

## Industry Indepth

**운송**

Overweight (신규)

# Beyond All Uncertainty

Part I 육상운송(택배): 치킨 게임의 후반부, 독주하는 CJ대한통운

Part II 해상운송(벌크): 환경규제가 가져다줄 BDI 강세장

Part III 항공운송: LCC가 성장을 지속할 세가지 이유

Part IV 투자전략: 육상운송 &gt; 해상운송 &gt; 항공운송



**운송/자동차부품**  
Analyst 이종현  
02. 6098-6654  
jonghyun\_lee@meritz.co.kr

**Top Picks**

종목	투자판단	적정주가
CJ대한통운(000120)	Buy(신규)	228,000원
팬오션(028670)	Buy(신규)	6,000원
제주항공(089590)	Buy(신규)	50,000원

**관심종목**

종목	투자판단	적정주가
대한항공(003490)	Buy(신규)	40,000원
아시아나항공(020560)	Trading Buy(신규)	4,600원



# ● Contents

Summary	3
Key Chart	6

Part I 육상운송(택배): 치킨게임의 후반부, 독주하는 CJ 대한통운	14
Part II 해상운송(벌크): 환경규제가 가져다줄 BDI 강세장	19
Part III 항공운송: LCC 가 성장을 지속할 세가지 이유	30
Part IV 투자전략: 육상운송 > 해상운송 > 항공운송	50

## 기업분석

CJ 대한통운(000120)_ The Winner	54
팬오션(028670)_ Again 2017	68
제주항공(089590)_ Fly Higher	74
대한항공(003490)_ 국제선과 화물의 바톤 터치	82
아시아나항공(020560)_ 유동성 우려 완화 국면	89

## Summary

---

**육상운송 (택배):**  
치킨게임의 후반부,  
독주하는 CJ 대한통운

국내 택배산업은 치킨게임의 후반부에 접어들었다. 가격경쟁이 완화될 가능성이 확대되었다. 3Q18기준 48.8%의 점유율을 확보하고 있는 CJ대한통운이 운임정상화에 나선 탓이다. 중장기적으로 추가적인 운임인상 가능성도 배제할 수 없다. 국내·외로 배송서비스 가격 인상 분위기가 조성되고 있기 때문이다. 일본에서는 야마토물류가, 미국에서는 FedEx, UPS가 공격적으로 택배운임을 인상하고 있다.

점유율 측면에서는 향후 CJ대한통운의 점유율 확대 속도가 더 빨라질 전망이다. 동사는 16년부터 18년까지 3년간 경쟁사대비 압도적인 CAPEX를 집행하였다(택배부문 기준, CJ 대한통운 5,714억원, 한진 686억원, 롯데 965억원, 로젠파크 293억원). 체급차이도 있겠지만 치킨게임으로 경쟁사들의 투자여력이 제한된 점도 영향을 미쳤다는 판단이다. 빠르게 성장하는 산업수요로 이미 추가적 처리능력이 제한적인 상황에서 선제적 투자 기회를 상실했다는 점은 향후 경쟁사들의 물량 확대에 걸림돌로 작용할 수밖에 없다. 반대로 적절한 시점에 선제적 투자를 집행한 CJ대한통운은 향후 산업수요 증분의 상당부분을 흡수하며 점유율 확대를 지속할 전망이다. 중기적으로 점유율 확대가 가져올 강력한 공급자 교섭력에 주목해야 한다.

**해상운송 (벌크):**  
환경규제가 가져다줄 BDI 강세장

19년 벌크 해운업은 16~17년부터 시작된 업황 개선세를 지속할 전망이다. 핵심은 공급에 있다. 수요 성장세 둔화가 불가피한 가운데 제한적인 공급이 업황개선을 이끌 전망이다. 특히 환경규제 대응(스크러버설치 또는 연료탱크세척)을 위해 선박들의 가동일수가 감소하면서 BDI를 자극할 가능성이 높다. 역사적으로 BDI는 약간의 수급개선 혹은 악화에도 예민하게 반응하였다.

중장기적으로 벌크 업황을 좌우할 결정적인 변수는 '유류비 전가 수준'이다. 수요 성장이 둔화되며 공급이 벌크 업황을 좌우하겠다. 공급은 다시 폐선량이 좌우하고, 폐선량은 다시 '유류비 전가 수준'이 결정지을 것으로 판단한다. 당사는 100% 전가를 낙관하기 어렵다는 입장이다. 75% 전가율을 베이스로 가정시 2020년을 전후하여 25년 선령 이상 및 20년 이상 소형 선박들에 대한 폐선을 예상한다. 일각에서는 15년 선령에 대한 폐선 기대감이 존재하지만 그 가능성은 제한적이다.

**항공운송:**  
LCC 가 성장을 지속할  
세가지 이유

항공운송업은 'LCC의 성장잠재력'을 주목한다. 최근 여객수요 성장세 둔화가 예상됨에 따라 LCC 공급과잉 우려가 가중되고 있다. 그러나 당사는 아직 공급과잉을 논하기에는 이르다는 판단이다. 무엇보다 아직도 점유율 확대 여지가 존재한다. LCC의 동남아 노선 점유율(전국공항기준)은 올해 누적기준 20% 수준으로 일본 노선 점유율 56%에 한참 못 미친다. 아직 확대 여지가 존재한다. 노선별로 디테일하게 살펴봐도 단거리·중거리 주요 63개 노선(중국 제외) 중에 22개 지역은 FSC만 취항하고 있다. 중국을 포함하면 그 수는 더 늘어난다. FSC가 비행기를 띄우고 있다는 건 수요가 있다는 의미고, 향후 LCC 또한 추가적인 기재도입에 따라 취항할 가능성이 있는 도시들이다. 점유율 확대 가능성성이 부재한 상황에서 계속되는 기재 도입은 한정된 파이를 가지고 출혈경쟁을 펼쳐야 함을 의미한다. 그러나

반대의 경우, 기단 확대가 출혈경쟁으로 이어질 가능성은 낮다. LCC의 점유율 확대가 한계에 이른 시점이 공급과잉을 우려해야 하는 시점이다.

중거리기재 (Max, Neo) 도입으로 LCC에게 새로운 시장이 열린다는 점도 성장을 지속할 근거다. 기존 기종이 최대 방콕까지 갈 수 있었다면, 중거리 기재는 방콕을 넘어 싱가포르, 인도네시아(자카르타, 발리), 말레이시아(쿠알라룸프르), 중앙아시아(우즈벡) 및 최대 인도(델리) 지역까지 운항이 가능하다. 기존에 FSC와 외항사만 취항했던 도시들이다. 중거리 지역의 시장 규모는 연간 1조 4천억원 수준으로 국적 FSC가 연간 6,000억원을 창출하고 있다. FSC 입장에서는 중장기적으로 M/S, Yield, L/F 감소 등 매출·수익성 모두 타격이 불가피하다.

LCC가 성장을 지속할 세번째 근거는 중국이다. 중국이 계속해서 열릴 가능성이 높다는 판단이다. 11월 말 열리는 실무진 회의가 시사하는 바는 명확하다. 중국 공항의 처리능력 확대가 신규 운수권 배분으로 이어질 가능성이 높다는 점이다. 현재 중국은 공격적으로 신규 공항을 건설하고 있을 뿐만 아니라 기존 TOP10 공항들도 처리능력을 확대하고 있다. 예상보다 빠른 속도로 성장하는 수요를 공급이 따라가지 못하고 있기 때문이다. 중국 TOP 10 공항의 가동률은 117.1% (17년)로 이미 과부하 상태다. 이후년이면 중국 TOP 10공항 중 3개 공항의 확장공사가 마무리된다. 향후 중국여객수요 확대 → 공항처리능력 확대 → 운수권 배분 → 국내항공사 특히 단거리 노선 경쟁력을 확보하고 있는 LCC 수혜를 예상한다.

**운송업종에 대해  
투자의견 Overweight 제시**

운송업종에 대해 Overweight(비중확대) 투자의견을 제시한다. 운송 업종은 글로벌 경기·매크로 변수의 영향을 특히 많이 받는 업종이다. 경기 둔화는 물동량 감소로 직결되고 비우호적인 유가 및 환율 방향성은 비용 증가 요인으로 작용한다. 중국을 비롯한 글로벌 경기 둔화 우려가 고조되고 유가 및 원/달러 환율 변동성 확대되며 운송업종 전반에 불확실성이 커진 상황이다. 이에 더해 해상운송 업종은 역사상 가장 강력한 환경규제 시행을 앞두고 있다. 육상운송 업종은 신정부 출범 이후 택배노조가 설립되며 새로운 불확실성이 생겨났다. 항공운송 업종은 지난주 14일 국토부가 항공산업 제도개선 방안을 발표하며 제재가 강화될 전망이다. IFRS16 도입으로 리스 회계기준이 변경되는 점도 불확실성 요인이다.

**불확실성 확대된 상황에서도  
성장은 계속된다는 판단**

그러나 이러한 다양한 불확실성에도 불구하고, 운송 업종의 실적 성장은 가능할 전망이다. 매크로 변수로부터 그나마 자유로운 육상운송 업종은 기다리고 기다리던 택배운임 정상화 작업이 18년부터 시작되었다. 강력한 실적 성장 동인이다. 해상운송 업종은 역사상 가장 강력한 환경규제가 아이러니하게도 업황 개선을 자극할 전망이다. 항공운송 업종은 저가항공사(이하 LCC)의 성장 모멘텀이 매크로 불확실성을 능가한다. 모든 불확실성을 넘어 성장이 가능할 운송 업종에 대한 비중 확대를 제시한다.

**업종별 선호는  
육상운송>해상운송>항공운송**

업종별 선호는 육상운송 > 해상운송 > 항공운송(LCC) > 항공운송(FSC) 순이다. 대외변수에 대한 노출도가 낮으면서 개별 실적 성장 모멘텀이 강한 순서다. 19년 이익 성장세도 유사한 순서로 예상한다. 항공운송 (FSC) 내에서는 대한항공을 더 선호한다. 재무적으로나 국제선 경쟁력 측면에서 비교우위에 있다는 판단이다.

**Top-Picks:  
CJ대한통운, 팬오션, 제주항공**

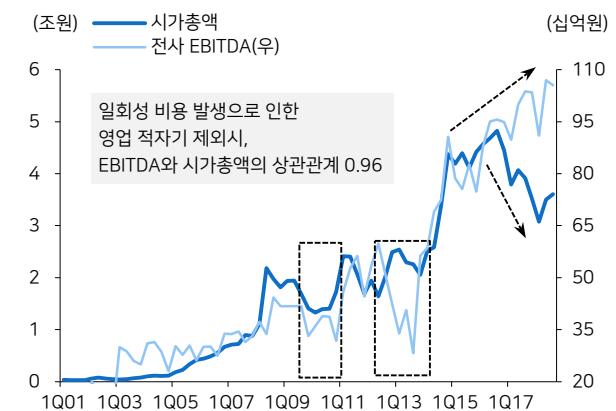
Top-Pick으로는 CJ대한통운, 팬오션, 제주항공을 제시한다. CJ대한통운은 국내 택배시장 압도적 점유율 1위의 글로벌 물류 업체이다. 역사적으로 전사 EBITDA와 동행해온 동사의 주가는 2Q17을 기점으로 택배부문 영업이익과 동행해오고 있다. 19년 택배부문 영업이익은 P회복 · Q성장· C감소로 YoY +108% 증가한 1,006억원을 전망한다. 택배부문의 회복이 기업가치개선을 이끌 전망이다.

팬오션은 국내 대표 벌크선사로 15년 7월 회생절차 종결 이후 환골탈태하였다. 주가는 BDI와 동행한다. 19년 BDI는 환경규제의 영향으로 +12.5% 상승이 예상된다. 시황에 노출된 오픈사선 부문의 영업이익이 전년대비 +55.0% 증가한 725억원을 기록하며 전사 실적 성장을 이끌 전망이다. 장기운송계약 추가로 실적 안정성이 제고되는 점도 긍정적이다. BDI 상승이 예상될 때, 답은 팬오션이다.

제주항공은 국내 최대 LCC로 안정적인 재무구조와 차별화된 단위원가(C/ASK) 경쟁력을 확보하고 있다. 중장기 LCC 산업 성장 시 최대 수혜가 예상된다. 19년 기재도입이 지속되며 매출 및 OP 고성장세를 예상한다(매출 1조 5,890억원 YoY +24.5%, 영업이익 1,587억원 YoY +37.1%). 비우호적 대외변수 방향성에도 고성장을 지속할 근거는 1) 고마진 부가매출 성장과 2) 단위원가 절감의 지속이다.

## [Key Chart] 1. 육상 운송(택배)

그림1 CJ대한통운 시가총액과 연결 EBITDA 추이

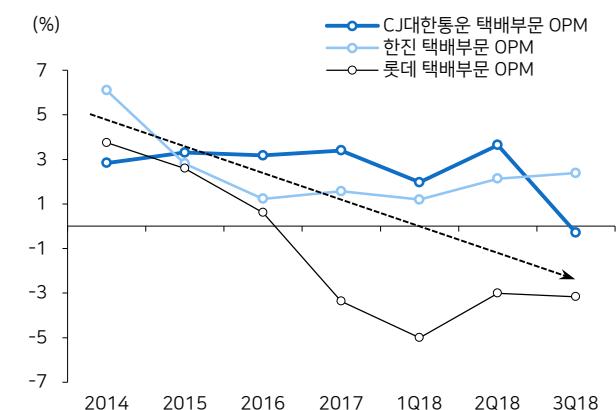


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 CJ대한통운 주가와 택배부문 영업이익 추이

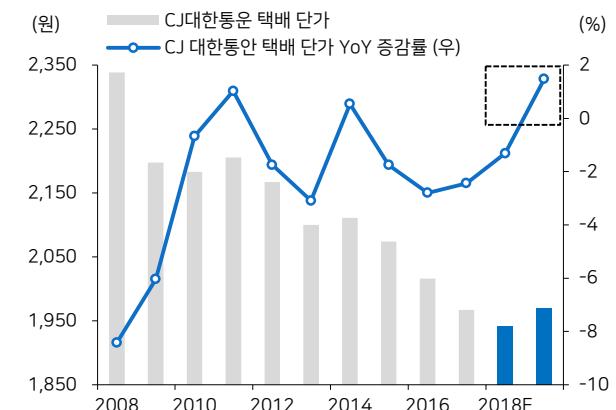
주: 3Q18실적은 곤지암초기동비용, 대전터미널사고 등 일회성 비용 보정  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 택배 상위 3사 택배부문 영업이익 추이



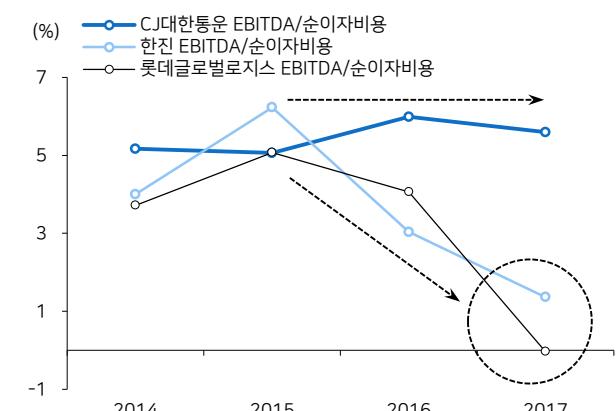
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 CJ대한통운 택배 단가 추이



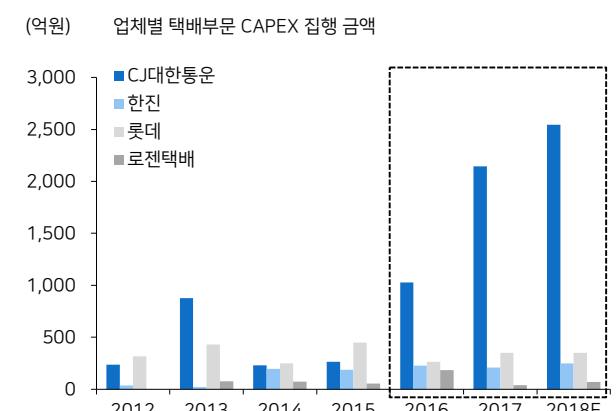
자료: CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터

그림5 상위 3사 과거 EBITDA/순이자비용 추이



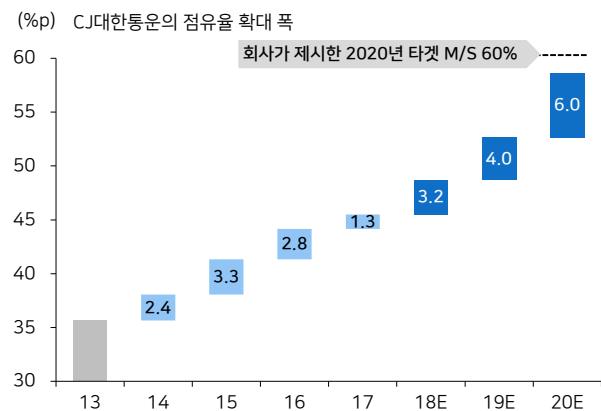
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 상위 4개사 택배부문 CAPEX 집행 금액



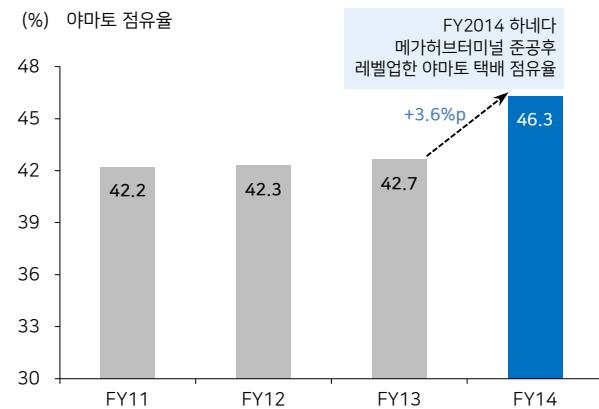
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림7 CJ대한통운 점유율 확대 폭 추이 및 전망



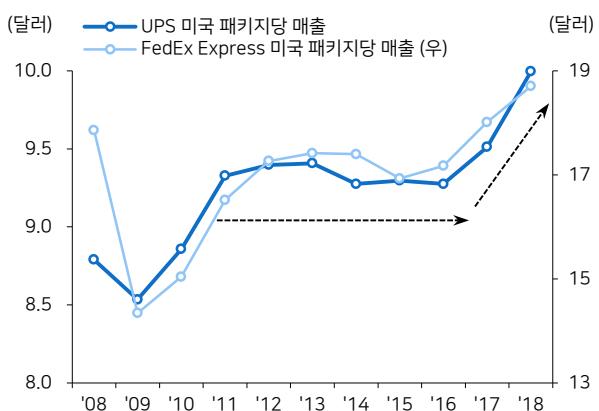
자료: CJ대한통운, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 일본 택배 1위 사업자 아마토 점유율



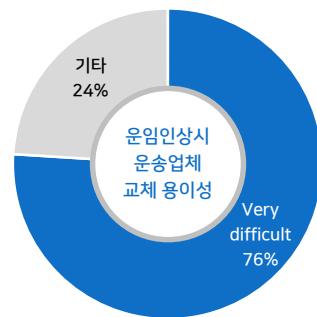
자료: 아마토, 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 UPS·FedEx, 미국 소형소포 단가 추이



자료: UPS, FedEx, 메리츠종금증권 리서치센터

그림10 UPS·FedEx 화주들 Survey에서 확인된 가격결정력



자료: Shipware, 메리츠종금증권 리서치센터

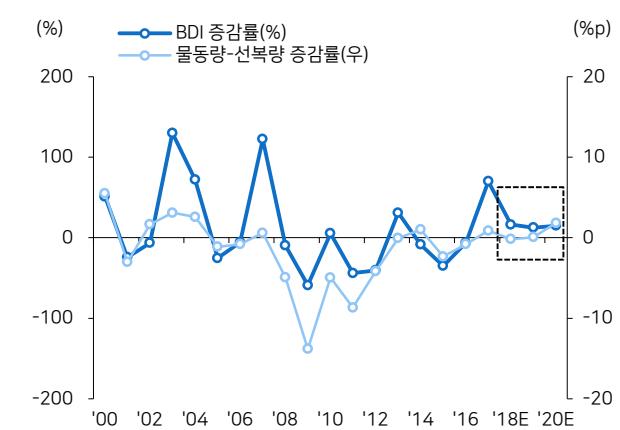
표1 상승 전환할 택배단가·메가허브터미널 가동·최저금인상·물량 증가를 반영하여 계산한 17년 vs. 19년 택배부문 I/S

택배물량	(백만개)	17년 I/S			변동요인			19년 I/S		
		박스당(원)	비율	전체(십억원)	곤지암	물량증가	최저임금	운임변동	전체(십억원)	박스당(원)
단가/매출		1,967	100.0	2,075.0	759.4	4.1	2,838.5	1,970	100.0	
비용	집화 수수료	511	26.0	539.5	197.5	1.1	738.0	512	26.0	
	배송 수수료	780	39.7	822.8	301.2		1,124.0	780	39.6	
	대리점 수수료	70	3.6	73.8	27.0		100.9	70	3.6	
	간선비	200	10.2	211.0	-31.2	65.8	245.6	170	8.7	
	상하차/분류비	200	10.2	211.0	-33.0	71.0	64.7	313.8	218	11.1
	기타 고정비	11	0.5	11.4	20.0		31.4	22	1.1	
	기타 판관비	128	6.5	134.9	49.4		184.2	128	6.5	
	비용 총계	1,900	96.6	2,004.4	-44.2	711.8	64.7	2,738	1,900	96.5
이익	영업이익	67	3.4	70.6	44.2	47.6	-64.7	100.7	70	3.5
	영업이익률	3.4		3.40				3.55		3.5

자료: CJ대한통운, 메리츠종금증권 리서치센터

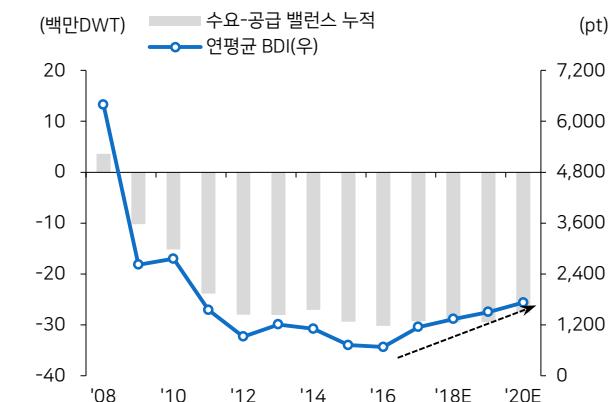
## [Key Chart] 2. 해상 운송(벌크)

그림11 BDI 및 수요-공급 밸런스 추이 및 전망



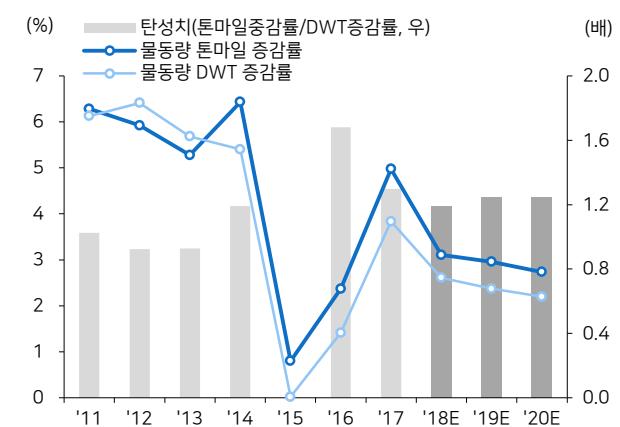
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림12 BDI 및 수요-공급 밸런스 누적 추이 및 전망



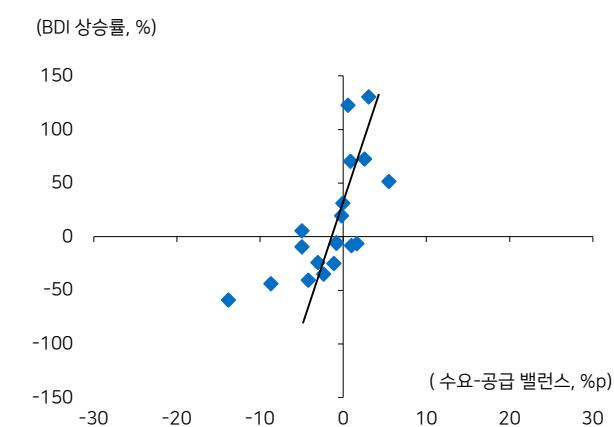
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림13 톤마일 증감률 및 물동량 증감률 추이 및 전망



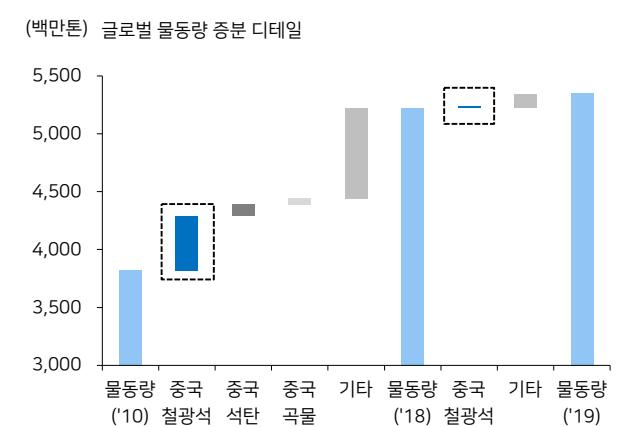
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림14 수요-공급 밸런스 대비 BDI 상승률



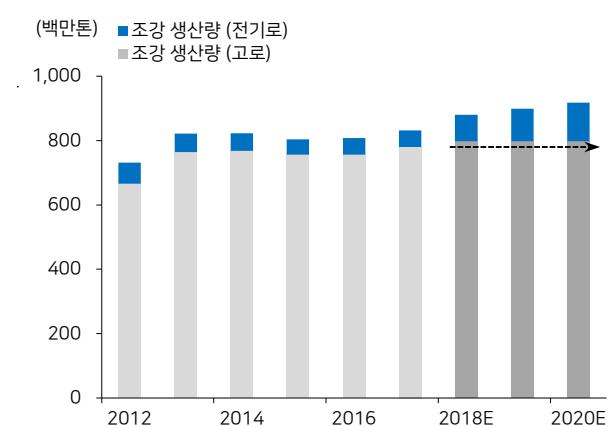
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림15 글로벌 물동량 증분 Break-down



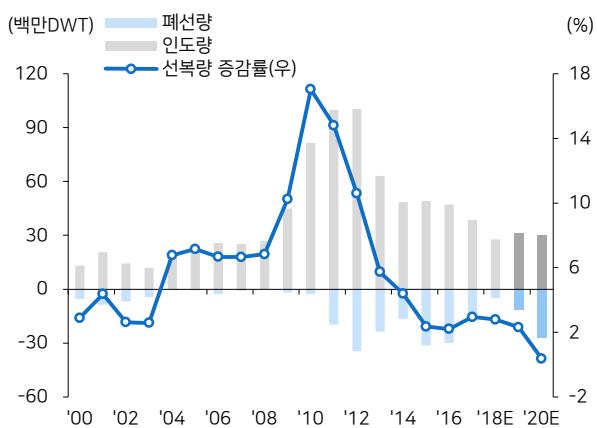
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림16 중국 조강 생산량 (전기로 vs. 고로)



자료: WSA, NBS, 메리츠종금증권 리서치센터

그림17 벌크선 폐선량, 인도량 추이 및 전망



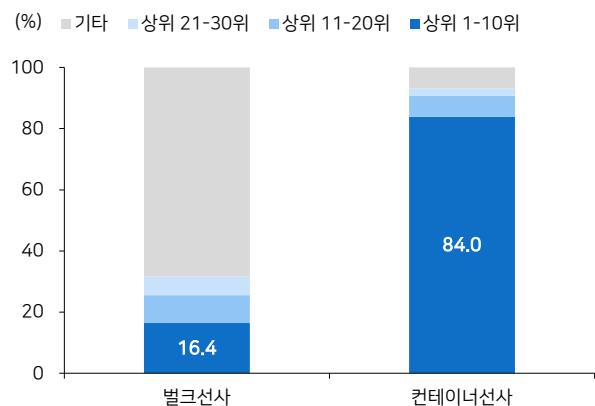
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 환경규제로 폐선될 벌크선 세그먼트

선령	Capesize	Panamax	Handymax	Handysize
0~4	9.8	5.4	6.7	2.6
5~9	20.2	10.7	10.4	5.2
10~14	5.5	4.1	3.2	1.4
15~19	2.2	2.6	1.9	0.9
20~24	1.2	1.3	1.3	0.9
25~29	0.9	0.2	0.2	0.2
30~	0.0	0.2	0.2	0.4

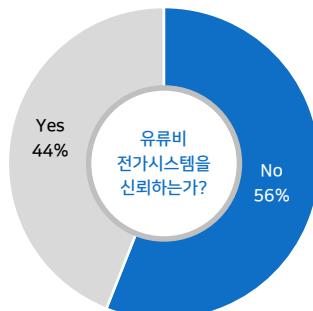
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림18 벌크선사 및 컨테이너선사 상위업체 점유율



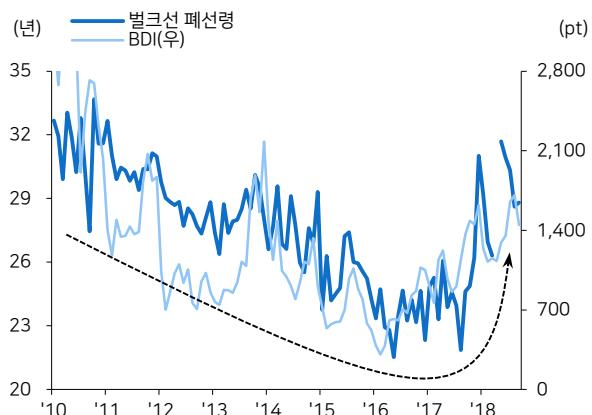
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림19 유류비 전가시스템을 신뢰하지 않는 화주들



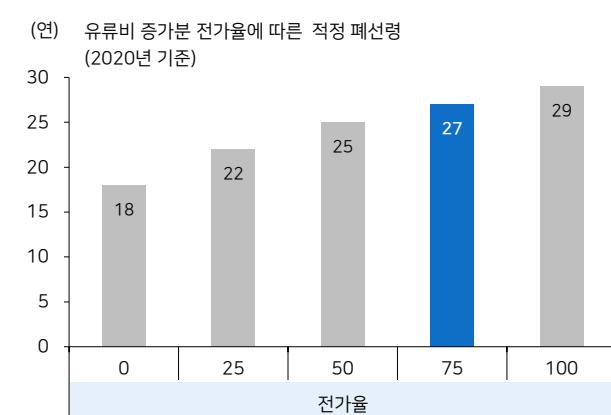
자료: Drewry, 메리츠종금증권 리서치센터

그림20 벌크선 평균 폐선령 및 BDI 추이



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림21 유류비 전가율에 따른 적정 폐선령 (20년 기준)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 NPV계산 예시) 유류비 미전가 가정시 현재 15년 선령 170K DWT Capesize 벌크선의 경우 2020년 말 폐선 하는게 유리

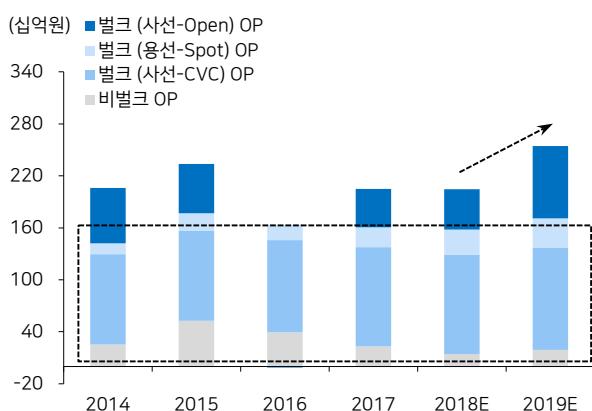
선령		16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
연도		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Cash-In	운임 수입	15.1	14.5	13.8	13.2	12.6	11.9	11.3	10.7	10.1	9.4
	가동률 가정	80.0	76.7	73.3	70.0	66.7	63.3	60.0	56.7	53.3	50.0
	폐선시 스크랩 수입										12.2
<b>TOTAL Cash-In</b>		<b>15.1</b>	<b>14.5</b>	<b>13.8</b>	<b>13.2</b>	<b>12.6</b>	<b>11.9</b>	<b>11.3</b>	<b>10.7</b>	<b>10.1</b>	<b>21.6</b>
Cash-out	관리원가	2.3	2.4	2.4	2.5	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7	2.8
	Voyage Cost	9.5	12.0	11.5	11.0	10.4	9.9	9.4	8.9	8.3	7.8
	유류비 (MGO price)	7.8	10.3	9.9	9.4	9.0	8.5	8.1	7.6	7.2	6.7
	기타 (항비, 화물비)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
	세금	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>TOTAL Cash-Out</b>		<b>12.2</b>	<b>14.4</b>	<b>13.9</b>	<b>13.4</b>	<b>13.0</b>	<b>12.5</b>	<b>12.0</b>	<b>11.5</b>	<b>11.1</b>	<b>10.6</b>
<b>Net Cash-In</b>		<b>2.9</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.9</b>	<b>-1.0</b>	<b>11.0</b>
<b>PV of Net Cash-In</b>		<b>2.9</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.8</b>	<b>8.4</b>
<b>NPV</b>		<b>8.2</b>									
<b>Capesize Scrap Value</b>		<b>10.0</b>									

주: 15년 선령의 Capesize 벌크선의 운임수준과 비용구조, 선박의 라이프사이클을 고려해 계산.

가정: 내용연수 25년, 현재수준 운임 지속, 노후화에 따른 가동률 감소, 선박 노후화에 따른 관리원가 연평균 증가율 2%, 정기검사비용은 관리원가에 반영 (충당금설정방식), 19년 유류비는 380cst Bunker price, 저유황유와 고유황유 스프레드 현재수준 유지, 법인세 20%, 할인률 3%

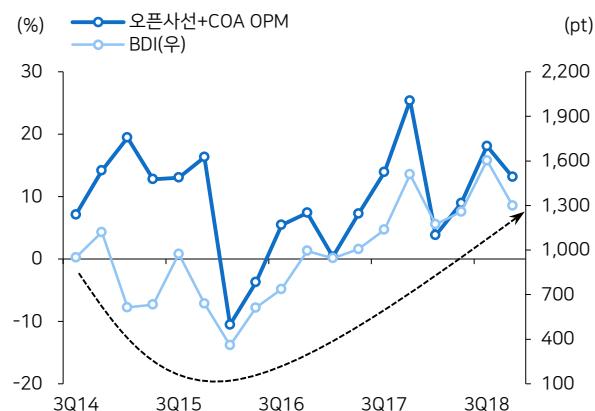
자료: Clarksons, Maritime economics, Drewry, 메리츠종금증권 리서치센터

그림22 팬옵션 영업이익 Break-down



자료: 팬옵션, 메리츠종금증권 리서치센터

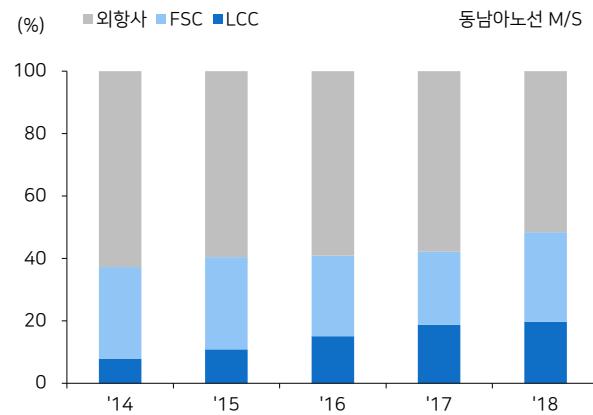
그림23 팬옵션 오픈사선+COA OPM



자료: 팬옵션, 메리츠종금증권 리서치센터

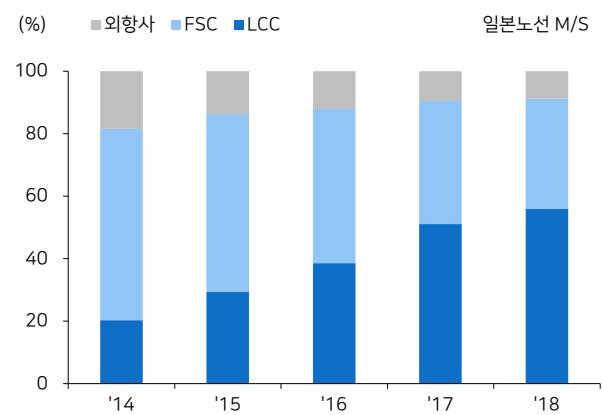
### [Key Chart] 3. 항공 운송

그림24 전국공항 기준 동남아 노선 M/S 추이



자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림25 전국공항 기준 일본 노선 M/S 추이



자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림26 중거리기재(Boeing B737-8 MAX, Airbus A321 NEO) 운항가능 거리



자료: 타웨이항공, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 중거리 노선 현황: 연간 1조 4천억원 규모의 시장, 국적 FSC 연간 6,000억원 창출 → 중장기적으로 FSC 타격 불가피

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

주: 국내 전 공항 합산 실적, 여객기+화물기 포함 운항편수, 평균티켓프라이스는 18년 11월부터 19년 4월까지의 왕복티켓가격의 평균값

자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 항공정보포털, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 중국 TOP10 공항 증설 스케줄

지역	공항명	디자인 CAPA (백만)	17년 이용객 (백만)	가동률	공항 확장 스케줄						비고
					2018	2020	2025	2030	2040		
베이징	수도	80	95	118.8							베이징 다싱 국제공항 건설중. 19년 개항. 개항초기 4,500만명 CAPA
광저우	바이원	38	85	223.7	81	105					
상하이	푸동	50	70	140.0		80					
청두	쑹류	50	50	100.0							청두 Tianfu 국제공항 건설중. 2020년 개항, 2,500-3,000만명 CAPA
선전	바오안	38	45	118.4			52		63		
상하이	홍차오	45	45	100.0							
쿤ming	창수이	40	40	100.0		80		120			
시안	센양	50	40	80.0				79			
충칭	장베이	45	38	84.4							
항저우	샤오샨	34	36	105.9		50					

자료: DBS, 메리츠종금증권 리서치센터

표6 운수권 배분이 유력한 베이징 노선 최근 1년간 운항 실적 – 국적사로는 대한항공과 아시아나항공이 과점

			운항편수 (회)	여객수 (명)	평균 티켓프라이스 (원)	매출 (십억원)	비고
인천공항	국적사	대한항공	1,461	202,749	300,720	30.5	
		아시아나	1,768	278,795	333,502	46.5	
	외항사	에어차이나	2,457	340,239	338,199	57.5	
		중국남방항공	729	97,351	412,010	20.1	
	TOTAL		6,415	919,134	336,325	154.6	
기타공항	국적사	대한항공	2,298	360,742	300,720	54.2	
		아시아나	1,875	269,493	333,502	44.9	
		제주항공	156	15,544	250,000	1.9	대구공항
	외항사	에어차이나	1,427	179,657	338,199	30.4	
		중국남방항공	730	108,623	412,010	22.4	
	TOTAL		6,486	934,059	329,485	153.9	
TOTAL	국적사	대한항공	3,759	563,491	300,720	84.7	
		아시아나	2,604	366,844	498,455	91.4	
		제주항공	156	15,544	250,000	1.9	
		TOTAL	6,519	945,879	376,575	178.1	
	외항사	에어차이나	3,884	519,896	338,199	87.9	
		중국남방항공	1,459	205,974	412,010	42.4	
	TOTAL		5,343	725,870	359,144	130.3	
	TOTAL		11,862	1,671,749	369,006	308.4	

주: 국내 전 공항 합산 실적, 여객기+화물기 포함 운항편수, 평균티켓프라이스는 18년 11월부터 19년 4월까지의 월복티켓가격의 평균값

자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 메리츠증권 리서치센터

표7 입국장 면세점 도입에 따른 업체별 이익 훼손 영향 분석 : LCC보다 FSC가 영업이익 훼손 가능성 높을 전망

(억원, %)	대한항공	아시아나항공	제주항공	진에어	티웨이
운영방식	자체	자체	위탁(그랜드면세점)	위탁(대한항공)	자체
기내면세점 매출 (17년, 판매기준)	1,699	964	127	135	52
기내면세점 매출 (17년, 인식기준)	1,699	964	31	27	33
취득 수수료율 (위탁운영에 한함, 당사 추정치)	N/A	N/A	24.4	20.0	N/A
자체상품	0	0	0	0	19
기내면세점 OPM (당사 추정치)	35.0	40.0	100.0	100.0	40.0
기내면세점 OP (당사 추정치)	594.7	385.6	31.0	27.0	13.2
연결 OP (17년)	9,397.8	2,758.6	1,013.2	969.1	471.0
연결 OP대비 기내면세점 OP 비중 (17년)	6.3	14.0	3.1	2.8	2.8
기내면세점 매출 감소에 따른 OP 감소분 (17년 기준)					
10% 감소시	59.5	38.6	3.1	2.7	1.3
20% 감소시	118.9	77.1	6.2	5.4	2.6
30% 감소시	178.4	115.7	9.3	8.1	4.0
40% 감소시	237.9	154.2	12.4	10.8	5.3
50% 감소시	297.3	192.8	15.5	13.5	6.6
60% 감소시	356.8	231.4	18.6	16.2	7.9
70% 감소시	416.3	269.9	21.7	18.9	9.2
80% 감소시	475.7	308.5	24.8	21.6	10.6
90% 감소시	535.2	347.0	27.9	24.3	11.9

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

## Part 1. 육상운송(택배) - 치킨 게임의 후반부, 독주하는 CJ대한통운

### 현황: 안정적 외형 성장세를 이어가고 있는 택배산업

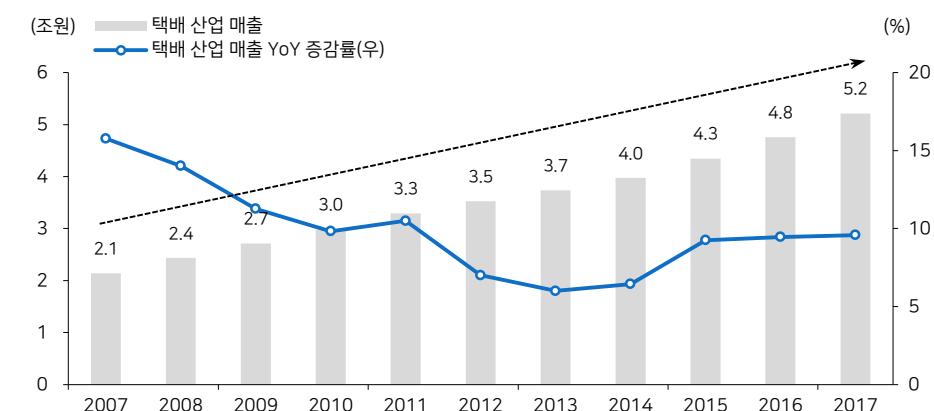
안정적인 Q·매출 성장세를  
이어가고 있는 택배산업

지난 10년간 택배 시장은 전방 시장인 국내 온라인(모바일 포함) 쇼핑 시장의 확대로 연평균 9.3%의 성장세를 시현하였다. 국내 온라인 쇼핑 시장은 지난 수년간 20%대의 높은 성장세를 유지하고 있다. 결제수단의 간편화로 온라인 쇼핑에 대한 접근성이 계속해서 높아지고 있으며, 온라인 쇼핑몰의 취급품목 다변화, 오프라인 사업자들의 지속적인 온라인 사업으로의 유입 등이 성장 동력으로 작용하고 있다.

택배 산업수요(Q),  
향후 8-10%대의 성장세 전망

온라인쇼핑 시장의 성장으로 산업 택배 물량 또한 두자릿 수 성장세를 지속하고 있다. 물류협회에 따르면 20년까지 보수적으로 8-10%대의 물량 증가가 예상된다는 점에서 향후에도 택배 시장은 안정적 성장세를 지속할 전망이다.

그림27 연평균 +9.3%의 안정적인 성장세를 시현하고 있는 택배 산업 매출



자료: 물류신문, 메리츠증권 리서치센터

그림28 20%대의 고성장세 지속 중인 전방시장



주: 17년부터 통계청의 통계집계방식 변화. 기준 집계 방식하에서 17년 거래액은 80조원 (YoY +23.2%) 규모  
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림29 Q- 산업수요 향후에도 High-single 성장 지속 전망



자료: 물류협회, 메리츠증권 리서치센터

## 문제는 ‘단가 하락’과 ‘비용 증가’의 압박을 동시에 받고 있다는 점

가격경쟁과 소형물량비중 증가로  
지속 하락하고 있는 택배 단가(P)

안정적 수요 성장과는 달리 P와 C는 부정적인 흐름을 이어가고 있다. 가격(P)은 소형 물량비중 증가와 가격 경쟁으로 계속해서 하락하고 있다. ‘조금씩’, ‘자주’ 온라인 쇼핑을 이용하는 트렌드가 소형 물량 비중 증가의 원인이다. 가격경쟁 관점에서는 CJ대한통운이 점유율 확대를 위해 경쟁사 대비 가장 낮은 가격을 책정하고 고수하며 산업 택배 단가 하락을 주도하고 있다.

