본업의 수익성은 저평가국면

Analyst 최치현 02. 6098-6669
chihyun.choi@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	37,000원
현재주가 (5. 29)	25,750원
상승여력	43.7%
KOSPI	2,457.25pt
시가총액	6,290억원
발행주식수	2,443만주
유동주식비율	49.76%
외국인비중	6.26%
52주 최고/최저가	38,050원 / 21,650원
평균거래대금	77.4억원
주요주주(%)	
티케이케미칼 외 18인	50.24
국민연금	7.90
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-9.3
6개월	7.7
12개월	-15.3
12개월	-18.9



2분기 연속 시장 기대치를 하회하는 부진한 실적, 실적 안정성에 대한 의구심? 일회성 요인들을 제거하자

- 시장 기대치를 하회하는 실적이 연이어 나오며 CVC 계약 위주의 안정성에 대한 의구심 제기
- 1Q18 감익은 1) 원화 강세, 2) LNG 사업부문의 배선 문제, 3) 기타 연결 자회사의 변화
- Fundamental 훼손보다는 일회성 요인으로 판단, 2Q18부터 CVC 계약 위주의 실적 안정성 회복할 전망

2018년 매출액 1.23조원(-20.9% YoY), 영업이익 1,529억원(+51.5% YoY)의 이익 개선을 전망

- SM상선의 연결 제외로 2017년 3,293억원(매출액 비중 21.1%)을 기록했던 컨테이너 매출액 제거
- 해운 재건 5개년 계획을 통해 자국 선사와의 장기운송계약에 대한 재계약 방침을 발표한 점에 주목

투자의견 Buy, 적정주가 37,000원으로 하향: 2018~2019년 평균 ROE 13.9%의 고수익성에 대한 재평가 필요

- 국내 경쟁사 대비 Discount 원인은 1) 시황 상승 국면에서 낮은 시황 민감도와 2) 재무건전성 차이로 판단
- 선주사인 창명해운의 추가 지분 확대와 460억원 규모의 장기우발채권 회수 기대감은 유효

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	540.3	44.1	29.8	1,220	-22.1	24,834	14.1	0.7	13.5	5.1	252.1
2017	1,560.7	100.9	126.7	5,186	254.6	27,104	4.4	0.8	10.7	20.0	276.1
2018E	1,234.3	152.9	99.1	4,057	-21.8	31,162	6.5	0.9	7.2	13.9	229.5
2019E	1,287.2	170.7	113.4	4,643	14.4	35,804	5.7	0.7	6.5	13.9	206.3
2020E	1,471.1	195.1	140.1	5,737	23.6	41,541	4.6	0.6	5.8	14.8	182.2

대한해운의 영업실적 추이 및 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 8
운송_ Cost Push