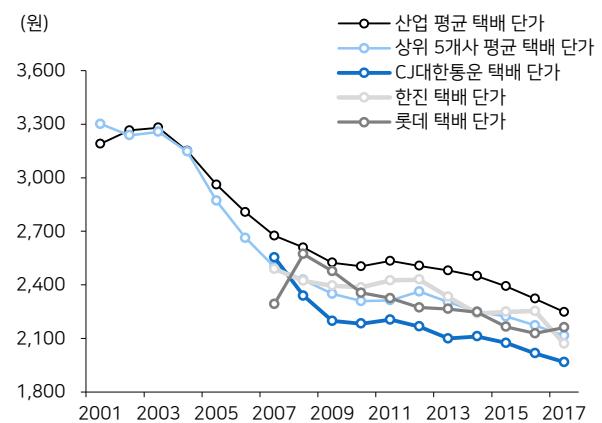
급격한 최저임금인상으로  
비용증가(C) 압박도 존재

‘비용 증가’의 압박도 존재한다. 17년 출범한 신정부는 18년 +16.4%의 최저임금 인상을 단행하였다. 택배업체들은 상하차 및 분류 인력으로 아르바이트를 활용하고 있기 때문에 타격을 입고 있다. 상하차 및 분류비는 택배원가의 10.5%를 차지 한다. 19년에도 최저임금이 +10.9% 상승된다는 점에서 ‘비용증가’의 압박은 향후에도 지속될 전망이다.

그림30 P - 소형물량비중 확대와 가격경쟁 지속으로 하락하고 있는 택배 단가

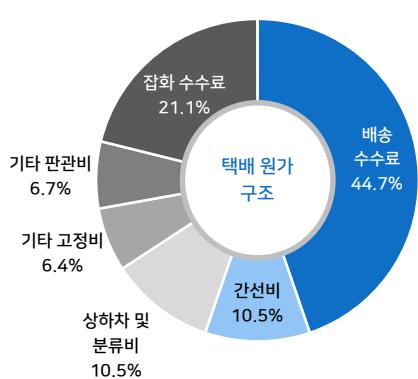


자료: CJ대한통운, 메리츠종금증권 리서치센터

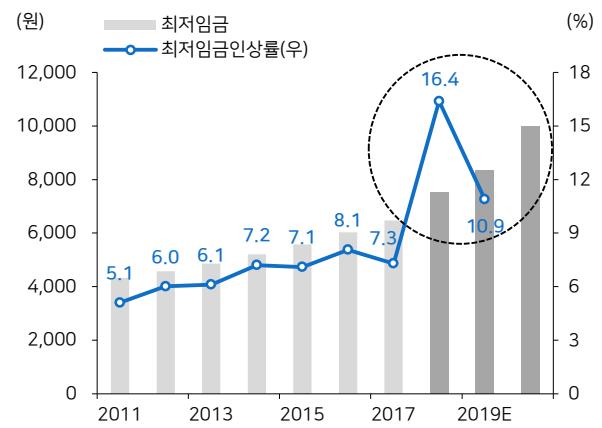


자료: 물류협회, 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림31 C - 택배원가의 10.5%를 차지하고 있는 상하차 및 분류비, 최저임금 급등으로 직격탄



자료: 산업자료, 메리츠종금증권 리서치센터



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 치킨게임지속 → 수익성악화에 따른 구조조정 → CJ 대한통운 점유율 확대

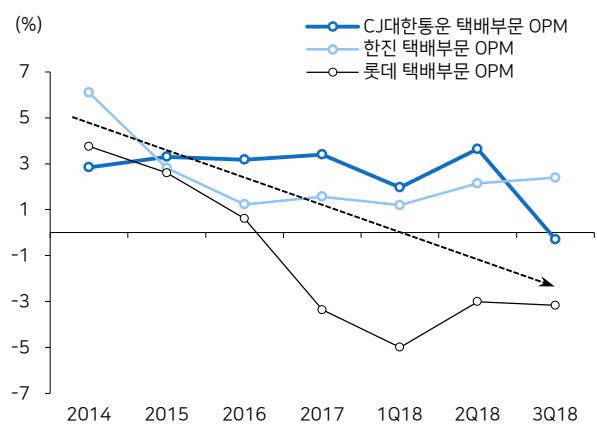
단가하락과 비용증가로  
저조한 택배사 수익성

2000년 60여개에 이르던  
택배업체 수는  
17년 기준 16개로 통·폐합

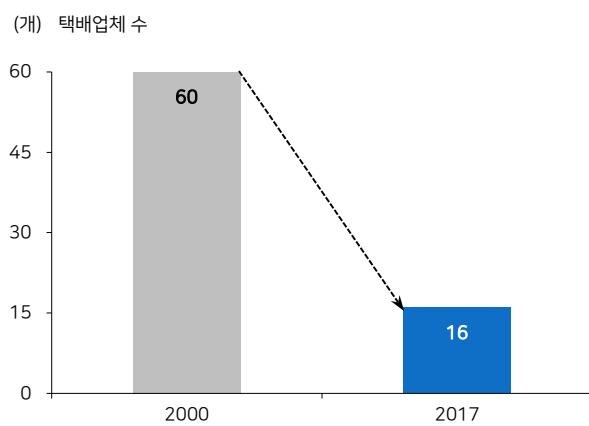
치킨게임과 비용압박의 영향으로 택배업체의 수익성은 저조한 상황이 지속되고 있다. 가장 낮은 단가에도 차별화된 원가 경쟁력을 보유하고 있는 CJ대한통운만이 3%대의 마진을 유지하다가 그마저도 18년 들어 수익성이 악화되어 3분기 기준 -0.3%의 영업이익률을 기록하였다. 한진 또한 최근 3년간 1-2%대의 수익성을 기록하고 있으며, 롯데 택배는 17년부터 영업적자를 지속 중인 상황이다. 규모의 경제를 확보한 상위 업체들 마저도 저조한 수익성을 기록하고 있다는 점에서 중소형 택배사들의 수익성은 더 저조할 가능성이 높다.

구조적 수익성 악화로 2000년 60여개에 달하던 택배업체 수는 17년 기준으로 16개로 통·폐합되었다. 사라지는 업체의 점유율을 CJ대한통운이 흡수하면서 동사의 점유율은 2007년 27.4%대에서 3Q18기준 48.8% 수준으로 확대되었다. 향후에도 중소형 택배사들의 통·폐합과 선두업체의 점유율 확대가 예상된다.

그림32 택배업체, 치킨게임 및 비용압박의 영향으로 저조한 수익성 기록 중이며, 택배사 수는 2000년 60개에서 17년 16개로 감소

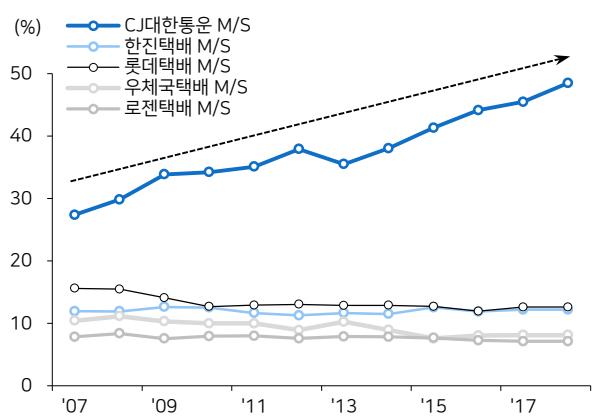


자료: Bloomberg, 각 사, 메리츠증금증권 리서치센터

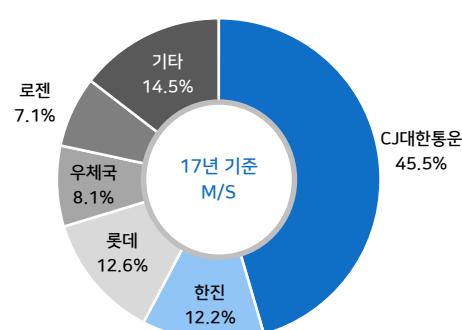


자료: 물류신문, 메리츠증금증권 리서치센터

그림33 CJ대한통운, 통폐합된 업체의 점유율을 가져오며 지속적으로 점유율 확대 중



자료: 물류협회, 메리츠증금증권 리서치센터



자료: 물류 협회, 메리츠증금증권 리서치센터

## 전망: 가격 - CJ 대한통운의 운임정상화로 산업 택배단가 하방경직성 확보

산업 전반에

운임정상화 기대감 형성 중

향후 산업 전반의 택배단가는 하방경직성을 확보할 전망이다. CJ대한통운이 선제적으로 운임정상화에 나서며 산업 전반에 운임정상화 기대가 형성되고 있다. CJ대한통운 외에는 아직 구체적인 운임인상 계획을 밝힌 업체는 없지만 저조한 수익성 해소를 위해 조만간 운임인상에 나설 가능성이 높다. 누구보다 선두업체의 운임인상을 기다렸을 것이다.

산업 전반 택배 단가,

극적 반등보다는

완만한 상승을 예상

다만 선두업체의 운임인상이 적극적이고 공격적이기 보다는 표현 그대로 '정상화'에 초점을 맞춘 만큼 인상 폭이 크지 않을 가능성은 존재한다. 소형물량비중 확대가 지속된다는 점도 택배단가에 부정적으로 작용할 가능성이 높다. 당사는 19년 CJ대한통운의 택배단가가 YoY +1.5% 상승할 것으로 전망한다. 산업 전반의 택배 가격도 극적으로 반등하기보다는 완만한 상승을 예상한다.

국내·외 배송서비스 운임인상

분위기는 추가적 운임 인상

가능성 확대 요인

중기적으로 선두업체를 비롯한 업계 전반의 추가적인 운임인상 가능성도 배제할 수 없다. 국내·외로 배송서비스 가격 인상 분위기가 조성되고 있기 때문이다. 국내에서는 인터넷쇼핑몰, 패스트푸드업체, 대형리테일업체 등이 배송 서비스에 대한 고객부담을 높이는 방침을 가져가고 있다. 해외에서는 일본의 점유율 1위 업체 야마토물류가 미국에서는 FedEx, UPS가 택배운임을 인상하고 있다. 택배서비스는 필수소비재와 유사한 성격을 지니고 있어 사회적으로 공감대가 형성되어야 운임인상이 용이하다. 이런 의미에서 국내·외의 배송서비스 가격 정상화 분위기는 국내 택배업계에도 긍정적으로 작용할 전망이다.

그림34 CJ대한통운 택배 단가 추이 및 전망



자료: 물류협회, 메리츠종금증권 리서치센터

표8 배송서비스 가격 정상화 분위기가 형성 중인 국내시장

	인상 업체	인상률 비고
16.10	쿠팡	N/A 로켓배송 기준, 9,800원→19,800원
16.10	G마켓·옥션	20.0% 스마트배송비, 2,500원→3,000원
17.07	티몬	N/A 무료배송 기준, 20,000원→25,000원
17.12	티몬	N/A 무료배송 기준 25,000원→30,000원
1H18	맥도날드·롯데리아 ·KFC·버거킹	배달서비스 수수료 2.5%~33.3% 인상
18.05	교촌치킨	N/A 배달료 2,000원 부가
18.05	마켓컬리	20.0% 국내 온라인 식품 배송업계 1위 사업자 15년 5월 배송 서비스 시작 후 처음 인상
18.06	이마트 트레이더스몰	16.6% 10만원 이상 구매고객 무료배송 서비스 폐지 10만원 미만 구매고객 3,000원→3,500원

자료: 언론종합, 메리츠종금증권 리서치센터

## 전망: M/S - CJ 대한통운의 점유율 확대 속도 빨라질 전망

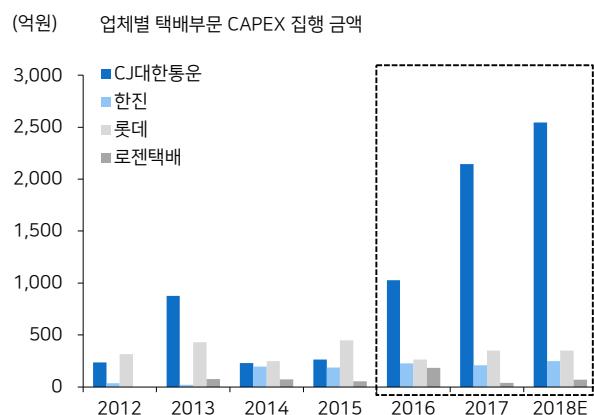
최근 3년간 CAPEX 격차는  
향후 점유율 격차 확대 근거

향후 CJ 대한통운의 점유율 확대 속도가 빨라질 전망이다. 이미 3Q18기준 점유율이 48.8%에 이르는 상황에서 점유율 확대 속도가 빨라질 것으로 전망하는 이유는 지난 16년부터 18년까지 3년간의 CAPEX 격차다. 16년부터 올해까지 CJ 대한통운은 택배부문에 경쟁사 대비 '압도적'인 CAPEX를 집행하였다. 16년부터 18년 3년간 CJ 대한통운이 5,714억원을 사용한 반면 한진 686억원·롯데 965억원·로젠파 293억원을 사용하였다. 체급 차이의 영향도 있겠지만, 치킨게임으로 경쟁사들의 재무상태가 지난 3~4년간 지속적으로 악화된 점도 영향을 미쳤을 것이다.

CJ 대한통운, 향후 산업수요  
증분의 상당 부분을 흡수하며  
점유율 확대 지속 전망

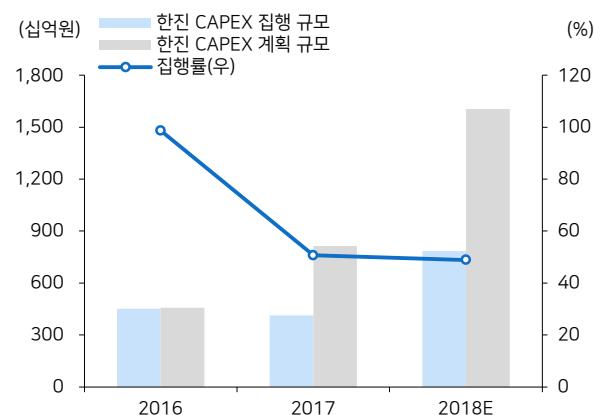
빠르게 성장하는 산업수요로 이미 추가적 처리능력 제한적인 상황에서 선제적 투자 기회를 상실했다는 점은 향후 경쟁사들의 물량 확대에 걸림돌로 작용할 수 밖에 없다. 반대로 적절한 시점에 선제적 투자를 집행한 CJ 대한통운은 향후 산업수요 증분의 상당부분을 흡수하며 점유율 확대를 지속할 전망이다.

그림35 CAPEX '초격차' → 향후 점유율 격차 확대의 근거



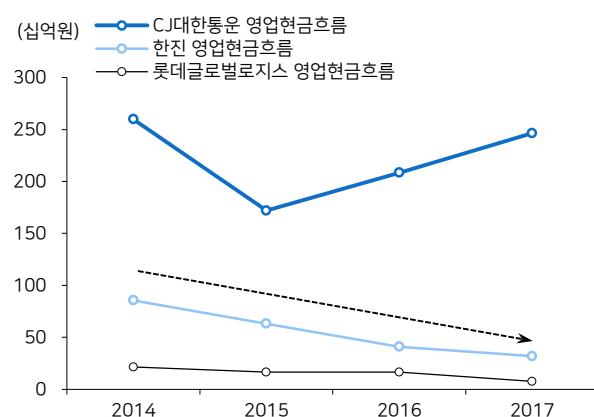
자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림36 한진, 계획대비 CAPEX 집행 어려운 상황

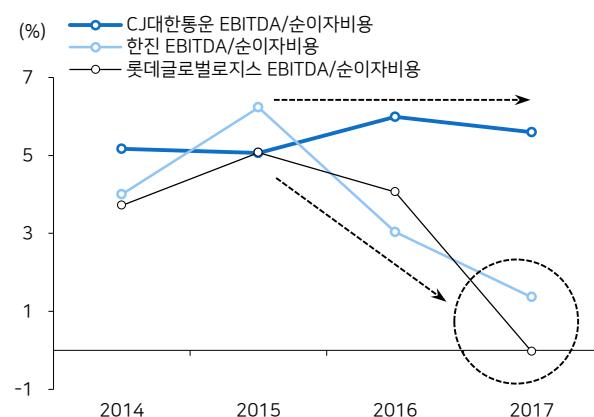


자료: 한진, 메리츠종금증권 리서치센터

그림37 한진·롯데글로벌로지스, 지난 3~4년간 재무적 부담 확대되면서 빠르게 성장하는 산업수요에 대응할 선제적 투자 기회 상실



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

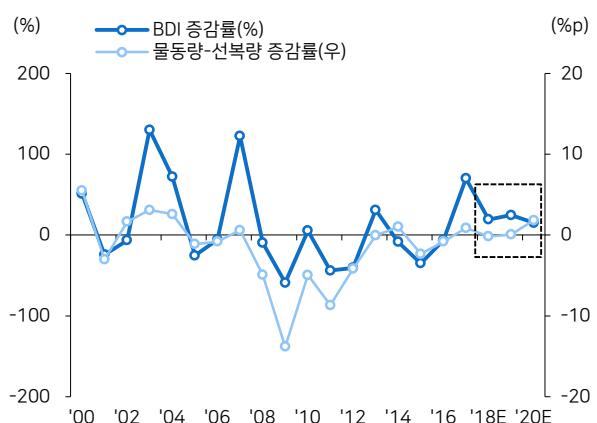
## Part 2. 해운(벌크) - 환경규제가 가져다줄 BDI 강세장

수요 성장세 둔화에도  
제한적 벌크선 공급이  
업황 개선을 이끌 전망

19년 벌크 해운업은 17년부터 시작된 업황 개선세를 지속할 전망이다. 19년 벌크 해운업의 핵심은 공급에 있다. 중국을 포함한 글로벌 경기의 성장 둔화와 미·중 간 무역전쟁의 영향으로 수요 성장세 둔화가 예상되지만 제한적 벌크선 공급이 업황 개선을 이끌 전망이다. 현재 호주 BHP Billiton사의 철도 탈선사고로 철광석 수출에 차질이 생기면 급격하게 센티먼트가 악화되었지만 일시적 이슈라는 판단이다.

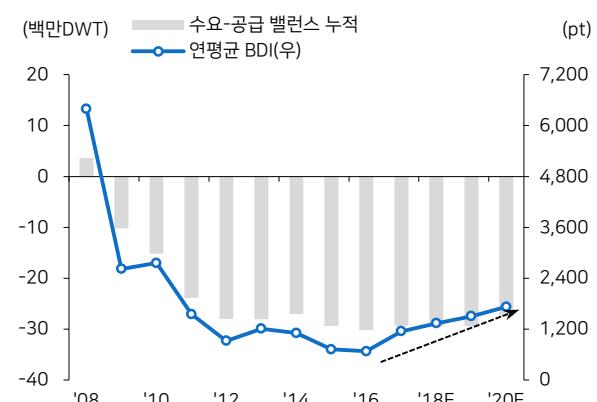
벌크 물동량 YoY +2.4% 증가, 선복량 YoY +2.3% 증가하며 완만한 수요-공급 밸런스 개선을 예상한다. 제한적인 공급의 근거는 1) 낮은 수준을 유지하고 있는 선복량 대비 수주잔고 비중(18년 10.2%, 19년 11.0%) 감안시 인도에 따른 공급 확대 제한적이라는 점과 2) 18년 급감한 폐선량이 IMO 황산화물 규제로 늘어난다는 점이다 (18년 4.9백만DWT, 19년 11.5백만DWT).

그림38 수요-공급 밸런스 · BDI 증감률 추이 및 전망



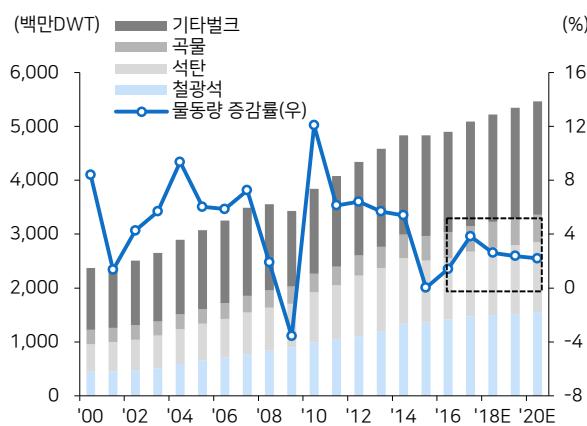
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림39 수요-공급 밸런스 누적 · 연평균 BDI 추이 및 전망

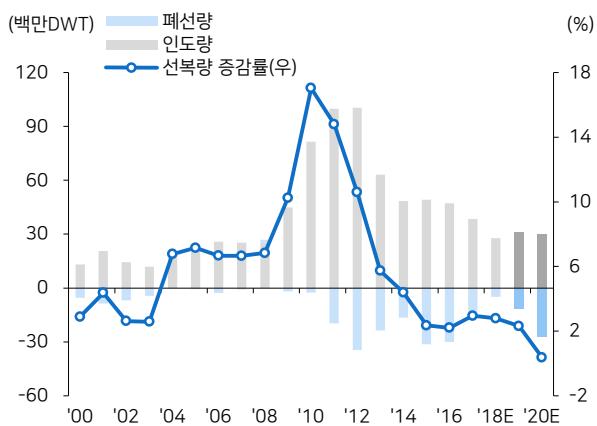


자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림40 수요 성장세 둔화 불가피하지만 20년 IMO 황산화물 규제 시행으로 폐선량이 증가하며 수요-공급 밸런스 개선 예상



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

## 완만한 수급 개선에도 큰 폭의 BDI 상승률 (YoY +12.5%) 전망

완만한 수급 개선에 비해  
가파른 운임상승세 전망  
근거 ①: 톤마일 증감률

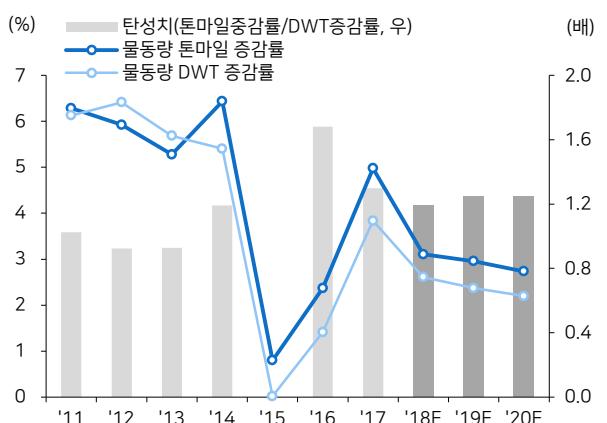
19년 BDI(Baltic Dry Index)는 YoY +12.5% 상승한 1,500pt 수준을 예상한다. +0.1%p의 완만한 수급개선에 비해 가파른 운임 상승세를 전망하는 근거는 세 가지다. 첫째는 물동량 증감률을 상회하는 톤마일 증감률이다. 14년 이후 지속 상회하고 있다. 19년에도 미·중 무역전쟁의 영향으로 톤마일 증감률이 물동량 증감률을 상회할 전망이다. 중국이 미국으로부터 수입하던 대두 등 곡물 수입처를 남미로 변경할 것으로 예상된다. 무역전쟁으로 톤마일이 증가하며 오히려 업황에 긍정적으로 작용할 전망이다.

근거 ②: 환경규제 대응 위한  
선박 가동일수 감소

두번째는 선박 가동일수의 감소이다. IMO 규제에 스크러버 장착으로 대응하기로 한 선주들의 경우 내년까지 스크러버 장착을 마칠 유인이 크다. 빨리 달면 달수록 투자금 회수기간이 짧아지기 때문이다. 지난 8월 기준 스크러버 장착을 완료했거나 계약한 벌크선 수는 280척 가량으로 알려져 있다. 전체 벌크선 수의 2.5%에 이르는 수치다. 정기선박검사(Dry-dock)에 비해 스크러버 설치에는 추가적인 시간이 요구된다는 점에서 가동일수 감소 요인이다. 스크러버를 설치하지 않더라도 20년부터 새로운 연료를 사용해야 하기 때문에 연료탱크세척이 필요하다. 세척없이 연료를 교체하는 경우 엔진 등 동력계에 문제가 발생할 가능성이 높다. 업계 전반의 가동일수 감소가 불가피하다.

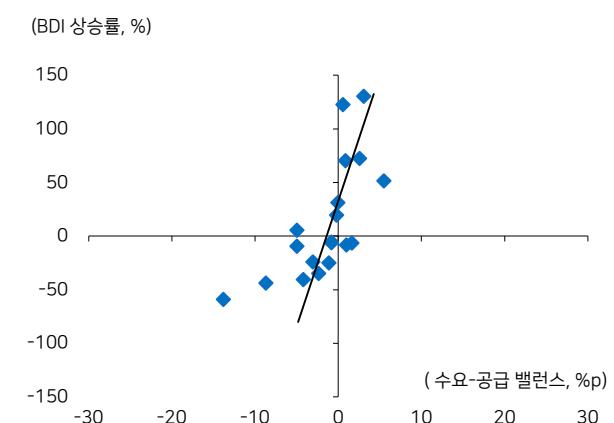
세번째는 수요-공급 밸런스 변동 대비 BDI 변동성이 크다는 점이다. 역사적으로 BDI는 약간의 수급개선 혹은 악화에도 예민하게 반응하였다. 투기적 수요에 근거했던 시기도 존재하지만 근본적으로 센티먼트가 약한 탓이라는 판단이다. 최근 호주 탈선사고로 BDI가 30%이상 하락한 점도 이를 뒷받침한다. 1) 물동량 증감률을 상회하는 톤마일 증감률, 2) 업계 전반의 가동일수 감소, 3) 수급 밸런스 변동 대비 높은 BDI 변동성은 19년 운임 상승률 확대 요인으로 작용할 전망이다.

그림41 물동량 증감률 vs. 톤마일 증감률 추이



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림42 수급 밸런스 변동대비 높은 BDI 변동성



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

## 1. 수요: 중국을 위시한 글로벌 경기 위축으로 성장세 둔화 불가피

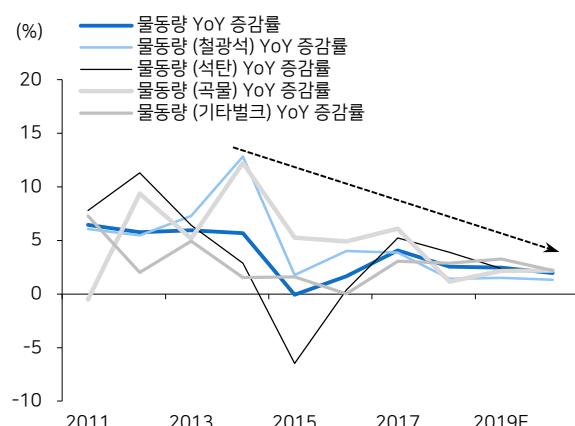
벌크 물동량 성장세 둔화 전망  
YoY +2.4% 증가 예상

19년 벌크화물 물동량은 전년대비 2.4% 증가하며 성장세가 둔화될 전망이다. 중국을 포함한 글로벌 경기의 성장세 둔화와 미·중 간 무역전쟁이 주요 원인이다. 중국은 17년 기준 벌크 물동량의 28% 이상을 차지하고 있는 핵심적인 벌크화물 수입국이다. 중국 경제의 성장세 둔화는 벌크화물 수요 성장세 둔화로 직결된다.

중국 철광석 수입,  
구조적으로 늘기 어려운 상황

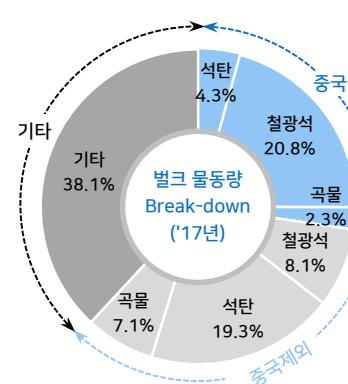
중국의 철광석 수입이 구조적으로 늘기 힘들다는 점도 벌크화물 수요 둔화를 뒷받침한다. 중국의 철광석 수입은 지난 8년간 물동량 증분의 33%를 차지하였다. 단일 변수로는 절대적으로 높은 비중이다. 당시 철강센터 담당자에 따르면 중국의 철광석 수입은 18년 10.7억톤, 19년 10.8억톤 수준으로 1% 내외의 증가가 예상된다. 전방 수요의 둔화 뿐만 아니라 전기로 중심의 생산능력 확대 등 산업 내 구조적인 요인에 근거한다.

그림43 물동량 증감률 추이 및 전망



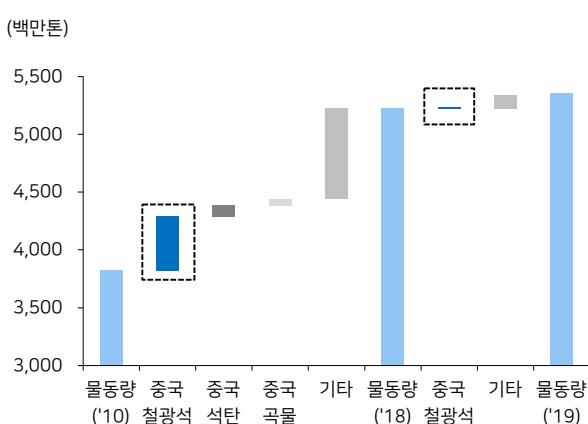
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림44 17년 기준 벌크 물동량 Break-down



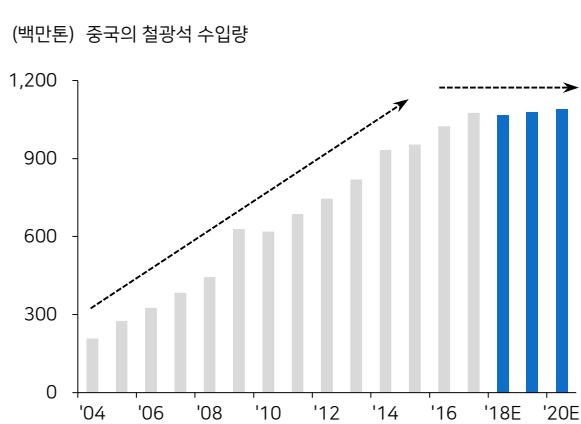
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림45 글로벌 물동량 증분 디테일 (10년→18년→19년)



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림46 향후 정체가 예상되는 중국의 철광석 수입량



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 중국 철광석 수입은 향후 늘어날 가능성 제한적

중국 철광석 수입이  
늘어나기 힘든 근거 ①:  
철강 전방수요 둔화

중국의 철광석 수입은 17년 이후 10.7억톤 수준에서 정체된 상황이다. 18년 9월 누적기준 YoY -1.7% 감소세를 시현 중이다. 향후에도 늘어날 가능성은 제한적이라고 판단한다. 가장 큰 이유는 철강의 전방수요 둔화이다. 17년 기준 중국 철강수요의 55%는 건설부문에서 발생하였다. 18년 들어 인프라투자가 급격하게 감소하고 있다. 중국의 경제체력 상황을 고려하면 향후에도 회복 가능성이 제한적인 상황이다. 고품위 원광에 대한 수입 증가에 대한 기대감이 존재하지만 전방 수요의 불안정한 상황이 지속된다면 철광석 수입은 늘어나기 힘들 전망이다.

근거 ②: 철광석 투입 비중 낮은 전기로 중심의 조강 생산 증가

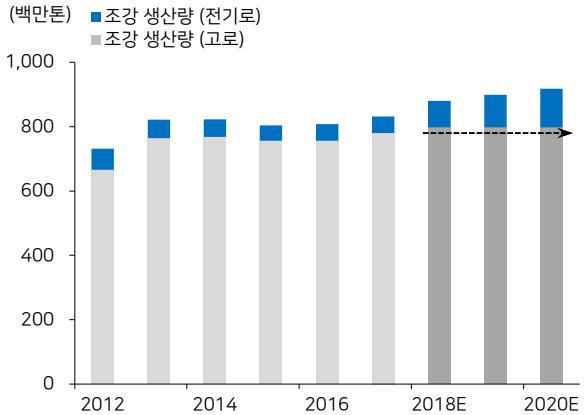
철광석 투입 비중이 낮은 전기로 중심의 조강 생산 증가도 철광석 수요에 부정적이다. 19년 고로의 조강생산능력은 -1.1% 감소하는 반면 전기로는 +16.0% 증가가 예상된다. 전기로는 고로에 비해 철광석 사용 비중이 낮고 철스크랩 사용 비중이 높다. 중국은 철스크랩 투입 비중이 전기로 70%, 고로 15% 수준이다. 전기로 중심의 생산능력 확대로 철광석 수요가 철스크랩 수요로 대체될 전망이다.

그림47 둔화되고 있는 철강의 전방수요



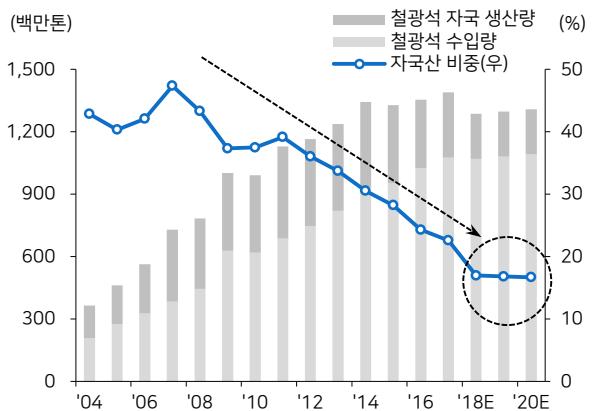
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림48 철광석 투입 비중이 낮은 전기로 중심의 생산량 증가



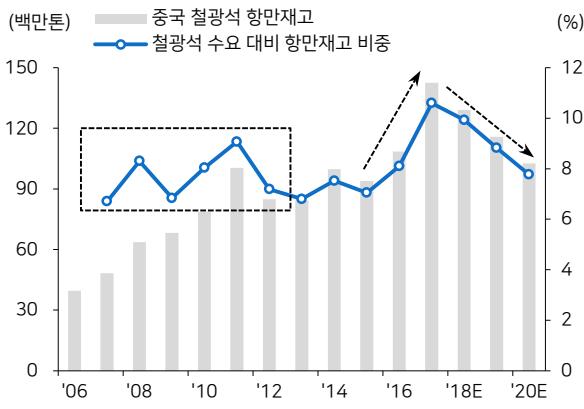
자료: NBS, WSA, 메리츠종금증권 리서치센터

그림49 추가적으로 낮아지기 어려워 보이는 자국산 비중



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림50 과도한 수준까지 올라온 향만재고 소진이 필요



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 2. 공급: 환경규제로 폐선 늘어나며 선복량 증감률 전망

선복량 증가세도 둔화 예상

YoY +2.3%

공급의 핵심은 폐선, 25년이상

선박과 25년 미만 소형선박

중심의 폐선량 증가 예상

물동량 뿐만 아니라 선복량 증가세도 둔화를 예상한다. 18년 +2.8%에서 19년 +2.3%를 기록할 전망이다. 인도량이 늘어나는 것에 비해 폐선량이 늘어나는 속도가 빠른 탓이다. 19년 인도량 YoY +11.6% 증가, 폐선량 +133.7% 증가를 예상한다. 18년 기준 선복량 대비 수주잔고 비중은 10.2%에 불과하다. 2001년 이후 가장 낮은 수준이다. 향후 인도량 증가가 업황을 해소할 가능성은 제한적이다.

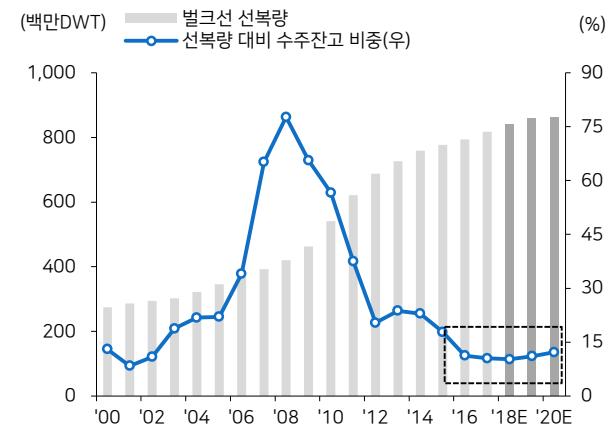
공급의 핵심은 폐선에 있다. 사실상 벌크선 업황 방향성이 폐선에 달려 있다고 봐도 무방하다. 환경규제의 영향으로 폐선량이 늘어날 전망이다. 18년 4.9백만DWT에서 19년 11.5백만DWT, 20년 26.8백만DWT을 예상한다. 일각에서 15년 이상 선령에 대한 폐선 기대감이 존재하지만 그 가능성은 제한적이라는 판단이다. 업황 개선으로 경제성을 확보한 선박들이 늘고 있다. 25년을 기준으로 보아야 한다는 판단이다. 18년 9월 기준 벌크선 평균 폐선령은 26년 수준이다. 향후 25년 이상 선박과 25년 미만 비용 경쟁력이 낮은 소형 선박 중심의 폐선량 증가를 예상한다.

그림51 폐선량·인도량·선복량 증감률 추이 및 전망



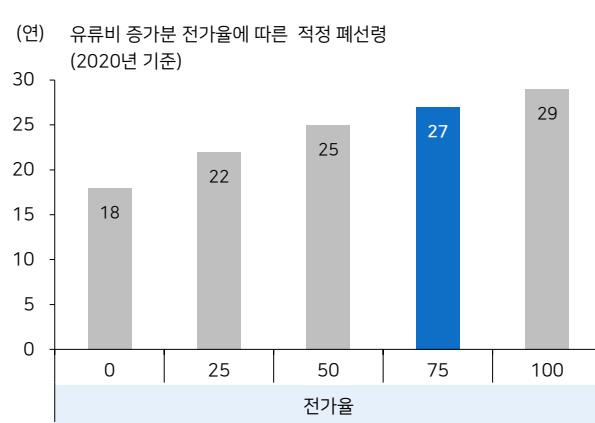
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림52 선복량 대비 수주잔고 비중 추이 및 전망



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림53 유류비 증가분 전가율에 따른 적정 폐선령 (당시추정)



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

표9 파란색 음영이 폐선이 유력한 선령·선종

선령	Capesize	Panamax	Handymax	Handysize
0~4	9.8	5.4	6.7	2.6
5~9	20.2	10.7	10.4	5.2
10~14	5.5	4.1	3.2	1.4
15~19	2.2	2.6	1.9	0.9
20~24	1.2	1.3	1.3	0.9
25~29	0.9	0.2	0.2	0.2
30~	0.0	0.2	0.2	0.4

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

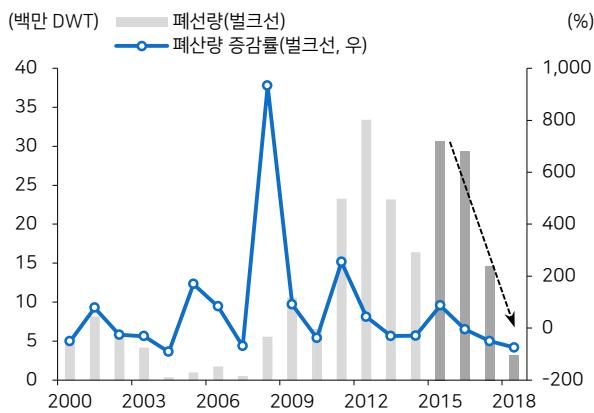
### 업황개선에 따라 감소하고 있는 폐선량

### 폐선량 현재: 업황 개선에 따라 감소하고 있는 폐선량

폐선이 향후 벌크선 업황을 좌우할 핵심 변수인 만큼 폐선에 대해서 자세히 다룰 필요가 있다. 18년 벌크선 폐선량은 4.9백만DWT로 08년 이전 해운업 초호황기 수준만큼 낮아진 상황이다. 업황 개선에 따라 경제성을 확보한 선박들이 늘어난 탓이다. 16년을 바탕으로 T/C rate의 반등세와 동시에 벌크선 폐선령이 높아지고 있는 점이 근거다. 노후화된 선박들도 수익을 창출하면서 폐선 유인이 감소했다.

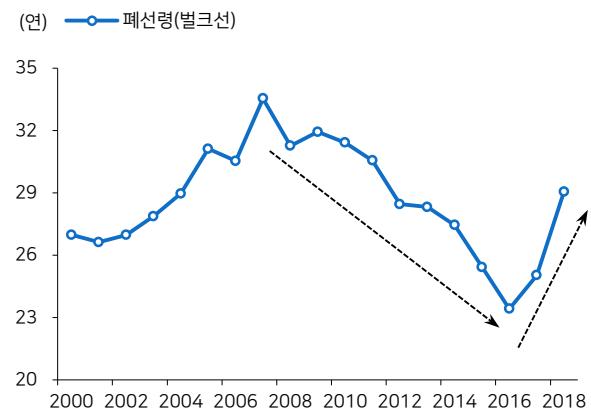
뿐만 아니라 1) 금융위기 이전 호황기에 발주되어 금융위기 이후 인도된 선박들이 많아 평균 선령이 낮아진 테다가 (08년 이전 4년간 연평균 인도량 25백만DWT, 09년 이후 4년간 연평균 인도량 81.7백만DWT), 2) 금융위기 이후 운임 급락에 따라 경제성을 상실한 선박들의 폐선이 지속적으로 이루어진 점도 영향을 미쳤을 것이다. 11년 이전 6년간 평균 선복량 대비 폐선량 비중은 0.3% 불과했으나 이후 6년간 3.8%로 크게 상승한 바 있다. 이미 폐선이 이루어질 만큼 이루어진 것이다.

그림54 줄어들고 있는 폐선량



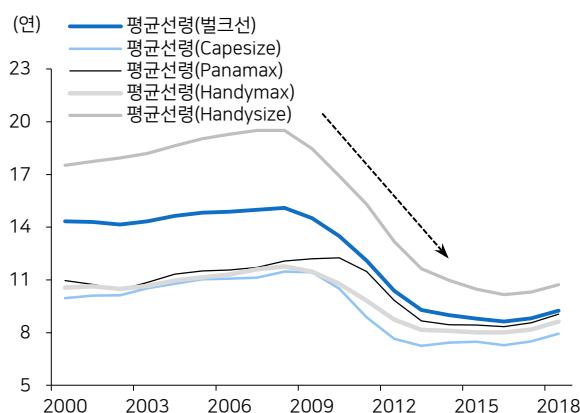
주: 18년은 9월 누적  
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림55 늘어나고 있는 폐선령

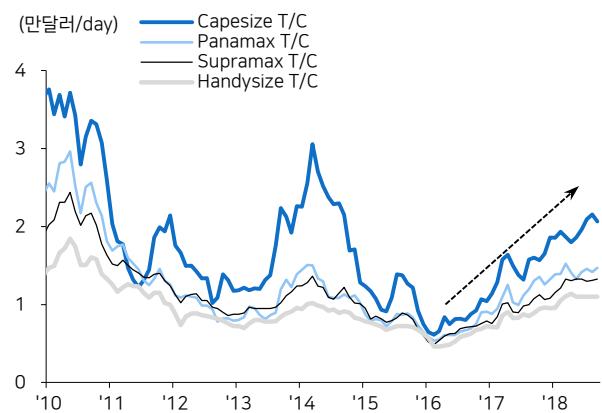


자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림56 1) 금융위기 이후 인도 늘어나며 짧아진 선박과 2) 운임 상승으로 경제성을 확보한 선박들이 많아진 것이 이유



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

선사들, 환경규제로 폐선에 대한 고민이 깊어지기 시작했을 것

환경규제 대응 위해  
단기적으로 가장 유력한 방식은  
저유황유 사용

폐선을 추정함에 있어  
가장 중요한 변수는  
'유류비 전가율'

결국 벌크 업황을 결정지을  
가장 중요한 변수는  
'유류비 전가 수준'

### 폐선량 미래: 환경규제로 선박의 경제성 분석이 어려워진 상황

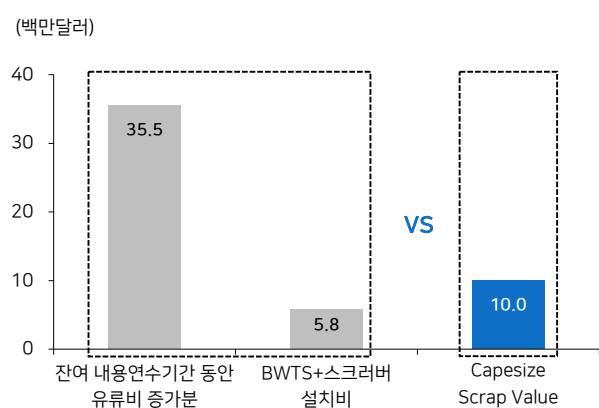
중요한 건 향후 폐선량 방향성이다. 낮아진 폐선량 레벨이 유지될 수 있을까? 당연한 답변이지만 폐선량은 늘어날 수 밖에 없다. 핵심은 '그 정도'이다. 규제 시행으로 선사들은 폐선에 대한 고민이 깊어지기 시작했을 것이다. 선사들은 매년 선박의 경제성과 Scrap Value 등을 고려하여 노후화된 선박의 폐선 여부를 결정한다. Scrap Value는 비교적 예측 가능한 수준에서 움직인다. 문제는 안그래도 어려운 선박의 경제성 분석이 규제 시행으로 더 어려워졌다.

환경규제에 대응하기 위한 선사들의 대응방식은 크게 3가지로 나뉜다. 1) 저유황유를 쓰거나, 2) 스크러버를 설치하거나, 3) LNG 추진선을 발주하는 것이다. 이 중 단기적으로는 저유황유 사용이 가장 유력한 상황이다. 스크러버는 설치하고 싶어도 공급능력이 제한적이고, Panamax 이하 급 선박에 대해서는 공간 문제로 설치 자체가 어렵다. LNG 추진선은 LNG수급 불확실성, 개조에 드는 막대한 비용(2,000만불 내외)으로 단기적으로 선사들이 고려하고 있지 않다.

대부분의 선사들이 저유황유 사용을 가정하고 경제성 분석에 기반하여 폐선 여부를 고민하고 있을 것이다(스크러버를 설치한다는 건 폐선을 하지 않겠다는 의미이기도 하다). 이때 가장 중요한 변수는 '운임 방향성'과 '유류비 전가율' 가정이다. 운임은 보수적으로 현재 수준을 가정하거나 완만하게 상승한다고 가정한다고 하면 고민이 되는 변수는 '유류비 전가율'이다. 15년 선령 Capesize 벌크선이 남은 내용연수 동안 추가적으로 부담해야 할 유류비 증가분은 35.5백만달러에 이른다. 유류비 전가 여부에 따라 선박들의 수익성과 경제성은 크게 변화할 수 밖에 없다.