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	310.1	401.7	400.8	448.1	306.8	302.9	309.6	315.0	531.7	540.3	1,560.7	1,234.3	1,287.2
(% YoY)	170.3	200.4	202.8	181.0	-1.1	-24.6	-22.8	-29.7	-8.4	1.6	188.9	-20.9	4.3
부문별 매출액													
벌크	166.7	173.4	177.4	136.4	169.1	167.1	171.3	174.3	343.3	384.5	653.9	681.8	716.0
LNG	40.0	43.0	44.8	55.5	44.1	51.6	53.9	56.4	128.1	122.7	183.3	206.0	234.0
Tanker	3.8	7.5	9.5	9.6	7.6	7.6	7.6	7.6	19.7	6.2	30.4	30.2	30.2
(% YoY)													
벌크	121.2	73.8	89.5	17.8	1.4	-3.6	-3.4	27.8	-8.1	12.0	70.1	4.3	5.0
LNG	31.6	64.7	59.8	45.6	10.5	19.8	20.3	1.6	-19.6	-4.3	49.4	12.4	13.6
Tanker	71.7	403.6	764.9	605.7	98.3	0.2	-20.4	-21.1	52.8	-68.6	392.9	-0.6	0.0
영업이익	32.0	29.5	32.3	7.1	31.2	39.1	40.6	42.0	86.0	44.1	100.9	152.9	170.7
(% YoY)	185.5	251.0	276.1	-55.3	-2.6	32.5	25.8	492.3	-57.6	-48.8	128.9	51.5	11.7
당기순이익(지배)	23.3	23.9	49.5	30.0	10.2	24.3	26.1	38.4	38.9	29.8	126.7	99.1	113.4
(% YoY)	268.1	345.2	607.2	169.9	-56.0	1.7	-47.3	28.1	-45.7	-23.4	325.0	-21.8	14.4
영업이익률(%)	10.3	7.3	8.0	1.6	10.2	12.9	13.1	13.3	16.2	8.2	6.5	12.4	13.3
순이익률(%)	7.5	6.0	12.3	6.7	3.3	8.0	8.4	12.2	7.3	5.5	8.1	8.0	8.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대한해운 (005880)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	540.3	1,560.7	1,234.3	1,287.2	1,471.1
매출액증가율(%)	1.6	188.9	-20.9	4.3	14.3
매출원가	477.5	1,369.9	1,023.2	1,055.7	1,206.5
매출총이익	62.9	190.9	211.1	231.5	264.5
판매비와관리비	18.8	90.0	58.3	60.8	69.5
영업이익	44.1	100.9	152.9	170.7	195.1
영업이익률(%)	8.2	6.5	12.4	13.3	13.3
금융손익	-29.0	-66.8	-67.3	-64.9	-64.0
종속/관계기업관련손익	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	19.9	81.9	6.2	1.0	-1.0
세전계속사업이익	35.1	116.4	91.7	106.8	130.1
법인세비용	4.3	7.2	6.3	9.0	9.4
당기순이익	30.8	109.2	85.4	97.8	120.8
지배주주지분 순이익	29.8	126.7	99.1	113.4	140.1
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	378.6	314.5	301.5	383.2	462.9
현금및현금성자산	84.4	48.0	90.7	163.4	211.7
매출채권	132.7	143.3	113.3	118.2	135.1
재고자산	93.6	48.4	38.3	39.9	45.6
비유동자산	1,825.8	2,272.3	2,246.7	2,284.3	2,336.1
유형자산	1,783.3	2,131.5	2,127.2	2,163.1	2,205.3
무형자산	13.1	15.2	13.3	11.7	10.5
투자자산	5.6	92.8	73.4	76.5	87.5
자산총계	2,204.5	2,586.8	2,548.2	2,667.5	2,799.0
유동부채	379.9	578.0	463.1	478.7	381.0
매입채무	71.4	96.9	76.6	79.9	91.3
단기차입금	106.7	159.5	159.5	111.7	78.2
유동성장기부채	150.4	227.7	145.0	203.2	120.9
비유동부채	1,198.6	1,321.0	1,311.8	1,317.8	1,426.3
사채	0.0	21.4	21.4	21.4	21.4
장기차입금	405.5	43.1	43.1	43.1	43.1
부채총계	1,578.5	1,899.0	1,774.9	1,796.5	1,807.3
자본금	122.1	122.1	122.1	122.1	122.1
자본잉여금	36.2	37.1	37.1	37.1	37.1
기타포괄이익누계액	302.1	230.0	230.0	230.0	230.0
이익잉여금	140.5	266.8	365.9	479.4	619.5
비지배주주지분	19.4	25.8	12.1	-3.6	-22.9
자본총계	626.0	687.8	773.3	871.0	991.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	120.7	227.3	311.6	311.7	332.3
당기순이익(손실)	30.8	109.2	85.4	97.8	120.8
유형자산감가상각비	83.0	104.4	146.6	149.2	152.2
무형자산상각비	1.5	2.7	1.9	1.5	1.2
운전자본의 증감	-3.5	-12.0	10.3	-1.7	-5.8
투자활동 현금흐름	-374.3	-776.7	-117.1	-186.5	-204.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-428.7	-757.4	-142.4	-185.1	-194.4
투자자산의 감소(증가)	-0.5	-86.9	19.4	-3.1	-10.9
재무활동 현금흐름	277.3	523.1	-151.8	-52.5	-79.8
차입금증감	520.4	300.2	-83.0	14.9	-12.3
자본의증가	-0.7	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	28.0	-36.4	42.7	72.7	48.3
기초현금	56.4	84.4	48.0	90.7	163.4
기말현금	84.4	48.0	90.7	163.4	211.7
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	22,120	63,896	50,531	52,696	60,224
EPS(지배주주)	1,220	5,186	4,057	4,643	5,737
CFPS	5,110	10,039	12,591	13,200	14,227
EBITDAPS	5,262	8,516	12,339	13,158	14,267
BPS	24,834	27,104	31,162	35,804	41,541
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	14.1	4.4	6.5	5.7	4.6
PCR	3.4	2.3	2.1	2.0	1.9
PSR	0.8	0.4	0.5	0.5	0.4
PBR	0.7	0.8	0.9	0.7	0.6
EBITDA	128.5	208.0	301.4	321.4	348.5
EV/EBITDA	13.5	10.7	7.2	6.5	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.1	20.0	13.9	13.9	14.8
EBITDA이익률	23.8	13.3	24.4	25.0	23.7
부채비율	252.1	276.1	229.5	206.3	182.2
금융비용부담률	5.2	4.1	5.6	5.2	4.6
이자보상배율(x)	1.6	1.6	2.2	2.5	2.9
매출채권회전율(x)	6.0	11.3	9.6	11.1	11.6
재고자산회전율(x)	8.3	22.0	28.5	32.9	34.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의
유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.
당사는 2018년 5월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 30일 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: 최치현)

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 하시기 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)	