결국 해운업의 업황을 결정지을 가장 중요한 변수는 '유류비 전가 수준'인 셈이다. 벌크수요와 공급 중에 공급이 중요하고, 공급 중에서는 인도량과 폐선량 중 폐선량이 중요하다. 그리고 폐선량은 '유류비 전가 수준'이 좌우한다.

그림57 비용투입 vs. 폐선에 대한 고민을 시작한 선사들

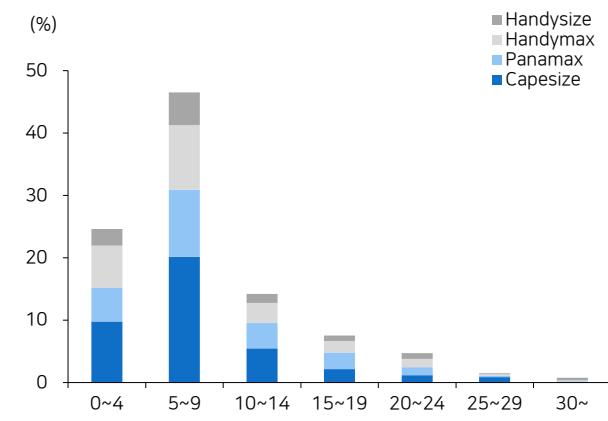


주1: 유류비 증가분은 Capesize 15년선령 기준 추정치, 내용연수 25년 가정

주2: 선종별로 스크러버 설치비에 차이. 대략 4백만달러로 가정

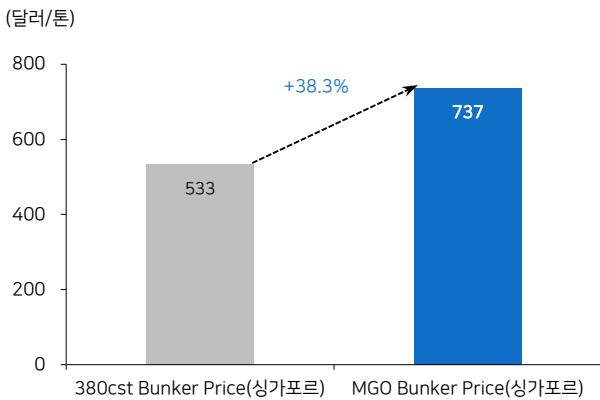
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림58 노후화된 선박 중심으로 폐선 여부를 결정 내려야 할 때



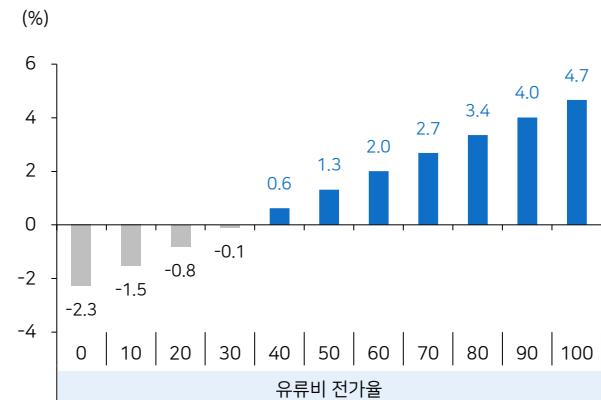
자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림59 380cst 벙커C유 가격 vs. MGO 벙커C유 가격



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림60 유류비 전가율에 따른 영업이익률 추정



주: 기준 OPM 5%, 영업비용 중 유류비 비중 20% 가정

자료: 메리츠증권 리서치센터

표10 선박 크기 별 연간·잔여 내용연수기간 동안의 연료비 증가분

		Handysize	Supramax	Panamax	Capesize
선박크기	DWT	30,000	47,000	68,000	170,000
유류소모	톤/일	21	24	30	50
일당 연료비 - 380cst Bunker	달러/일	11,193.0	12,792.0	15,990.0	26,650.0
일당 연료비 - MGO	달러/일	15,477.0	17,688.0	22,110.0	36,850.0
<b>추가 연료비 부담</b>	<b>달러/일</b>	<b>4,284.0</b>	<b>4,896.0</b>	<b>6,120.0</b>	<b>10,200.0</b>
연간 연료비 - 380cst Bunker	달러	4,085,445	4,669,080	5,836,350	9,727,250
연간 연료비 - MGO	달러	5,649,105	6,456,120	8,070,150	13,450,250
<b>연간 연료비 증가</b>	<b>달러</b>	<b>1,563,660</b>	<b>1,787,040</b>	<b>2,233,800</b>	<b>3,723,000</b>
연간 단위 연료비 - 380cst Bunker	달러/DWT	136.2	99.3	85.8	57.2
연간 단위 연료비 - MGO	달러/DWT	188.3	137.4	118.7	79.1
<b>연간 단위 연료비 증가</b>	<b>달러/DWT</b>	<b>52.1</b>	<b>38.0</b>	<b>32.9</b>	<b>21.9</b>
잔여 내용연수기간 동안 총 유류비 증가분	백만달러	14.9	17.0	21.3	35.5
<b>잔여 내용연수기간 동안 총 유류비 증가분</b>	<b>십억원</b>	<b>16.4</b>	<b>18.7</b>	<b>23.4</b>	<b>39.0</b>

주: 15년 기준, 잔여내용연수 10년, 현재기준 스프레드, 할인률 3%, 원/달러 환율 1,100원 기정

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

### 전가가 얼마나 될까? 100% 전가에 대한 확신 가지기 어려운 상황

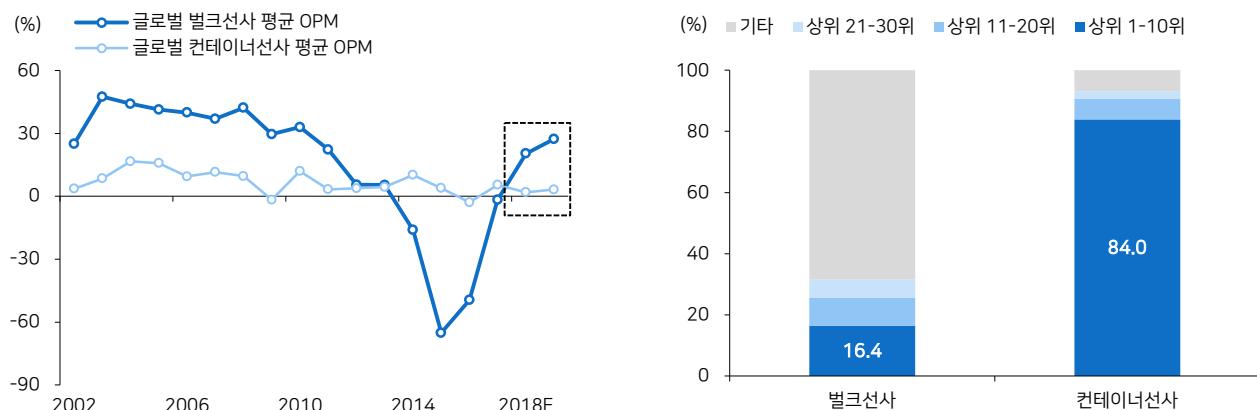
벌크업의 경우,  
유류비 100% 전가 낙관하기  
힘들다는 판단

그렇다면 전가가 얼마나 될까? 100% 전가를 낙관하기 힘들다는 판단이다. 최근 컨테이너선사 상위 5개 업체 중 4개 업체(합산 M/S 50.9%)가 협력하여 유류비 전가 계획을 발표했다. 그러나 컨테이너선사들과 달리 벌크선사들은 공급자 교섭력이 약하다(상위 10개사 M/S 16.4%). 업황 개선으로 글로벌 주요 벌크선사들의 수익성이 큰 폭으로 개선되어 전가에 대한 명분도 약하다. (19년 OPM 추정치 평균, 글로벌 벌크선사 27% vs. 컨테이너선사 3%)

화주들, 유류비 전가에 회의적

유류비 전가를 시도한다 한들 화주들이 받아줄지 의문이다. Drewry의 설문에 따르면 화주들은 유류비 전가에 대해 회의적이다. 화주의 56%는 유류비 전가시스템을 신뢰하지 않는다. 심지어 최근까지도 선사들로부터 비용문제를 어떻게 처리할지 업데이트를 받지 못한 화주들이 75%에 이른다. 생각보다 전가에 대한 논의가 더딘 상황으로 보인다. 화주들은 '가격은 수요와 공급이 결정하지 원가가 결정하지 않는다는 입장이다. 틀린 말은 아니다. 100% 전가를 낙관하기 어려운 이유다.

그림61 벌크선사, 컨테이너 선사와 달리 1) 유류비 전가에 대한 명분과 2) 교섭력이 약해 100% 전가에 대한 확신 가지기 어려운 상황



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림62 Drewry의 설문에 따르면 화주들은 유류비 전가시스템을 신뢰하지 않으며, 아직 선사들과 제대로된 논의도 진행하지 않음



자료: Drewry, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: Drewry, 메리츠종금증권 리서치센터

### 유류비 증가분 전가율에 따른 벌크선 적정 폐선령 분석

전가율 75%를 베이스로 가정시,  
현재 기준  
25년 선령 선박 폐선 예상

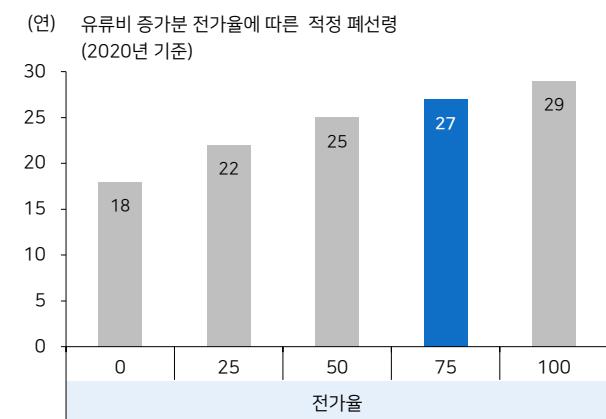
전가율을 예측하긴 어렵지만 전가율에 따른 적정 폐선령은 대략적인 계산이 가능하다. 15년 선령의 Capesize 벌크선의 운임수준과 비용구조, 선박의 라이프사이클을 고려해 계산해보면 유류비 미전가 가정시 현재 15년 선령의 170K DWT Capesize 벌크선의 경우 2020년까지 영업을 하고 폐선을 하는 것이 유리하다. 만약 100% 전가 한다면 폐선령은 29년으로 더 높아진다. 현재 운임상승에 따라 높아진 폐선령과 유사한 수준이다. 당사는 유류비 전가율 75% 수준을 베이스로 가정하고 현재기준 25년 선령 이상 선박에 대한 폐선을 예상한다.

그림63 업황개선에 따라 벌크선 평균 폐선령 29년으로 상승



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

그림64 유류비 전가율에 따른 Capesize 벌크선 적정 폐선령



자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

표11 NPV계산 예시) 유류비 미전가 가정시 현재 15년 선령 170K DWT Capesize 벌크선의 경우 2020년 말 폐선 하는게 유리

선령	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
연도	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Cash-In	운임 수입	15.1	14.5	13.8	13.2	12.6	11.9	11.3	10.7	10.1
	가동률 가정	80.0	76.7	73.3	70.0	66.7	63.3	60.0	56.7	53.3
	폐선시 스크랩 수입									12.2
<b>TOTAL Cash-In</b>		<b>15.1</b>	<b>14.5</b>	<b>13.8</b>	<b>13.2</b>	<b>12.6</b>	<b>11.9</b>	<b>11.3</b>	<b>10.7</b>	<b>10.1</b>
Cash-out	관리원가	2.3	2.4	2.4	2.5	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7
	Voyage Cost	9.5	12.0	11.5	11.0	10.4	9.9	9.4	8.9	8.3
	유류비 (MGO price)	7.8	10.3	9.9	9.4	9.0	8.5	8.1	7.6	7.2
	기타 (항비, 화물비)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
	세금	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>TOTAL Cash-Out</b>		<b>12.2</b>	<b>14.4</b>	<b>13.9</b>	<b>13.4</b>	<b>13.0</b>	<b>12.5</b>	<b>12.0</b>	<b>11.5</b>	<b>11.1</b>
<b>Net Cash-In</b>		<b>2.9</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.9</b>	<b>-1.0</b>
<b>PV of Net Cash-In</b>		<b>2.9</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.8</b>
<b>NPV</b>		<b>8.2</b>								
<b>Capesize Scrap Value</b>		<b>10.0</b>								

주: 15년 선령의 Capesize 벌크선의 운임수준과 비용구조, 선박의 라이프사이클을 고려해 계산.

가정: 내용연수 25년, 현재수준 운임 지속, 노후화에 따른 가동률 감소, 선박 노후화에 따른 관리원가 연평균 증가율 2%, 정기검사비용은 관리원가에 반영(총당금설정방식), 19년 유류비는 380cst Bunker price, 저유황유와 고유황유 스프레드 현재수준 유지, 범인세 20%, 할인률 3%

자료: Clarksons, Maritime economics, Drewry, 메리츠종금증권 리서치센터

## 25년 선령 이상 및 20년 이상 소형 선박들에 대한 폐선 예상

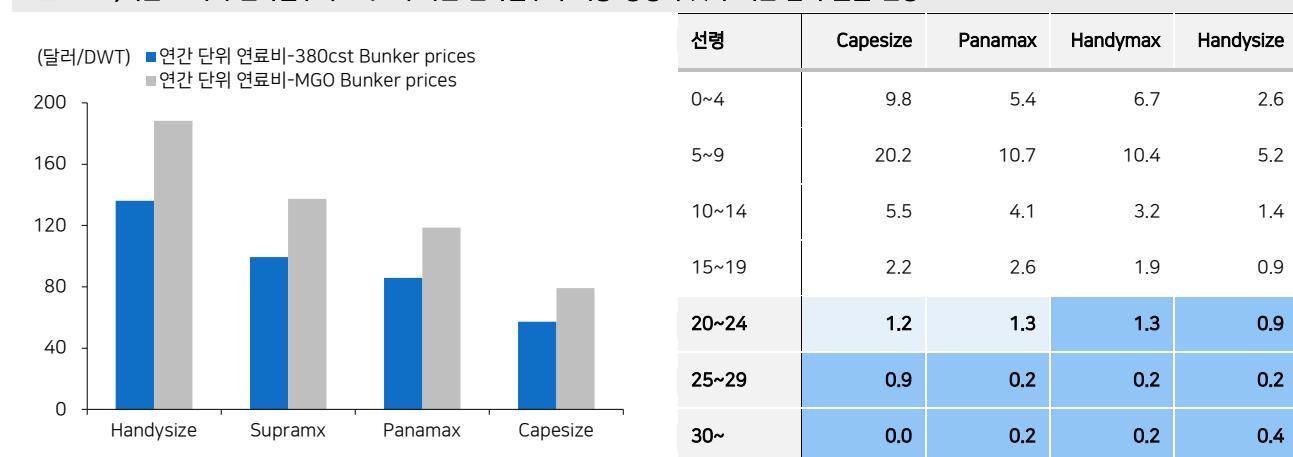
단위 비용 경쟁력 낮은  
20년 이상 소형선박들 또한  
폐선을 예상

25년 이상 선령 외에도 추가적으로 20년이상 Handymax이하급 소형 선박들 또한 폐선을 예상한다. 소형 선박들은 스크러버를 설치할 수 없어 유류비 상승을 피해갈 수 없는 데다가 대형 선박대비 비용경쟁력이 낮다. 연료비 상승에 따른 경제성 상실 가능성이 높다는 판단이다. 현재기준 30K Handysize 벌크선의 경우 연간 단위연료비가 대략 136달러/DWT인 반면에 170K Capesize 벌크선은 57달러로 절반이상 저렴하다. 선박 크기 별로 주 운송품목에 차이가 있어 딱 잘라 말할 순 없지만 향후 연료비 부담 가중으로 소형선박은 폐선 압박이 커질 전망이다.

폐선은 19년보다 20년에  
집중될 것으로 판단

폐선 시점은 19년보다 20년에 집중될 것으로 예상한다. 경제성을 상실'할' 선박들도 현재 개선된 업황 하에서 최대한 영업을 전개 한 뒤 20년 직전 또는 20년에 폐선을 하는 것이 유리하다는 판단이다. 19년 폐선량 11.5백만DWT, 20년 26.8백만DWT로 증가하며 선복량 증가율 축소에 기여할 전망이다.

그림65 1)작은 크기의 선박일수록 · 2)노후화된 선박일수록 비용 경쟁력 낮아 폐선 압박 높을 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

표12 현재기준 25년이상 전부+ 20년이상 Handymax 이하급 선박에 대해 19-20년 폐선을 베이스 시나리오로 가정

		'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18E	'19E	'20E
폐선량	20년 이상 전부	6.6	23.3	33.4	23.2	16.4	30.7	29.3	14.7	4.9	17.7	41.4
	25년이상 전부+20년이상 Panamax 이하급	6.6	23.3	33.4	23.2	16.4	30.7	29.3	14.7	4.9	14.7	34.2
	25년이상 전부+20년이상 Handymax 이하급	<b>6.6</b>	<b>23.3</b>	<b>33.4</b>	<b>23.2</b>	<b>16.4</b>	<b>30.7</b>	<b>29.3</b>	<b>14.7</b>	<b>4.9</b>	<b>11.5</b>	<b>26.8</b>
	25년이상 전부+20년이상 Handysize 이하급	6.6	23.3	33.4	23.2	16.4	30.7	29.3	14.7	4.9	8.2	19.1
	25년 이상 전부	6.6	23.3	33.4	23.2	16.4	30.7	29.3	14.7	4.9	5.9	13.7
	30년 이상 전부	6.6	23.3	33.4	23.2	16.4	30.7	29.3	14.7	4.9	2.0	4.7
폐선량 YoY 증감률	20년 이상 전부	-38.0	254.6	43.5	-30.6	-29.3	87.3	-4.5	-50.0	-66.4	260.1	133.3
	25년이상 전부+20년이상 Panamax 이하급	-38.0	254.6	43.5	-30.6	-29.3	87.3	-4.5	-50.0	-66.4	198.2	133.3
	25년이상 전부+20년이상 Handymax 이하급	<b>-38.0</b>	<b>254.6</b>	<b>43.5</b>	<b>-30.6</b>	<b>-29.3</b>	<b>87.3</b>	<b>-4.5</b>	<b>-50.0</b>	<b>-66.4</b>	<b>133.7</b>	<b>133.3</b>
	25년이상 전부+20년이상 Handysize 이하급	-38.0	254.6	43.5	-30.6	-29.3	87.3	-4.5	-50.0	-66.4	66.3	133.3
	25년 이상 전부	-38.0	254.6	43.5	-30.6	-29.3	87.3	-4.5	-50.0	-66.4	19.5	133.3
	30년 이상 전부	-38.0	254.6	43.5	-30.6	-29.3	87.3	-4.5	-50.0	-66.4	-58.7	133.3

자료: Clarksons, 메리츠종금증권 리서치센터

## Part 3. 항공 - LCC가 성장을 지속할 세가지 이유

### 19년 항공운송산업: LCC의 차별적인 성장이 지속된다

#### 19년, 녹록치 않을 영업환경

19년 항공운송산업의 영업환경은 녹록치 않을 전망이다. 글로벌 경기 성장세 둔화에 따라 여객 및 화물 수요의 성장세 약화가 불가피한 상황에서 단거리 노선 특히 국내선 중심의 경쟁 심화 우려도 존재한다. 통제 불가능하지만 항공사 실적에 너무나 큰 영향을 주는 유가 및 환율의 불확실성이 확대된 상황도 지속될 전망이다. 항공업 전반의 수익성 악화 요인이 산재되어있는 셈이다.

#### 그럼에도 불구하고 LCC의 높은 성장세는 유효

산업 전반에 불확실성이 가득하지만 한가지 확실한 점이 있다. 내년에도 LCC의 높은 성장세가 유효하다는 점이다. 공급측면에서 공격적인 기재 도입과 신규노선 취항으로 점유율을 재차 확대해나갈 전망이다. 실적측면에서도 수익성개선은 기대보다 더딜지언정 매출 고성장에 따라 이익이 늘어나는 방향성을 예상한다.

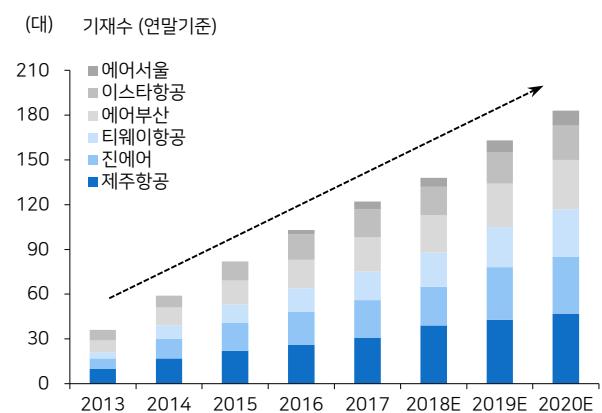
#### 19년 그리고 그 이후에도 LCC의 높은 성장세 지속 전망

19년 그리고 그 이후를 바라보더라도 LCC의 높은 성장세는 지속될 전망이다. 여객수요 성장이 둔화되고 LCC 경쟁심화 우려가 존재하는 상황에서 다소 생뚱맞게 들릴 수 있지만 근거는 간단하다. 아직도 점유율 확대 여지가 충분히 남아있고, 아직도 비행기를 띄우지 못한 곳이 많다. 당사는 1) 아직은 공급과잉을 논하기가 어렵다는 점, 2) 중거리 기재 도입으로 새로운 시장이 열린다는 점, 3) 중국 시장이 점점 열릴 가능성이 확대된다는 근거로 LCC산업의 높은 성장세 지속을 예상한다.

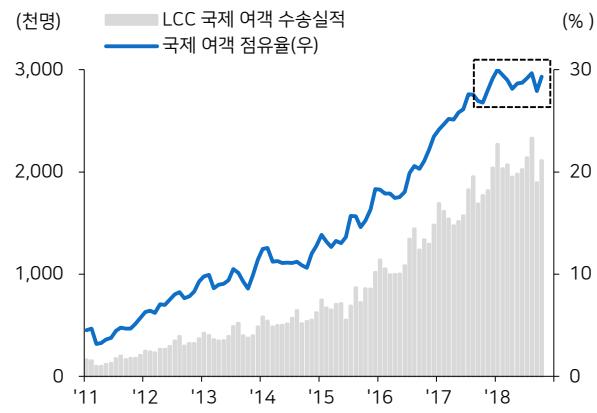
#### 단기적으로는 국제선 여객부문 호조로 FSC의 성장세도 가능

그렇다고 당장 19년에 FSC에 대해 부정적인 입장은 아니다. LCC의 새로운 시장 진입이 당장 19년에 의미있는 수준까지 확대된다고 보진 않기 때문이다. 항공화물부문의 기대감은 낮춰야 하지만 국제선 여객부문의 성장세가 FSC의 실적개선을 이끌 전망이다. 정치적 이슈로 급감했던 중국노선의 회복세가 지속될 전망이고 구주에서의 호조세도 긍정적이다. 대한항공의 경우 텔타 J/V 효과의 본격화로 미주 노선에서의 빠른 성장도 예상한다. 단기적으로는 FSC의 성장세도 예상된다.

그림66 여객 – 진에어 제재 및 일본동남아 자연재해로 정체된 LCC 점유율, 공격적 기재 도입과 신규노선 취항으로 다시 확대될 전망



자료: 각, 사 메리츠증권 리서치센터



자료: 항공정보포털, 메리츠증권 리서치센터

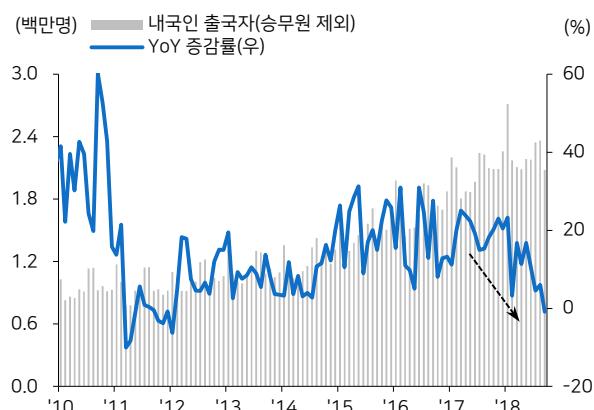
## 1. 수요(여객): 출국자수 성장세 둔화와 입국자수 회복세 지속 전망

19년 여객수요,  
출국자수 성장세 둔화와  
입국자수 회복세 지속 전망

19년 여객수요는 출국자수의 성장세 둔화와 입국자수의 회복세 지속을 전망한다. 내국인 출국자수는 7% 증가를 예상한다. 15~17년의 폭발적인 성장세가 올해부터 둔화되는 양상이 뚜렷하다(15년 20.1%→16년 15.9%→17년 18.4%→18년 9.4%). 내수경기 둔화의 영향이다. 고용여건 및 소비심리 악화와 임금 증가율 둔화로 민간소비의 성장세 둔화가 예상된다. 출국자수 성장세 둔화는 아쉽지만 간과하지 말아야 하는 부분은 높아진 베이스에서 7%의 증가는 작지 않다는 점이다.

외국인 입국자수는 두 자릿수 회복세를 지속할 전망이다. YoY +13.2%의 증가를 예상한다. 전체 입국자수 중 50~60%의 비중을 차지하는 중국인과 일본인 입국자수의 완연한 증가세에 근거한다. 정치적 이슈로 급감했던 중국인 입국자수가 빠른 회복세를 보이고 있고(3Q18 +40.9%), 일본 경기호조에 따라 일본인 입국자수도 빠른 속도로 증가하고 있다(3Q18 +28.5%). 출국자수 성장세 둔화를 입국자수가 소폭 만회한다. 출국자수와 입국자수 합산으로는 YoY +7.5% 증가를 전망한다.

그림67 월별 내국인 출국자수(Outbound) 및 증감률 추이



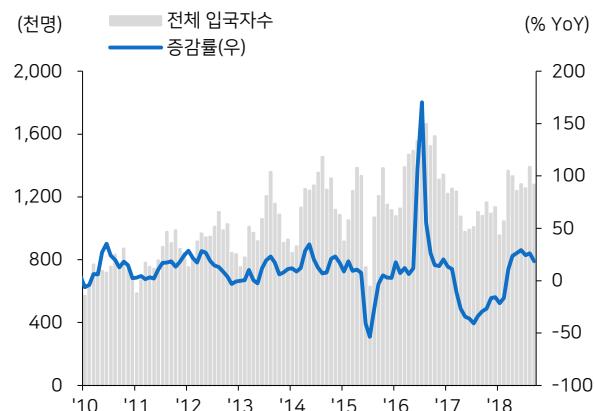
자료: 항공정보포털, 메리츠종금증권 리서치센터

그림68 내국인 출국자수(Outbound) 추이 및 전망



자료: 항공정보포털, 메리츠종금증권 리서치센터

그림69 외국인 입국자 수(Inbound) 추이 및 전망



자료: 항공정보포털, 메리츠종금증권 리서치센터



자료: 항공정보포털, 메리츠종금증권 리서치센터

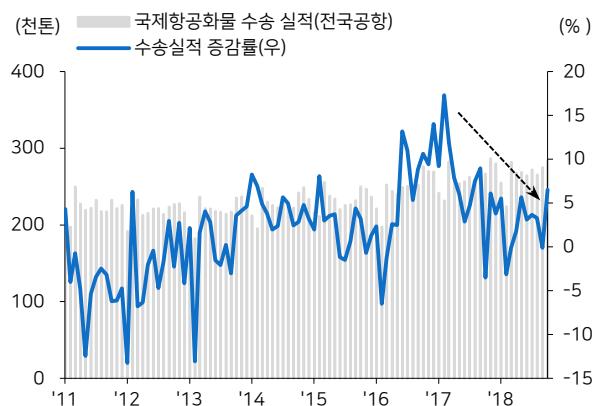
화물수요,  
좋아질 일보다  
나빠질 일만 남음

### 수요(화물): 좋아질 일보다 나빠질 일만 남았다

19년 항공화물수요는 여객수요 성장세를 크게 하회할 전망이다. 역성장의 가능성도 높다는 판단이다. 항공화물수요는 글로벌 경기와 동행해왔다. 아직은 미국경기가 견조한 성장세를 이어나가고 있지만 내년 Peak-out이 예상되고 있는 상황이다. 글로벌 경기 전반적으로는 상방보다 하방 압력이 확대되고 있다. 향후 항공화물업황에 대해서 낙관하기 어려운 이유다.

이미 전국 공항의 국제항공화물 실적은 빠른 속도로 성장세가 둔화되고 있다. IATA가 집계하는 주요노선 FTK 증감률 또한 18년 들어 하락세가 완연하다. 수요 성장이 둔화되며 L/F는 올해 들어 감소세를 지속하고 있다. 4Q18 미국 추수감사절, 성탄절 등 수요 성수기가 지나면 감소세가 확대될 가능성이 존재한다. 업황의 반등을 이끌 실마리가 보이지 않는다. 좋아질 일보다 나빠질 일만 남았다.

그림70 전국공항 국제 항공화물 수송실적 추이



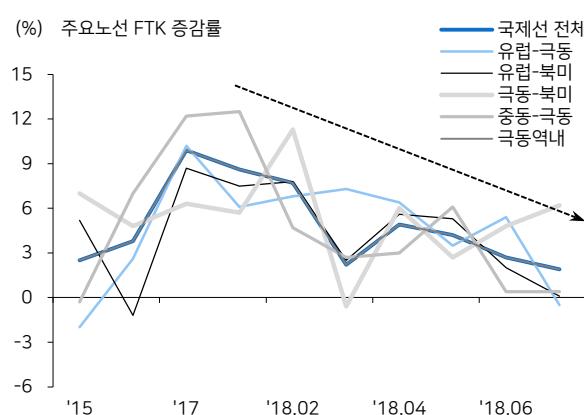
자료: 항공정보포털, 메리츠증권 리서치센터

그림71 글로벌 제조업 PMI와 항공화물

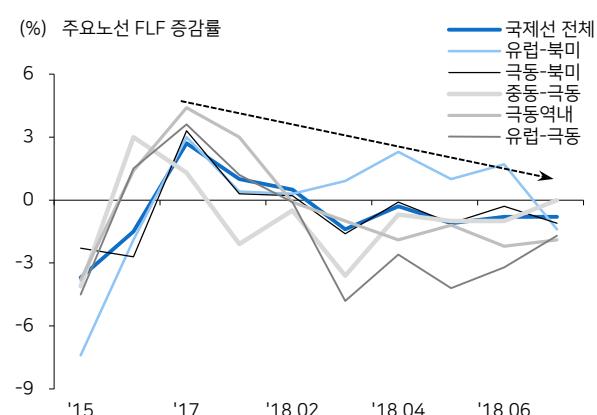


자료: Bloomberg, 항공정보포털, 메리츠증권 리서치센터

그림72 글로벌 항공화물 물동량 증가율은 18년 들어 급격히 성장을 둔화됨에 따라 L/F 감소하며 업황 악화 진행 중



주: 항공화물 주요 5개노선의 점유율은 67%  
자료: IATA, 메리츠증권 리서치센터



## 2. 공급: LCC 중심의 공격적 기재도입 지속 전망

LCC 중심의  
공격적 기재도입지속 전망

공급 측면은 LCC 중심의 공격적 기재도입이 지속될 전망이다. 구체적인 기재도입 계획을 밝히지 않은 업체들도 존재하고 기재도입계획이라는 게 다소 유동적임을 감안하면 정확하게 알 순 없다. 그러나 적어도 18년 순증 규모와 증가율을 상회하는 기재도입이 예상 된다. LCC 합산 +25대, +18.1%의 증감률을 예상한다. 공급 과잉 우려가 나오는 이유다. 그러나 국적사 합산으로는 여객기 +34대, +9.6%의 증감률로 수요성장률을 소폭 상회하는 수준이다. 과도한 우려는 불필요 하다.

**표13 국적사 보유 기재 추이 및 전망 – 국적사 합산으로 여객기 +34대, +9.6%의 증감률로 수요성장률을 소폭 상회하는 수준**

		2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FSC	대한항공	여객기	123	133	128	133	146	153
		화물기	26	28	30	28	23	21
		TOTAL	149	161	158	161	169	174
	아시아나항공	여객기	73	73	72	70	72	74
		화물기	11	11	11	12	12	11
		TOTAL	84	84	83	82	84	85
	TOTAL	여객기	196	206	200	203	216	225
		화물기	37	39	41	40	35	33
		TOTAL	233	245	241	243	251	258
LCC	제주항공	단거리	17	22	26	31	39	45
		중거리						49
		TOTAL	17	22	26	31	39	49
	진에어	단거리	12	16	18	21	22	26
		장거리	1	3	4	4	4	9
		TOTAL	13	19	22	25	26	38
	티웨이항공	단거리	9	12	16	19	23	24
		중거리	0	0	0	0	0	8
		TOTAL	9	12	16	19	23	32
	에어부산	단거리	12	16	19	23	25	27
		중거리	0	0	0	0	0	4
		TOTAL	12	16	19	23	25	33
	이스타항공	단거리	8	13	17	19	17	18
		중거리	0	0	0	0	2	4
		TOTAL	8	13	17	19	19	23
	에어서울	단거리	0	0	3	5	6	8
		TOTAL	0	0	3	5	6	10
	TOTAL	단거리	58	79	99	118	132	148
		중거리	0	0	0	0	2	8
		장거리	1	3	4	4	4	9
		TOTAL	59	82	103	122	138	163
여객기	TOTAL		255	288	303	325	354	388
	순증			33	15	22	29	34
	증감률			12.9	5.2	7.3	8.9	9.6
화물기	TOTAL		37	39	41	40	35	33
	순증			2	2	-1	-5	-2
	증감률			5.4	5.1	-2.4	-12.5	-5.7

주: 편의상 기종을 단거리, 중거리, 장거리로 구분. 중거리는 Max와 Neo 기종.

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

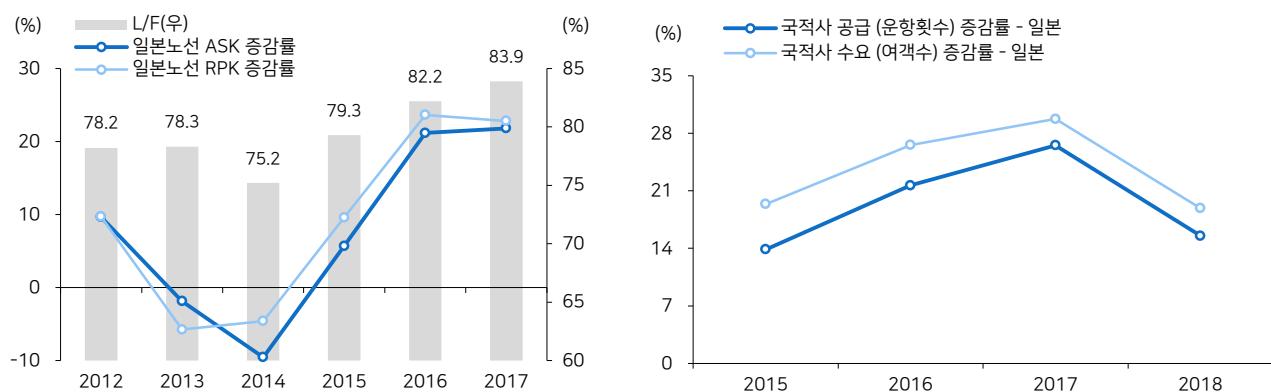
### 3. LCC가 성장을 지속할 첫 번째 근거: 아직은 공급과잉을 논하기 이르다

공급과잉 우려에도  
일본·동남아 노선  
언제나 수요우위상태 지속

LCC가 성장을 지속할 첫 번째 근거는 아직은 공급과잉을 논하기에 이르다는 점이다. 먼저 LCC의 주력 노선인 일본 및 동남아 노선의 수급을 살펴볼 필요가 있다. LCC 공급과잉에 대한 우려는 몇 년 전부터 존재해왔다. 그러나 최근 3~4년간 일본과 동남아노선 모두 공급대비 수요우위의 상태가 지속되었다. 올해 8월까지 누적으로도 마찬가지다. 동남아의 경우 수요와 공급 증가율이 균형 상태까지 왔지만, 여름 여행 성수기에 동남아를 강타한 태풍·홍수의 영향이 존재했을 가능성이 있다. 8월 동남아 대홍수로 국내 모 건설사가 지은 라오스 댐까지 붕괴된 바 있다.

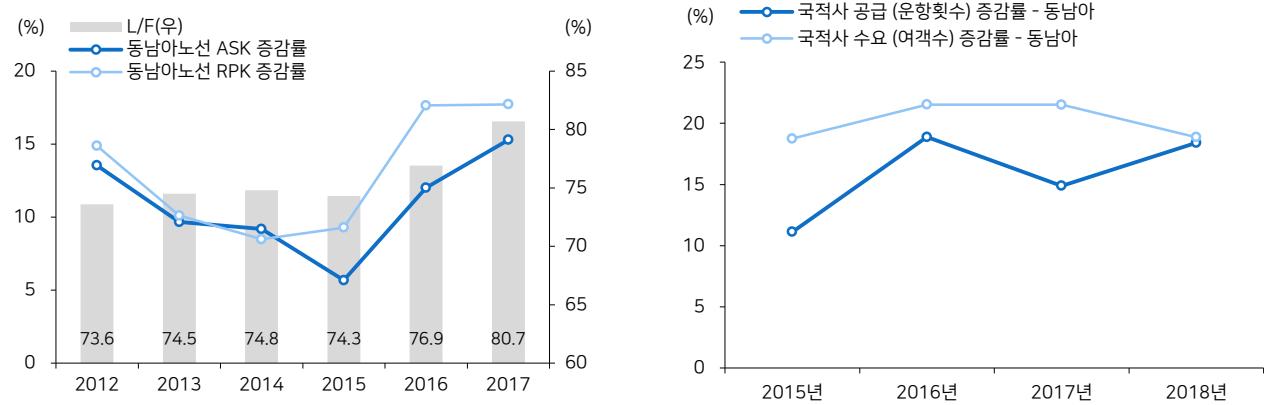
항공기 가동률을 낮추면 수요우위가 될 수 있지 않느냐는 반론이 있을 수 도 있다. 가동률을 공개하는 제주항공의 데이터를 보면 1Q17~13.6시간, 2Q17~13.1시간, 2Q17~13.3시간, 4Q17~13.4시간, 1Q18~14.3시간, 2Q18~13.6시간, 3Q18~13.7시간으로 YoY 증가하는 방향성이었음을 알 수 있다. 기재가 공격적으로 늘어나는 가운데 기재당 더 많은 시간을 띄웠음에도 수요우위의 상태가 지속되었다.

그림73 공급과잉에 대한 우려가 존재하는 일본노선, 14년이후 18년 8월까지 언제나 수요우위상태 지속



주: 18년데이터의 경우, 노선별 ASK-RPK 데이터가 존재하지 않아, 운항횟수·여객수 데이터로 대체. 전국공항 기준, 2018년 증감률은 8월누적 전년동기대비 증감률  
자료: 항공정보포털, 메리츠증권리서치센터

그림74 공급과잉에 대한 우려가 존재하는 동남아노선, 18년 누적으로 수요-공급 균형상태 도달했으나, 자연재해 영향 가능성 존재



자료: 메리츠증권리서치센터

자료: 항공정보포털, 메리츠증권리서치센터

공급과잉을 논하기에는  
아직도 동남아 노선  
점유율 확대 여지 존재

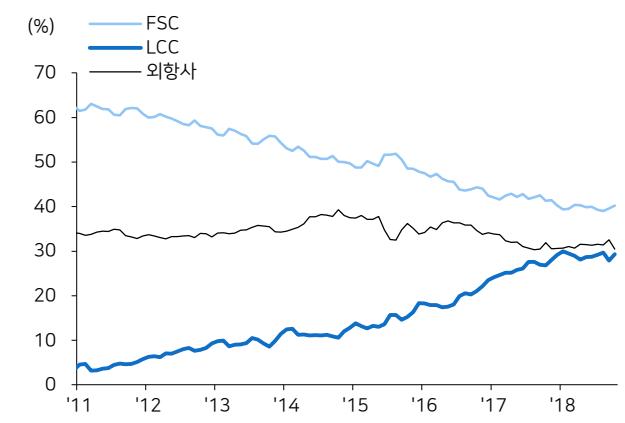
LCC의 점유율 확대가  
한계에 이른 시점이  
공급과잉을 우려해야 하는 시점

### LCC 공급과잉을 논하기에는 아직도 점유율 확대 여지가 존재

무엇보다 LCC의 공급과잉을 논하기에는 아직도 점유율 확대 여지가 존재한다. 국제선 기준 국내 LCC 점유율은 18년을 기점으로 29%대에서 정체하며 상승세가 둔화된 모습이지만 여전히 다른 지역대비 LCC 점유율은 낮은 상황이다. 노선 별로 살펴보면, LCC의 동남아 노선 점유율(전국공항기준)은 올해 누적기준 20% 수준으로 일본노선 점유율 56%에는 한참 못 미친다. 양 노선 사이에 구조적인 경쟁 환경의 차이가 존재하지만 단순하게 LCC 점유율 확대가 56%까지 가능하다고 가정한다면, 동남아 점유율이 56%에 이를 때까지는 공급을 받아줄 수 있다.

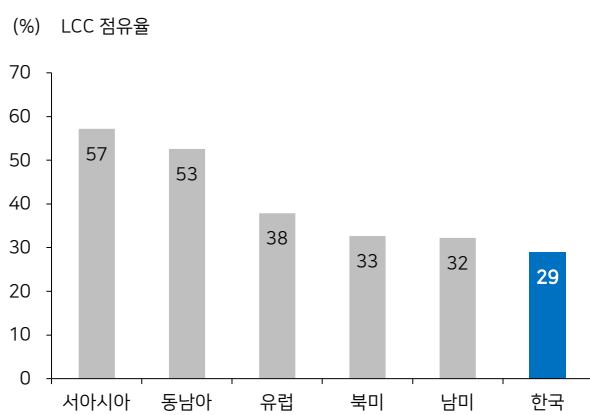
점유율 확대 가능성성이 부재한 상황에서 계속되는 기재도입은 한정된 파이를 가지고 출혈경쟁을 펼쳐야 함을 의미한다. 그러나 반대의 경우, 기단 확대가 출혈경쟁으로 이어질 가능성은 낮다. LCC의 점유율 확대가 한계에 이른 시점이 공급과잉을 우려해야 하는 시점이다. 아직은 공급과잉을 논하기에는 이르다는 판단이다.

그림75 18년을 기점으로 LCC 점유율 상승세 둔화된 모습이지만, 여전히 다른 지역대비 LCC 점유율은 낮은 상황이며...



주: 전국공항, 국제선 기준

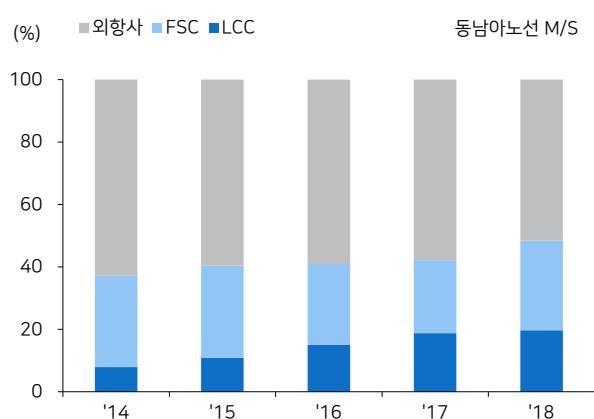
자료: 항공정보포털, 메리츠종금증권 리서치센터



주: 기타지역 17년, 한국 18년 평균

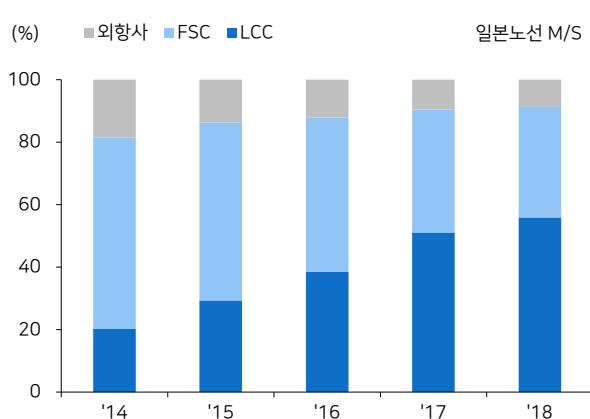
자료: IATA, 인천공항공사, 한국공항공사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림76 LCC의 동남아노선 침투율이 일본노선의 절반에도 채 미치지 못하는 상황임을 고려하면 아직도 점유율 확대 여지 충분한 상황



자료: 전국공항 기준

자료: 항공정보포털, 메리츠종금증권 리서치센터



자료: 전국공항 기준

자료: 항공정보포털, 메리츠종금증권 리서치센터

단거리·중거리 노선(중국제외)  
63개 도시 중 LCC가 아직  
취항하지 않은 도시는 22개

### 노선별로 디테일하게 살펴봐도 아직 취항할 도시는 여유 있는 상황

노선별로 디테일하게 살펴봐도 아직 취항할 도시는 여유가 있는 상황이다. 필자 또한 처음엔 '비행기를 더 띄울 도시가 있긴 한가' 의문이 있었으나 확인해보니 아직 여유가 있다는 판단이다. 대한항공 또는 아시아나항공이 취항하고 있는데, LCC가 취항하지 않은 도시의 수는 22개에 이른다. 중거리노선은 포함하였으나 중국을 제외한 수치다. LCC 1개 업체가 취항한 도시는 8개이다. 전체 63개 도시 중에 3분의 1은 FSC만 취항하고 있다는 의미이다. 중국을 포함하면 그 수는 더 늘어난다. FSC가 띄우고 있다는 건 수요가 있다는 의미이고, 향후 LCC 또한 추가적인 기재도입에 따라 취항할 가능성이 있는 도시이다.