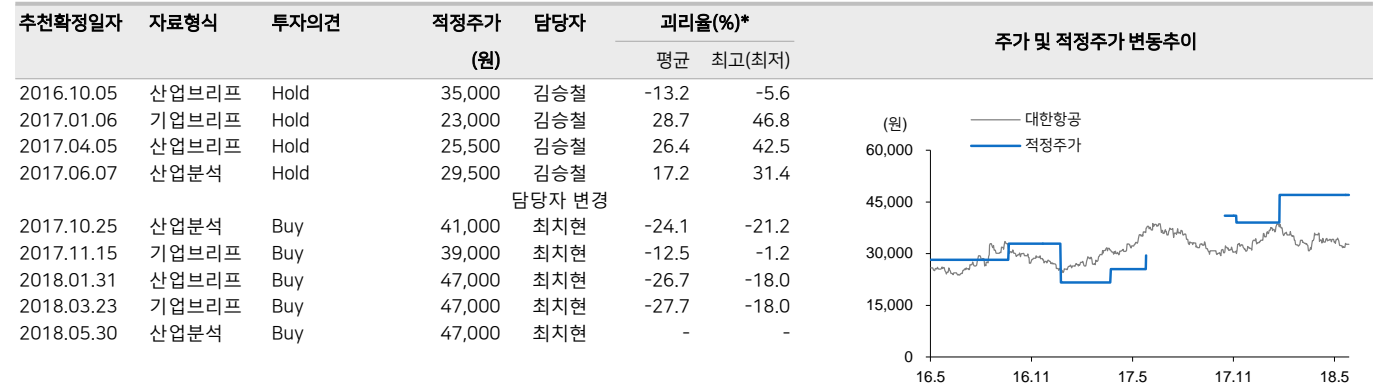
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

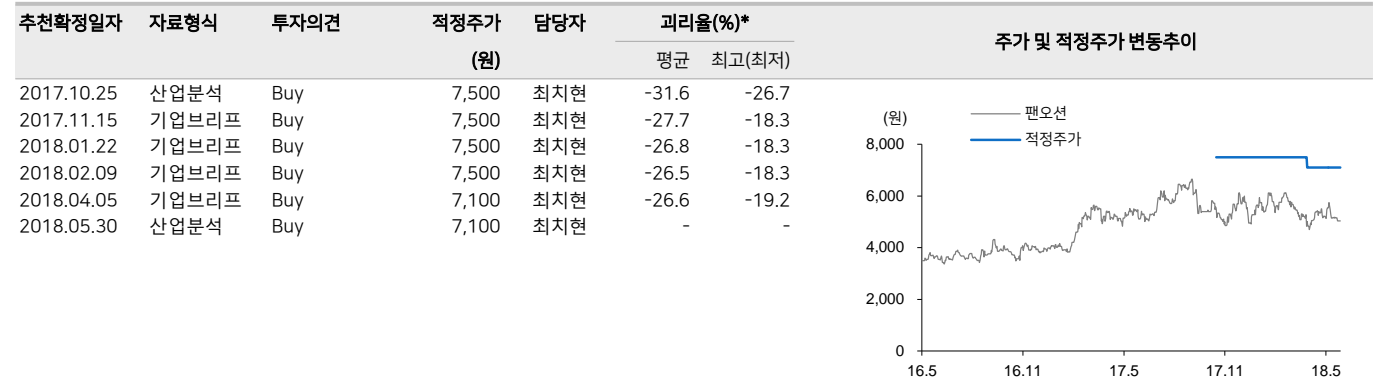
대한항공 (003490) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



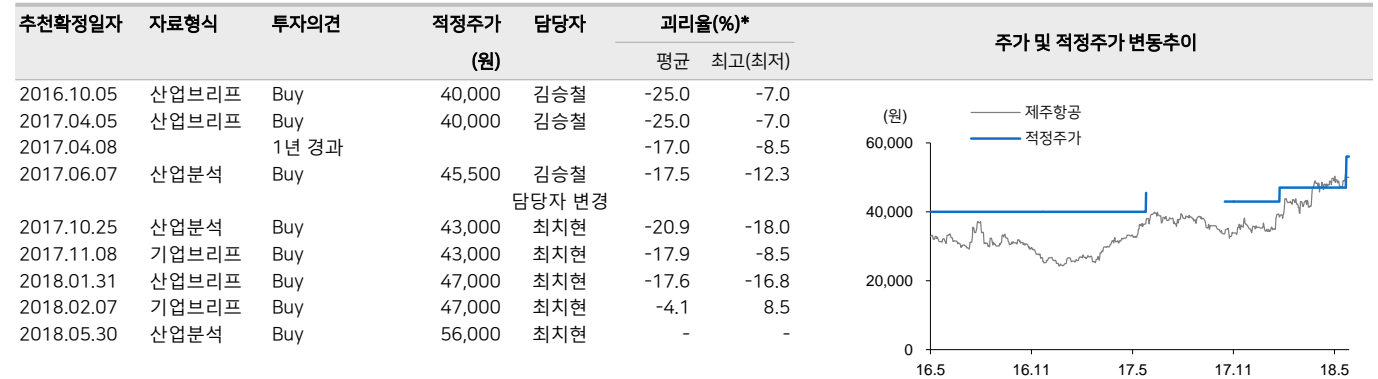
팬오션 (028670) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



제주항공 (089590) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



대한해운 (005880) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