취항할 도시도  
아직 여유가 있다는 판단

물론 이 중 일부는 운수권이 필요한 지역이기도 하고 이미 인접한 도시에 비행기 를 띄우고 있는 경우도 있다. 그러나 매년 운수권이 배분될 것이고 영업적·재무적·오너쉽 측면에서 건전한 업체들은 매년 운수권을 확보하며 취항 도시를 늘려갈 것이다. 취항할 도시도 아직 여유가 있다.

표14 국적사 취항도시 (일본) – 주요 도시 위주로 취항한 LCC들, 주요 도시 제외하고는 취항 여력 존재

지역	국가	권역	취항도시	대한항공	아시아나	제주항공	진에어	티웨이	이스타	에어부산	에어서울	FSC 수	LCC 수
동북아	일본	홋카이도	삿포로	○	○	○	○	○	○	○	○	2	6
		도호쿠	아오모리	○								1	0
			센다이		○							1	0
		간토	도쿄	○	○	○	○	○	○	○	○	2	6
			이바라키					○				0	1
		주부	나고야	○	○	○	○		○	○		2	3
			시즈오카							○		0	1
			도야마							○		0	1
			고마쓰	○								1	0
			나가타	○								1	0
			오카야마	○								1	0
		간사이	오사카	○	○	○	○	○	○	○	○	2	6
		주코쿠	요나고							○		0	1
			우베							○		0	1
		시코쿠	마쓰야마			○						0	1
			다카마쓰							○		0	1
		규슈	기타큐슈	○		○	○					1	2
			후쿠오카	○	○	○	○	○	○	○	○	2	6
			가고시마	○				○				1	1
			오이타	○				○				1	1
			미야자키		○				○			1	1
			구마모토					○				0	1
			사가					○				0	1
		오키나와	오키나와	○	○	○	○	○	○	○	○	2	5
소계				13	8	7	6	10	8	5	10		

주: 18년 10월 기준, 중국 제외, 중거리기재 운항지역 포함.

자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

표15 국적사 취항도시 (기타지역) - 주요 도시 위주로 취항한 LCC들, 주요 도시 제외하고는 취항 여력 존재

지역	국가	취항도시	대한항공	아시아나	제주항공	진에어	티웨이	이스타	에어부산	에어서울	FSC 수	LCC 수
동북아	대만	가오슝	○		○	○	○	○	○	○	1	3
		타이베이	○	○	○	○	○	○	○	○	2	5
	기타	마카오	○		○	○	○		○	○	1	5
		홍콩	○	○	○	○	○	○	○	○	2	6
동남아시아	베트남	나트랑	○		○						1	1
		다낭	○	○	○	○	○	○	○	○	2	6
		하노이	○	○	○	○		○	○	○	2	4
		호찌민	○	○	○		○				2	2
	필리핀	칼리보(보라카이)				○			○		0	0
		마닐라	○	○	○						2	1
		세부	○	○	○	○	○		○		2	4
		앙헬레스	○	○							2	0
	싱가포르	싱가포르	○	○							2	0
		조호르바루				○					0	1
	인도네시아	덴파사르 (발리)	○								1	0
		자카르타	○	○							2	0
	말레이시아	코타키나발루	○		○	○		○	○		1	4
		쿠알라룸푸르	○								1	0
	태국	푸켓	○	○		○					2	1
		치앙마이	○								1	0
		방콕	○	○	○	○	○	○	○		2	4
		캄보디아	프놈펜	○							2	0
		시엠레이아프							○		0	1
	인도	델리	○	○							2	0
	라오스	비엔티안	○		○	○	○				1	3
	미얀마	양곤	○								1	0
	네팔	카트만두	○								1	0
중앙아시아	우즈베키스탄	타슈켄트	○	○							2	0
	몽골	울란바타르	○					○			1	1
	카자흐스탄	아스타나		○							1	0
		알마티		○							1	0
러시아		하바롭스크	○	○		○					2	1
		유즈노사할린스크	○								1	0
		이르쿠츠크	○								1	0
		사할린		○							1	0
대양주	사이판		○		○	○					1	2
	괌		○		○	○	○		○	○	1	5
	팔라우		○	○							2	0
<b>소계</b>			<b>31</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>6</b>		
<b>TOTAL (일본 합산)</b>			<b>44</b>	<b>29</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>16</b>		

주: 18년 10월 기준, 중국 제외, 중거리기재 운항지역 포함.

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센타

## 슬릿 부족? 공급을 받아줄 공항도 아직은 남아 있다

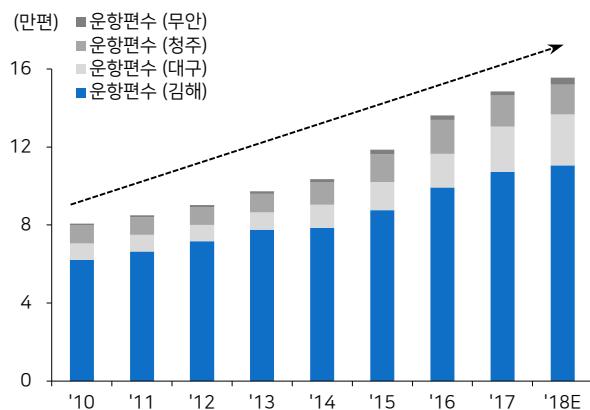
### 슬릿이 부족하다는 우려 존재

슬릿이 부족하다는 우려도 존재한다. 지난 수년간 LCC의 공격적인 공급확대를 뒷받침해주었던 지방공항들의 슬릿이 얼마 남아있지 않다는 우려다. 대구·김해·제주 같은 경우 CAPA가 부족한 것이 사실이다. 당사의 계산에 따르면 위 공항의 18년 누적 가동률은 93%를 초과한다. 남은 슬릿이 수요가 빈약한 시간대라면 비행기를 더 띄우고 싶어도 제약이 존재하는 셈이다.

### 무안·청주공항이 공급을 받아 줄 수 있음

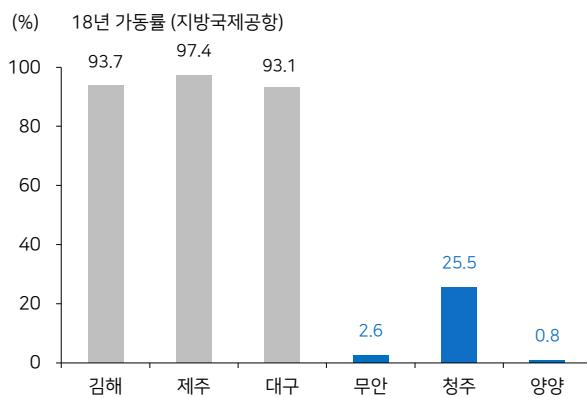
그러나 무안·청주공항의 경우 여유가 충분히 존재하는 상황이다. 특히 무안공항의 경우 Curfew time(운행정지시간)이 없고, 시간당 이착륙 가능 횟수가 대구공항의 5배라는 점을 고려하면 향후 LCC의 공급확대를 충분히 뒷받침해 줄 수 있을 전망이다. 실제로 LCC들이 올해부터 부쩍 무안공항발 노선을 취항하고 있기도 하다. 수요측면에서 우려가 존재할 수 있다. 지방발 특성상 L/F(탑승률)가 감소할 여지가 존재하긴 한다. 다만 광주·전북·전남 인구수를 합산하면 대구·경북과 유사한 수준으로 수요가 얕다는 우려는 낫춰도 좋다.

그림77 LCC 공급확대를 뒷받침 해주던 지방공항



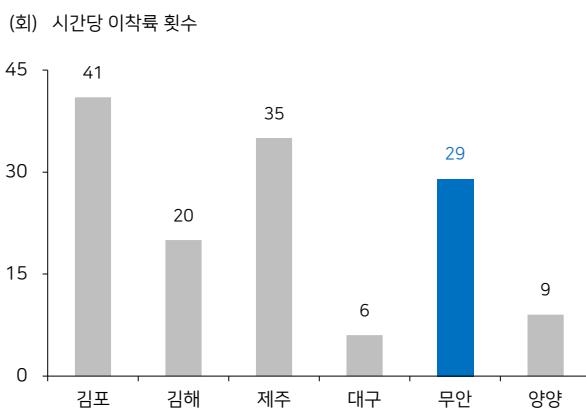
자료: 항공정보포털, 메리츠종금증권 리서치센터

그림78 아직 무안·청주의 경우 처리여력 충분히 남아있는 상황

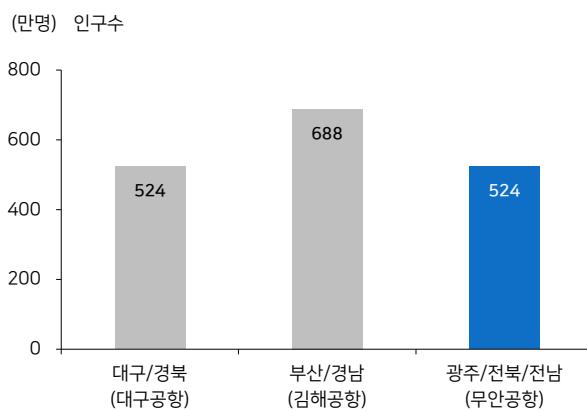


자료: 항공정보포털, 메리츠종금증권 리서치센터

그림79 무안의 경우, 대구와 달리 시간당 이착륙 횟수도 많고 배후인구수는 대구공항과 유사해 향후 LCC 공급 확대 뒷받침 전망



자료: 항공정보포털, 메리츠종금증권 리서치센터



자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

#### 4. LCC 가 성장을 지속할 두번째 근거: 중거리 기재 도입, 방콕을 넘어

19년 기재도입 계획에서  
주목해야할 부문은  
중거리 기재 도입

19년 기재도입 계획에서 주목해야 할 부문은 중거리 기재의 도입이다. 중거리 기재라고 함은 보잉사의 B737 Max, 에어버스사의 A320 Neo 기종을 의미한다. 기존 LCC의 주력기종인 B737과 A320에 비해 항속거리가 1,000km 가량 향상되고 최대운항시간이 1시간 20~30분 가량 늘어난 기종이다. 뿐만 아니라 좌석수도 기존보다 10석 내외로 늘어나고, 연료 효율도 20%가량 높다. 이스타항공이 올해 말 2대를 인도하는 것을 시작으로 티웨이와 에어부산 또한 내년부터 각각 3대 2 대씩 인도가 예정되어 있다. 제주항공은 MAX 40대(+10대)를 2022년부터 2026년까지 도입할 계획을 밝혔다.

중거리 기재 도입은  
LCC에게 새로운 시장이  
열린다는 의미

중거리 기재의 도입을 주목해야 하는 이유는 LCC에게 새로운 시장이 열린다는 점이다. (반대로 FSC에게는 새로운 시장이 빼앗길 수 있음을 의미한다.) 이는 단거리 노선에 대한 공급과잉 우려를 낮추는 요인이기도 하다. 기존 기종이 최대 방콕 까지 갈 수 있었다면, 중거리기재는 방콕을 넘어 싱가포르, 인도네시아(자카르타, 발리), 말레이시아(쿠알라룸프르), 중앙아시아(우즈벡) 및 최대 인도(델리) 지역 까지 운항이 가능하다. 기존에 FSC와 외항사만 취항했던 도시들이다. 실제로 도입을 앞둔 항공사들은 해당노선에 비행기를 띄울 준비를 하고 있다.

표16 단거리 기재와 중거리 기재의 비교 - 운항거리와 최대운항시간이 증가

	보잉		에어버스	
	B737-800	B737 MAX8	A320	A320 NEO
공식가격 (억원)	1,090	1,250	1,080	1,180
양산시기	1997	2017	1987	2014
항속거리 (km)	5,436	6,510	5,700	6,650
좌석수 (개)	189	200	180	180~189
최대운항시간	5h40m	7h05m	5h45m	7h10m

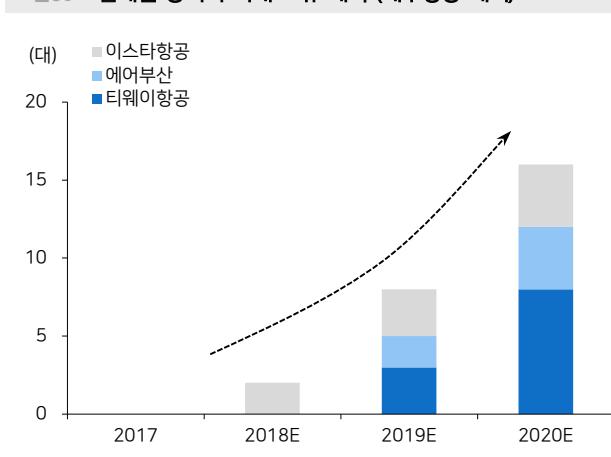
자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

표17 LCC 중거리 기재 도입 계획

업체	내용
제주항공	<ul style="list-style-type: none"> <li>B737-8MAX 확정구매 40대, Option 구매 10대</li> <li>2022년부터 2026년까지 인도</li> </ul>
티웨이항공	<ul style="list-style-type: none"> <li>19~20년 사이에 맥스8 기종을 최대 8대까지 도입할 계획</li> <li>19년 하계 신규노선 투입 예정</li> </ul>
에어부산	<ul style="list-style-type: none"> <li>19년 10월, 12월 A321LR 도입을 시작으로</li> <li>20년 A321neo 항공기를 추가로 2대 도입하여 본격적으로 중거리 노선을 확장</li> </ul>
이스타항공	<ul style="list-style-type: none"> <li>18년 12월까지 B737 MAX 8 2대를 도입, 향후 중장거리 노선 진입 계획</li> </ul>

자료: 각 사, 언론 종합, 메리츠종금증권 리서치센터

그림80 업체별 중거리 기재 보유 계획 (제주항공 제외)



자료: 각 사, 언론 종합, 메리츠종금증권 리서치센터

때마침 19년 2월 중으로  
싱가포르 운수권 배분 예정

단기적 기대보단, 중기적  
LCC의 새로운 시장진입에 주목

### 단기적 기대 보단, 중기적으로 LCC 새로운 시장 창출에 주목

때마침 19년 2월 중으로 싱가포르 운수권 배분이 예정되어 있다. 알려진 바로는 부산-싱가포르 노선 주 14회에 대한 배분이 이루어질 전망이다. LCC 중에서는 중거리 기재 도입이 예정된 티웨이, 이스타, 에어부산이 유리해 보인다. FSC는 올해 일어난 일련의 사태들로 불리한 조건에 놓일 가능성이 높다.

서울-싱가포르 노선이 17년 기준 전체 노선 중 13번째로 여객수요가 많은 노선임을 고려하면 부산-싱가포르 노선 또한 수요가 충분히 존재할 것으로 판단한다. 다만 중거리 노선 전체적으로 보았을 때 내년에 의미있는 실적은 기대하기 어려울 전망이다. 일단 기재수 자체가 많지 않을 뿐 더러, 말레이시아를 제외하고는 운수권이 필요하다. 운수권을 확보하는데 시간이 소요될 수 있다. 단기적 기대보다는 중장기적으로 LCC의 새로운 시장 진입이라는 관점에서 주목해야 한다.

그림81 중거리 기재로 운항 가능한 주요 도시



자료: 타웨이항공, 메리츠증권 리서치센터

### 중거리노선 현황: 연간 1조 4 천억원 규모의 시장, FSC 연간 6,000 억원 창출

중거리노선 시장 규모는

1조 4 천억원

국적 FSC 는 연간 6,000 억원 창출

새로운 시장의 규모는 대략 1.4조원 규모로 추정된다. 정확하게 파악할 방법이 부재하여 최근 1년간 전국공항 운항실적에 향후 6개월간 왕복 평균 티켓값을 적용하였다. 대한항공과 아시아나 각각 4,000억원, 2,000억원 가량의 매출을 창출하는 것으로 보인다. 양 사 모두 18년기준 연간 연결 매출의 3% 내외, 여객 매출의 5% 내외가 해당 노선에서 창출되는 셈이다. 비중이 큰 편은 아니지만 LCC 진입으로 향후 M/S · Yield · L/F 감소 등 매출·수익성 모두 영향을 받을 전망이다.

**표18 중거리 노선 현황: 연간 1조 4천억원 규모의 시장, 국적 FSC 연간 6,000억원 창출 → 중장기적으로 FSC 타격 불가피**

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

주: 국내 전 공항 합산 실적, 여객기+화물기 포함 운항편수, 평균티켓프라이스는 18년 11월부터 19년 4월까지의 왕복티켓가격의 평균값

자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 항공정보포털, 메리츠종금증권 리서치센터

## 5. LCC 가 성장을 지속할 세번째 근거: 조금씩 열릴 중국

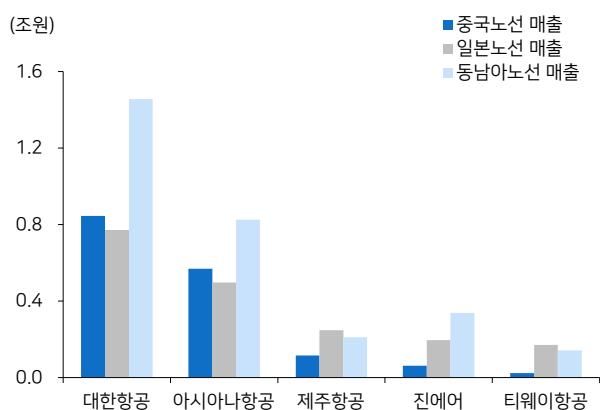
5년만에 한-중 항공회담  
열릴 가능성 확대

항공업계에 따르면 국토부는 중국민항총국과 11월 말 노선배분과 관련 실무회의를 연다. 실무회의는 항공회담을 위한 사전 정지작업 성격을 가진 회의다. 대표적인 운수권 필요 지역인 중국은 양국의 항공회담을 통해 운수권을 배분하게 되는데 2014년 이후 전무했다. 실무회의 후 항공회담이 열린다면 5년만에 열리는 셈이다. 이번에는 중국정부의 요청으로 진행되는 점에서 항공회담 성사 가능성이 높다고 판단한다.

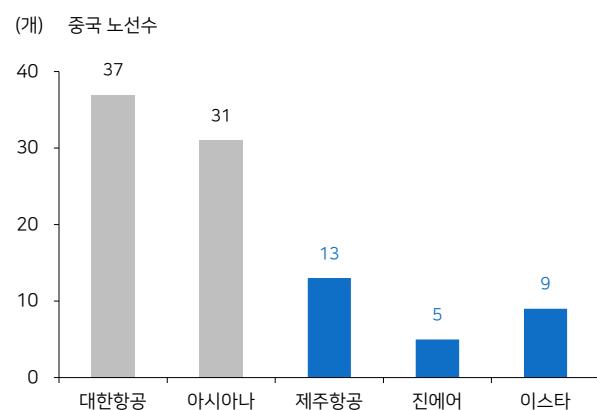
항공회담의 배경은  
베이징 다싱 국제공항의 개항

항공회담이 열리는 배경은 베이징 다싱 국제공항의 개항이다. 다싱 신공항은 인천 국제공항과 유사한 규모로 19년 6월 개항을 앞두고 있다. 새로운 대형 공항이 개항하니 운수권을 배분하겠다는 것이다. 지금까지 베이징노선의 경우 LCC 중 제주 항공만이 대구에서 취항하고 있다. 대형 시장을 코 앞에 두고 일본·동남아 위주의 영업을 전개할 수 밖에 없었던 LCC 입장에서는 호재다.

그림82 주요 LCC, 제한적인 중국노선 확보로 FSC 대비 동남아 및 일본 노선에 대한 매출의존도가 높았던 상황



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림83 베이징 다싱 국제공항 조감도



자료: 베이징 다싱 국제공항, 메리츠종금증권 리서치센터

표19 베이징 공항 디테일

구분	베이징 수도 공항	베이징 다싱 공항			인천 공항
		1기	2기	합산	
개항시기	1958년	2H19	2025년	2025년	2001년
처리능력 (이착륙, 만회)	62	39.3 (추정)	23.6 (추정)	62.8	79
처리능력 (여객수, 만명)	8,000	4,500	2,700	7,200	7,200
활주로 (개)	3	4	3	7	3

자료: 각 공항, 메리츠종금증권 리서치센터

### 항공회담 성사된다면, 베이징 외에도 운수권 배분 가능성 배제할 수 없어

베이징 외에도 운수권 배분 가능성이 배제할 수 없어

항공회담이 성사된다면 어떤 노선에 몇 회가 배분될까? 적어도 베이징 노선은 배분될 가능성이 높다는 점 외에는 사실 알 길이 없다. 그러나 5년만의 운수권 배분이 이루어 진다는 점에서 베이징 외에도 운수권 배분 가능성을 배제할 수 없다. 실제로 14년 항공회담에서는 총 29개 여객 노선에 주 90회 배분이 이루어진 바 있다. 다만 최근 국토부가 이미 현재 배분되어 있는 한중노선 운수권 활용도가 높지 않다고 밝힌 만큼 14년 수준만큼 운수권이 풀릴 가능성은 낮다고 판단 한다.

LCC에 대한 운수권 배분 비중 늘어날 가능성 높음

그러나 LCC에 대한 운수권 배분 비중이 늘어날 가능성이 높다. 14년에는 90회 중 60% 정도가 FSC에게 배분되었다. 그러나 14년과 비교시 LCC 기단규모가 2.6~2.8배 (19년 기준) 확대된 만큼 LCC에 대한 배분 비중이 커질 전망이다.

표20 14년 항공회담을 통해 배분된 운수권 리스트

구분	신규/기존	노선	배분 횟수	대한항공	아시아나	제주항공	진에어	에어부산	이스타	티웨이
여객	신규노선	서울-허페이	5	5						
		서울-스좌장	2				2			
		서울-옌청	3		3					
		서울-난닝	2	2						
		서울-인촨	3							
		서울-자무스	2			2				3
	기존노선	청주-옌지	3						3	
		청주-하얼빈	2						2	
		청주-다롄	2						2	
	기존노선	부산-스좌장	3		3					
		부산-장자지에	2				2			
		부산-옌지	3				3			
	기존노선	제주-취안저우	3			3				
		제주-구이양	3	3						
		제주-난닝	3						3	
		제주-시안	3			3				
		광주-톈진	7						7	
		<b>TOTAL</b>	<b>51</b>	<b>10</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>13</b>
화물	기존노선	<b>서울-베이징</b>	<b>3</b>	<b>3</b>						
		서울-광저우	7	3	4					
		서울-닌창·센젠	6	3	3					
		서울-옌지	4	2	2					
		서울-청두	1		1					
		서울-충칭	3		3					
		서울-구이린	5		5					
		서울-우한	2	2						
		서울-무단장	2	2						
		서울-쿤밍	2	2						
	기존노선	부산-선양	1		1					
		부산-항저우	3		3					
		<b>TOTAL</b>	<b>39</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
		<b>여객 TOTAL</b>	<b>90</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>13</b>
화물		한국제지점-중국7개지점	8	4	4					

자료: 국토교통부, 메리츠종금증권 리서치센터

### 베이징 노선 현황: 국적사로는 FSC 가 과점하고 있는 고마진 노선

베이징 노선은  
국적사로는 FSC 가 과점

현재 베이징 노선은 사실상 대한항공·아시아나항공·에어차이나·중국남방항공이 과점하고 있다. 인천-베이징 노선의 경우 대한항공·아시아나 항공 각각 주 21회, 주 24회의 운수권을 확보 하고 있다. 시장규모는 대략 3,000억원 수준으로 추정한다. 아직 사드이슈 이전 수준으로 회복이 되지 않았다는 점을 고려하면 시장은 더 커질 것이다. (인천-베이징노선 여객수송실적 16년 126만명, 17년 92만명, 최근 1년간 100만명). 작은 규모라 생각할 수 있지만 단일 노선으로는 큰 규모다. 17년 기준 인천-베이징 노선은 전체 노선 중 19번째로 수요가 많은 시장이다. 사드이슈 이전 16년 기준으로는 13번째다.

고마진 노선의 경쟁 시작은  
FSC에게 부정적

이익 관점에서는 성수기의 경우 텁승률이 95%에 육박한다고 알려져 있고 과점 노선의 특성상 OPM이 15% 내외라고 가정하면 매출수준에 비해 이익기여도가 높은 노선이다. 향후 새로운 운수권 배분으로 FSC 점유율 감소, 티켓프라이스 하락과 이에 따른 마진감소가 불가피하다. LCC의 진입으로 시장이 확대되는 부분이 존재하겠지만 가격경쟁을 시작해야 한다는 점은 FSC 입장에서는 달갑지 않다.

표21 이번에 운수권 배분이 유력한 베이징 노선 최근 1년간 운항 실적 – 국적사로는 대한항공과 아시아나항공이 과점

			운항편수 (회)	여객수 (명)	평균 티켓프라이스 (원)	매출 (십억원)	비고
인천공항	국적사	대한항공	1,461	202,749	300,720	30.5	
		아시아나	1,768	278,795	333,502	46.5	
	외항사	에어차이나	2,457	340,239	338,199	57.5	
		중국남방항공	729	97,351	412,010	20.1	
	TOTAL		6,415	919,134	336,325	154.6	
기타공항	국적사	대한항공	2,298	360,742	300,720	54.2	
		아시아나	1,875	269,493	333,502	44.9	
		제주항공	156	15,544	250,000	1.9	대구공항
	외항사	에어차이나	1,427	179,657	338,199	30.4	
		중국남방항공	730	108,623	412,010	22.4	
	TOTAL		6,486	934,059	329,485	153.9	
TOTAL	국적사	대한항공	3,759	563,491	300,720	84.7	
		아시아나	2,604	366,844	498,455	91.4	
		제주항공	156	15,544	250,000	1.9	
	TOTAL		6,519	945,879	376,575	178.1	
	외항사	에어차이나	3,884	519,896	338,199	87.9	
		중국남방항공	1,459	205,974	412,010	42.4	
		TOTAL	5,343	725,870	359,144	130.3	
TOTAL			11,862	1,671,749	369,006	308.4	

주: 국내 전 공항 합산 실적, 여객기+화물기 포함 운항편수, 평균티켓프라이스는 18년 11월부터 19년 4월까지의 왕복티켓가격의 평균값

자료: 항공정보포털, 메리츠증권 리서치센터

## 더 중요한 건, 중국 하늘길이 계속해서 열릴 가능성이 높다는 점

이번 실무회의 추진이 시사점은  
중국 공항 처리능력 확대가  
운수권 배분으로 이어진다는 점

향후에도 운수권 배분 가능성  
높다는 판단

| LCC 스케가 예상

이번 실무회의 추진이 시사 하는 건 중국 공항의 처리능력 확대가 신규 운수권 배분으로 이어질 가능성이 높다는 점이다. 이에 근거하여 향후 중국 하늘길이 계속해서 열릴 가능성이 높다는 판단이다. 신규공항이 계속해서 생겨날 전망이며, 기존 주요 공항들 또한 처리능력을 대폭 확대하는 작업이 진행 중이기 때문이다.

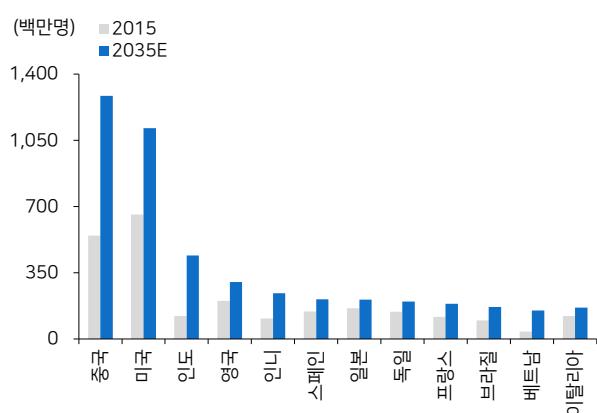
현재 중국은 공격적으로 신규공항을 건설하고 있다. 17년기준 228개의 공항을 보유하고 있는 중국은 2020년까지 260개, 2025년까지 370개의 공항을 보유하겠다고 밝힌 바 있다. 실제로 이를 달성할 수 있을지는 장담할 수 없지만, 계속해서 공항을 늘려간다는 점은 확실하다. 뿐만 아니라 기존 TOP 10 공항들 또한 처리능력을 확대하고 있다. 예상보다 빠른 속도로 수요가 성장하면서 공급이 이를 반쳐주지 못하고 있기 때문이다. 17년 기준 TOP 10 공항의 가동률은 117.1%로 이미 과부하 상태다. 중국여객수요 확대 → 공항처리능력 확대 → 운수권 배분 → 국내항공사 특히 단거리 노선 경쟁력을 확보하고 있는 LCC 수혜를 예상한다.

표22 중국 TOP 10 공항 처리능력 확장 및 신공항 스케줄

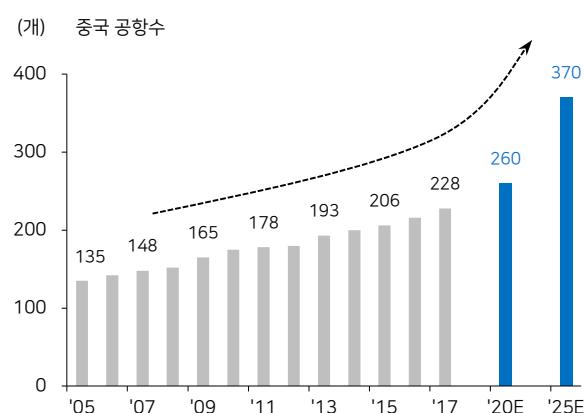
지역	공항명	디자인 CAPA (백만)	17년 이용객 (백만)	가동률 %	공항 확장 스케줄						계획
					2018	2020	2025	2030	2040		
베이징	수도	80	95	118.8							베이징 다싱 국제공항 건설중. 19년 개항. 개항초기 4,500만명 CAPA
광저우	바이윈	38	85	223.7	81		105				
상하이	푸동	50	70	140.0		80					
청두	쑹류	50	50	100.0							청두 Tianfu 국제공항 건설중. 2020년 개항, 2500-3000만명 CAPA
선전	바오안	38	45	118.4			52		63		
상하이	홍차오	45	45	100.0							
쿤밍	창수이	40	40	100.0		80		120			
시안	센양	50	40	80.0				79			
충칭	장베이	45	38	84.4							
향저우	샤오산	34	36	105.9		50					

자료: DBS, 메리츠종금증권 리서치센터

그림84 중국여객수요 확대 → 공항 확대 → 신규 공항 운수권 배분 → 국내 항공사 특히, 단거리 노선 경쟁력을 확보하고 있는 LCC 수혜



자료: IATA, 메리츠종금증권 리서치센터



자료: 중국민항총국, 메리츠종금증권 리서치센터

표23 Appendix. 중국·동남아·인도 신규 공항 건설 스케줄 (2014년도 기준/ 지역, 취소, 추가 가능성 다분, 단순 참고용)

국가	완공(예정)일	도시	국가	완공(예정)일	도시	국가	완공(예정)일	도시
<b>China</b>	2017-12-31	Leshan	<b>Indonesia</b>	2017-12-31	Bengkalis	<b>India</b>	2017-12-31	Aranmula
	2017-12-31	Longnan		2017-12-31	Sukabumi		2017-12-31	Jengal
	2017-12-31	Loudi		2017-12-31	Loa Kulu		2017-12-31	Bangalore
	2017-12-31	Foshan		2017-12-31	Bintan Island		2017-12-31	Bareilly
	2017-12-31	Tianshui		2017-12-31	Pulau Panjang		2017-12-31	Davangere
	2017-12-31	Urumqi		2017-12-31	Adonara Island		2017-12-31	Dholavira
	2017-12-31	Yan'an		2017-12-31	Talang Ubi		2017-12-31	Firozabad
	2017-12-31	Shaoyang		2017-12-31	Tambelan Island		2017-12-31	Hassan
	2017-12-31	Songyuan		2017-12-31	Tanah Kuning Bulungan		2017-12-31	Itanagar
	2017-12-31	Suifenhe		2017-12-31	Tidore Island		2017-12-31	Jagdalpur
	2017-12-31	Tashkurgan		2017-12-31	Alaban		2017-12-31	Kothagudem
	2017-12-31	Wuhu		2018-02-28	Kertajati		2017-12-31	Nellore
	2017-12-31	Zhaosu		2018-12-31	Lebak		2017-12-31	Agra
	2017-12-31	Baoji		2018-12-31	Bengkulu		2017-12-31	Jakrapally
	2017-12-31	Barkol		2018-12-31	Fak Fak		2017-12-31	Sederapet
	2017-12-31	Wushan		2018-12-31	Kupang		2017-12-31	Shimoga
	2017-12-31	Jishou		2018-12-31	Jakarta		2017-12-31	Sindhudurg
	2017-12-31	Ruoqiang		2018-12-31	Buleleng Bali		2017-12-31	Bengaluru
	2017-12-31	Tumxuk		2018-12-31	Balirangen		2017-12-31	Ankleshwar
	2017-12-31	Wuzhou		2018-12-31	Bukit Malintang		2017-12-31	Bekal
	2018-12-31	Luzhou		2018-12-31	Bulukumba		2017-12-31	Gwalior
	2018-12-31	Dazhou		2018-12-31	Oba		2017-12-31	Delhi
	2018-12-31	Hohhot		2018-12-31	Tana Toraja		2018-01-01	Goa
	2018-12-31	Ruijin		2019-03-31	Yogyakarta		2018-02-28	Gulbarga
	2018-12-31	Xiamen		2019-12-31	Pagai		2018-05-31	Jharsuguda
	2018-12-31	Yueyang		2019-12-31	Kangean Island		2018-12-22	Konni
	2018-12-31	Dalian		2019-12-31	Wondama Bay		2018-12-31	Bhogapuram
	2018-12-31	Honghe		2019-12-31	Purbalingga		2018-12-31	Khordha
	2018-12-31	Jiaxing		2020-12-31	Kediri		2018-12-31	Ahmedabad
	2018-12-31	Liaocheng		2020-12-31	Jakarta		2018-12-31	Delhi
	2018-12-31	Yulin		2020-12-31	Nabire		2018-12-31	Khammam
	2018-12-31	Nujiang	<b>Vietnam</b>	2020-12-31	Lao Cai		2018-12-31	Vijayawada
	2018-12-31	Tu Mu Shuk		2022-12-31	Lai Chau		2018-12-31	Nizamabad
	2018-12-31	Yibin	<b>Philippines</b>	2017-12-31	Mindanao		2018-12-31	Oravakal
	2019-01-01	Ankang		2017-12-31	Busuanga		2018-12-31	Adilabad
	2019-06-30	Beijing		2017-12-31	Calayan Island		2019-06-30	Bihta
	2019-12-31	Chenzhou		2018-06-30	Tagbilaran		2019-12-31	Mumbai
	2019-12-31	Danzhou		2018-12-31	Legazpi		2019-12-31	Chikkamagaluru
	2019-12-31	Qingdao		2018-12-31	Samal		2019-12-31	Karwar
	2019-12-31	Bozhou		2018-12-31	Thitu Island		2019-12-31	Kunda
	2019-12-31	Pingdingshan		2025-12-31	Manila		2019-12-31	Kushalanagar
	2020-01-31	Sanya	<b>Malaysia</b>	2017-12-31	Kulim		2019-12-31	Raichur
	2020-12-31	Heshan		2018-12-31	Kuala Lumpur		2020-12-31	Karaikal
	2020-12-31	Pingliang	<b>Cambodia</b>	2017-12-31	Phnom Tbeng Meanchey		2020-12-31	Pune
	2020-12-31	Yutian		2018-12-31	Koh Kong		2020-12-31	Tawang
	2025-12-31	Jianyang		2022-12-31	Siem Reap		2020-12-31	Chennai
	2025-12-31	Kangbao		2025-12-31	Phnom Penh		2020-12-31	Jaipur
	2025-12-31	Wuyishan	<b>Laos</b>	2018-12-31	Tonpheung		2020-12-31	Rajkot
	2025-12-31	Qilian		2018-12-31	Vientiane		2021-12-31	Delhi

자료: 항공정보포털, 메리츠종금증권 리서치센터

## 이슈점검: 입국장 면세점 도입- 기내면세점 타격 불가피

입국장면세점 도입으로  
기내면세점 타격 불가피

19년 5월말에서 6월초면 입국장 면세점이 설치 및 운영에 들어간다. 1터미널에 각각 190㎡(57평) 규모로 2개소가 설치되고, 2터미널에 326㎡(99평) 규모로 1개소가 설치된다. 규모가 큰 편이 아니기 때문에 혼잡할 가능성이 높아 충분한 수요를 확보할 수 있을지 의문이지만, KDI의 Survey에 따르면 응답자의 86.7%가 입국장면세점을 이용하겠다고 밝혔다. 기내면세점에 대한 타격이 불가피하다.

입국장 면세점에 들어올 주요 품목들이 기내면세점의 주력제품과 비슷하다는 점도 이를 뒷받침 한다. 입국장 면세점에 들어올 품목들은 담배 및 검역 품목을 제외하고 화장품·향수·주류 등이 주를 이룰 것으로 보이는데 이들 품목이 기내면세점 매출에서 차지하는 비중은 70%에 육박한다.

관세청 관계자에 따르면  
기내면세 매출은 50% 감소 예상

최근 대한항공과 아시아나항공의 기내면세점 실적은 감소하는 추세를 지속했다. 출국장 및 시내 면세점의 공격적인 프로모션의 영향이다. 입국장 면세점의 도입으로 향후 더 빠른 속도로 기내면세점 매출은 감소할 전망이다. 관세청 관계자에 따르면 기내면세 매출은 50% 감소가 예상된다고 밝혔다.

**표24 업체별·품목별 기내면세점 매출:**

업체별 기내면세점 매출 (억원)		2014	2015	2016	2017	2018(1~3월)
FSC	대한항공	2,074	1,952	1,891	1,699	409
	아시아나항공	1,225	1,161	1,108	964	230
LCC	제주항공	76	86	77	127	42
	진에어	61	72	108	135	47
	티웨이	22	28	20	52	17
	이스타	24	23	27	53	17
	에어서울	0	0	3	24	10
	에어부산	0	0	0	107	28
TOTAL		3,482	3,322	3,234	3,161	800
품목별 기내면세점 매출 (억원, %)		2014	2015	2016	2017	2018(1~7월)
매출	화장품	1,383	1,243	1,173	1,018	490
	주류	968	983	953	947	572
	담배	5	16	21	29	18
	기타 (향수, 패션, 초콜릿 및 제과, 건강보조식품)	1,127	1,080	1,087	1,167	704
	TOTAL	3,483	3,322	3,234	3,161	1,784
비중	화장품	39.7	37.4	36.3	32.2	27.5
	주류	27.8	29.6	29.5	30.0	32.1
	담배	0.1	0.5	0.6	0.9	1.0
	기타 (향수, 패션, 초콜릿 및 제과, 건강보조식품)	32.4	32.5	33.6	36.9	39.5
	TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

자료: 관세청, 메리츠종금증권 리서치센터

### 매출 감소에 비해 영업이익 훼손 정도 높을 전망

매출 감소에 비해

영업이익 훼손 정도 높을 전망

항공사들의 전체 연결 매출에서 기내 면세 매출이 차지하는 비중은 미미하지만, 이익단에 미치는 영향은 생각보다 클 전망이다. 기내면세사업의 마진이 35~45%로 높기 때문이다. 관세청에 따르면 수입면세품 판매가는 수입원가(55%~65%)와 기타비용(인건비, 임대료, 물류비 등으로 35%~45%)으로 구성되어 있다. 기내면세의 경우 기타비용이 거의 들지 않기 때문에 35~45%의 마진이 나오는 것이다.

LCC 보다 FSC 의 타격이 커

당사 추정에 따르면 FSC의 경우 이익 단의 타격이 적지 않을 가능성이 존재한다. 17년 기준 연결OP대비 기내면세점 OP 비중은 대한항공과 아시아나 각각 6.3%, 14%에 이른다. 유가상승과 달러화 강세로 전년대비 부진한 영업실적을 기록하고 있는 18년 기준으로 계산한다면, 그 비중은 더 확대될 개연성이 높다. 관세청 관계자의 주장대로 기내면세 매출이 50% 감소한다면 대한항공은 약 297억원, 아시아나항공은 약 193억 가량의 영업이익이 훼손될 전망이다.

표25 입국장 면세점 도입에 따른 업체별 이익 훼손 영향 분석 : LCC보다 FSC가 영업이익의 훼손 가능성 높아

(억원, %)	대한항공	아시아나항공	제주항공	진에어	티웨이
운영방식	자체	자체	위탁(그랜드면세점)	위탁(대한항공)	자체
기내면세점 매출 (17년, 판매기준)	1,699	964	127	135	52
<b>기내면세점 매출 (17년, 인식기준)</b>	<b>1,699</b>	<b>964</b>	<b>31</b>	<b>27</b>	<b>33</b>
취득 수수료율 (위탁운영에 포함, 당사 추정치)	N/A	N/A	24.4	20.0	N/A
자체상품	0	0	0	0	19
<b>기내면세점 OPM (당사 추정치)</b>	<b>35.0</b>	<b>40.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>40.0</b>
<b>기내면세점 OP (당사 추정치)</b>	<b>594.7</b>	<b>385.6</b>	<b>31.0</b>	<b>27.0</b>	<b>13.2</b>
연결 OP (17년)	9,397.8	2,758.6	1,013.2	969.1	471.0
연결 OP대비 기내면세점 OP 비중 (17년)	<b>6.3</b>	<b>14.0</b>	3.1	2.8	2.8
기내면세점 매출 감소에 따른 OP 감소분 (17년 기준)					
10% 감소시	59.5	38.6	3.1	2.7	1.3
20% 감소시	118.9	77.1	6.2	5.4	2.6
30% 감소시	178.4	115.7	9.3	8.1	4.0
40% 감소시	237.9	154.2	12.4	10.8	5.3
<b>50% 감소시</b>	<b>297.3</b>	<b>192.8</b>	<b>15.5</b>	<b>13.5</b>	<b>6.6</b>
60% 감소시	356.8	231.4	18.6	16.2	7.9
70% 감소시	416.3	269.9	21.7	18.9	9.2
80% 감소시	475.7	308.5	24.8	21.6	10.6
90% 감소시	535.2	347.0	27.9	24.3	11.9
100% 감소시	594.7	385.6	31.0	27.0	13.2

자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

## 이슈점검: IFRS16 도입, 아시아나항공 가장 큰 영향

IFRS16 도입,  
아시아나항공 가장 큰 영향

19년부터 IFRS16이 도입된다. 기존 기준과 달리 리스이용자는 운용리스와 금융리스를 구분하지 않고 모든 리스에 대하여 자산과 부채를 인식해야 한다. 운용리스 비중이 높은 기업의 경우, 자산·부채가 증가하여 부채비율이 증가하게 된다. 손익 측면에서는 기존 영업비용의 임차료가 감가상각비와 이자비용으로 반영되게 된다. 영업이익은 개선되고 순이익은 변화가 없다. 현금흐름 측면에서는 영업활동 현금유출이 감소하고(임차료가 제외되므로), 재무활동 현금유출은 증가한다(리스부채원금 상환 등). 그러나 실제 현금흐름이 변화하는 것은 없다.

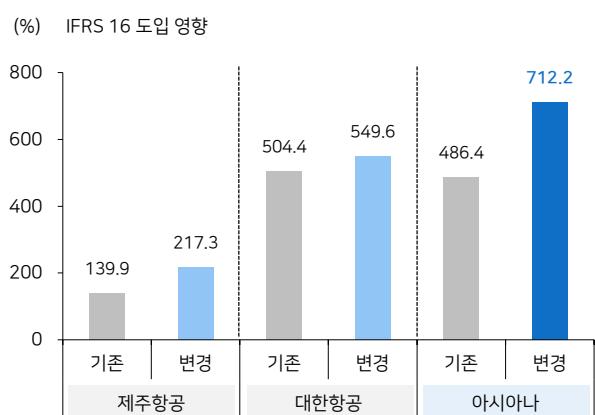
결과적으로 업체의 실질은 그대로이나 명목적으로 재무제표만 변화하게 되는 것이다. 따라서 기업가치에 미치는 영향이 없어야 하는 것이 합리적이라는 판단이다. 그러나 명목적일지라도 부채비율이 크게 증가하는 업체의 경우 향후 자금조달 측면에서 부담이 증가할 가능성이 존재한다. 항공 커버리지 3 사 중 가장 부담이 될 수 있는 업체는 아시아나항공이다. 19년 기준 486.4%로 높았던 부채 비율이 712.2%로 더 높아진다. 유동성리스크 완화 국면에 접어들고 있지만 향후 회계기준변경 영향에 관심을 가질 필요가 있다. 제주항공 또한 기존 부채비율 대비 큰 폭으로 증가하기는 하지만 여전히 타사대비 낮은 부채비율 수준이 유지된다는 점에서 부담이 없다는 판단이다.

표26 IFRS16 도입이 재무제표에 미치는 영향

구분	재무상태표	손익계산서	현금흐름표
계정별 영향	<ul style="list-style-type: none"> <li>자산(금융리스자산) 증가</li> <li>부채(금융리스부채) 증가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>영업비용 감소 (임차료 → 리스자산의 감가상각비)</li> <li>금융원가 증가: 리스부채의 이자비용</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>영업활동 현금유출 감소</li> <li>재무활동 현금유출 증가 (리스부채 원금 상환 등)</li> </ul>
기업가치 영향	부채비율 증가	<ul style="list-style-type: none"> <li>EBITDA 증가 (EBITDAR는 변화 없음)</li> </ul>	현금흐름에는 영향 없음

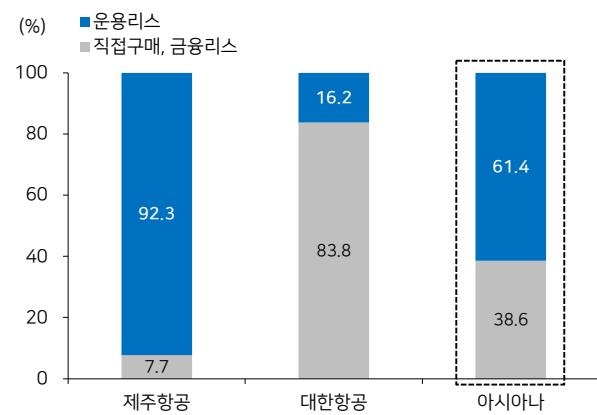
자료: IASB 'IFRS 16 Effect Analysis', 메리츠종금증권 리서치센터

그림85 IFRS 16 도입 영향



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림86 업체별 운용리스 비중



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

## Part 4. 투자전략: 육상운송 > 해상운송 > 항공운송

운송업종에 대해

투자의견 Overweight 제시

운송업종에 대해 Overweight(비중확대) 투자의견을 제시한다. 운송 업종은 글로벌 경기·매크로 변수의 영향을 특히 많이 받는 업종이다. 경기 둔화는 물동량 감소로 직결되고 비우호적인 유가 및 환율 방향성은 비용 증가 요인으로 작용한다. 중국을 비롯한 글로벌 경기 둔화 우려가 고조되고 유가 및 원/달러 환율 변동성 확대되며 운송업종 전반에 불확실성이 커진 상황이다. 이에 더해 해상운송 업종은 역사상 가장 강력한 환경규제 시행을 앞두고 있다. 육상운송 업종은 신정부 출범 이후 택배노조가 설립되며 새로운 불확실성이 생겨났다. 항공운송 업종은 지난주 14일 국토부가 항공산업 제도개선 방안을 발표하며 제재가 강화될 전망이다. IFRS16 도입으로 리스 회계기준이 변경되는 점도 불확실성 요인이다.

불확실성 확대된 상황에서도

성장은 계속된다는 판단

그러나 다양한 불확실성에도 불구 운송 업종의 실적 성장은 가능할 전망이다. 매크로 변수로부터 그나마 자유로운 육상운송 업종은 기다리고 기다리던 택배운임 정상화 작업이 18년부터 시작되었다. 강력한 실적 성장 동인이다. 해운 업종은 역사상 가장 강력한 환경규제가 아이러니하게도 업황 개선을 자극할 전망이다. 항공운송 업종은 저가항공사(이하 LCC)의 성장 모멘텀이 매크로 불확실성을 능가한다. 모든 불확실성을 넘어 성장이 가능할 운송 업종에 대한 비중 확대를 제시한다.

업종별 선호는

육상운송>해상운송>항공운송

업종별 선호는 육상운송 > 해상운송 > 항공운송(LCC) > 항공운송(FSC) 순이다. 대외변수에 대한 노출도가 낮으면서 개별 실적 성장 모멘텀이 강한 순서다. 19년 이익 성장세도 유사한 순서로 예상한다. 항공운송 (FSC) 내에서는 대한항공을 더 선호한다. 재무적으로나 국제선 경쟁력 측면에서 비교우위에 있다는 판단이다.

Top-Picks:

CJ대한통운, 팬오션, 제주항공

Top-Pick으로는 CJ대한통운, 팬오션, 제주항공을 제시한다. CJ대한통운은 국내 택배시장 압도적 점유율 1위의 글로벌 물류 업체이다. 역사적으로 전사 EBITDA 와 동행해온 동사의 주가는 2Q17을 기점으로 택배부문 영업이익과 동행해오고 있다. 19년 택배부문 영업이익은 P회복 · Q성장 · C감소로 YoY +108% 증가한 1,006억원을 전망한다. 택배부문의 회복이 기업가치개선을 이끌 전망이다.

팬오션은 국내 대표 벌크선사로 15년 7월 회생절차 종결 이후 환골탈태하였다. 주가는 BDI와 동행한다. 19년 BDI는 환경규제의 영향으로 +12.5% 상승이 예상된다. 시황에 노출된 오픈사선 부문의 영업이익이 전년대비 +55.0% 증가한 725 억원을 기록하며 전사 실적 성장을 이끌 전망이다. 장기운송계약 추가로 실적 안정성이 제고되는 점도 긍정적이다. BDI 상승이 예상될 때, 답은 팬오션이다.

제주항공은 국내 최대 LCC로 안정적인 재무구조와 차별화된 단위원가(C/ASK) 경쟁력을 확보하고 있다. 중장기 LCC 산업 성장 시 최대 수혜가 예상된다. 19년 기재도입이 지속되며 매출 및 OP 고성장세를 예상한다(매출 1조 5,890억원 YoY +24.5%, 영업이익 1,587억원 YoY +37.1%). 비우호적 대외변수 방향성에도 고 성장을 지속할 근거는 1) 고마진 부가매출 성장과 2) 단위원가 절감의 지속이다.

표27 운송업종 커버리지 5사의 실적 및 Valuation 요약

(십억원, %, 배)		매출	% YoY	OP	% YoY	OPM	NP	% YoY	NPM	PER	PBR	ROE	
<b>CJ대한통운</b>		'16	6,081.9	20.3	228.4	22.4	3.8	55.8	21.6	0.9	73.2	1.3	2.4
투자의견	Buy	'17	7,110.4	16.9	235.7	3.2	3.3	31.5	-43.5	0.4	101.4	1.0	1.3
적정주가	228,000원	'18E	9,287.2	30.6	221.8	-5.9	2.4	59.5	88.9	0.6	55.8	1.1	2.4
상승여력	56.7%	'19E	10,852.3	16.9	315.7	42.3	2.9	101.8	71.1	0.9	32.6	1.0	4.0
<b>팬오션</b>		'16	1,874.0	3.0	167.9	-26.8	9.0	97.9	114.9	5.2	21.7	0.8	4.0
투자의견	Buy	'17	2,336.2	24.7	195.0	16.2	8.3	143.1	46.2	6.1	19.7	1.2	5.8
적정주가	6,000원	'18E	2,718.7	16.4	204.9	5.1	7.5	148.6	3.9	5.5	15.7	0.9	6.0
상승여력	41.5%	'19E	2,915.2	7.2	244.8	19.5	8.4	188.9	27.1	6.5	12.4	0.9	7.2
<b>제주항공</b>		'16	747.6	22.9	58.4	13.6	7.8	53.0	12.3	7.1	12.3	2.4	19.5
투자의견	Buy	'17	996.4	33.3	101.3	73.5	10.2	77.8	46.8	7.8	12.0	2.8	23.5
적정주가	50,000원	'18E	1,276.2	28.1	115.8	14.3	9.1	100.5	29.2	7.9	10.0	2.4	24.1
상승여력	31.1%	'19E	1,589.0	24.5	158.7	37.0	10.0	125.1	24.5	7.9	8.0	1.9	23.8
<b>대한항공</b>		'16	11,731.9	1.6	1,120.8	26.9	9.6	-564.9	적전	-4.8	-3.5	1.2	-27.2
투자의견	Buy	'17	12,092.2	3.1	939.8	-16.1	7.8	791.5	흑전	6.5	3.9	0.9	29.4
적정주가	40,000원	'18E	13,079.5	8.2	866.5	-7.8	6.6	13.8	-98.3	0.1	232.1	0.9	0.4
상승여력	22.9%	'19E	13,953.8	6.7	1,010.0	16.6	7.2	395.9	2,768.8	2.8	7.9	0.8	10.4
<b>아시아나항공</b>		'16	5,763.6	4.0	256.5	456.6	4.5	49.3	흑전	0.9	16.8	1.0	5.7
투자의견	Trading Buy	'17	6,227.1	8.0	275.9	7.6	4.4	251.9	411.2	4.0	3.7	0.8	24.7
적정주가	4,600원	'18E	6,923.5	11.2	269.6	-2.3	3.9	1.3	-99.5	0.0	695.5	0.8	0.1
상승여력	7.9%	'19E	7,280.4	5.2	283.2	5.0	3.9	86.6	6,781.3	1.2	10.1	0.7	7.6

자료: 메리츠증권 리서치센터





## 기업분석

종목	투자판단	적정주가
CJ대한통운(000120)	Buy(신규)	228,000원
팬오션(028670)	Buy(신규)	6,000원
제주항공(089590)	Buy(신규)	50,000원
대한항공(003490)	Buy(신규)	40,000원
아시아나항공(020560)	Trading Buy(신규)	4,600원

Industry Indepth  
2018. 11. 26

# CJ 대한통운 000120

## The Winner

### ▲ 운송/자동차 부품

Analyst 이종현  
02. 6098-6654  
jonghyun\_lee@meritz.co.kr

- ✓ 국내 택배시장 점유율 압도적 1위의 글로벌 물류 업체
- ✓ 현재 주가드라이버로 작용하고 있는 사업부는 '택배 부문'
- ✓ 19년 택배부문 영업이익, P 회복·Q 성장·C 감소로 YoY +108% 증가한 1,006 억 원 전망. 연결 영업이익은 +42.4% 증가한 3,157 억원 예상
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 228,000 원으로 커버리지 개시

### Buy (신규)

적정주가 (12개월)	228,000 원
현재주가 (11.23)	145,500 원
상승여력	56.7%
KOSPI	2,057.48pt
시가총액	33,192억원
발행주식수	2,281만주
유동주식비율	39.42%
외국인비중	14.01%
52주 최고/최저가	175,000원/122,000원
평균거래대금	123.7억원
주요주주(%)	
CJ제일제당 외 1인	40.17
국민연금	7.11
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-10.2 -6.7 -3.6
상대주가	-8.1 12.1 18.8

### 주가그래프



### 국내 택배시장 점유율 압도적 1위의 글로벌 물류업체

동사는 13년 CJ GLS 와 합병을 통해 탄생한 국내 최대 물류 업체이다. 압도적인 경쟁력에 근거하여 택배시장을 장악하고 있다. 3Q18 기준 48.8%의 점유율을 확보하였다. M&A를 통해 외형 확대와 글로벌 시장 진출도 진행 중이다. 16년부터 세계 각지에서 6개의 물류업체를 인수하였다. 추가적인 인수 가능성도 남아있다. 향후 점유율 확대 전략에서 수익성 확대 전략으로 선회할 경우 빠른 속도의 수익성 개선이 기대된다.

### 19년, 택배부문 P 회복·Q 성장·C 감소로 연결 OP +42.4% 증가 전망

택배부문의 회복이 19년 전사실적 성장을 이끌 전망이다. 19년 택배부문 영업이익은 18년 484 억원에서 19년 1,006 억원으로 YoY+108% 증가할 전망이다. 연결 영업이익은 +42.4% 증가한 3,157 억원을 예상한다. 1) Two-track 으로 진행 중인 운임정상화와 2) 압도적 CAPEX 격차에 근거한 점유율 증가폭 확대, 3) 메가허브터미널 가동에 따른 비용 절감이 강한 실적 성장의 근거다. 18년 일회성비용(파업, 대전터미널, 곤지암초기ガ동비용) 150 억원 기저효과도 존재한다. 택배단가 +1.5% 상승, 점유율 +4%p 확대를 예상한다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 228,000 원으로 커버리지 개시

CJ 대한통운에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 228,000 원으로 커버리지를 개시 한다. 적정주가는 역사적으로 주가 설명력이 높았던 EBITDA 를 활용한 EV/EBITDA 방식을 통해 산출하였다. 2019E EBITDA 추정치에 15 배를 적용하였다. 안정적 실적 성장을 실현했던 15~16년에 부여받았던 배수다. 지난 2년 간 동사의 주가는 불확실성이 확대된 택배부문 OP 와 동행해왔다. 19년 택배부문 회복에 근거하여 강한 기업가치 개선세를 예상한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	6,081.9	228.4	55.8	2,446	21.4	133,105	73.2	1.3	16.3	2.4	101.6
2017	7,110.4	235.7	31.5	1,380	-43.6	134,556	101.4	1.0	14.1	1.3	126.7
2018E	9,287.2	221.8	59.5	2,607	88.9	138,473	55.8	1.1	15.0	2.4	157.2
2019E	10,852.3	315.7	101.8	4,462	71.1	143,406	32.6	1.0	11.6	4.0	163.1
2020E	11,989.5	377.1	130.9	5,739	28.6	150,127	25.4	1.0	10.3	4.9	162.6

## 기업 소개: '초격차', '글로벌' 그리고 '점유율 확대 전략'

### '초격차' & '글로벌'

동사를 설명하는 가장 적절한 두 단어는 '초격차'와 '글로벌'이다. 이재현 회장은 공식적인 자리에서 매번 '2,3위의 추격의지를 꺾을 정도의 초격차 역량 확보'와 '글로벌 시장 진출'을 강조한다. 동사는 이를 아주 잘 수행하고 있는 회사다.

### 택배 부문, '성장 드라이버'이자 '주가 드라이버'

동사는 택배부문에서 국내시장 점유율 48.8%(3Q18기준)로 '초격차'를 확보하고 있다. 차별화된 비용경쟁력에 근거한 저렴한 운임으로 계속해서 점유율을 확대해 왔다. 현재 주가에 가장 큰 영향을 미치는 사업부이기도 하다. 2H17 주가 하락(최저임금인상·노조설립), 1H18 반등(운임인상발표), 3Q18 하락(파업), 4Q18 하락(대전터미널 사고)을 견인했다.

### 글로벌 부문, 지속적인 M&A로 '성장 드라이버'

글로벌 부문은 지속적인 M&A로 주요한 '성장 드라이버' 역할을 하고 있다. 16년부터 세계 각지에서 6개의 물류업체를 인수하였으며, 유럽을 거점으로 한 물류업체 인수 가능성도 존재한다. 현재 PMI(Post Merger Integration) 비용 및 초기 인프라투자 비용 발생으로 저조한 수익성 (17년 기준 OPM 1.6%)을 기록하고 있으나, 향후 완만한 수익성 개선과 동반하여 이익성장에 기여할 전망이다.

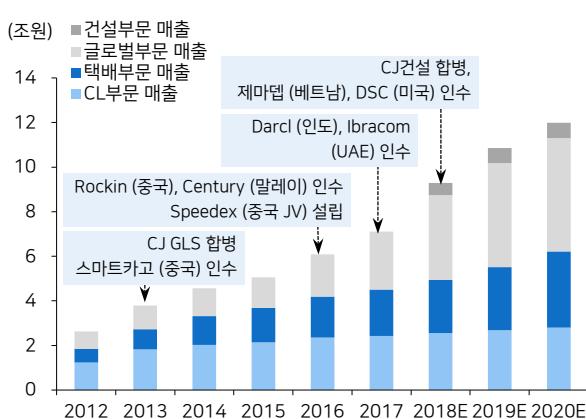
### CL (Contract Logistics) 부문, 해운항만 부진을 3자물류가 만회

CL부문은 크게 3자물류부문과 해운항만부문으로 나뉘어진다. 3자물류부문의 성장을 해운항만부문이 잠식하는 구조다. 해운항만부문의 부진이 단기간에 해소되기 어렵지만, 3자물류부문의 안정적인 성장세로 현재 수준의 외형과 점진적 수익성 개선은 가능할 전망이다.

### 아직은 '수익성 확보'보다 '점유율 확대'에 방점

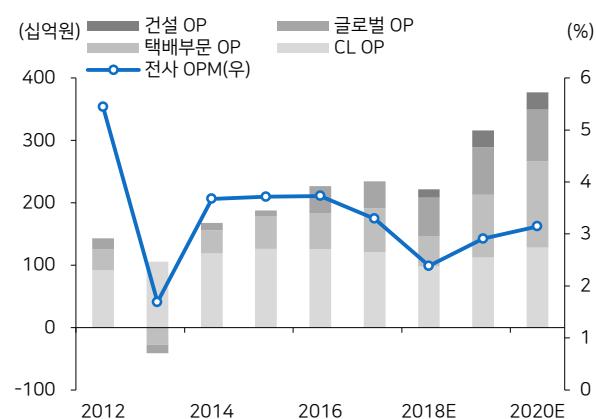
전사차원에서 보면 외형성장에도 불구하고 수익성은 악화되고 있다. 여러 가지 이유가 있지만 경영진의 '점유율 확대 전략' 영향도 존재한다. 아직은 수익성보다 '초격차' 확보를 위한 투자에 집중하고 있다. 대규모 CAPEX 사이클 종료와 대형 M&A가 일단락되는 2019~20년을 전후하여 수익성에 방점을 둘 것으로 전망한다. 향후 빠른 속도의 수익성 개선보다는 점진적 수익성 개선을 예상한다.

그림87 CJ대한통운 부문별 매출 Break-down



자료: CJ대한통운, 메리츠종금증권 리서치센터

그림88 CJ대한통운 연간 영업이익 추이



자료: CJ대한통운, 메리츠종금증권 리서치센터

## 주가드라이버, 택배부문의 회복이 시작된다

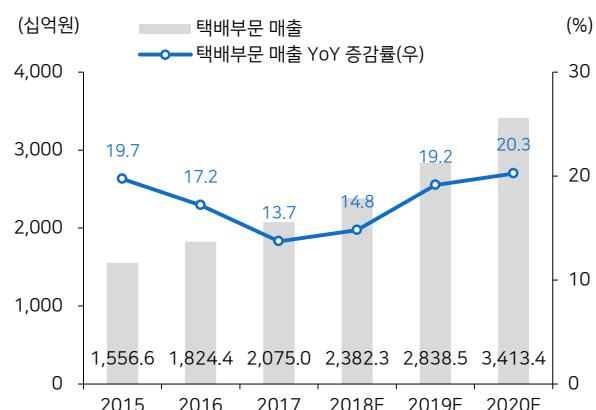
19년, 주가드라이버인  
택배부문 회복이 기대

19년 택배부문 OP  
1,007 억원 (YoY +108.0%) 전망

19년 택배부문 매출 고성장세가 지속되는 가운데, 18년 감소했던 수익성의 강한 회복세를 전망한다. 매출 YoY +19.2%, 영업이익 YoY +108% 성장을 예상한다. 회복의 근거는 운임상승, 점유율 상승폭 확대, 메가허브터미널 연간 풀 가동이다.

18년 8월 가동을 시작한 메가허브터미널의 연간으로 실적에 미치는 영향을 온전하게 파악하기 위해 17년과 19년 택배부문의 실적을 비교 해보면, 메가허브터미널 가동에 따른 순비용절감 효과는 442억원 수준으로 최저임금 급등으로 인한 하도급 비용 증가분 +647억원(17년대비 19년 증가분)을 68%가량 상쇄할 전망이다. 물량증가와 운임변동으로 +517억원을 추가하여 19년 영업이익은 1,007억 원(YoY + 108.0%), OPM 3.5% (YoY +1.5%p)를 예상한다.

그림89 택배부문 매출 및 YoY 증감률



자료: CJ대한통운, 메리츠종금증권 리서치센터

그림90 택배부문 OP 및 OPM



자료: CJ대한통운, 메리츠종금증권 리서치센터

표28 상승 전환할 택배단가·메가허브터미널 가동·최저금인상·물량 증가를 반영하여 계산한 17년 vs. 19년 택배부문 I/S

택배물량	(백만개)	17년 I/S			변동요인			19년 I/S		
		박스당(원)	비율	전체(십억원)	곤지암	물량증가	최저임금	운임변동	전체(십억원)	박스당(원)
단가/매출		1,967	100.0	2,075.0		759.4	4.1		2,838.5	1,970
비용	집화 수수료	511	26.0	539.5		197.5	1.1	738.0	512	26.0
	배송 수수료	780	39.7	822.8		301.2		1,124.0	780	39.6
	대리점 수수료	70	3.6	73.8		27.0		100.9	70	3.6
	간선비	200	10.2	211.0	-31.2	65.8		245.6	170	8.7
	상하차/분류비	200	10.2	211.0	-33.0	71.0	64.7	313.8	218	11.1
	기타 고정비	11	0.5	11.4	20.0			31.4	22	1.1
	기타 판관비	128	6.5	134.9		49.4		184.2	128	6.5
	비용 총계	1,900	96.6	2,004.4	-44.2	711.8	64.7	2,738	1,900	96.5
이익	영업이익	67	3.4	70.6	44.2	47.6	-64.7	4.1	100.7	70
	영업이익률	3.4		3.40					3.55	3.5

자료: CJ대한통운, 메리츠종금증권 리서치센터

## 투자포인트 1) Two-Track 가격 정상화로 19년 상승 전환할 택배단가

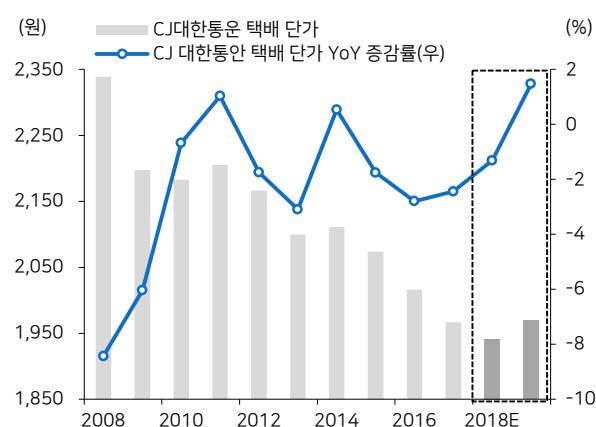
19년 동사의 택배단가는  
YoY +1.5% 상승할 전망

19년 CJ대한통운의 택배단가는 +1.5% YoY 상승할 전망이다. 최저임금 인상 여파로 부진한 실적을 기록하고 있는 동사는 현재 Two-Track으로 가격정상화를 꾀하고 있다. 올초부터 수익성이 낮은 화주들과의 협의를 통해 운임인상을 진행하고 있으며 지난 10월부터 ITS시스템을 통해 소형으로 위장한 대형물량에 대해 제값받기를 진행하고 있다.

3Q18,  
운임정상화 효과 일부 확인

지난 3분기 동사의 소형물량 비중은 10개 분기만에 QoQ 감소세를 실현하였고, 평균단가 YoY 감소율 또한 큰 폭으로 낮아졌다는 점에서 가격정상화가 효과를 보이고 있다고 판단한다. 이에 근거하여 1) 협의를 통한 운임인상 협상이 최근 불거진 일련의 사태들로 다소 지연되고 있고, 2) 소형물량 비중 확대가 지속된다는 점을 감안해도 19년 택배단가 상승은 무난히 달성가능할 전망이다.

그림91 CJ대한통운 택배 단가 추이 및 전망



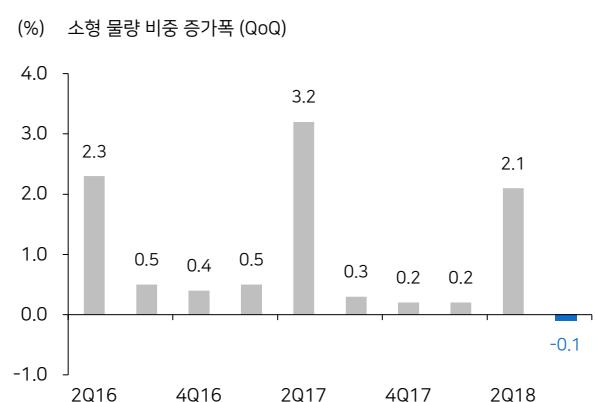
자료: 물류 협회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림92 ITS 시스템 개요



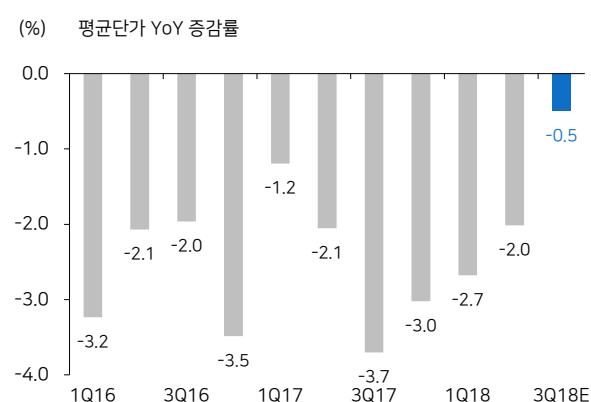
자료: CJ대한통운, 메리츠종금증권 리서치센터

그림93 3Q18, 소형 물량 비중 QoQ 감소세 시현



자료: CJ대한통운, 메리츠종금증권 리서치센터

그림94 3Q18, 평균단가 YoY 감소폭 축소



자료: CJ대한통운, 메리츠종금증권 리서치센터

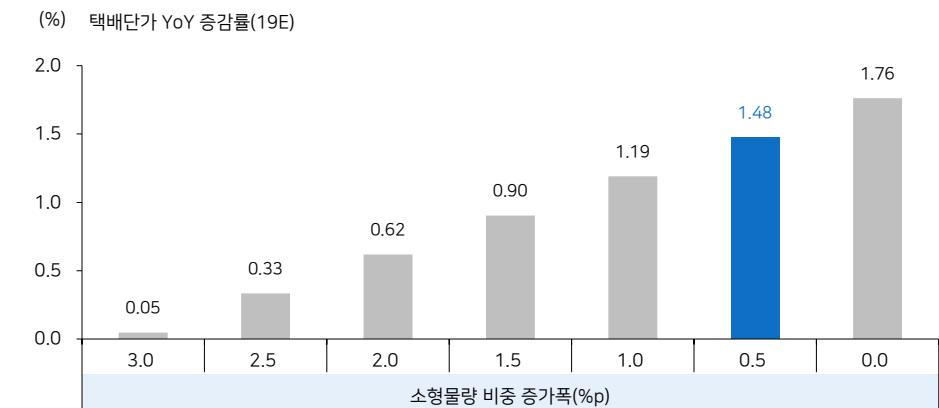
### 소형물량 비중 가정을 보수적으로 해도 택배단가의 상승전환 가능성 높아

소형물량 비중 확대 속도  
19년 큰 폭 둔화 예상

택배단가의 방향성을 전망함에 있어 핵심 가정 중에 하나는 '소형물량 비중 확대 속도'이다. 소형물량 비중 확대 속도가 19년 큰 폭으로 둔화할 것으로 예상한다. 앞서 언급한 바와 같이 10월 한달 간 ITS 시스템을 운영했음에도 불구하고 소형물량 비중 증가 폭이 10개 분기 만에 감소했다는 점이 첫번째 근거이고, ITS 운영 첫해에 소형물량을 줄일 여지가 가장 높다는 점이 두번째 근거이다.

설령 소형물량 비중 증가폭이 예상보다 크더라도 택배단가의 상승 전환 가능성은 높다. 1.0%~1.5%p 수준으로 증가한다고 가정시 택배단가는 1%내외로 상승한다.

그림95 소형물량 비중 증가폭에 따른 19년 택배단가 YoY 증감률



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표29 택배부문 Snapshot: 점유율 확대, 소형물량 비중 증가폭 축소, 단가 상승, 수익성 개선 예상

(십억원)		2016	2017	2018E	2019E	2020E
택배 매출	십억원	1,824.4	2,075.0	2,382.3	2,838.5	3,413.4
YoY 증감률	%	17.2	13.7	14.8	19.2	20.3
산업수요	백만박스	2,047.4	2,319.2	2,521.9	2,736.3	2,927.8
YoY 증감률	%	12.8	13.3	8.7	8.5	7.0
당사 점유율	%	44.1	45.5	48.7	52.7	58.7
점유율 증가 폭	%p	2.8	1.3	3.2	4.0	6.0
당사 물량	백만박스	903.9	1,054.9	1,227.2	1,441.0	1,717.5
YoY 증감률	%	20.5	16.7	16.3	17.4	19.2
대형/이형	백만박스	510.4	550.8	609.1	708.0	826.7
소형	백만박스	393.5	504.1	618.1	733.0	890.8
대형/이형 비중	%	56.5	52.2	49.6	49.1	48.1
소형 비중	%	43.5	47.8	50.4	50.9	51.9
소형 물량 비중 증가폭 (YoY)	%p	N/A	4.2	2.6	0.5	1.0
증가폭 감소분	%p	N/A	N/A	-1.7	-2.1	0.5
평균단가	원	2,018.4	1,967.0	1,941.2	1,969.8	1,987.4
YoY 증감률	%	0.0	-2.5	-1.3	1.5	0.9
영업이익	십억원	58.0	70.6	48.4	100.7	138.1
YoY 증감률	%	12.7	21.8	-31.4	108.0	37.2
영업이익률	%	3.2	3.4	2.0	3.5	4.0

자료: CJ대한통운, 메리츠종금증권 리서치센터

### 당사 보수적 추정치를 상회하는 단가가 실현 된다면?

Downside risk 보다는

Upside risk 가 큰 평균 단가

소폭의 평균단가 변화에도 OP는 크게 변화한다는 점에서 당사 추정치를 벗어날 경우에 대한 대비도 필요하다. downside risk보다는 upside risk가 크다고 판단한다. 1) 화주들이 운임 재협상에 호의적으로 반응하거나, 2) ITS시스템을 통해 제값받기에 성공한 물량이 예상보다 많거나, 3) 소형물량비중 확대속도가 기대보다 더 둔화되는 경우에 해당한다. 실제로 동사는 내년 연간 평균으로 3~4%대의 단가 상승을 기대한다고 밝혔다. 점도 Upside risk가 클 수 있음을 의미한다.

평균단가 상승률 당사 추정치

0.5%p 상회할 때마다

택배 OP는 103억원씩 증가

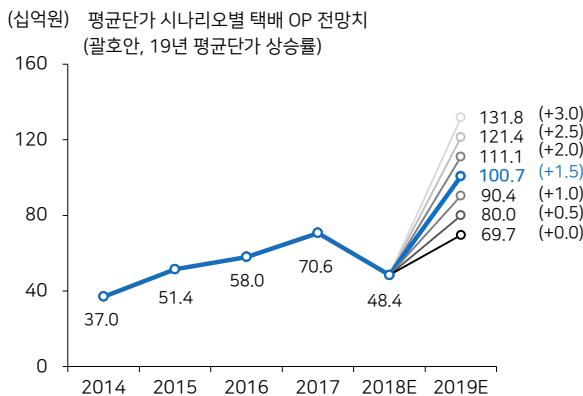
예상치를 상회하는 운임 상승분은 정률로 택배기사님들에게 지급되는 집화수수료를 제외하고는 영업이익의 중분으로 반영되게 되므로 소폭의 단가 상승에도 19년 택배OP는 크게 증가될 수 있다. 이를 정량화해보면 평균단가 상승률이 당사 추정치를 0.5%p 상회할 때마다 택배 OP는 103억원씩 늘어나게 되며, 연결 OP 증가율은 4.8%p씩 확대된다.

표30 19년 택배 평균단가 상승률에 따른 택배 및 연결 OP 변화

(원, 십억원, %)	19년 택배 평균단가 상승률 (%)						
	-0.0	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0
택배 단가 (원)	1,941	1,950	1,960	1,970	1,980	1,989	1,999
매출 (십억원)	2,796.6	2,810.6	2,824.5	2,838.5	2,852.5	2,866.5	2,880.5
택배 OP (십억원)	69.7	80.0	90.4	100.7	111.1	121.4	131.8
택배 OP 증감률 (+1.5%인상 대비)	-30.8	-20.6	-10.3	0.0	10.3	20.6	30.8
택배 OP 증감률 (18E 대비)	43.9	65.3	86.6	108.0	129.4	150.8	172.1
택배 OPM (십억원)	2.5	2.8	3.2	3.5	3.9	4.2	4.6
전사 OP (십억원)	284.7	295.0	305.4	315.7	326.1	336.4	346.8
전사 OP 증감률 (18E 대비)	28.4	33.0	37.7	42.4	47.0	51.7	56.4

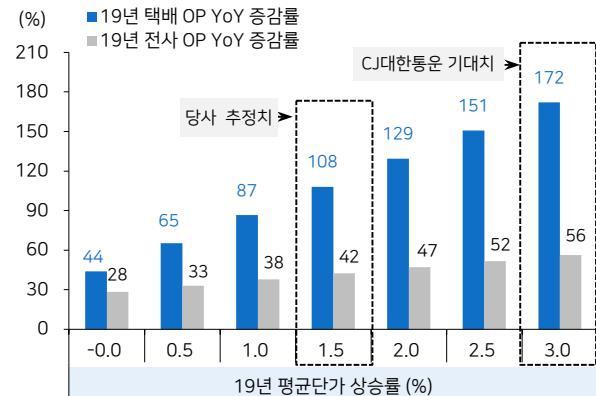
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림96 평균단가 시나리오별 택배 OP 전망치



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림97 평균단가, 최대 YoY+0.9% 상승 가능할 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 투자포인트 2) 처리능력 증가에 따라 향후 점유율 증가 폭 확대 전망

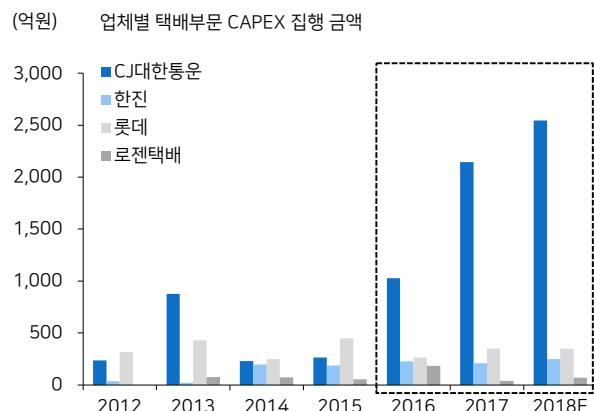
처리능력 증가에 따라  
향후 점유율 증가 폭 확대 전망

메가허브터미널의 가동과 압도적 CAPEX 격차로 향후 동사의 점유율 확대에 탄력이 붙을 전망이다. 과거 아마토 운수의 경우 3년간 정체되어있던 점유율이 FY14년 하네다 메가허브터미널 가동으로 3.6%p 상승한 바 있다. CJ대한통운의 점유율 확대 폭은 15년 3.3%p를 최대로 매년 점진적으로 감소하였는데, 향후 점유율 증가 폭은 점차 확대될 전망이다.

실제로 18년 1-3분기 실적에서  
점유율 증가 폭 확대 확인

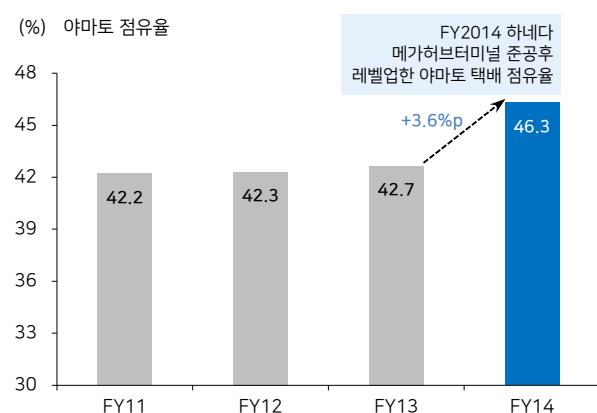
실제로 18년 1-3분기 데이터를 살펴보면 점유율 확대 속도가 빨라졌음을 확인할 수 있다. 지난 2-3년간 경쟁사의 CAPEX를 살펴보면 처리능력 확대가 제한적이었음을 짐작할 수 있는데 그 영향이 이제 경쟁환경에 반영되기 시작한 것이다. 경쟁사들의 가동률이 추가적인 물량을 소화하기 어려운 시점이 도래하고 있다는 점에서 향후 늘어나는 산업수요의 상당부분을 동사가 처리해야 하는 상황이 오고 있다. 언론에 따르면 동사는 2020년 목표 M/S를 60%로 세웠다고 한다. 당시 추정보다 조금 더 공격적이긴 하지만 무리한 수치는 아니라는 판단이다.

그림98 경쟁사대비 압도적인 CAPEX를 집행한 CJ대한통운



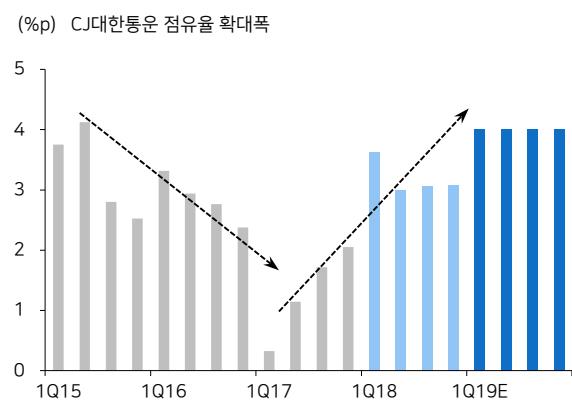
자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림99 하네다 터미널 준공후 레벨업한 아마토 점유율



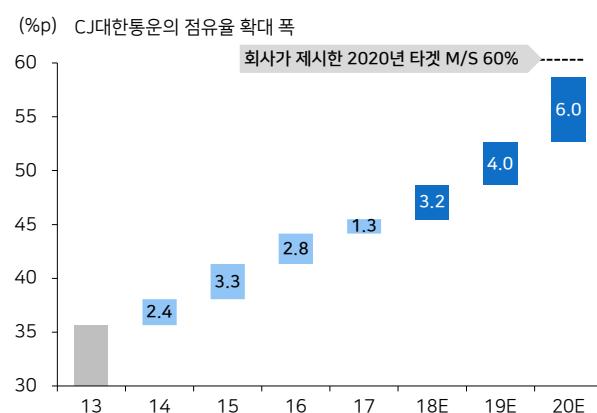
자료: 아마토 운수, 메리츠종금증권 리서치센터

그림100 이미 점유율 확대속도는 빨라지고 있는 중



자료: CJ대한통운, 메리츠종금증권 리서치센터

그림101 향후 CJ대한통운의 점유율 증가 폭 확대될 전망



자료: CJ대한통운, 메리츠종금증권 리서치센터

### 중기적으로 점유율 확대가 가져올 강력한 공급자 교섭력에도 주목해야

중기적으로 점유율 확대가 가져올  
강력한 공급자 교섭력에 주목

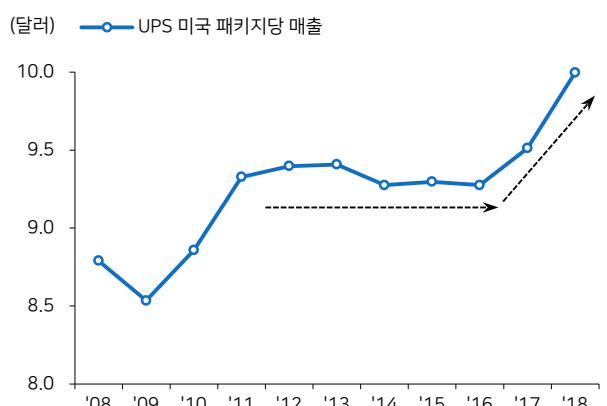
중기적으로 점유율 확대가 가져올 강력한 공급자 교섭력에 주목해야 한다. 동사의 '가격 결정력'이 강화되며 점차 운임 인상 가시성이 높아질 전망이다. 미국의 사례를 참고하면 이해가 쉽다. 최근 1~2년간 미국의 UPS와 FedEx는 계속해서 소형소포 운임을 올리고 있다. 연 3~4% 이상씩 올리고 있는 중이다.

미국시장 사례를 보면,  
공급자 교섭력 확인 가능

중요한 건 화주들의 반응이다. 미국의 권위있는 물류컨설팅 업체가 화주들을 대상으로 실시한 설문에 따르면, 76% 화주들은 UPS와 FedEx가 계속해서 운임을 올리는 것이 불만족스럽지만, 운송업체를 교체하는 것은 '아주 어려운 일'이라고 밝혔다. 1) 대체할 운송업체도 없을 뿐더러, 2) 운영상의 복잡성 (Operational complexity)이 근거였다.

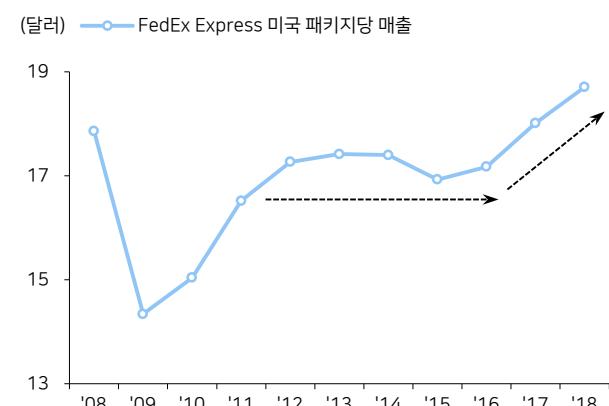
국내 택배산업에 시사하는 바는 간단하다. 동사가 운임을 올리면 화주들은 받아들일 수 밖에 없는 시기가 점점 가까워지고 있다.

그림102 UPS 미국 소형소포 매출 (Express+Ground)



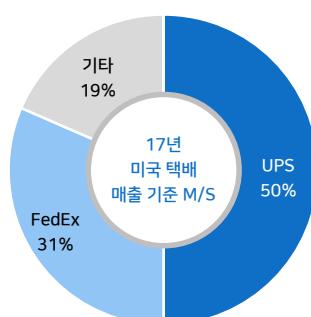
자료: UPS, 메리츠종금증권 리서치센터

그림103 FedEx Express 미국 소형소포 매출 (Express)

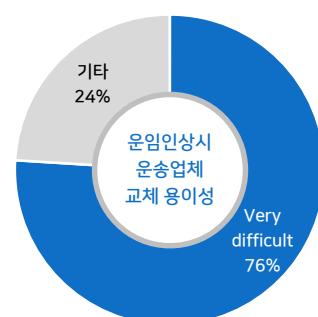


자료: FedEx, 메리츠종금증권 리서치센터

그림104 UPS와 FedEx의 운임인상에도 설문에 응답한 해당 화주들은 운송업체를 교체하는 것은 '아주 어렵다'는 의견 피력



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터



자료: Shipware, 메리츠종금증권 리서치센터

## 리스크 1) 화주이탈 가능성 제한적, 설령 이탈하더라도 손익개선 방향성 유효

운임 인상에 따른  
화주이탈 가능성은 제한적

과거 야마토 운수가 운임 인상기에 화주이탈을 경험했다는 점에서 동사 또한 운임 인상에 따른 화주이탈 우려가 존재할 수 있다. 당사는 1) Cost Push에 따른 2) 완만한 가격인상이라는 점과 3) 경쟁사들 또한 가격 인상을 진행할 가능성이 높고, 4) 경쟁사들의 처리능력 한계를 고려하면 화주이탈은 제한적이라고 판단한다.

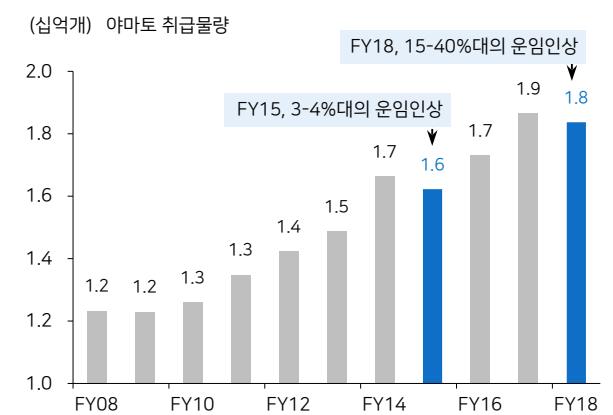
야마토의 사례와 비교하기 어려워

특히 야마토의 물량 감소에는 다른 이유들이 존재했다. FY15('14.03~'15.03)에는 일본산업수요가 역성장을 기록했었고, FY18에는 가격인상과 동시에 택배 수량 총량제를 시행했다. 17년 3월 야마토는 극심한 구인난과 낮은 수익성 문제를 해결하기 위해 17년 택배총량을 16년 수준으로 제한한다고 발표하였다.

비관적 가정하더라도 택배 및  
전사 OP 성장 방향성 유효

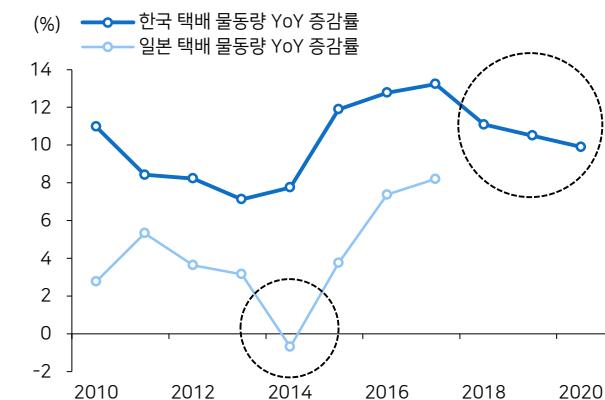
낮은 확률로 화주가 이탈하면서 물량이 당사 추정치를 하회한다고 가정하더라도 산업수요의 고성장과 메가허브터미널 가동에 따른 점유율 확대로 인해 택배 및 전사 실적은 큰 폭으로 증가할 전망이다. 아주 비관적으로 가정하여 물량이 당사 추정치를 10% 하회하더라도 택배 및 전사 OP는 큰 폭의 성장이 가능하다.

그림105 야마토 운수, 운임 인상기에 취급물량 감소 경험



자료: 야마토 운수, 메리츠종금증권 리서치센터

그림106 최근 2년을 제외하고 저성장을 이어온 일본택배 시장



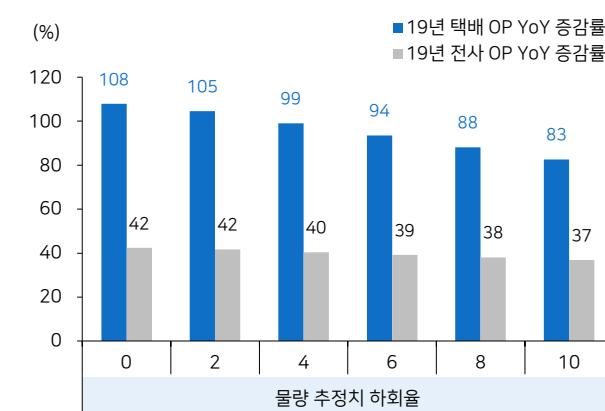
자료: 물류협회, 야마토 운수, 메리츠종금증권 리서치센터

그림107 화주이탈로 물량 당사 추정치 하회시 OP 민감도

(% , 십억원)	19년 택배 평균단가 상승률						
	0.0	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0
물량 하회율	69.6	79.9	90.3	100.6	111.0	121.3	131.7
	57.9	71.6	85.3	99.0	112.7	126.4	140.2
	56.1	69.5	82.9	96.4	109.8	123.2	136.7
	54.3	67.4	80.6	93.7	106.9	120.0	133.2
	52.4	65.3	78.2	91.1	103.9	116.8	129.7
	50.6	63.2	75.8	88.4	101.0	113.6	126.2

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림108 물량 추정치 하회율에 따른 택배 및 전사 OP 증감률



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## Valuation: 투자의견 Buy, 적정주가 228,000 원 (upside +56.7%) 제시

투자의견 Buy,  
적정주가 228,000 원 제시

CJ대한통운에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 228,000원을 제시한다. 적정 주가 산정시 영업가치는 당사 19E EBITDA 추정치 5,609억원에 EV/EBITDA 15배를 적용하였다. 전사 영업실적 성장 기대감이 유효했던 15-16년에 받아온 배수이다. 1) Two-Track 운임정상화 노력과 2) 압도적인 CAPEX 격차에 근거한 점유율 증가폭 확대, 3) 메가허브터미널의 가동(3Q18)에 따른 비용절감으로 택배 실적의 강한 회복세를 전망한다.

EV/EBITDA 방식을 활용한 근거,  
EBITDA의 높은 주가 설명력

EV/EBITDA를 활용한 근거는 EBITDA의 높은 주가 설명력이다. 2001년부터 2Q17까지 동사의 주가는 EBITDA와 동행해왔다. 일회성 비용 발생으로 인한 영업 적자기를 제외하면 EBITDA와 시가총액의 상관관계는 0.96으로 높은 상관성을 보여주었다. 낮은 순이익 추정 가시성으로 순수하게 영업활동에서 벌어들인 현금성 이익을 기업가치가 반영한 결과다.

택배무문 불확실성으로  
낮아진 EBITDA의 주가 설명력,  
19-20년 회복될 전망

이러한 동조화는 3Q17 이후 택배사업의 불확실성이 확대되며 해제되었다. 신정부 출범 이후 발표된 큰 폭의 최저임금인상(YoY +16.4%)과 그 동안 특수노동자로 분류되어 노조를 설립할 수 없었던 택배노조 설립 승인이 원인이었다. 이후 주가는 불확실성이 상존하는 택배사업 OP와 동행하였다. 향후 전사 영업실적 성장에 근거하여 EBITDA와 주가의 동조화 회복을 예상한다.

추가적 밸류에이션 확장의 조건,  
'공격적 운임 인상' 발표

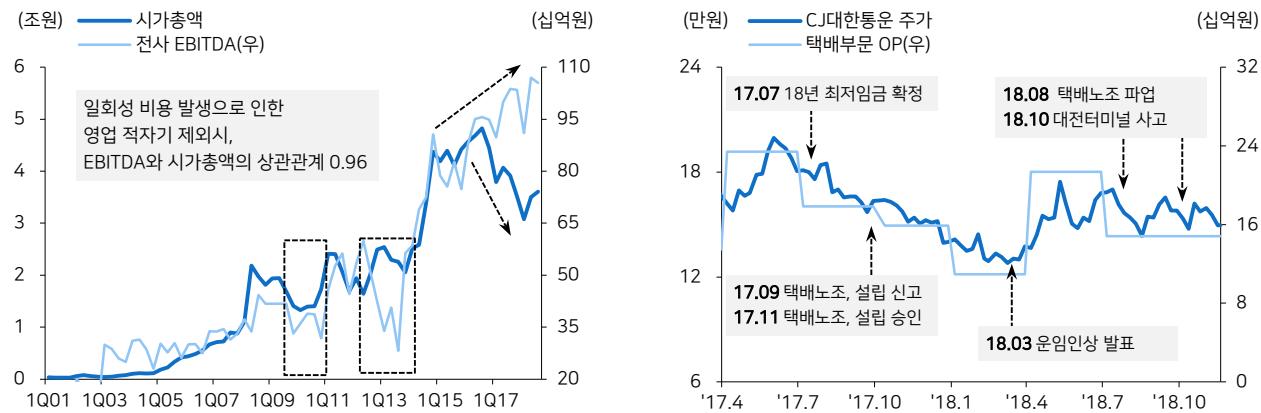
향후 추가적 밸류에이션 확장의 조건은 '공격적 운임 인상' 발표다. 경영진이 치킨 게임을 끝내고 '점유율 확대 전략'에서 '수익성 확대 전략'으로선회할 것으로 예상되는 20년 전후로 예상한다. 대규모 투자와 대형 M&A가 종료되고 회수기에 접어드는 시기다. 일본의 아마토 운수가 17년 공격적 운임인상(15-40%) 발표로 +40%에 가까운 밸류에이션 확장이 이루어진 점을 참고할 필요가 있다.

표31 Valuation table

구분	내용 비고
2019E EBITDA (십억원)	560.9 영업이익+감가상각비
Target EV/EBITDA (배)	15.0 전사 영업실적 성장 기대감이 유효했던 15-16년에 받아온 배수
<b>영업가치 (십억원)</b>	<b>8,413.8</b>
2019E 순차입금 (십억원)	2,778.2
2019E 비지배주주지분 차본 (십억원)	435.0
<b>적정시가총액 (십억원)</b>	<b>5,200.6</b>
발행주식수 (천주)	22,812
<b>적정주가 (원)</b>	<b>228,000</b>
현재주가 (원)	145,500 11/23 주가
<b>상승여력 (%)</b>	<b>56.7</b>

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림109 역사적으로 전사 EBITDA와 동행해오던 CJ대한통운 주가, 2Q17기점으로 동조화 해제되며 택배 OP와 동행 시작



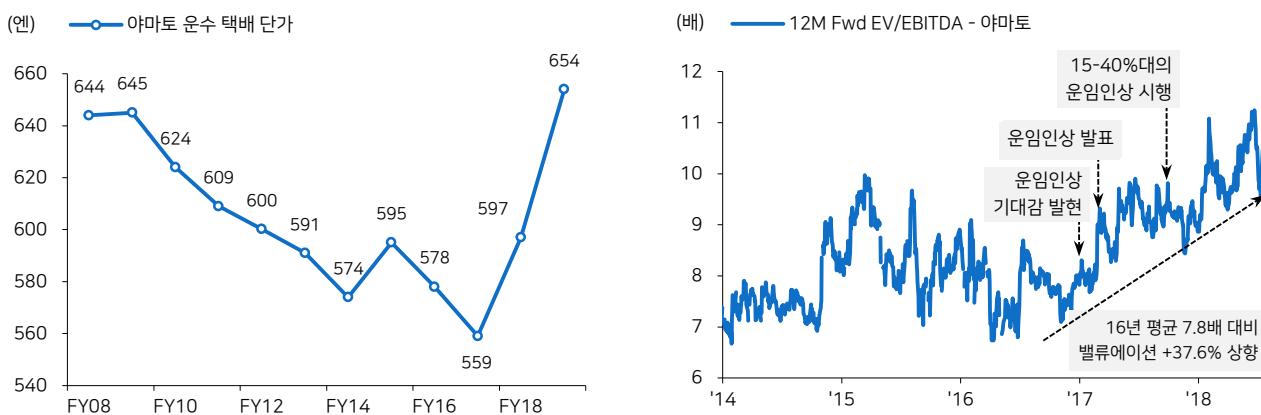
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

주: 3Q18실적은 곤지암초기기동비용, 대전터미널사고 등 일회성 비용 보정  
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림110 19-20E 영업이익 높은 성장세가 예상됨에 따라 성장 기대감이 유효했던 15-16년 받아온 12M Fwd EV/EBITDA 15배 적용

주: 14년에는 13년 CJ GLS 합병으로 인한 초기통합 비용 발생 기저효과로 +160% YoY 영업이익 성장을 기록  
자료: CJ대한통운, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림111 야마토 사례와 같이 향후 공격적 운임 이루어진다면 추가적인 밸류에이션 확장 이루어질 전망



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

표32 분기실적 스냅샷

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	2,001.5	2,284.6	2,418.4	2,582.7	2,509.5	2,712.9	2,737.5	2,892.3	6,081.9	7,110.4	9,287.2	10,852.3
(%, YoY)	25.5	33.8	29.1	33.5	25.4	18.7	13.2	12.0	20.3	16.9	30.6	16.9
CL (3자물류)	615.5	641.0	649.2	650.4	640.7	673.3	686.0	680.2	2,360.4	2,427.8	2,556.1	2,680.2
(%, YoY)	5.1	6.3	4.7	5.0	4.1	5.0	5.7	4.6	10.5	2.9	5.3	4.9
<b>택배</b>	556.6	586.2	587.8	651.7	664.4	704.4	698.4	771.2	1,824.4	2,075.0	2,382.3	2,838.5
(%, YoY)	16.2	15.0	10.7	17.3	19.4	20.2	18.8	18.3	17.2	13.7	14.8	19.2
글로벌	773.3	861.6	1,047.5	1,117.7	1,041.4	1,133.4	1,215.1	1,273.0	1,897.2	2,607.6	3,800.1	4,662.9
(%, YoY)	45.7	44.8	45.1	47.1	34.7	31.5	16.0	13.9	39.1	37.4	45.7	22.7
건설	56.0	195.9	134.0	163.0	163.0	201.8	138.0	167.9			548.9	670.7
(%, YoY)					190.9	3.0	3.0	3.0				22.2
<b>매출총이익</b>	175.3	208.3	206.5	233.5	231.1	259.8	259.0	267.0	671.1	756.2	823.6	1,016.8
<b>영업이익</b>	45.3	57.1	52.9	66.5	69.0	84.1	82.5	80.1	228.4	235.7	221.8	315.7
(%, YoY)	-11.4	-7.7	-15.6	10.8	52.4	47.2	56.1	20.5	22.4	3.2	-5.9	42.4
CL (3자물류)	21.6	22.0	30.0	24.6	25.0	25.8	33.0	28.4	125.6	120.9	98.2	112.2
(%, YoY)	-27.1	-24.8	-9.7	-14.6	16.0	17.3	9.7	15.7	-0.6	-3.7	-18.8	14.3
<b>택배</b>	11.0	21.3	-0.2	16.3	19.7	33.4	24.5	23.2	58.0	70.6	48.4	100.7
(%, YoY)	-18.7	-8.8	적전	2.4	79.5	56.3	흑전	42.4	12.7	21.8	-31.4	108.0
글로벌	13.2	12.8	16.3	19.1	17.8	16.8	19.5	21.8	43.4	42.8	61.4	76.0
(%, YoY)	74.3	40.4	46.8	27.8	34.7	31.5	20.2	13.9	329.3	-1.4	43.6	23.7
<b>세전이익</b>	43.4	20.0	8.4	33.3	28.0	42.6	36.0	37.5	91.0	73.1	105.2	144.1
(%, YoY)	235.5	-47.1	-58.8	1,671.9	-35.4	112.3	328.2	12.6	13.3	-19.6	43.8	37.0
<b>지배주주순이익</b>	32.9	4.6	-0.2	22.1	19.7	31.0	25.1	26.0	55.8	31.5	59.5	101.8
(%, YoY)	776.1	-79.2	적전	흑전	-40.2	569.4	흑전	17.5	21.4	-43.6	88.9	71.1
<b>수익성</b>												
<b>매출총이익률</b>	8.8	9.1	8.5	9.0	9.2	9.6	9.5	9.2	11.0	10.6	8.9	9.4
<b>영업이익률</b>	2.3	2.5	2.2	2.6	2.8	3.1	3.0	2.8	3.8	3.3	2.4	2.9
CL (3자물류)	3.5	3.4	4.4	3.8	3.9	3.8	4.8	4.2	5.3	5.0	3.8	4.2
택배	2.0	3.6	-0.0	2.5	3.0	4.7	3.5	3.0	3.2	3.4	2.0	3.5
글로벌	1.7	1.5	1.6	1.7	1.7	1.5	1.6	1.7	2.3	1.6	1.6	1.6
<b>세전이익률</b>	2.2	0.9	0.3	1.3	1.1	1.6	1.3	1.3	1.5	1.0	1.1	1.3
<b>지배주주순이익률</b>	1.6	0.2	-0.0	0.9	0.8	1.1	0.9	0.9	0.9	0.4	0.6	0.9
<b>주요 영업 지표</b>												
<b>택배가격 (원)</b>	1,944.8	1,911.3	1,942.5	1,964.5	1,973.4	1,957.6	1,966.2	1,981.4	2,018.4	1,967.0	1,941.2	1,969.8
(%, YoY)	-2.7	-2.0	-0.5	-0.3	1.5	2.4	1.2	0.9	-2.7	-2.5	-1.3	1.5
<b>택배물량 (백만박스)</b>	286.2	306.7	302.6	331.7	336.7	359.8	355.2	389.2	903.9	1,054.9	1,227.2	1,441.0
(%, YoY)	19.4	17.4	11.3	17.6	17.6	17.3	17.4	17.3	20.5	16.7	16.3	17.4
<b>산업택배물량 (백만박스)</b>	603.0	623.8	619.8	675.3	654.3	676.8	672.5	732.7	2,047.4	2,319.2	2,521.9	2,736.3
(%, YoY)	10.3	10.2	4.3	10.3	8.5	8.5	8.5	8.5	12.8	13.3	8.7	8.5
<b>택배점유율</b>	47.5	49.2	48.8	49.1	51.5	53.2	52.8	53.1	44.1	45.5	48.7	52.7
(%p, YoY)	3.6	3.0	3.1	3.1	4.0	4.0	4.0	4.0	44.1	1.3	3.2	4.0

자료: CJ대한통운, 메리츠종금증권 리서치센터

표33 Global 물류 업체 Peer Valuation Table

Company Name	국가	Mkt Cap (조원)	PER		EPS Growth		PBR		ROE		EV/EBITDA		배당수익률		
			18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	
라이더 시스템	US	3.2	9.3	8.6	27.6	7.8	0.9	0.9	10.6	11.0	4.7	4.5	4.0	4.2	
CH 로빈슨 월드와이드	US	14.0	19.8	18.2	36.6	8.8	8.0	7.0	41.1	40.8	13.7	12.6	2.1	2.2	
익스피디아이티스	US	14.3	22.4	21.6	32.5	3.8	6.7	6.5	28.3	28.9	14.1	13.1	1.2	1.3	
페덱스	US	67.3	13.0	11.2	13.6	15.8	2.8	2.3	22.2	22.2	7.8	6.8	1.1	1.3	
야마토홀딩스	JN	11.9	28.6	22.7	118.4	25.9	2.0	1.9	7.1	8.4	9.5	8.2	1.0	1.2	
일본통운	JN	7.3	14.9	14.1	616.8	5.1	1.2	1.1	8.5	8.5	7.5	7.3	2.0	2.1	
히타치 물류	JN	3.5	15.5	14.3	7.8	8.5	1.5	1.4	10.2	10.2	8.8	8.1	1.3	1.4	
미쓰비시물류	JN	2.4	22.0	21.1	5.1	4.0	0.8	0.8	3.8	3.8	10.6	10.1	1.1	1.1	
후쿠야마통운	JN	2.7	17.7	17.3	29.5	2.0	1.0	0.9	5.6	5.5	9.7	9.1	1.1	1.1	
중통콰이디(케이먼)	CH	13.2	19.9	16.6	24.8	20.2	2.8	2.5	15.6	14.8	12.2	9.6	0.7	0.6	
퀴네앤드나겔 인터내셔널	SZ	17.9	20.0	18.6	7.9	7.4	6.5	6.2	33.4	34.4	12.3	11.5	4.5	4.8	
DSV	DE	16.3	22.7	20.2	20.4	12.4	6.1	5.7	27.0	28.9	16.0	14.7	0.5	0.5	
싱가포르 포스트	SI	1.8	21.6	19.0	-8.5	13.3	1.3	1.3	6.3	7.1	12.8	11.9	3.7	4.0	
도이체 포스트	GE	44.7	15.6	12.3	-16.3	26.8	2.6	2.4	17.9	20.1	7.2	6.2	4.1	4.5	
한진	SK	0.5	8.3	60.4	233.7	-86.3	0.7	0.7	8.1	1.1	12.7	10.2	1.0	1.0	
현대글로비스	SK	4.4	9.4	7.8	-31.6	20.0	1.0	0.9	11.2	12.3	5.6	5.1	2.9	3.1	
Average			11.3	17.4	16.9	38.1	11.1	2.7	2.5	15.1	15.4	10.3	9.3	1.9	2.1
CJ대한통운	SK	3.4	55.8	32.6	88.9	71.1	1.1	1.0	2.4	4.0	15.0	11.6	0.0	0.0	

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## CJ 대한통운 (003490)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>6,081.9</b>	<b>7,110.4</b>	<b>9,287.2</b>	<b>10,852.3</b>	<b>11,989.5</b>
매출액증가율 (%)	20.3	16.9	30.6	16.9	10.5
매출원가	5,410.8	6,354.2	8,463.6	9,835.5	10,838.9
매출총이익	671.1	756.2	823.6	1,016.8	1,150.7
판매관리비	442.7	520.5	601.8	701.1	773.5
<b>영업이익</b>	<b>228.4</b>	<b>235.7</b>	<b>221.8</b>	<b>315.7</b>	<b>377.1</b>
영업이익률	3.8	3.3	2.4	2.9	3.1
금융손익	-54.8	-64.6	-79.8	-105.6	-121.0
종속/관계기업손익	0.3	-20.4	-5.3	2.6	3.9
기타영업외손익	-82.9	-77.5	-31.5	-68.6	-77.1
세전계속사업이익	91.0	73.1	105.2	144.1	183.0
법인세비용	22.8	34.2	32.4	31.7	40.3
<b>당기순이익</b>	<b>68.2</b>	<b>38.9</b>	<b>72.7</b>	<b>112.4</b>	<b>142.7</b>
지배주주지분 순이익	55.8	31.5	59.5	101.8	130.9

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>208.4</b>	<b>246.4</b>	<b>117.8</b>	<b>333.6</b>	<b>384.5</b>
당기순이익(순실)	68.2	38.9	72.7	112.4	142.7
유형자산상각비	108.2	120.5	166.8	199.0	207.1
무형자산상각비	36.8	40.8	43.6	46.2	48.8
운전자본의 증감	-73.8	-53.0	-193.2	-69.1	-49.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-705.5</b>	<b>-689.6</b>	<b>-836.3</b>	<b>-398.1</b>	<b>-396.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-233.2	-484.6	-499.4	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	1.1	-5.2	-7.3	-3.1	-4.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>543.2</b>	<b>456.5</b>	<b>638.2</b>	<b>45.7</b>	<b>-9.2</b>
차입금의 증감	355.9	456.9	640.4	45.7	-9.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	38.6	15.6	-57.1	6.8	4.7
기초현금	100.1	138.7	154.3	97.2	104.1
기말현금	138.7	154.3	97.2	104.1	108.7

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>1,511.1</b>	<b>1,803.5</b>	<b>2,135.4</b>	<b>2,474.0</b>	<b>2,716.5</b>
현금및현금성자산	138.7	154.3	97.2	104.1	108.7
매출채권	1,061.8	1,307.4	1,707.7	1,995.5	2,194.1
재고자산	15.2	15.7	18.6	21.7	24.0
<b>비유동자산</b>	<b>4,010.1</b>	<b>4,505.4</b>	<b>5,421.9</b>	<b>5,519.6</b>	<b>5,612.6</b>
유형자산	2,036.5	2,429.5	3,243.4	3,355.0	3,458.6
무형자산	1,368.1	1,468.4	1,566.0	1,660.9	1,753.3
투자자산	166.8	129.2	125.4	128.5	132.8
<b>자산총계</b>	<b>5,521.2</b>	<b>6,308.9</b>	<b>7,557.4</b>	<b>7,993.5</b>	<b>8,329.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,362.4</b>	<b>1,890.1</b>	<b>2,364.8</b>	<b>2,789.5</b>	<b>3,104.0</b>
매입채무	587.1	700.6	900.9	1,052.7	1,163.0
단기차입금	365.9	476.9	513.9	586.7	647.5
유동성장기부채	147.9	263.5	363.5	464.7	536.3
<b>비유동부채</b>	<b>1,419.6</b>	<b>1,636.1</b>	<b>2,254.2</b>	<b>2,165.5</b>	<b>2,052.8</b>
사채	858.2	987.9	1,412.9	1,384.6	1,343.1
장기차입금	394.1	468.4	606.4	506.4	406.4
<b>부채총계</b>	<b>2,781.9</b>	<b>3,526.2</b>	<b>4,619.0</b>	<b>4,955.0</b>	<b>5,156.7</b>
자본금	114.1	114.1	114.1	114.1	114.1
자본잉여금	2,248.7	2,248.4	2,248.4	2,248.4	2,248.4
기타포괄이익누계액	-49.5	-55.6	-72.6	-84.8	-93.7
이익잉여금	541.6	573.5	631.5	733.3	864.2
비지배주주지분	393.2	411.1	424.3	435.0	446.7
<b>자본총계</b>	<b>2,739.3</b>	<b>2,782.7</b>	<b>2,938.3</b>	<b>3,038.5</b>	<b>3,172.4</b>

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	266,608	311,691	407,115	475,721	525,573
EPS(지배주주)	2,446	1,380	2,607	4,462	5,739
CFPS	14,730	16,407	18,418	23,522	25,933
EBITDAPS	16,369	17,403	18,945	24,588	27,747
BPS	133,105	134,556	138,473	143,406	150,127
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	73.2	101.4	55.8	32.6	25.4
PCR	10.3	9.2	7.9	6.2	5.6
PSR	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
PBR	1.3	1.0	1.1	1.0	1.0
EBITDA	373.4	397.0	432.2	560.9	633.0
EV/EBITDA	16.3	14.1	15.0	11.6	10.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	2.4	1.3	2.4	4.0	4.9
EBITDA 이익률	6.1	5.6	4.7	5.2	5.3
부채비율	101.6	126.7	157.2	163.1	162.6
금융비용부담률	0.83	0.78	0.82	0.94	0.98
이자보상배율(X)	4.5	4.3	2.9	3.1	3.2
매출채권회전율(X)	6.5	6.0	6.2	5.9	5.7
재고자산회전율(X)	483.6	460.1	542.6	538.9	524.9

Industry Indepth  
2018. 11. 26

### ▲ 운송/자동차 부품

Analyst 이종현  
02. 6098-6654  
jonghyun\_lee@meritz.co.kr

**팬오션 028670**

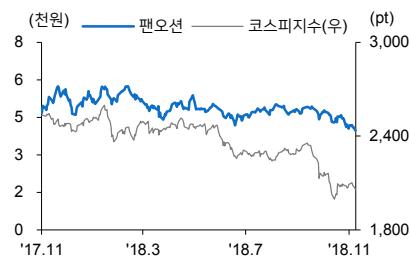
## Again 2017

- ✓ 국내 대표 벌크선사로 15년 7월 회생절차 종결이후 환골탈태
- ✓ 동사의 주가는 BDI와 동행 (회생절차 전 상관관계 0.92, 종결 이후 0.73)
- ✓ 19년 BDI 상승에 따른 오픈사선 부문 실적 성장으로 기업가치개선 전망
- ✓ 신규 장기운송계약 추가로 실적 안정성 제고되는 점도 긍정적
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 6,000원으로 커버리지 개시

## Buy (신규)

적정주가 (12개월)	6,000 원
현재주가 (11.23)	4,240 원
상승여력	41.5%
KOSPI	2,057.48pt
시가총액	22,666억원
벌행주식수	53,457만주
유동주식비율	45.07%
외국인비중	9.81%
52주 최고/최저가	6,130원/4,240원
평균거래대금	71.9억원
주요주주(%)	
하림기지 외 30인	54.91
국민연금	5.81
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-13.7 -17.5 -20.9
상대주가	-11.7 -0.9 -2.5

### 주가그래프



### 국내 대표 벌크선사로 주가동행지표는 BDI

3Q18 기준 80 척의 사선을 보유한 국내 대표 벌크선사다. 13년 6월 개시된 회생절차가 15년 7월 종료되며 하림그룹에 편입되었다. 주가동행지표는 BDI로 회생절차 종료 후 (회생절차 전 상관관계 0.92, 종결 이후 0.73) 상관관계가 다소 약화되었으나 여전히 유의미한 상관성을 보이고 있다.

### 19년, 오픈사선 실적 성장과 신규 CVC 추가로 실적 안정성 제고

19년 연결 매출 2.91조원(YoY +7.2%), 영업이익 2,448억원(YoY +19.5%)을 예상한다. 시황에 노출된 오픈사선 부문의 영업이익이 YoY +55.0% 증가한 725억원을 기록하며 전사 실적 성장을 이끌 전망이다. 공급조절에 따른 업황 개선으로 YoY +12.5% 상승할 BDI(Baltic Dry Index)가 오픈사선 실적개선의 근거다. 고마진의 신규 장기운송계약(CVC)이 추가되는 점도 긍정적이다. 19년 2월부터 Fibria 사의 우드펄프 운송계약이 개시되고, 20년에는 Vale 사의 철광석 운송계약이 시작된다. 21년까지 연간 280억원의 이익이 반영되며 실적 안정성이 제고될 전망이다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 6,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy, 적정주가 6,000 원으로 커버리지를 개시한다. 철도 탈선 이슈로 급락한 BDI는 겨울 비수기 이후 강한 회복세를 보일 전망이다. 주가 또한 유사한 궤적을 예상한다. 당사 19년 BPS(지배) 추정치 5,101원에 적정 PBR 1.18배를 적용하였다. 1.18 배는 BDI가 강세를 보였던 지난 2년간 ROE/COE 대비 실제 받아온 12M Fwd PBR 할증률을 반영하여 도출하였다. 향후 BDI 상승세가 예상되어 할증률 적용에 무리가 없다는 판단이다.

(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	47.2	4,754	21.7	0.8	10.1	4.0	68.8
2017	2,336.2	195.0	143.1	268	45.5	4,469	19.7	1.2	10.5	5.8	61.6
2018E	2,718.7	204.9	148.6	278	3.9	4,747	15.7	0.9	8.6	6.0	54.4
2019E	2,915.2	244.8	188.9	353	27.1	5,101	12.4	0.9	7.4	7.2	48.0
2020E	3,350.9	301.8	231.0	432	22.3	5,533	10.1	0.8	6.5	8.1	49.9

## 투자포인트 1) BDI 상승에 따른 오픈사선 부문 실적 성장

팬오션의 이익은

벌크 오픈사선이 좌우

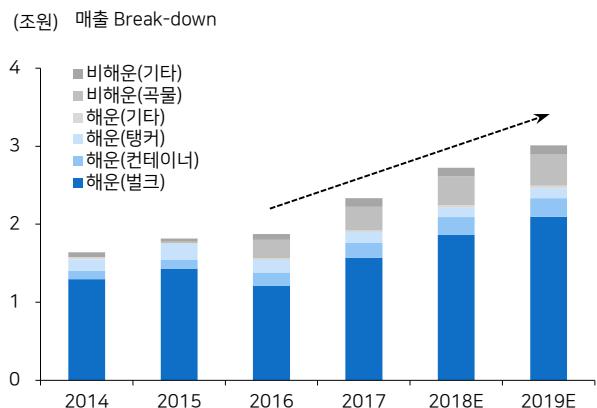
BDI 강세로 19년 벌크 오픈사선

OP YoY +55.0% 증가 전망

팬오션 실적의 핵심은 벌크 부문, 특히 오픈사선(COA포함) 부문의 실적이다. 시황에 가장 크게 노출되어 있어 이익의 변동성이 가장 크기 때문이다. 벌크 장기운송계약(CVC)은 시황 노출 없이 안정적인 매출과 영업이익이 보장되어 있다. 벌크 SPOT용선의 경우 시황에 노출되어 있지만 영업이익률이 2~3%대로 변동성이 크지 않다. 비벌크 부문은 제한적인 비중으로 실적에 미치는 영향이 상대적으로 미미한 편이다. 결국 팬오션의 이익은 벌크 오픈사선(COA포함)이 좌우한다.

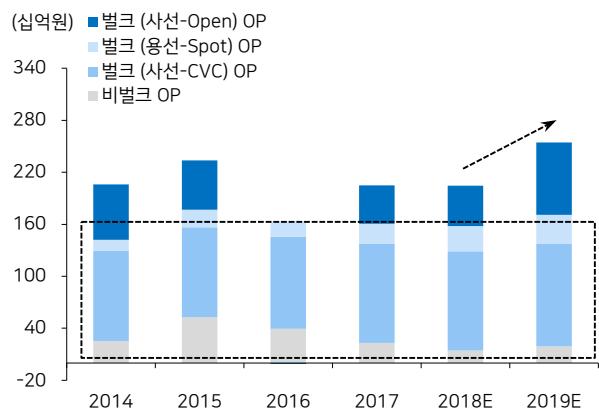
벌크 실적이 세분화되어 발표되진 않기 때문에 정확하게 파악할 수는 없으나, 당사 추정에 따르면 오픈사선 실적은 16년 1분기 이후 BDI와 유사한 궤적을 유지하고 있다. 19년 BDI 상승 (YoY +12.5%)과 고정비 레버리지 효과로 오픈사선 부문 영업이익은 YoY +55.0% 증가한 725억원을 전망한다. 연결 영업이익은 YoY +19.5% 증가한 2,448억원을 기록할 전망이다.

그림112 팬오션 매출 Break-down



자료: 팬오션, 메리츠종금증권 리서치센터

그림113 팬오션 영업이익 Break-down

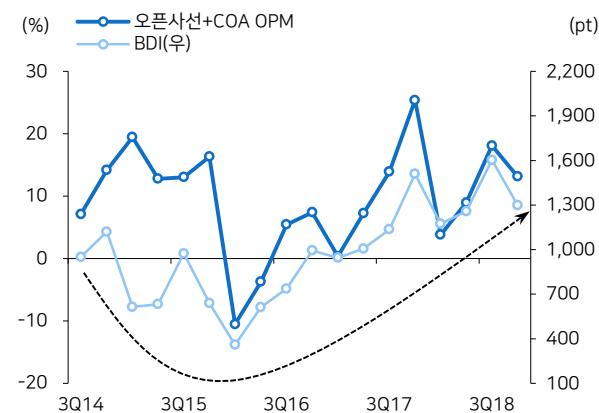


자료: 팬오션, 메리츠종금증권 리서치센터

그림114 BDI와 동행하는 패턴을 보이는 오픈사선+COA 매출 및 OPM



자료: 팬오션, 메리츠종금증권 리서치센터



자료: 팬오션, 메리츠종금증권 리서치센터

## 투자포인트 2) 신규 장기운송계약(CVC) 추가로 실적안정성 제고

신규 장기운송계약 추가로  
실적 안정성 확대도 기대

신규 장기운송계약(CVC) 추가로 실적 안정성이 확대된다는 점도 긍정적이다. 팬오션은 18년 3분기 기준 27대의 CVC 계약을 수행하고 있다. CVC부문은 유류비가 100% 전가될 뿐더러 평균 OPM이 20~25%에 이르기 때문에 이익의 하방을 지지해준다. 매년 영업이익 1,100억원 가량이 CVC부문에서 창출되고 있다. 동사가 가격변수의 변동성이 큰 업종에 속해있으면서도 지속적으로 안정적인 실적을 창출하는 이유다. Book Value에 대한 신뢰도를 높여 경쟁사대비 프리미엄의 근거이기도 하다.

신규 장기운송계약 추가되며  
2022년 기준 연간 280억원의  
영업이익이 추가적으로 창출

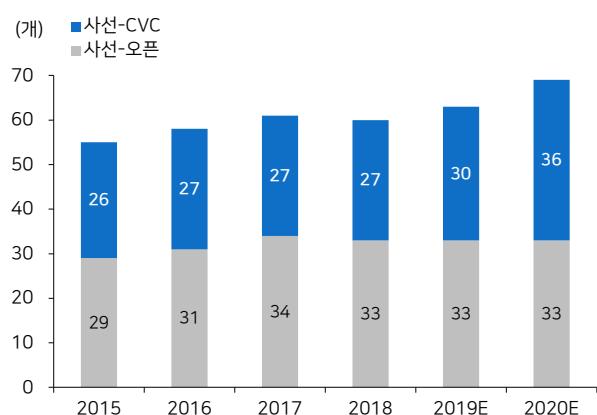
19년부터는 새로운 장기운송계약이 추가된다. Fibria사의 우드펄프 운송계약이 19년 2월부터 개시되고, 20년에는 Vale사의 철광석 운송 계약이 시작된다. 각각 연간 480억원·740억원 규모로 영업이익률 23% 가정시 합산 280억원의 영업이익이 추가적으로 창출된다. 18년 기준 연결 영업이익 2,049억원 대비 13.7%의 영업이익이 2022년 기준으로 확정적으로 증가한다. 캐쉬카우 확대로 실적안정성 제고를 기대한다.

표34 팬오션의 장기운송 계약 내용

구분	화주	운영선박(대)	잔여계약기간	비고
기존 CVC 계약	Vale	8	18.3년	
	한국전력	7	10년	남부 3척, 남동 2척, 중부/동서 1척
	Fibria	5	19년	
	포스코	4	10.4년	
	현대제철	3	11.7년	
	소계	27		
신규 CVC 계약	Fibria	5	15년	19년 2월부터 시작, 연간 480억원 수준, 옵션 +10년
	Vale	6	27년	20년 1월부터 시작, 계약규모 연간 740억원 수준
	소계	11		
TOTAL		38		

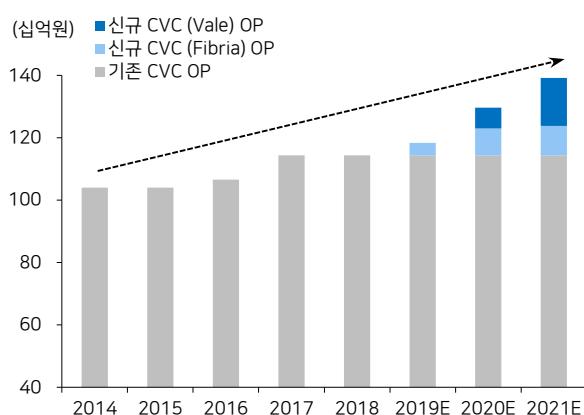
자료: 팬오션, 메리츠종금증권 리서치센터

그림115 팬오션 사선 선대 추이 및 전망



주: 인도기준이 아닌 계약 시작일 기준  
자료: 팬오션, 메리츠종금증권 리서치센터

그림116 장기운송계약으로 창출하는 영업이익 추이 및 전망



자료: 팬오션, 메리츠종금증권 리서치센터

## 투자의견 Buy, 적정주가 6,000 원 제시하며 커버리지 개시

동사의 주가는 역사적으로  
BDI와 동행

당사 19년 BDI 강세 전망,  
투자의견 Buy,  
적정주가 6,000 원 제시

동사의 주가는 역사적으로 BDI와 동행해왔다. 07년 상장 이후 13년 6월 회생절차 개시 전까지 주가와 BDI의 상관관계는 0.92로 높은 상관성을 보였으며, 15년 7월 회생절차 종결 이후 현재까지 0.73의 유의미한 상관관계를 보이고 있다.

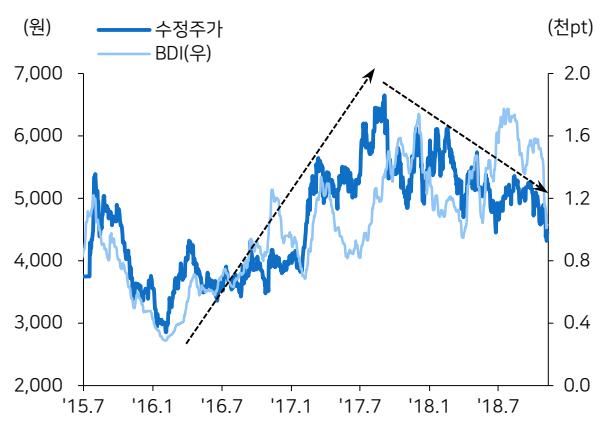
당사는 19년 BDI가 1) 톤마일 증가, 2) 선박 가동일수 감소, 3) 환경규제로 인한 폐선 등으로 강세를 예상한다. 철도 탈선 이슈로 급락한 BDI는 겨울 비수기 이후 강한 회복세를 보일 전망이다. 주가 또한 유사한 궤적을 예상한다. 당사 19년 BPS(지배) 추정치 5,101원에 적정 PBR 1.18배를 적용하여 투자의견 Buy, 적정 주가 6,000원을 제시한다. 1.18배는 BDI가 강세를 보였던 17-18년 ROE/COE 대비 실제 받아온 12M Fwd PBR 할증률을 반영하여 도출하였다. 19년 BDI 강세 예상으로 할증률 적용에 무리가 없다고 판단한다.

표35 Valuation Table

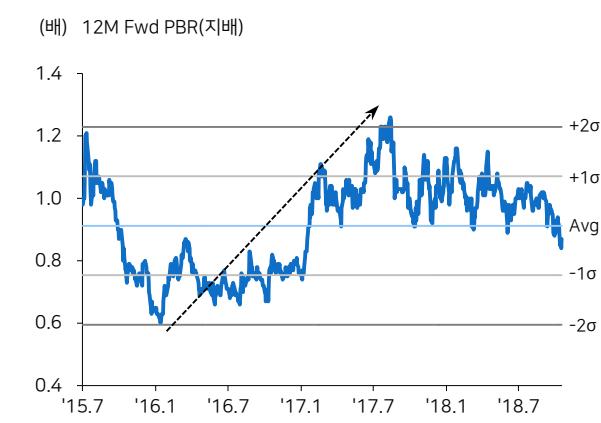
	2015	2016	2017	2018E	2019E	내용
<b>COE (%)</b>	<b>10.39</b>	<b>7.56</b>	<b>9.06</b>	<b>11.24</b>	<b>10.49</b>	
무위험 수익률 (Rf)	1.80	1.44	1.80	2.14	1.85	3년 국고채 수익률, 19년 전망치는 당사 전망치
시장 기대수익률 (Rm)	8.77	8.99	9.96	12.03	11.34	KOSPI PER 역수, 19년=(18년*2+17년*1)/3
마켓 리스크 프리미엄 (Rm-Rf)	6.97	7.55	8.16	9.89	9.49	
Beta (52주)	0.98	0.81	0.89	0.92	0.91	52주베타, 19년=(18년*2+17년*1)/3
<b>ROE (지배)</b>	<b>3.96</b>	<b>5.80</b>	<b>6.03</b>	<b>7.18</b>		
<b>ROE/COE</b>	<b>0.52</b>	<b>0.64</b>	<b>0.54</b>	<b>0.68</b>		영구성장을 0% 가정
<b>실제 받은 12M Fwd PBR (지배)</b>	<b>0.74</b>	<b>1.02</b>	<b>1.01</b>	<b>0.68</b>		
<b>할증률</b>	<b>40.7</b>	<b>58.8</b>	<b>87.3</b>	<b>73.0</b>		17-18년 ROE/COE 대비 실제받은 12M Fwd PBR 할증률 평균
BPS (지배)	4,754	4,469	4,747	5,101		
<b>Target PBR</b>				<b>1.18</b>		0.68*(1+73.0/100)
<b>적정주가</b>					<b>6,000</b>	
현재주가					4,240	11/23기준
<b>상승여력</b>					<b>41.5</b>	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림117 BDI와 동행하는 모습을 보이는 팬오션 주가, 16-17년 BDI 상승에 따라 밸류에이션 re-rating 이루어지며 주가 상승 시현



자료: 팬오션, 메리츠종금증권 리서치센터



자료: 팬오션, 메리츠종금증권 리서치센터

표36 팬오션의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E
<b>주요가정</b>												
평균 환율(원/달러)	1,072	1,080	1,121	1,130	1,125	1,125	1,113	1,088	1,161	1,130	1,101	1,113
BDI(pt)	1,174	1,258	1,603	1,299	1,220	1,315	1,683	1,787	675	1,149	1,333	1,501
Bunker Cost(달러/톤)	404	448	479	539	533	533	530	529	257	351	467	531
<b>매출액</b>	565.5	678.8	771.5	702.9	689.3	728.0	758.6	739.4	1,874.0	2,336.2	2,718.7	2,915.2
(% YoY)	8.1	7.3	32.1	17.7	21.9	7.2	-1.7	5.2	3.0	24.7	16.4	7.2
<b>사업부문별 매출액</b>												
벌크	435.2	512.3	556.4	527.3	546.2	532.5	545.4	560.1	1,385.7	1,742.5	2,031.3	2,184.3
컨테이너	47.9	56.2	60.5	60.9	60.7	60.7	60.0	58.7	174.1	188.8	225.5	240.0
탱커	31.6	30.5	29.4	29.6	32.3	31.9	31.1	30.8	160.0	138.8	121.0	126.1
기타해운	7.1	7.5	7.8	7.9	7.8	7.8	7.7	7.5	20.6	20.9	30.3	30.9
(% YoY)												
벌크	7.3	16.8	24.5	16.8	25.5	3.9	-2.0	6.2	-12.1	25.8	16.6	7.5
컨테이너	17.1	17.6	22.8	19.7	26.6	7.9	-0.7	-3.7	60.9	8.5	19.4	6.4
탱커	-15.2	-13.8	-9.4	-12.4	2.4	4.6	5.9	4.0	-22.8	-13.2	-12.8	4.2
기타해운	16.0	47.2	57.6	64.6	9.7	3.6	-0.5	-3.9	70.2	1.7	44.5	2.1
<b>영업이익</b>	44.0	50.1	57.5	53.4	59.8	59.6	60.3	65.1	167.9	195.0	204.9	244.8
(% YoY)	7.6	2.5	10.2	0.5	36.0	19.1	4.8	21.9	-26.8	16.2	5.1	19.5
영업이익률 (%)	7.8	7.4	7.5	7.6	8.7	8.2	7.9	8.8	9.0	8.3	7.5	8.4
<b>세전이익</b>	36.8	37.6	43.4	28.6	42.1	40.1	43.2	61.7	99.1	143.2	146.3	187.1
(% YoY)	10.1	77.5	0.6	-37.1	14.7	6.7	-0.5	115.8	113.8	44.4	2.2	27.9
<b>당기순이익(지배)</b>	36.4	38.4	43.6	30.2	42.6	40.5	43.6	62.3	97.9	143.1	148.6	188.9
(% YoY)	12.9	90.6	2.7	-37.3	16.8	5.5	-0.1	106.2	114.9	46.2	3.9	27.1
순이익률 (%)	6.4	5.7	5.7	4.3	6.2	5.6	5.7	8.4	5.2	6.1	5.5	6.5

자료: Bloomberg, Clarksons, 회사자료, 메리츠증권 리서치센터

표37 Global 벌크선사 Peer Valuation Table

Company Name	국가	Mkt Cap (조원)	PER		EPS Growth		PBR		ROE		EV/EBITDA		배당수익률	
			18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E
나이츠브리지 시핑	NO	1.1	10.7	6.4	6117.2	65.5	0.6	0.6	6.0	8.5	8.1	6.3	8.0	9.4
후이양 해운집단	TA	0.7	10.9	9.1	273.0	19.7	0.7	0.6	6.3	7.3	9.3	8.2	4.7	6.0
퍼시픽 베이슨	HK	1.1	12.3	7.2	1900.0	72.2	0.8	0.7	6.6	10.7	7.0	5.1	3.2	6.8
스타 벌크 캐리어스	GR	0.9	7.3	3.9	1805.7	88.8	0.6	0.5	7.4	13.8	7.2	4.7	0.0	3.7
젠크 시핑 & 트레이딩	US	0.4	21.8	4.4	127.7	391.0	0.3	0.3	0.1	8.7	5.8	2.9	0.2	0.6
스코피오 벌커스	US	0.5	34.1	9.1	128.6	274.8	0.5	0.5	0.8	3.9	10.0	7.2	1.3	2.6
다이애나 시핑	GR	0.4	31.4	5.7	112.0	452.5	0.5	0.5	1.9	7.8	8.6	5.0	0.0	6.1
이글 벌크 시핑	US	0.4	22.3	6.8	160.3	226.0	0.7	0.7	2.6	7.4	6.9	4.5	0.1	4.2
대한해운	SK	0.5	5.7	5.1	-27.4	11.0	0.7	0.6	12.2	11.8	8.9	8.2	N/A	N/A
Average		0.6	16.7	6.4	643.9	162.6	0.6	0.6	4.5	8.9	8.0	5.9	2.2	4.9
팬오션	SK	2.3	15.7	12.4	3.9	27.1	0.9	0.9	6.0	7.2	8.6	7.4	0.0	0.0

자료: 팬오션, 메리츠증권 리서치센터

## 팬오션 (028670)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,874.0</b>	<b>2,336.2</b>	<b>2,718.7</b>	<b>2,915.2</b>	<b>3,350.9</b>
매출액증가율 (%)	3.0	24.7	16.4	7.2	14.9
매출원가	1,650.4	2,072.1	2,447.2	2,600.6	2,972.4
매출총이익	223.6	264.2	271.5	314.6	378.6
판매관리비	55.7	69.1	66.5	69.8	76.7
<b>영업이익</b>	<b>167.9</b>	<b>195.0</b>	<b>204.9</b>	<b>244.8</b>	<b>301.8</b>
영업이익률	9.0	8.3	7.5	8.4	9.0
금융손익	-44.7	-45.2	-46.9	-48.2	-63.6
종속/관계기업손익	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-24.4	-6.9	-11.7	-9.5	-9.4
세전계속사업이익	99.1	143.2	146.3	187.1	228.8
법인세비용	2.0	1.9	0.1	1.9	2.3
<b>당기순이익</b>	<b>97.1</b>	<b>141.3</b>	<b>146.2</b>	<b>185.2</b>	<b>226.5</b>
지배주주지분 순이익	97.9	143.1	148.6	188.9	231.0

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>251.0</b>	<b>261.6</b>	<b>292.7</b>	<b>340.9</b>	<b>384.7</b>
당기순이익(순실)	97.1	141.3	146.2	185.2	226.5
유형자산상각비	168.3	166.7	163.7	166.4	179.3
무형자산상각비	0.7	1.2	1.1	1.0	0.9
운전자본의 증감	-31.1	-45.8	-14.5	-7.8	-17.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-92.4</b>	<b>-117.2</b>	<b>-175.6</b>	<b>-222.6</b>	<b>-440.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-99.4	-106.5	-167.8	-220.5	-431.6
투자자산의감소(증가)	-18.8	19.1	-3.5	-1.8	-3.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-197.9</b>	<b>-155.0</b>	<b>-133.7</b>	<b>-97.2</b>	<b>117.9</b>
차입금의 증감	-57.4	-275.6	-37.2	-83.8	125.1
자본의 증가	37.1	0.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-33.1	-37.4	-16.6	21.1	62.4
기초현금	278.2	245.1	207.6	191.1	212.2
기말현금	245.1	207.6	191.1	212.2	274.6

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동부자산</b>	<b>573.3</b>	<b>613.2</b>	<b>658.6</b>	<b>713.5</b>	<b>850.9</b>
현금및현금성자산	245.1	207.6	191.1	212.2	274.6
매출채권	93.2	100.8	112.9	121.0	139.1
재고자산	47.8	50.3	58.5	62.7	72.1
<b>비유동부자산</b>	<b>3,757.3</b>	<b>3,281.2</b>	<b>3,287.6</b>	<b>3,342.4</b>	<b>3,597.8</b>
유형자산	3,678.0	3,223.6	3,227.7	3,281.8	3,534.1
무형자산	10.3	9.6	8.5	7.5	6.6
투자자산	39.9	21.1	24.6	26.4	30.3
<b>자산총계</b>	<b>4,330.6</b>	<b>3,894.4</b>	<b>3,946.2</b>	<b>4,056.0</b>	<b>4,448.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>523.9</b>	<b>545.5</b>	<b>485.1</b>	<b>492.9</b>	<b>529.5</b>
매입채무	81.4	87.6	98.3	105.4	121.2
단기차입금	2.1	47.3	33.1	23.2	16.2
유동성장기부채	323.4	272.4	192.9	191.9	193.9
<b>비유동부채</b>	<b>1,240.9</b>	<b>939.2</b>	<b>905.1</b>	<b>821.9</b>	<b>951.5</b>
사채	45.3	28.4	25.6	23.0	20.7
장기차입금	98.3	72.1	64.9	58.4	49.6
<b>부채총계</b>	<b>1,764.8</b>	<b>1,484.6</b>	<b>1,390.2</b>	<b>1,314.8</b>	<b>1,481.0</b>
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	-28.3	-24.1	-26.7
이익잉여금	-209.8	-66.1	82.6	271.5	502.6
비지배주주지분	25.2	20.7	18.3	14.6	10.1
<b>자본총계</b>	<b>2,565.9</b>	<b>2,409.8</b>	<b>2,556.0</b>	<b>2,741.2</b>	<b>2,967.7</b>

### Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	3,522.1	4,371.1	5,086.0	5,453.4	6,268.5
EPS(지배주주)	184.0	267.7	278.1	353.5	432.2
CFPS	622.6	672.9	668.0	759.1	860.6
EBITDAPS	315.6	364.9	383.4	458.0	564.6
BPS	4,754.3	4,469.3	4,747.1	5,100.6	5,532.8
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	21.7	19.7	15.7	12.4	10.1
PCR	5.9	7.9	6.5	5.8	5.1
PSR	1.1	1.2	0.9	0.8	0.7
PBR	0.8	1.2	0.9	0.9	0.8
EBITDA	336.9	363.0	369.8	412.3	482.0
EV/EBITDA	10.1	10.5	8.6	7.4	6.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	5.8	6.0	7.2	8.1
EBITDA 이익률	18.0	15.5	13.6	14.1	14.4
부채비율	68.8	61.6	54.4	48.0	49.9
금융비용부담률	2.4	2.2	1.8	1.9	1.7
이자보상배율(X)	3.8	3.7	4.1	4.4	5.4
매출채권회전율(X)	18.0	24.1	25.4	24.9	25.8
재고자산회전율(X)	42.7	47.7	50.0	48.1	49.7

Industry Indepth  
2018. 11. 26

# 제주항공 089590

## Fly Higher

### ▲ 운송/자동차 부품

Analyst 이종현  
02. 6098-6654  
jonghyun\_lee@meritz.co.kr

- ✓ No.1 국적 LCC (Low Cost Carrier), 차별화된 단위원가 경쟁력 및 재무 건전성으로 향후 중장기 LCC 산업 성장시 최대 수혜 가능
- ✓ 19년 공격적 기재 도입 지속으로 매출 및 OP 고성장세 지속 전망 (매출 1조 5,890억원 YoY +24.5%, OP 1,587억원 +37.1%)
- ✓ 부가매출 성장 및 단위원가 하락 지속으로 수익성 개선도 가능하다는 판단
- ✓ 적정주가 50,000원, 투자의견 Buy 제시

## Buy (신규)

적정주가 (12개월)	<b>50,000 원</b>
현재주가 (11.23)	38,150 원
상승여력	31.1%

KOSPI	2,057.48pt
시가총액	10,055억원
발행주식수	2,636만주
유동주식비율	32.30%
외국인비중	9.97%
52주 최고/최저가	51,000원/28,800원
평균거래대금	36.3억원

주요주주(%)	1개월	6개월	12개월
AK홀딩스 외 6인	59.56		
제주특별자치도청		7.75	
국민연금		5.30	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.7	-19.2	5.4
상대주가	23.6	-2.9	30.0

### 주가그래프



### 국내 최대 저비용항공사로 높은 중장기 성장 잠재력 보유

17년 기준 국제선 점유율 8.4%, 국내선 14.5%를 차지하고 있는 국내 최대 LCC다. 18년 3분기 기준 36 대의 단일 기재를 운영, 경쟁 LCC 대비 차별화된 원가(C/ASK) 경쟁력을 보유하고 있다. 17년 기준 부채비율 141.5%로 재무 건전성 또한 우수하다. 중장기 LCC 산업 성장 시 최대 수혜 예상된다.

### 비우호적 대외변수 방향성에도 실적 고성장세 지속 전망

19년 기재 도입 확대로 매출 및 OP 고성장세 지속할 전망이다. 19년 매출 1조 5,890 억원 (YoY +24.5%), OP 1,587 억원 (+37.1%)를 예상한다. 비우호적 대외변수 방향성에도 1) 마진이 85% 수준에 육박하는 부가매출의 성장세와 2) 단위원가 절감으로 수익성 개선도 가능할 전망이다. 부가매출 객단가 상승 및 국제선 위주의 공급 확대가 부가매출 성장세를 뒷받침한다. 기단 확대 및 비용 부담이 적은 직접 구매 방식으로 도입한 신조기는 단위원가 하락의 근거다.

### Valuation: 적정주가 50,000 원, 투자의견 Buy 제시

적정주가 50,000 원, 투자의견 Buy 제시하며 커버리지 개시한다. 19년 당사 추정 BPS에 ROE/COE 2.5 배를 적용하였다 (ROE 23.8%, COE 9.4%). 무위험 수익률 가정은 당사 전망치를 활용하였고, 시장 기대수익률 및 52 주 베타의 경우 18년~17년 수치를 최근 시점 가중 평균하여 계산하였다. 적정 PBR 2.5 배는 상장 이후 평균적으로 받아왔던 2.6 배와 유사하며, 글로벌 LCC Peer 들과 비교해도 적정한 수준이다. 적용에 무리가 없다고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	747.6	58.4	53.0	2,038	n/a	10,342	12.3	2.4	4.6	19.5	120.8
2017	996.4	101.3	77.8	2,954	44.9	12,574	12.0	2.8	5.1	23.5	141.5
2018E	1,276.2	115.8	100.5	3,812	29.1	15,788	10.0	2.4	4.9	24.1	144.6
2019E	1,589.0	158.7	125.1	4,748	24.5	19,937	8.0	1.9	3.5	23.8	139.9
2020E	1,799.1	217.7	171.7	6,513	37.2	25,851	5.9	1.5	2.4	25.2	111.1

## No.1 국적 LCC, 매출 및 영업이익 고성장세 지속 전망

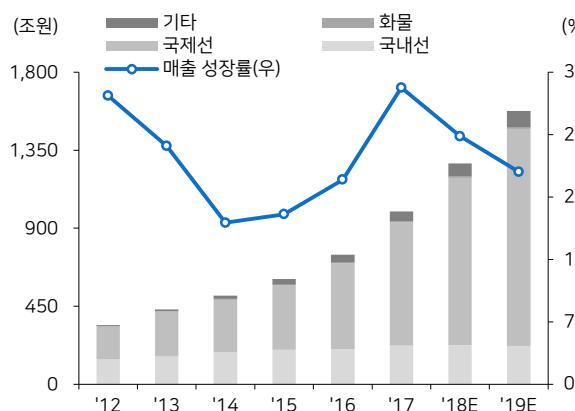
공격적 기재도입에 근거  
매출 고성장세 지속 전망

제주항공의 19년 매출은 YoY +24.5% 증가한 1조 5,890억원을 예상한다. 기재 확대에 따라 ASK가 +25.6% 늘어나는 점에 근거한다. 기재는 18년 8대 도입에 이어 19년 6대 도입을 가정하였다. 대부분의 신규도입기재들이 국제선에 투입되며 매출성장을 이끌 전망이다. 국제선 매출의 경우 지방발 노선의 확대로 L/F 감소가 불가피하나 Yield 성장세가 지속되면 YoY +29.8% 증가할 전망이다.

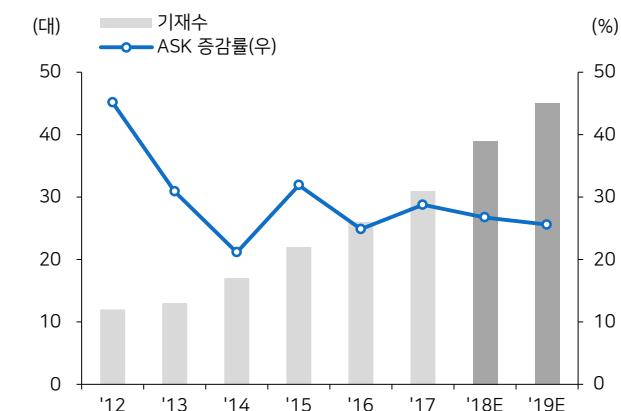
부가매출 성장세와  
단위원가 하락으로  
수익성 개선도 가능

영업이익은 YoY +37.1% 증가한 1,587억원, 영업이익률은 18년대비 소폭 개선된 10.0%를 예상한다. 비우호적인 대외변수 방향성에도 수익성 개선이 가능하다고 전망하는 이유는 1) 마진이 85% 수준에 육박하는 부가매출의 성장세와 2) 기단 확대로 인한 규모의 경제에서 발생하는 CASK 하락이다. 여객매출액대비 부가매출 비중은 16년 이후 8.3-4%대에서 정체하고 있지만, 19년 소폭 개선된 모습을 보이며 부가매출액 증대를 이끌 전망이다. 19년 부가매출 증가율은 여객매출 +23.7%를 상회하는 +29.0%로 예상한다.

그림118 공격적 기재도입 (ASK YoY+ 25.6%)에 근거하여 국제선 중심의 매출 고성장세 지속 전망

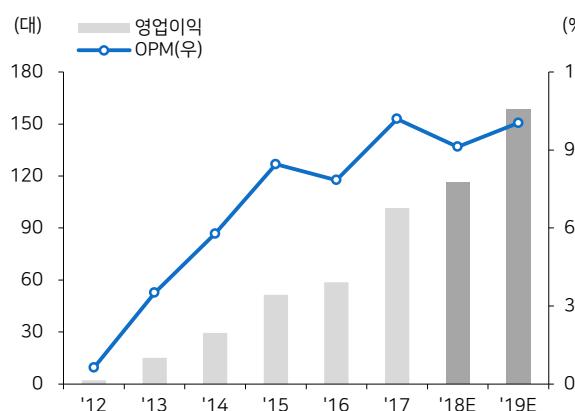


자료: 제주항공, 메리츠종금증권 리서치센터

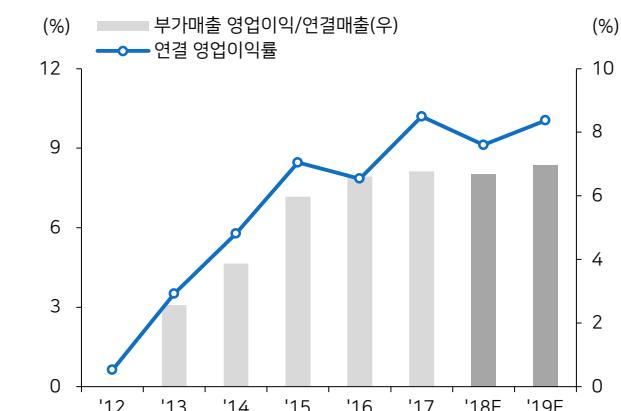


자료: 제주항공, 메리츠종금증권 리서치센터

그림119 고마진 부가매출의 수익성 지지와 기단 확대로 인한 규모의 경제에서 발생하는 C/ASK하락이 수익성 개선을 이끌 전망



자료: 제주항공, 메리츠종금증권 리서치센터



자료: 제주항공, 메리츠종금증권 리서치센터

## 수익성 개선의 근거 1) 고마진의 부가매출 성장

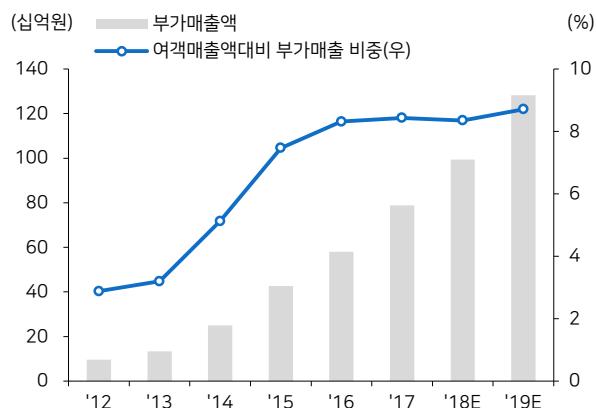
부가매출 객단가 상승으로  
부가매출 비중 증가 예상

여객매출 성장률을 상회하는 부가매출 성장률을 전망하는 근거는 부가매출객단가 상승이다. 지난 2년간 8,000원대 내외에서 정체되어왔던 부가매출객단가는 18년 3분기 YoY +28.8% 증가하며 9,400원을 기록하였다. 수익성 개선을 위한 계속적인 부가매출 중대 시도가 효과를 보이고 있다고 판단한다. 19년 새롭게 추가될 여행자보험과 번들패키지 등 새로운 아이템들도 부대매출 객단가 상승을 뒷받침할 전망이다. 여객매출대비 부가매출 비중의 소폭 확대가 가능한 이유다.

국제선 위주의 공급 확대도  
부가매출 성장을 뒷받침할 전망

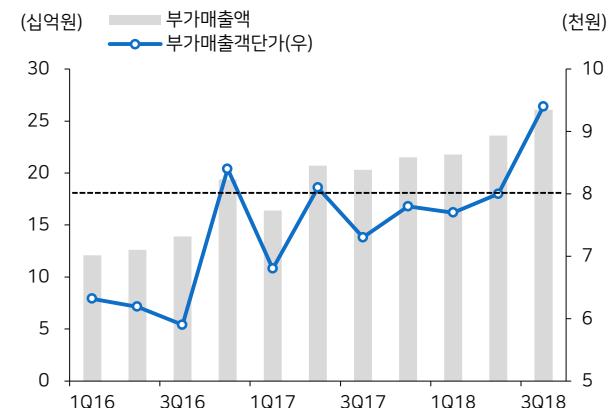
국내선보다는 국제선의 부가매출기여도가 높다는 점을 고려하면 향후 국제선 위주의 공급 확대도 부가매출 성장을 뒷받침할 전망이다. 글로벌 LCC Peer 대비 낮은 부가매출 비중 또한 중장기 부가매출 성장여력을 반증한다. 제주항공의 부가매출 비중은 8.4%로 대부분의 Peer보다 낮은 상황이다. 부가매출에 포함되어 있는 기내면세는 입국장면세점 도입으로 타격이 불가피하지만 18년 누적기준 부가매출에서 차지하는 비중이 2.4%에 불과하므로 영향이 제한적일 전망이다.

그림120 여객 매출액 대비 부가매출 비중 추이



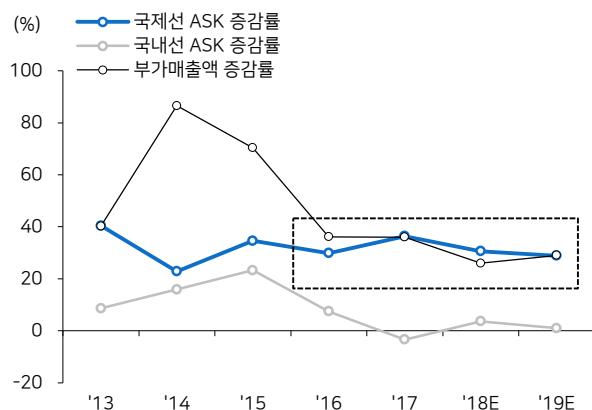
자료: 제주항공, 메리츠종금증권 리서치센터

그림121 부가매출 객단가 추이



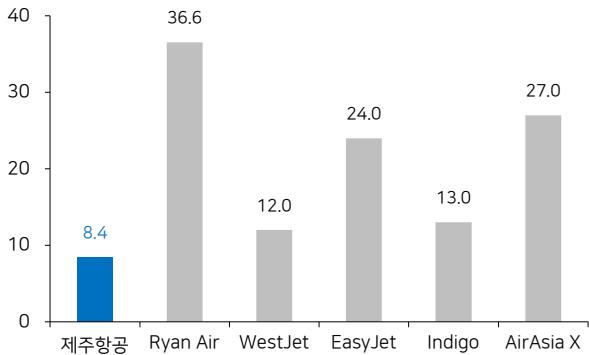
자료: 제주항공, 메리츠종금증권 리서치센터

그림122 국제선 위주의 공급확대와 글로벌 Peer 대비 낮은 부가 매출 비중은 중장기 부가매출 성장을 뒷받침할 전망



자료: 제주항공, 메리츠종금증권 리서치센터

(%) 여객매출대비 부가매출 비중



자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

## 수익성 개선의 근거 2) 기단 확대에 따라 단위원가 감소 지속

기단 확대에 따른  
단위원가 감소도  
수익성 개선에 도움을 줄 전망

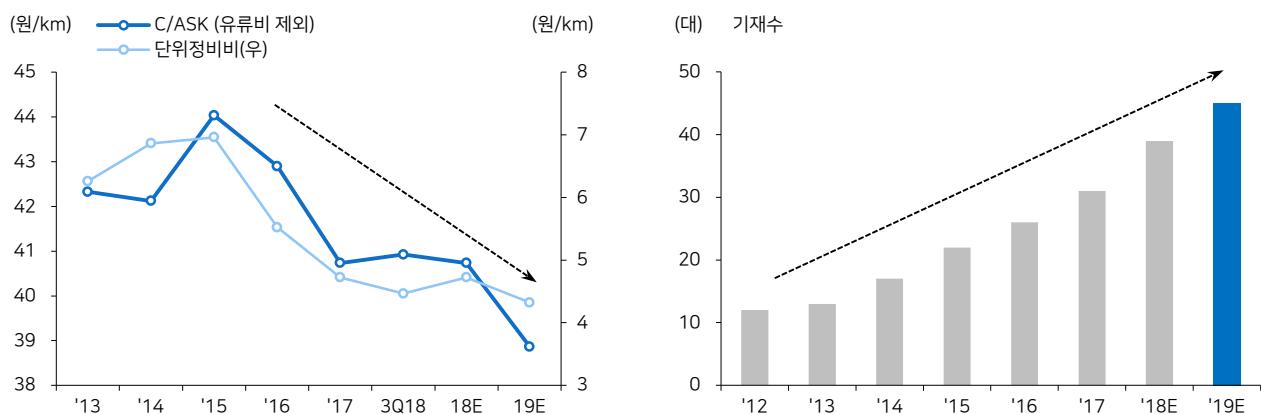
기단 확대에 따른 단위원가 감소도 수익성 개선에 도움을 줄 전망이다. 동사는 2010년 Q400 기종을 모두 반납 후 B737로 기재 단일화를 시행하였다. 18년 3분기 기준 36기의 단일 기재 항공기를 운영하고 있으며 18년 말 기준 39기, 19년 말 기준 45기 내외의 기단을 확보할 전망이다.

단일 기재 규모 증가를 통한 규모의 경제 확보로 단위원가는 계속해서 감소하고 있다. 유류비 제외한 C/ASK는 13년 43.3원/km에서 3Q18 40.5원/km로 -5.2% 감소하였다. 언뜻 감소폭이 미미해 보이지만 연간 460억원 가량의 비용 절감효과가 있다. 18년 당시 영업이익 추정치의 44%에 해당하는 수치다. 사실상 절반가까이가 기재 확대를 통한 단위원가 절감에 근거한 셈이다.

향후에도 B737 기종 중심의 기단 확대를 통해 단위원가 개선은 지속될 전망이다. 특히 동사는 올해 신조기 3대를 직접 구매하였다. 1) 리스가 아닌 직접구매는 리스사의 마진(대략 10% 내외)이 포함되어 있지 않고, 2) 신조기의 경우 정비비가 적게 든다는 점에서 운영비용 절감 효과가 존재한다. 리스를 통해 빌려오는 비행기는 통상적으로 8년 이상 된 항공기로 노후화에 따른 정비비 부담이 존재한다.

중거리 기재가 도입된다면 단일 기재 전략이 수정되며 단위원가 증가 우려가 존재할 수 있다. 연료비 절감효과를 감안하면 단위원가 상승 가능성은 미미하다는 판단이다. 중거리 기재는 평균적으로 15~20% 정도의 연료비 절감효과가 있다. 18년 기준 대당 유류비가 90억원 수준으로 예상되는데, 간단하게 계산하면 대당 13~18억 정도의 연료비 절감효과가 존재한다. 중거리 기재가 도입되더라도 향후 단위원가 개선 방향성 지속되며 수익성 개선에 기여할 전망이다.

그림123 향후 기단 확대 및 직접구매 등으로 인해 단위원가 감소세 지속하며 수익성 개선에 기여할 전망



주: 3Q18 누적값

자료: 제주항공, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 제주항공, 메리츠종금증권 리서치센터

표38 제주항공의 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	308.6	283.3	350.1	334.2	403.9	361.3	426.9	396.9	747.6	996.4	1,276.2	1,589.0
(% YoY)	28.5	24.2	31.3	27.8	30.9	27.5	21.9	18.8	23.0	33.3	28.1	24.5
부문별 매출액												
1) 국내선 여객	47.3	63.8	59.8	55.2	46.3	63.1	57.6	53.6	202.9	224.1	226.0	220.6
(% YoY)	7.7	4.0	-3.4	-3.1	-2.0	-1.1	-3.6	-2.9	1.9	10.4	0.9	-2.4
RPK (백만Km)	522.5	575.4	560.7	552.7	519.9	577.7	548.7	545.1	2,163.9	2,169.7	2,211.3	2,191.4
Yield (원/Km)	90.4	110.8	106.7	99.8	89.1	109.2	105.1	98.3	93.8	103.3	102.2	100.7
L/F (%)	93.7	95.4	93.2	93.6	92.3	94.8	90.3	91.4	92.1	95.6	94.0	92.2
2) 국제선 여객	243.8	201.8	263.6	255.1	331.7	269.5	338.6	312.3	494.4	711.4	964.4	1,252.0
(% YoY)	33.5	33.5	38.9	36.0	36.0	33.5	28.4	22.4	33.2	43.9	35.6	29.8
RPK (백만Km)	3,665.4	3,640.6	4,102.8	4,051.5	4,794.8	4,719.2	5,166.1	4,910.5	8,443.0	11,914.1	15,460.3	19,590.6
Yield (원/Km)	66.5	55.4	64.2	63.0	69.2	57.1	65.5	63.6	58.6	59.7	62.4	63.9
L/F (%)	90.2	87.6	86.8	86.2	88.7	86.1	85.3	84.7	85.2	88.2	87.6	86.1
영업이익	46.4	11.6	37.8	20.0	59.0	17.8	56.9	25.1	58.4	101.3	115.8	158.7
(% YoY)	70.6	-28.2	-6.5	13.9	27.1	52.8	50.6	25.5	13.6	73.4	14.3	37.1
(영업이익률, %)	15.0	4.1	10.8	6.0	14.6	4.9	13.3	6.3	7.8	10.2	9.1	10.0
세전이익	47.9	22.0	40.9	20.2	60.7	18.9	57.1	26.1	68.8	101.2	130.9	163.0
(% YoY)	116.9	9.6	-4.0	22.4	26.8	-13.7	39.7	29.7	29.8	47.1	29.4	24.5
당기순이익(지배)	36.9	16.8	31.1	15.6	46.6	14.5	43.9	20.1	53.0	77.8	100.5	125.1
(% YoY)	116.8	10.2	-3.7	18.4	26.3	-13.6	41.1	28.8	12.3	46.9	29.2	24.7
주요 가정												
원/달러 환율(평균)	1,072.3	1,079.5	1,121.3	1,130.0	1,125.0	1,125.0	1,112.5	1,087.5	1,160.6	1,129.8	1,100.8	1,112.5
원/달러 환율(기말)	1,066.0	1,070.0	1,109.3	1,125.0	1,125.0	1,125.0	1,100.0	1,075.0	1,207.7	1,071.0	1,125.0	1,075.0
항공유(달러/배럴)	78.4	83.7	87.3	90.5	89.3	89.2	88.9	88.8	53.5	64.6	85.0	89.1
(% YoY)	19.3	34.1	45.5	29.0	13.9	6.6	1.8	-1.8	-18.5	20.7	31.6	4.8

자료: 회사자료, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

표39 부가매출 추정 Snapshot

		'14	'15	'16	'17	'18E	'19E
<b>매출</b>	부가매출	25.0	42.6	58.0	78.9	99.4	128.3
	부가매출 YoY 증감률	86.6	70.4	36.2	36.0	26.0	29.0
	여객매출	488.0	570.3	697.3	935.4	1,190.4	1,472.7
	여객매출 YoY 증감률	16.5	16.9	22.3	34.2	27.3	23.7
	여객매출액 대비 비중	5.1	7.5	8.3	8.4	8.4	8.7
	전사매출액 대비 비중	4.9	7.0	7.8	7.9	7.8	8.1
<b>OP</b>	부가매출 OP	19.8	36.3	49.4	67.5	85.0	109.7
	부가매출 OP YoY 증감률	78.4	83.3	36.1	36.6	26.0	29.0
	부가매출 OPM	79.2	85.2	85.2	85.5	85.5	85.5
	전사 OP대비 비중	67.1	70.6	84.2	66.4	73.2	69.3
	부가매출 OP/연결매출	3.9	6.0	6.6	6.8	6.7	7.0

자료: 제주항공, 메리츠종금증권 리서치센터

## 밸류에이션: 적정주가 50,000 원, 투자의견 Buy 제시

투자의견 Buy,  
적정주가 50,000 원 제시

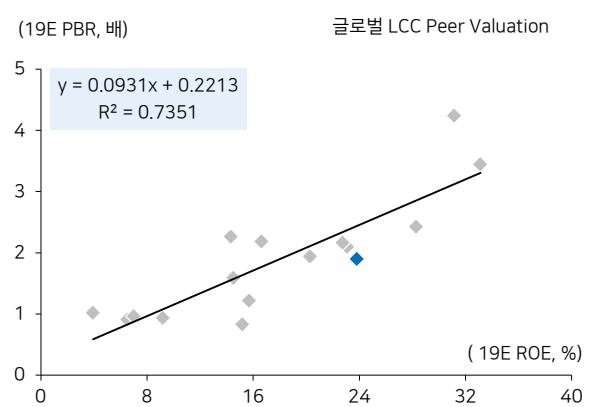
제주항공에 대해 적정주가 50,000원, 투자의견 Buy 제시하며 커버리지 개시한다. 19년 당사 추정 BPS에 ROE/COE 2.5배를 적용하였다. 무위험 수익률 가정은 당사 전망치를 활용하였고, 시장 기대수익률 및 52주 베타의 경우 18년·17년 수치를 최근 시점 가중평균하여 계산하였다. 적정 PBR 2.5배는 상장 이후 평균적으로 받아왔던 2.6배와 유사하며, 글로벌 LCC Peer들과 비교해도 적정한 수준이다. 적용에 무리가 없다고 판단한다.

표40 Valuation Table: 19년 BPS 추정치에 ROE/COE 2.5배 적용하여 적정주가 50,000원 제시

	2016	2017	2018E	2019E	비고
COE (%)	6.1	6.3	11.3	9.4	
무위험 수익률 (Rf)	1.44	1.80	2.14	1.85	3년 국고채 수익률, 19년 전망치는 당사 전망치
시장 기대수익률 (Rm)	8.99	9.96	12.03	11.34	KOSPI PER 액수, 19년=(18년*2+17년*1)/3
마켓 리스크 프리미엄 (Rm-Rf)	7.55	8.16	9.89	9.49	
Beta (52주)	0.62	0.55	0.92	0.80	19년=(18년*2+17년*1)/3
ROE (자배)	19.5	23.5	24.1	23.8	
(ROE-g)/(COE-g)	3.6	4.2	2.1	2.5	영구성장률 0% 가정
BPS (자배)	10,342	12,574	15,788	19,937	
Target PBR (배)				2.5	상장이후 평균적으로 받아왔던 2.6배와 유사한 수준
적정주가 (원)				50,000	
현재주가 (원)				38,150	
상승여력 (%)				31.1	

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림124 글로벌 LCC Peer Valuation



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림125 제주항공 12M Fwd PBR 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

표41 Global LCC Peer Valuation Table

Company Name	국가	Mkt Cap (조원)	PER		EPS Growth		PBR		ROE		EV/EBITDA		배당수익률	
			18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E
사우스웨스트 에어라인스	US	33.2	12.7	11.2	17.8	13.3	2.4	2.1	22.9	23.1	7.0	6.2	1.2	1.3
스피리트 에어라인스	US	3.9	13.8	11.2	10.6	23.1	1.8	1.6	13.7	14.5	8.5	7.4	0.0	0.0
제트블루 에어웨이스	US	6.1	12.2	10.4	-15.1	16.9	1.1	0.9	12.3	9.2	5.5	4.9	0.0	0.0
얼리전트 트래블	US	2.2	12.5	10.4	-0.5	20.8	3.0	2.4	25.3	28.3	8.4	7.1	2.4	2.4
웨스트제트 에어라인스	CA	1.8	29.5	14.7	-73.6	100.6	0.9	0.9	3.8	6.5	6.7	5.7	3.1	3.2
이지젯	GB	6.4	9.2	8.9	3.3	2.4	1.3	1.2	15.6	15.7	5.6	5.4	5.6	6.1
라이언에어	IR	16.5	11.8	10.8	-21.9	9.3	2.6	2.2	23.1	22.7	7.1	6.5	0.0	0.9
위즈 에어 홀딩스	SZ	4.1	13.5	11.4	6.9	18.7	2.3	1.9	20.9	20.3	4.9	3.7	0.0	0.0
춘추항공	CH	5.2	20.5	16.3	7.1	25.9	2.6	2.3	13.4	14.3	13.4	11.8	0.7	0.9
Juneyao Airlines Co Ltd	CH	3.9	16.3	13.3	11.4	22.8	2.5	2.2	15.3	16.6	13.6	14.9	1.5	1.9
에바 항공	TA	2.3	11.3	14.2	-1.1	-20.8	1.0	1.0	7.1	7.0	5.8	5.0	N/A	N/A
비엣젯 항공	VN	3.4	12.3	10.6	10.6	16.6	4.7	3.4	37.0	33.1	10.1	8.2	2.7	2.1
에어아시아 X	MA	0.3	245.0	22.3	-95.8	1000	1.1	1.0	0.4	3.9	10.7	7.3	0.0	0.0
세부 항공	PH	0.9	7.0	5.8	-27.8	21.8	0.9	0.8	12.7	15.2	5.2	4.8	4.2	3.8
인터글로브 에비에이션	IN	6.3	35.2	15.0	-51.1	134.8	5.2	4.2	15.5	31.1	20.1	7.8	1.3	1.8
티웨이항공	SK	0.4	6.1	6.3	N/A	-3.0	1.6	1.3	44.6	22.1	0.6	2.2	N/A	N/A
Average		4.8	16.2	12.2	-10.9	32.9	2.1	1.8	15.5	17.3	8.3	6.8	1.6	1.7
제주항공	SK	1.0	10.0	8.0	29.1	24.5	2.4	1.9	24.1	23.8	4.9	3.5	1.6	1.6

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 제주항공 (089590)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>747.6</b>	<b>996.4</b>	<b>1,276.2</b>	<b>1,589.0</b>	<b>1,799.1</b>
매출액증가율 (%)	N/A	33.3	28.1	24.5	13.2
매출원가	602.0	774.9	1,014.9	1,249.8	1,376.9
매출총이익	145.6	221.5	261.3	339.1	422.2
판매관리비	87.2	120.2	145.5	180.4	204.5
<b>영업이익</b>	<b>58.4</b>	<b>101.3</b>	<b>115.8</b>	<b>158.7</b>	<b>217.7</b>
영업이익률	7.8	10.2	9.1	10.0	12.1
금융손익	9.6	1.2	20.9	17.9	19.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	-1.4	-5.7	-13.6	-14.2
세전계속사업이익	68.8	101.2	130.9	163.0	223.5
법인세비용	15.8	23.4	30.5	37.8	51.8
<b>당기순이익</b>	<b>53.0</b>	<b>77.8</b>	<b>100.5</b>	<b>125.1</b>	<b>171.7</b>
지배주주지분 순이익	53.0	77.8	100.5	125.1	171.7

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>110.2</b>	<b>144.6</b>	<b>153.9</b>	<b>161.0</b>	<b>212.3</b>
당기순이익(순실)	53.0	77.8	100.5	125.1	171.7
유형자산상각비	10.5	20.4	21.3	31.8	41.0
무형자산상각비	3.5	4.8	7.5	4.5	2.7
운전자본의 증감	33.1	23.1	24.7	-0.5	-3.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-61.8</b>	<b>-223.4</b>	<b>-202.0</b>	<b>-206.4</b>	<b>-176.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-30.4	-133.2	-131.1	-127.1	-123.3
투자자산의감소(증가)	-2.2	-3.6	-1.6	-1.8	-1.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-7.3</b>	<b>20.2</b>	<b>64.2</b>	<b>86.8</b>	<b>-12.0</b>
차입금의 증감	0.1	-0.0	75.0	97.0	-2.0
자본의 증가	220.9	0.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	42.4	-64.7	16.0	41.3	23.7
기초현금	125.8	168.2	103.6	119.6	161.0
기말현금	168.2	103.6	119.6	161.0	184.7

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	437.8	450.1	563.4	713.6	810.4
현금및현금성자산	168.2	103.6	119.6	161.0	184.7
매출채권	24.7	32.4	41.5	51.7	58.5
재고자산	8.3	9.4	12.0	14.9	16.9
비유동자산	162.6	350.3	454.3	547.0	627.9
유형자산	58.9	170.6	280.4	375.7	458.1
무형자산	11.9	18.5	11.1	6.6	3.9
투자자산	2.2	5.8	7.5	9.3	10.5
<b>자산총계</b>	<b>600.3</b>	<b>800.4</b>	<b>1,017.7</b>	<b>1,260.6</b>	<b>1,438.2</b>
유동부채	260.9	368.2	363.9	360.4	357.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
단기차입금	20.3	8.0	7.2	6.4	5.8
유동성장기부채	0.0	46.5	51.2	56.3	61.9
비유동부채	67.5	100.7	237.8	374.6	399.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	75.0	172.0	170.0
<b>부채총계</b>	<b>328.4</b>	<b>469.0</b>	<b>601.6</b>	<b>735.1</b>	<b>756.9</b>
자본금	131.5	131.8	131.8	131.8	131.8
자본잉여금	89.4	89.6	89.6	89.6	89.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	50.9	114.9	199.6	308.9	464.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>271.9</b>	<b>331.4</b>	<b>416.1</b>	<b>525.5</b>	<b>681.4</b>

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	28,765	37,831	48,419	60,287	68,261
EPS(지배주주)	2,038	2,954	3,812	4,748	6,513
CFPS	3,029	5,284	5,910	7,356	9,837
EBITDAPS	2,248	3,847	4,393	6,021	8,261
BPS	10,342	12,574	15,788	19,937	25,851
DPS	500	600	600	600	600
배당수익률(%)	2.0	1.7	1.6	1.6	1.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	12.3	12.0	10.0	8.0	5.9
PCR	10.6	6.3	6.5	5.2	3.9
PSR	1.1	0.9	0.8	0.6	0.6
PBR	2.4	2.8	2.4	1.9	1.5
EBITDA	72.5	126.5	144.5	195.0	261.4
EV/EBITDA	4.6	5.1	4.9	3.5	2.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	19.5	23.5	24.1	23.8	25.2
EBITDA 이익률	9.7	12.7	11.3	12.3	14.5
부채비율	120.8	141.5	144.6	139.9	111.1
금융비용부담률	0.1	0.0	0.1	0.3	0.4
이자보상배율(X)	140.4	223.5	71.4	38.9	33.8
매출채권회전율(X)	30.2	34.9	34.5	34.1	32.7
재고자산회전율(X)	90.0	112.7	119.4	117.9	112.9

Industry Indepth  
2018. 11. 26

# 대한항공 003490

## 국제선과 화물의 바톤 터치

### ▲ 운송/자동차 부품

Analyst 이종현  
02. 6098-6654  
jonghyun\_lee@meritz.co.kr

- ✓ 19년 매출 13조 9,540억원 (YoY +6.7%), OP 1조 100억원 (YoY +16.6%) 전망
- ✓ 주가방향성을 좌우했던 화물 부문은 글로벌 경기 성장세 둔화로 부진이 예상되는 상황이나 호조세를 보이는 국제선 여객부문이 전사 실적 개선 이끌 전망 (화물 매출 YoY -7.5%, 국제선 여객매출 +14.5%)
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 40,000원으로 커버리지 개시

## BUY (신규)

적정주가 (12개월)	<b>40,000 원</b>
현재주가 (11.23)	32,550 원
상승여력	22.9%

KOSPI	2,057.48pt
시가총액	30,872억원
발행주식수	9,484만주
유동주식비율	64.45%
외국인비중	18.83%
52주 최고/최저가	38,550원/25,450원
평균거래대금	157.0억원
<b>주요주주(%)</b>	
한진칼 외 9일	33.35
국민연금	10.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	23.8	2.7	-0.2
상대주가	26.7	23.4	23.1

### 주가그래프



(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	적지	22,352	-3.5	1.2	6.0	-27.2	1,178.1
2017	12,092.2	939.8	791.5	8,733	흑전	37,824	3.9	0.9	6.4	29.4	557.1
2018E	13,079.5	866.5	13.8	142	-98.4	37,717	232.1	0.9	5.5	0.4	559.6
2019E	13,953.8	1,010.0	395.9	4,171	2,842.7	41,593	7.9	0.8	5.1	10.4	504.4
2020E	14,017.7	1,075.5	421.8	4,444	6.5	45,738	7.4	0.7	4.8	10.1	449.1

### 장거리 노선 경쟁력을 보유한 최대 국적항공사

대한항공은 17년 기준 항공여객 시장 점유율 23.6%의 최대 국적항공사다. 미주와 유럽 등 장거리 노선에서 높은 점유율을 기록하고 있다. 동사의 기업가치는 LCC의 시장진입으로 국제선 여객에 대한 기대감이 낮아진 2010년 이후 화물 매출과 동행해오고 있다 (상관관계 0.86).

### 19년, 국제선 여객부문이 전사 실적 개선을 이끌 전망

19년 매출 13조 9,540억원 (YoY +6.7%), OP 1조 100억원 (YoY +16.6%) 전망 한다. 주가 방향성을 좌우했던 화물 부문은 글로벌 경기 성장세 둔화로 부진이 예상되나, 17년 기준 별도 매출내 비중 55.4%를 차지하는 국제선 여객부문이 전사 실적 성장을 이끌 전망이다. 11~12년 이후 7년만에 국제선 매출이 2년 연속 두자릿 수 성장하며 8조 4,980억원을 기록할 전망이다. 중국노선의 회복세 지속과 미국노선의 델타 J/V 효과의 본격화의 영향이다. 향후 기업가치는 성장 가시성 확대된 국제선 실적과의 동조화가 예상된다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 40,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy, 적정주가 40,000 원 제시하며 커버리지 개시한다. 당사 19년 BPS 추정치(41,593원)에 ROE/COE 0.96 배를 적용하였다. 적정 PBR 0.96 배는 11년 이후 평균적으로 받아왔던 0.92 배와 유사한 수준이며, 글로벌 FSC Peer들과 비교해도 적정한 수준이다. 적용에 무리가 없다고 판단한다. 최근 한 사모펀드의 한진칼 지분매입에 따라 배당확대 기대감이 존재할 수 있으나 단기적으로 역대 최고 수준의 배당률을 감안하더라도 배당 매력은 높지 않다. 중장기적 경영합리화 관점에서 접근해야 한다는 판단이다.

## 주가방향성을 좌우했던 화물부문은 부진이 예상되나..

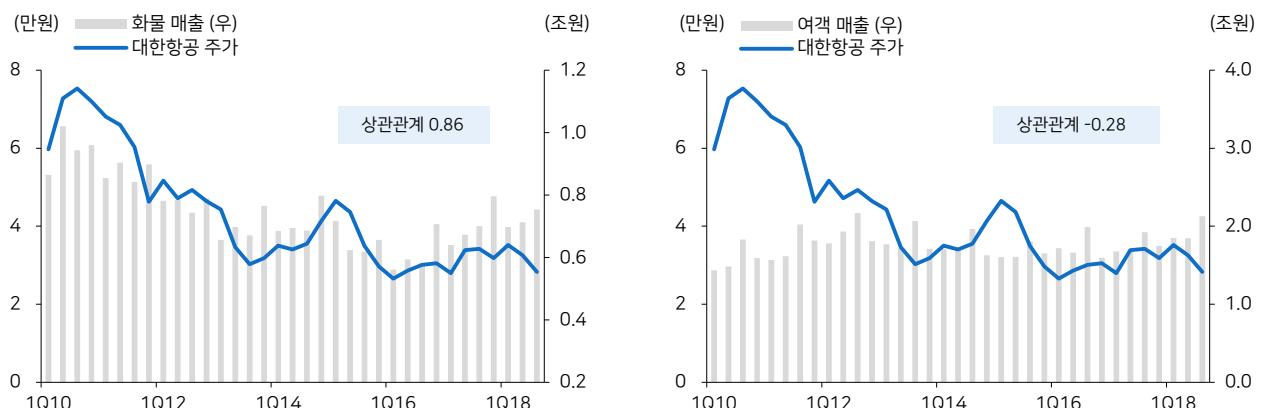
대한항공의 주가,  
지난 9년간 화물 매출과 동행

19년 화물 부문,  
업황 둔화로  
YoY -7.5% 감소 전망

대한항공의 주가는 지난 9년간 화물 매출과 동행해왔다. 상관관계가 0.86으로 높은 수준이다(전사매출 0.11, 여객매출 -0.28, 영업이익 -0.05). LCC가 등장하며 여객부문에 대한 기대감이 낮아지면서 투자자들의 관심이 화물 실적에 집중된 결과다. 이익지표는 주가방향성을 좌우하기엔 변동성이 지나치게 크다.

향후 항공화물 전망은 밝지 않다. 19년 화물매출은 2조 6,890억 원을 기록하며 YoY -7.5% 감소할 전망이다. 지난 2년간 화물 실적의 호조를 이끌었던 글로벌 경기 호조세 둔화가 원인이다. 이미 주요노선의 FTK는 성장세가 약화되는 모습이 뚜렷하다. 대한항공의 화물 수송실적 또한 빠른 속도로 감소하며 역성장을 시현하고 있다. 4Q18 미국 수요 성수기(추수감사절, 성탄절)가 지나면 감소폭이 확대될 전망이다. 대한항공이 화물기재를 줄이고 있는 데는 이유가 있다 (17년 28대→18년 23대→19년 21대). 화물부문에 대해서 눈높이를 낮춰야 한다는 판단이다.

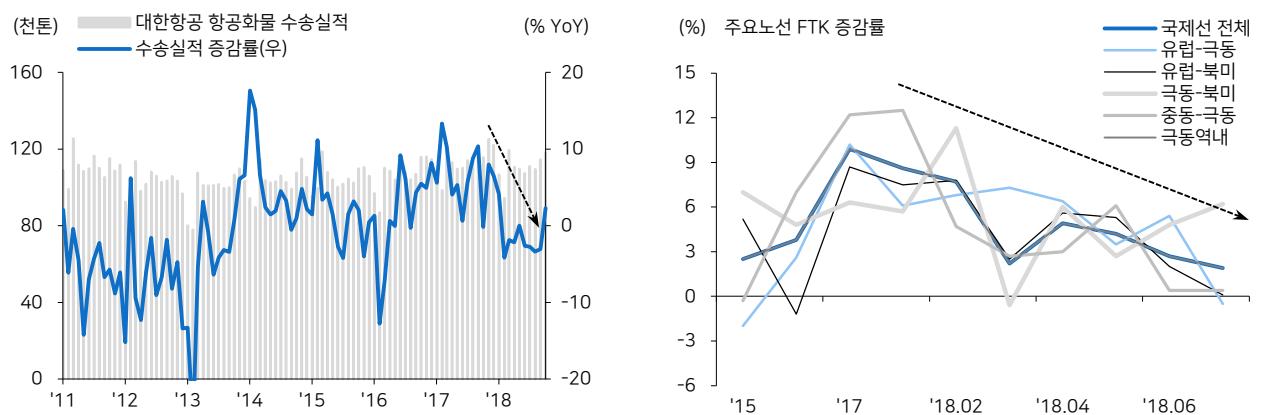
그림126 대한항공 주가, LCC 등장 이후 여객부문에 대한 기대감이 낮아지면서 화물 매출과 동행



자료: 대한항공, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 대한항공, 메리츠종금증권 리서치센터

그림127 글로벌 경기 성장세 둔화로 산업수요 둔화되고 있으며 대한항공 수송실적 또한 역성장세 기록 중



자료: 항공정보포털, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: IATA, 메리츠종금증권 리서치센터

## 호조세를 지속 중인 국제선 여객이 전사실적 개선 이끌 전망

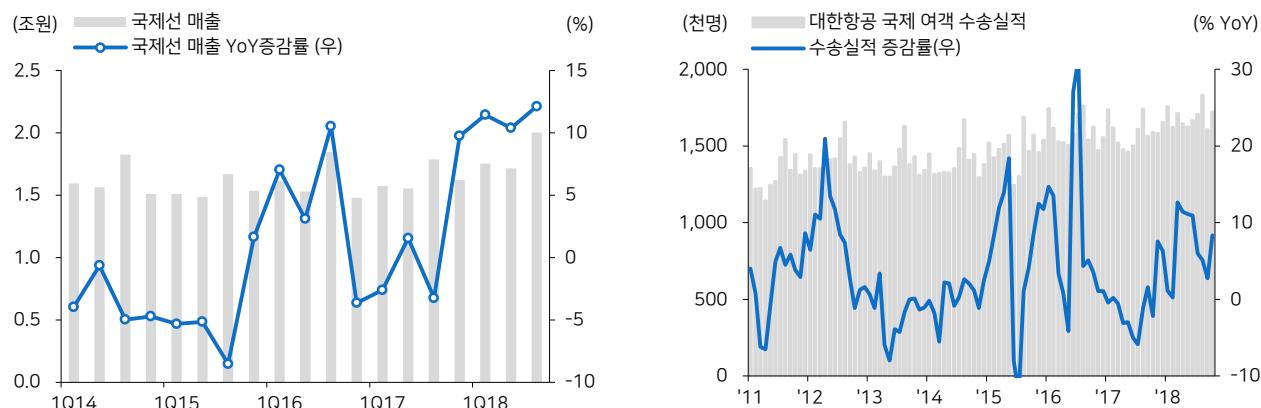
중국노선 회복세와  
미주노선 공급확대로  
국제선 매출 성장 지속 전망

화물부문의 부진에도 불구하고 국제선 매출 성장세가 전사실적 개선을 이끌 전망이다. 여객부문 매출은 18년 YoY +13.5%에 이어 19년 +14.5% 성장하며 8조 4,980억원을 예상한다. 중국노선의 회복세가 이어지고, 미주노선 공급확대를 통해 J/V 효과를 극대화해 나갈 전망이다. 현재 미주노선은 엘타항공과의 J/V 개시에도 불구하고 공급 축소로 시너지를 극대화하지 못하고 있다는 판단이다. 내년 4월부터 보스턴 신규 취항을 비롯하여 공급이 확대되며 성장세 확대를 예상한다.

High-Class 수송 실적 늘어나며  
Yield 개선세도 지속 예상

단순히 공급 확대 뿐만 아니라 High-Class 수송 실적이 늘어나며 Yield 개선세도 지속할 전망이다. 지난 3분기 국제선 Yield는 +11.1% 상승세를 시현하였다. 미주노선은 +11.7% 상승한 것으로 계산된다. 유류 할증료를 감안하더라도 높은 성장세다. 엘타 J/V를 통해 High-Class 승객의 유입이 늘어난 것으로 보인다. 엘타 J/V 효과가 본격적으로 부각될 19년에도 Yield 상승세가 지속될 전망이다.

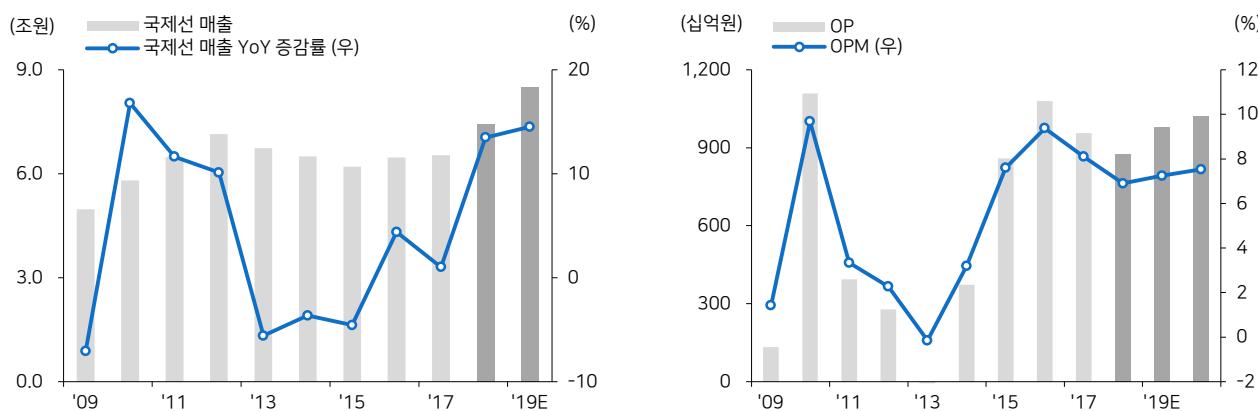
그림128 대한항공 국제선 실적, 사드이슈로 급감했던 중국노선의 회복 뿐만 아니라 기타 노선에서도 호조세 시현 중



자료: 항공정보포털, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 항공정보포털, 메리츠종금증권 리서치센터

그림129 중국노선 회복 지속 및 북미노선 공급확대로 엘타 J/V 효과 본격화되며 향후 실적개선 이끌 전망



자료: 대한항공, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 대한항공, 메리츠종금증권 리서치센터

표42 대한항공의 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E
매출액(연결)	3,102.0	3,105.7	3,517.9	3,353.9	3,333.7	3,351.7	3,800.6	3,467.8	11,731.9	12,092.2	13,079.5	13,953.8
(% YoY)	8.2	6.9	9.5	7.9	7.5	7.9	8.0	3.4	1.6	3.1	8.2	6.7
부문별 매출액(별도)												
1) 국내선 여객	97.9	131.6	125.1	112.5	95.0	126.8	119.0	106.1	493.7	507.0	467.1	446.9
(% YoY)	-6.9	-8.4	-8.4	-7.4	-3.0	-3.7	-4.8	-5.7	4.3	2.7	-7.9	-4.3
RPK (백만Km)	563.0	713.0	634.0	583.9	520.0	660.5	585.7	539.7	2,880.0	2,894.0	2,493.9	2,306.0
Yield (원/Km)	173.9	184.6	197.3	192.8	182.6	192.0	203.2	196.6	171.4	175.2	187.3	193.8
L/F (%)	72.3	80.3	72.6	74.1	70.3	78.3	70.6	72.1	77.7	77.6	74.9	72.9
2) 국제선 여객	1,754.0	1,715.2	2,003.1	1,948.1	2,004.6	2,020.4	2,353.4	2,119.3	6,472.0	6,538.5	7,420.4	8,497.7
(% YoY)	11.4	10.4	12.1	19.9	14.3	17.8	17.5	8.8	4.4	1.0	13.5	14.5
RPK (백만Km)	18,785.0	19,330.0	20,407.0	20,266.0	20,253.6	21,684.9	23,053.8	21,405.0	73,029.0	74,948.0	78,788.0	86,397.2
Yield (원/Km)	93.4	88.7	98.2	96.1	99.0	93.2	102.1	99.0	88.6	87.2	94.2	98.4
L/F (%)	79.4	80.7	82.1	78.3	80.4	81.7	83.1	79.3	78.6	79.4	80.1	81.1
3) 항공 화물	697.6	712.5	754.2	742.2	666.1	648.5	685.8	688.6	2,443.7	2,808.7	2,906.5	2,689.0
(% YoY)	9.1	5.9	7.7	-6.8	-4.5	-9.0	-9.1	-7.2	-6.5	14.9	3.5	-7.5
FTK (백만Km)	2,009.0	2,023.0	2,079.0	1,932.6	1,826.3	1,767.0	1,828.9	1,749.0	8,163.0	8,593.0	8,043.6	7,171.3
Yield (원/Km)	347.2	352.2	362.8	384.0	364.7	367.0	375.0	393.7	299.4	326.9	361.3	375.0
L/F (%)	76.6	75.9	76.7	79.4	74.6	73.9	74.7	77.4	76.9	78.5	77.1	75.1
영업이익(연결)	166.3	66.7	401.8	231.6	105.3	50.8	504.4	349.6	1,120.8	939.8	866.5	1,010.0
(% YoY)	-13.1	-61.4	13.0	5.3	-36.7	-23.8	25.5	50.9	26.9	-16.2	-7.8	16.6
(영업이익률, %)	5.4	2.1	11.4	6.9	3.2	1.5	13.3	10.1	9.6	7.8	6.6	7.2
세전이익	-1.1	-379.9	344.9	70.4	45.1	-270.2	546.5	191.4	-717.4	1,121.7	34.3	512.7
(% YoY)	적전	적지	215.7	-86.9	흑전	적지	58.4	171.7	적지	흑전	-96.9	1,393.7
당기순이익(지배)	-10.3	-304.2	252.2	76.2	34.0	-209.6	421.1	150.4	-564.9	791.5	13.8	395.9
(% YoY)	적전	적지	335.9	-79.9	흑전	적지	67.0	97.5	적지	흑전	-98.3	2,774.0
주요 가정												
원/달러 환율(평균)	1,072.3	1,079.5	1,121.3	1,130.0	1,125.0	1,125.0	1,112.5	1,087.5	1,160.6	1,129.8	1,100.8	1,112.5
원/달러 환율(기말)	1,063.6	1,114.7	1,109.3	1,125.0	1,112.5	1,100.0	1,087.5	1,075.0	1,207.7	1,071.0	1,125.0	1,075.0
항공유(달러/배럴)	78.4	83.7	87.3	90.5	89.3	89.2	88.9	88.8	52.2	64.6	85.3	89.3
(% YoY)	19.3	34.1	45.5	29.0	13.9	6.6	1.8	-1.8	-23.4	23.8	32.1	4.7

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## Valuation: 투자의견 Buy, 적정주가 40,000 원 제시

투자의견 Buy,  
적정주가 40,000 원 제시

사모펀드의 한진칼 지분매입은  
단기적 배당 기대보다는  
중장기적 관점에서 접근 필요

투자의견 Buy, 적정주가 40,000원 제시하며 커버리지 개시한다. 당사 19년 BPS 추정치(41,593원)에 ROE/COE 0.96배를 적용하였다. 적정 PBR 0.96배는 11년 이후 평균적으로 받아왔던 0.92배와 유사하며, 글로벌 FSC Peer들과 비교해도 적정한 수준이다. 적용에 무리가 없다고 판단한다.

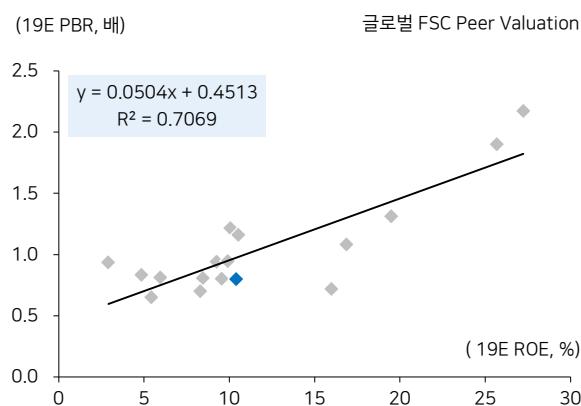
최근 한 사모펀드의 한진칼 지분매입에 따라 배당확대 기대감이 존재할 수 있다. 지분 공시 이후 우선주가 30% 이상 상승한 점이 이를 반증한다. 그러나 당장 올 연말 배당을 기대하기에는 배당여력이 낮다. 18년 순이익(지배)은 138억원을 기록하며 YoY -98% 감소가 예상된다. FCF 관점에서는 배당이 확대될 여지가 존재하긴 하나 역대 최고 수준의 배당(보통주 445원, 우선주 550원)을 가정하더라도 보통주 기준 시가배당률은 1.4% 수준으로 높지 않다(글로벌 피어 2.1%, 제주 항공 1.7%). 경영 합리성 제고 등 중장기적 관점에서 접근할 필요가 있다.

표43 19년 BPS 추정치에 ROE/COE 0.96배 적용하여 적정주가 40,000원 제시

	2016	2017	2018E	2019E	비고
<b>COE (%)</b>	<b>9.83</b>	<b>10.06</b>	<b>11.18</b>	<b>10.81</b>	
무위험 수익률 (Rf)	1.44	1.80	2.14	1.85	3년 국고채 수익률, 19년 전망치는 당사 전망치
시장 기대수익률 (Rm)	9.17	9.60	10.69	10.33	KOSPI PER 액수, 19년=(18년*2+17년*1)/3
마켓 리스크 프리미엄 (Rm-Rf)	7.73	7.79	8.55	8.48	
Beta (52주)	1.09	1.06	1.06	1.06	19년=(18년*2+17년*1)/3
<b>ROE (지배)</b>	<b>-27.2</b>	<b>29.4</b>	<b>0.4</b>	<b>10.4</b>	
(ROE-g)/(COE-g)	-2.77	2.92	0.03	0.96	영구성장을 0% 가정
BPS (지배)	22,352	37,824	37,717	41,593	
Target PBR (배)				0.96	11년 이후 8년간 받아온 멀티플 평균 0.92
<b>적정주가 (원)</b>				<b>40,000</b>	
현재주가 (원)				32,550	
상승여력 (%)				22.9	

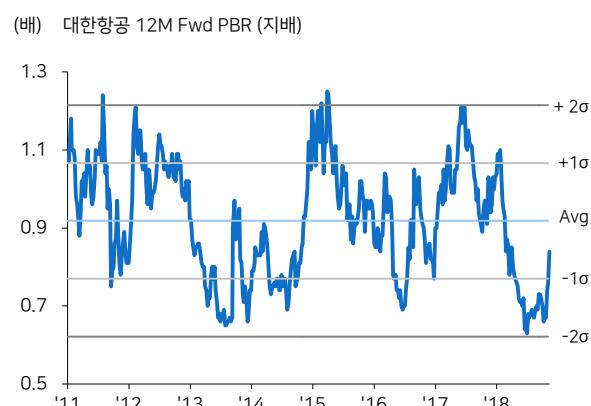
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림130 글로벌 FSC Peer ROE-PBR 차트



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림131 대한항공 12M Fwd PBR (지배) 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

표44 Global FSC Peer Valuation Table

Company Name	국가	시총 (조원)	PER		EPS Growth		PBR		ROE		EV/EBITDA		배당수익률		
			18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	
델타 에어라인스	US	43.5	10.2	8.8	12.2	15.7	2.8	2.2	27.7	27.2	6.0	5.2	2.4	2.6	
유나이티드 컨티넨탈 홀딩스	US	28.3	10.8	9.2	26.2	17.0	2.4	1.9	24.9	25.7	6.0	5.4	0.0	0.0	
에어 캐나다	CA	5.8	10.6	7.2	-42.5	47.5	1.6	1.3	15.4	19.5	4.9	3.8	N/A	N/A	
루프트한자 독일항공	GE	11.9	4.6	4.9	-19.9	-5.6	0.8	0.7	18.5	16.0	2.6	2.6	4.2	4.5	
에어프랑스-KLM	FR	5.2	6.9	6.7	-68.6	3.8	1.3	1.1	20.4	16.9	2.3	2.3	0.4	0.7	
핀에어	FI	1.2	8.7	10.0	-17.8	-13.1	0.9	0.8	10.1	8.5	3.1	3.2	3.7	3.5	
일본항공	JN	14.8	12.1	12.2	-8.9	-0.8	1.3	1.2	11.6	10.1	4.0	4.0	2.6	2.7	
ANA 홀딩스	JN	14.1	12.7	11.6	-23.7	8.9	1.3	1.2	10.4	10.5	5.7	5.4	1.7	1.9	
중국국제항공	CH	17.7	14.9	10.3	-22.0	44.4	1.0	0.9	7.1	9.3	7.5	6.5	1.4	2.1	
중국동방항공	CH	11.6	13.4	9.5	-28.9	40.9	1.0	0.9	7.7	9.9	8.2	7.3	0.8	1.4	
중국남방항공	CH	12.6	13.1	8.8	-41.8	48.4	0.9	0.8	7.2	9.6	8.2	7.0	1.3	2.3	
싱가포르 항공	SI	9.0	15.3	13.8	-19.7	10.7	0.8	0.8	5.4	6.0	5.9	6.3	3.8	4.1	
캐세이파시픽항공	HK	6.1	39.2	11.3	186.3	246.0	0.7	0.7	1.7	5.4	8.3	6.6	1.0	2.6	
중화항공	TA	2.0	26.5	32.2	-4.3	-17.8	1.0	0.9	2.9	2.9	N/A	N/A	0.5	1.0	
타이항공	TH	1.0	20.3	12.4	166.0	63.6	0.9	0.8	1.3	4.9	7.4	6.6	0.0	0.3	
Average			10.8	13.5	10.1	-1.9	21.7	1.2	1.0	11.0	11.7	5.7	5.2	1.7	2.1
대한항공	SK	3.1	232.1	7.9	-98.4	2,842	0.9	0.8	0.4	10.4	5.5	5.1	0.8	0.8	
아시아나항공	SK	0.9	695.5	10.1	-99.5	6,781	0.8	0.7	0.1	7.6	5.7	5.2	0.0	0.0	

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 대한항공 (003490)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>11,731.9</b>	<b>12,092.2</b>	<b>13,079.5</b>	<b>13,953.8</b>	<b>14,017.7</b>
매출액증가율 (%)	1.6	3.1	8.2	6.7	0.5
매출원가	9,435.2	9,991.2	10,922.2	11,564.1	11,555.6
매출총이익	2,296.6	2,101.1	2,157.3	2,389.7	2,462.2
판매관리비	1,175.8	1,161.3	1,290.8	1,379.6	1,386.7
<b>영업이익</b>	<b>1,120.8</b>	<b>939.8</b>	<b>866.5</b>	<b>1,010.0</b>	<b>1,075.5</b>
영업이익률	9.6	7.8	6.6	7.2	7.7
금융손익	-507.2	-457.8	-415.2	-450.1	-494.1
종속/관계기업손익	-112.3	11.3	1.0	1.1	1.2
기타영업외손익	-1,218.7	628.4	-418.0	-48.4	-36.3
세전계속사업이익	-717.4	1,121.7	34.3	512.7	546.3
법인세비용	-160.6	319.8	19.3	112.8	120.2
<b>당기순이익</b>	<b>-556.8</b>	<b>801.9</b>	<b>15.1</b>	<b>399.9</b>	<b>426.1</b>
지배주주지분 순이익	-564.9	791.5	13.8	395.9	421.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,806.3</b>	<b>2,806.8</b>	<b>2,329.5</b>	<b>2,576.5</b>	<b>2,353.7</b>
당기순이익(손실)	-556.8	801.9	15.1	399.9	426.1
유형자산상각비	1,698.3	1,647.8	2,041.7	2,021.9	2,004.6
무형자산상각비	53.3	45.2	38.6	34.3	30.5
운전자본의 증감	-97.2	-41.1	384.4	275.3	20.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-873.5</b>	<b>-2,041.2</b>	<b>-1,308.3</b>	<b>-1,240.8</b>	<b>-1,151.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1,145.1	-1,876.5	-1,800.1	-1,901.5	-1,854.5
투자자산의감소(증가)	406.1	155.6	-37.9	-33.3	-1.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-1,829.3</b>	<b>-1,036.2</b>	<b>-971.9</b>	<b>-1,182.6</b>	<b>-1,133.4</b>
차입금의 증감	83.1	106.3	197.0	-89.5	-98.6
자본의 증가	0.0	453.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	122.4	-328.7	49.3	153.1	68.7
기초현금	967.5	1,089.9	761.2	810.5	963.6
기말현금	1,089.9	761.2	810.5	963.6	1,032.2

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>3,328.0</b>	<b>3,582.3</b>	<b>3,782.4</b>	<b>4,134.2</b>	<b>4,217.4</b>
현금및현금성자산	1,089.9	761.2	810.4	963.6	1,032.2
매출채권	607.1	636.0	672.3	717.3	720.5
재고자산	564.7	682.7	674.6	719.7	723.0
<b>비유동자산</b>	<b>20,628.5</b>	<b>21,066.4</b>	<b>20,901.5</b>	<b>20,756.3</b>	<b>20,600.2</b>
유형자산	17,873.3	18,907.3	18,742.2	18,596.7	18,468.7
무형자산	405.0	363.5	324.9	290.6	260.1
투자자산	620.6	476.3	515.2	549.6	552.2
<b>자산총계</b>	<b>23,956.5</b>	<b>24,648.7</b>	<b>24,683.9</b>	<b>24,890.4</b>	<b>24,817.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>9,131.1</b>	<b>6,638.1</b>	<b>6,223.9</b>	<b>5,911.5</b>	<b>5,531.8</b>
매입채무	113.9	151.8	164.2	175.2	176.0
단기차입금	1,168.0	772.6	656.7	591.1	561.5
유동성장기부채	5,175.1	3,300.5	2,805.4	2,384.6	2,026.9
<b>비유동부채</b>	<b>12,951.1</b>	<b>14,259.4</b>	<b>14,718.0</b>	<b>14,860.9</b>	<b>14,765.8</b>
사채	83.2	1,103.0	1,079.7	1,059.9	1,044.9
장기차입금	1,016.1	1,941.9	2,015.0	1,941.9	1,858.8
<b>부채총계</b>	<b>22,082.2</b>	<b>20,897.6</b>	<b>20,941.9</b>	<b>20,772.4</b>	<b>20,297.6</b>
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	566.4	938.3	1,336.1
비지배주주지분	113.7	121.7	122.9	126.9	131.2
<b>자본총계</b>	<b>1,874.4</b>	<b>3,751.1</b>	<b>3,742.1</b>	<b>4,118.0</b>	<b>4,520.0</b>

## Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	151,064	133,470	137,904	147,123	147,797
EPS(지배주주)	-7,274	8,733	142	4,171	4,444
CFPS	37,243	31,121	20,247	24,863	25,236
EBITDAPS	14,432	10,373	9,136	10,649	11,339
BPS	22,352	37,824	37,717	41,593	45,738
DPS	0	250	250	250	250
배당수익률(%)	0.0	0.7	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	-3.5	3.9	232.1	7.9	7.4
PCR	0.7	1.0	1.6	1.3	1.3
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7
EBITDA	2,872.3	2,632.8	2,946.7	3,066.3	3,110.5
EV/EBITDA	6.0	6.4	5.5	5.1	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-27.2	29.4	0.4	10.4	10.1
EBITDA 이익률	24.5	21.8	22.5	22.0	22.2
부채비율	1,178.1	557.1	559.6	504.4	449.1
금융비용부담률	3.2	3.5	3.5	3.6	3.9
이자보상배율(X)	2.8	2.1	1.7	1.8	1.8
매출채권회전율(X)	19.9	19.5	20.0	20.1	19.5
재고자산회전율(X)	22.2	19.4	19.3	20.0	19.4

Industry Indepth  
2018. 11. 26

# 아시아나항공 020560

## 유동성 우려 완화 국면

### ▲ 운송/자동차 부품

Analyst 이종현  
02. 6098-6654  
jonghyun\_lee@meritz.co.kr

- ✓ 19년, 국제선 여객 부문 실적이 전사실적 성장 이끌 전망. 19년 연결 매출은 7조 2,800 억원 (YoY +5.2%), 연결 영업이익 2,832 억원 (YoY +5.0%) 예상
- ✓ 주가의 발목을 잡고 있던 유동성 리스크는 점진적 해소 국면. 향후 상환부담은 2Q18 8,000 억원에서 4Q18 3,000 억원으로 감소 예정.
- ✓ 투자의견 Trading Buy, 적정주가 4,600 원으로 커버리지 개시. 당사 19년 ROE 추정치를 통해 도출한 적정 PBR(1.0 배)에 17년 받아온 할인률 15.8% 적용

### Trading Buy (신규)

적정주가 (12개월)	4,600 원
현재주가 (11.23)	4,265 원
상승여력	7.9%

KOSPI	2,057.48pt
시가총액	8,753억원
발행주식수	20,524만주
유동주식비율	66.52%
외국인비중	12.52%
52주 최고/최저가	5,460원/3,350원
평균거래대금	35.3억원
<b>주요주주(%)</b>	
금호산업 외 4인	33.48
금호석유화학	11.98

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.6	-14.9	-6.5
상대주가	16.3	2.3	15.3

### 주가그래프



### 19년, 국제선 여객 부문의 실적이 전사실적 이끌 전망

아시아나항공의 19년 실적은 화물부문의 성장세가 약화되고 국제선 부문이 성장을 이끌 전망이다. 연결 매출은 YoY +5.2% 증가한 7조 2,804 억원을 예상 한다(YoY +7.5%, 화물 +1.7%). 대한항공 대비 낮은 성장률의 근거는 상대적으로 1) 낮은 미주노선의 경쟁력과 2) 높은 단거리노선 비중이다.

연결 영업이익은 YoY + 5.0% 증가한 2,832 억원을 예상한다. 에어서울의 이익 성장과 면세부문의 이익훼손을 반영하였다.

### 유동성 리스크는 점진적 해소 국면

17년부터 우려가 심화된 유동성 리스크는 점진적으로 해소되는 중이다. 보유 자산 매각과 CB·ABS 발행 등으로 만기도록 차입금에 대해서 차질없이 상환이 이루어지고 있다. 향후 상환부담은 2Q18 8,000 억원에서 4Q18 3,000 억원으로 감소할 예정이다. 남은 차입금들 또한 여유있는 조달 계획으로 상환이 가능할 전망이다. 점진적인 유동성 우려 완화를 예상 한다.

### 투자의견 Trading Buy, 적정주가 4,600 원으로 커버리지 개시

투자의견 Trading Buy, 적정주가 4,600 원으로 커버리지를 개시한다. 당사 19년 ROE 추정치를 통해 도출한 적정 PBR에 17년 받아온 할인률 15.8%를 적용하여 산출하였다. 동사가 받아온 밸류에이션은 11년 이후 16년까지 6년간 12M forward ROE와 동행해왔다. 유동성 리스크가 본격적으로 심화된 17년에는 적정 PBR 대비 15.8% 디스카운트를 받아왔으며, 유가·달러 등 대외변수의 불확실성까지 가중된 18년에는 43.5%의 디스카운트를 받아오고 있다. 향후 유동성 리스크는 점진적으로 완화될 전망이나 비우호적인 대외변수 방향성·성장세가 둔화되고 있는 영업환경이 여전히 불확실성으로 작용할 전망이다. 이에 17년 받아온 할인률 15.8%를 적용하였다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	5,763.6	256.5	49.3	251	흑전	4,346	16.8	1.0	8.1	5.7	689.9
2017	6,227.1	275.9	251.9	1,227	389.8	5,607	3.7	0.8	7.2	24.7	588.2
2018E	6,923.5	269.6	1.3	6	-99.5	5,371	695.5	0.8	5.7	0.1	532.3
2019E	7,280.4	283.2	86.6	422	6781.3	5,793	10.1	0.7	5.2	7.6	486.4
2020E	7,541.0	461.0	219.4	1,069	153.3	6,862	4.0	0.6	3.8	16.9	401.6

## 국제선 부문의 실적 개선세 지속되며 전사실적 성장 전망

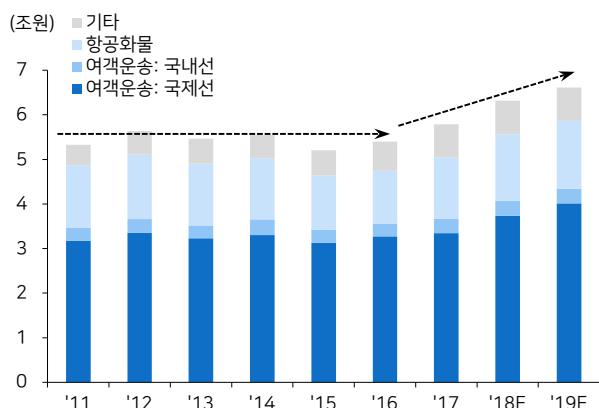
국제선 부문이  
전사 매출성장 이끌 전망

아시아나항공의 실적은 11년 이후 16년까지 사실상 정체 상태를 지속해왔다. 이후 17년부터 시작된 화물부문의 호조와 18년부터 부각된 국제선 여객부문의 호조가 전사실적 성장을 이끌고 있다. 19년에는 화물부문의 실적 성장세가 약화되고 국제선 부문이 전사 매출성장을 이끌 전망이다. 국제선 YoY +7.5%, 화물 +1.7% 증가하며 연결 매출은 +5.2% 증가한 7조 2,804억원을 예상한다.

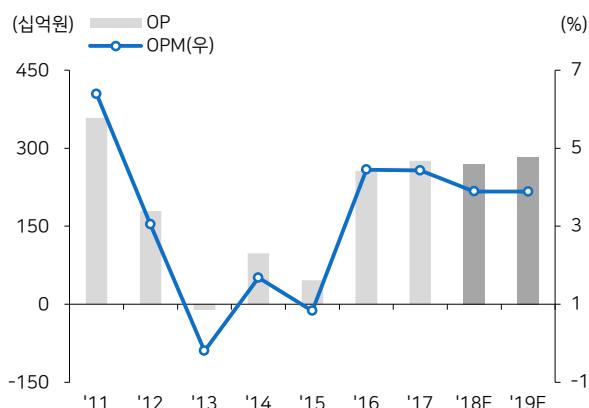
대한항공 대비  
낮은 성장세 시현 예상

대한항공 대비 낮은 국제선 성장률 (대한항공 국제선 매출 YoY +14.5%)을 전망하는 이유는 두가지다. 대한항공-델타 J/V와 비교시 미주 노선의 상대적으로 낮은 경쟁력과 대한항공 대비 높은 단거리 노선(일본, 중국, 동남아) 비중이다. 3분기 누적 기준으로 대한항공과 아시아나 항공 각각 단거리노선이 44.0%, 51.6%를 차지하고 있다. LCC의 계속적인 기재확대로 인한 영향이 대한항공 대비 더 크다고 판단한다.

그림132 국제선 여객이 이끄는 전사 매출 성장으로 원만한 실적 성장세 시현 예상

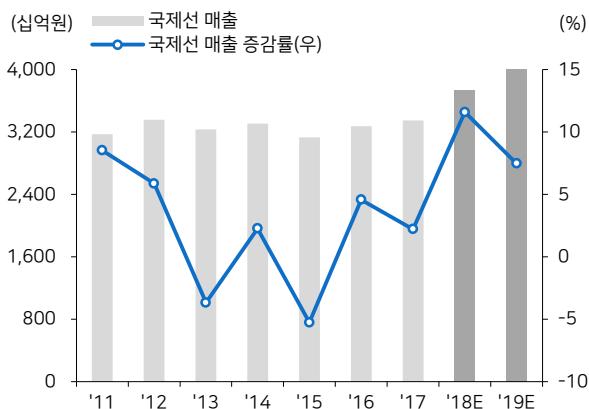


자료: 아시아나항공, 메리츠증권 리서치센터

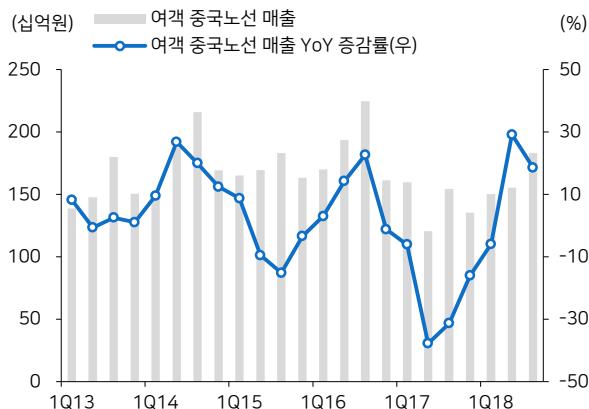


자료: 아시아나항공, 메리츠증권 리서치센터

그림133 중국노선을 비롯한 장거리노선의 회복 및 성장세 지속으로 국제선 매출 성장 가능 할 전망



자료: 아시아나항공, 메리츠증권 리서치센터



자료: 아시아나항공, 메리츠증권 리서치센터

표45 아시아나항공의 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E
매출액(연결)	1,602.8	1,642.9	1,852.1	1,825.7	1,754.7	1,741.2	1,872.6	1,911.8	5,763.6	6,227.1	6,923.5	7,280.4
(% YoY)	10.0	10.1	13.6	10.8	9.5	6.0	1.1	4.7	4.0	8.0	11.2	5.2
부문별 매출액(별도)												
1) 국내선 여객	69.9	96.2	89.1	83.4	68.2	94.1	85.8	81.4	288.5	321.7	338.6	329.6
(% YoY)	12.2	10.2	0.8	-0.4	-2.4	-2.2	-3.7	-2.4	-1.5	11.5	5.3	-2.7
RPK (백만Km)	544.0	640.0	624.8	565.0	531.1	625.7	610.5	551.6	2,153.0	2,327.0	2,373.9	2,319.0
Yield (원/Km)	128.5	150.3	140.6	147.6	128.5	150.3	140.6	147.6	134.0	138.2	142.6	142.1
L/F (%)	84.3	89.5	86.4	84.4	82.3	87.5	84.4	82.4	83.9	85.6	86.2	84.2
2) 국제선 여객	891.7	871.0	1,022.5	950.2	998.5	947.5	1,049.3	1,019.1	3,274.9	3,347.4	3,735.4	4,014.3
(% YoY)	9.5	12.4	13.1	11.2	12.0	8.8	2.6	7.3	4.6	2.2	11.6	7.5
RPK (백만Km)	10,981.0	11,103.0	11,587.4	11,048.4	11,599.7	11,502.5	11,433.3	11,505.0	40,321.0	41,884.0	44,719.8	46,040.4
Yield (원/Km)	81.2	78.4	88.2	86.0	86.1	82.4	91.8	88.6	81.2	79.9	83.5	87.2
L/F (%)	85.5	84.8	84.1	82.7	86.5	85.8	84.6	83.2	82.5	81.8	84.2	85.0
3) 항공 화물	327.7	347.5	385.4	433.5	338.5	355.7	390.6	435.2	1,179.3	1,382.0	1,494.1	1,520.0
(% YoY)	9.7	2.9	13.5	6.8	3.3	2.4	1.4	0.4	-2.8	17.2	8.1	1.7
FTK (백만Km)	1,100.0	1,168.0	1,211.1	1,178.0	1,071.8	1,138.7	1,180.3	1,148.0	4,296.0	4,676.0	4,657.1	4,538.9
Yield (원/Km)	297.9	297.5	318.2	368.0	315.8	312.4	330.9	379.1	274.5	295.6	320.8	334.9
L/F (%)	78.0	79.8	78.6	78.5	76.0	77.8	76.6	76.5	76.3	81.4	78.8	76.8
영업이익(연결)	64.3	38.0	101.0	66.3	38.2	29.9	118.5	96.7	256.5	275.9	269.6	283.2
(% YoY)	144.4	-11.2	-14.8	-24.9	-40.6	-21.4	17.3	45.8	456.6	7.6	-2.3	5.0
(영업이익률, %)	4.0	2.3	5.5	3.6	2.2	1.7	6.3	5.1	4.5	4.4	3.9	3.9
세전이익	-5.0	-78.7	70.8	10.8	-8.1	-56.1	116.3	66.4	83.8	351.0	-2.0	118.6
(% YoY)	적전	적지	162.2	-96.3	적지	적지	64.3	512.6	흑전	318.7	적전	흑전
당기순이익(지배)	-5.7	-50.8	27.2	36.4	-5.9	-40.9	85.0	48.5	49.3	251.9	1.3	86.6
(% YoY)	적전	적지	70.3	-82.7	적지	적지	300.0	33.0	흑전	411.2	-99.5	6,781.3
주요 가정												
원/달러 환율(평균)	1,072.3	1,079.5	1,121.3	1,130.0	1,125.0	1,125.0	1,112.5	1,087.5	1,160.6	1,131.0	1,100.8	1,112.5
원/달러 환율(기말)	1,066.0	1,070.0	1,109.3	1,125.0	1,125.0	1,125.0	1,100.0	1,075.0	1,151.1	1,119.7	1,092.6	1,106.3
항공유(달러/バレル)	78.4	83.7	87.3	90.5	89.3	89.2	88.9	88.8	52.1	64.6	85.0	89.1
(% YoY)	19.3	34.1	45.5	29.0	13.9	6.6	1.8	-1.8	-23.6	24.0	31.6	4.8

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 유동성 리스크는 점진적 해소 중

유동성 리스크는 점진적  
해소국면이라는 판단

17년부터 우려가 심화된 유동성 리스크는 점진적으로 해소되고 있는 국면이라고 판단한다. CJ대한통운 지분매각(1,500억), 대우건설 지분매각 (1,580억), 금호사 옥매각(4,000억원) 등 보유자산 매각과 CB·ABS 발행등으로 만기가 도래한 차입금에 대해서 차질없이 상환이 진행되고 있다.

남은 차입금들 또한  
상환에 큰 무리가 없을 전망

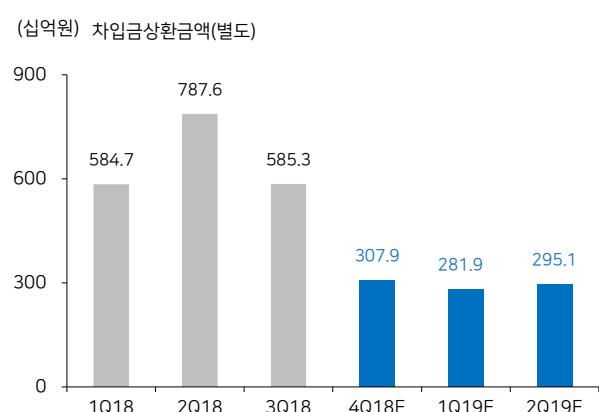
남은 단기 차입금들의 경우 ABS 추가발행 (5,200억원) 및 아시아나IDT 구주매출 (231억원), 항공기선급금 환급 등을 통해 상환할 예정이다. 영구채 발행은 성사 여부가 불확실하지만 차입금 상환금액 대비 조달계획에 여유가 있다. 1조원 내외의 ABS 발행여력 또한 고려하면 상환에 큰 무리가 없을 전망이다.

표46 아시아나 항공의 자본확충 계획 및 자금조달 계획: 차입금 상환금액 대비 조달계획에 여유 존재

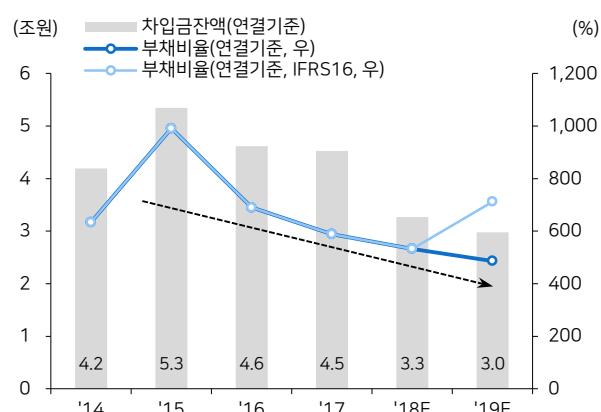
		3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	비고
자본확충계획	사옥매각	1,418				매각이익 및 연결 비지배지분 597~756억원 증가 시장상황 및 금리추이 고려하여 19년 상반기까지 진행 18년 4월 발행. 1년후 전환권 행사 가능.
	IDT IPO		756			
	영구채			2,200		
	CB전환				1,000	
	<b>TOTAL</b>	<b>1,418</b>	<b>756</b>	<b>2,200</b>	<b>1,000</b>	
	<b>누적</b>	<b>1,418</b>	<b>2,174</b>	<b>4,374</b>	<b>5,374</b>	
조달계획	사옥매각	3,966				구주매출 2200주*공모가상단 24,100원 기준 A321 Neo A321 Neo Spare Engine 1조원 내외 추가적인 발행 여력 존재
	<b>IDT 구주매출</b>		<b>231</b>			
	<b>영구채발행</b>			<b>2,200</b>		
	항공기선급금 환급				393	
	항공기 금융			179		
	회사채			500		
	금융권차입			500	2,000	
<b>ABS</b>		4,200		1,000		
<b>TOTAL</b>		<b>3,966</b>	<b>4,430</b>	<b>4,379</b>	<b>2,393</b>	
<b>차입금상환금액</b>		<b>5,853</b>	<b>3,079</b>	<b>2,819</b>	<b>2,951</b>	

자료: 아시아나항공, 메리츠종금증권 리서치센터

그림134 보유자산 매각 중심으로 차입금 차질없이 상환중에 있으며 향후 상환부담 감소로 유동성 리스크 점진적 해소 전망



자료: 아시아나항공, 메리츠종금증권 리서치센터



자료: 아시아나항공, 메리츠종금증권 리서치센터

## 투자의견 Trading Buy, 적정주가 4,600 원으로 커버리지 개시

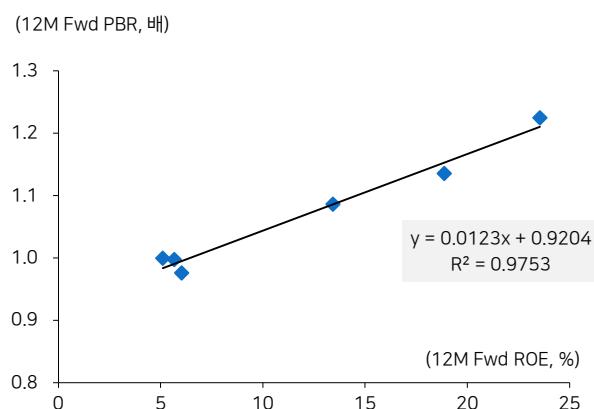
투자의견 Buy,  
적정주가 4,600 원 제시

유동성리스크는 완화 전망하나  
완전 해소는 아니라는 판단

아시아나항공에 대해 투자의견 Trading Buy, 적정주가 4,600원으로 커버리지를 개시한다. 동사가 받아온 벨류에이션은 11년 이후 16년까지 6년간 12M forward ROE와 동행해오는 모습을 보여왔다. 이후 유동성 리스크가 본격적으로 심화된 17년에는 적정 PBR 대비 15.8% 디스카운트를 받아왔으며, 유가·달러 등 대외변수의 불확실성까지 가중된 18년에는 43.5%의 디스카운트를 받아오고 있다.

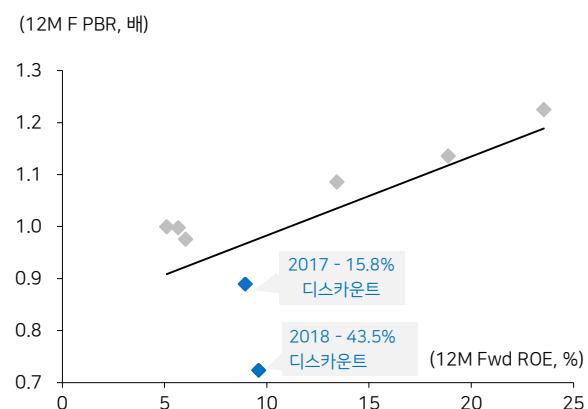
향후 유동성리스크는 점진적으로 완화될 전망이나 비우호적인 대외변수 방향성·성장세가 둔화되고 있는 영업환경이 여전히 불확실성으로 작용할 전망이다. 당사 19년 ROE 추정치를 통해 도출한 적정 PBR에 17년 받아온 할인률 15.8%를 적용하여 적정주가 4,600원을 제시한다. 당사 적정주가 수준에서는 18년 4월 발행된 전환사채의 전환권 행사가 어려워보이나 보수적으로 전환권 행사를 가정하였다.

그림135 유동성 리스크 심화 전 (2011-2016년)



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림136 유동성 리스크 심화 후 (2017-2018년)



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림137 아시아나항공 12M Fwd PBR 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

표47 Valuation Table

항목	값
19년 ROE (%)	7.56
Fair PBR (배) - 11~16년 유효했던 ROE 대비 벨류에이션 공식 적용	1.01
할인률 (%) - 17년 평균적으로 받아온 할인률	15.8
<b>Target PBR (배)</b>	<b>0.85</b>
19E BPS (원) - 전환사채 전환권 행사 가정(희석률 8%)	5,364
적정주가 (원)	4,575
<b>적정주가 ('000 rounding, 원)</b>	<b>4,600</b>
현재주가 (11.23)	4,265
상승여력 (%)	7.9

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

표48 Global FSC Peer Valuation Table

Company Name	국가	시총 (조원)	PER		EPS Growth		PBR		ROE		EV/EBITDA		배당수익률		
			18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	
델타 에어라인스	US	43.5	10.2	8.8	12.2	15.7	2.8	2.2	27.7	27.2	6.0	5.2	2.4	2.6	
유나이티드 컨티넨탈 홀딩스	US	28.3	10.8	9.2	26.2	17.0	2.4	1.9	24.9	25.7	6.0	5.4	0.0	0.0	
에어 캐나다	CA	5.8	10.6	7.2	-42.5	47.5	1.6	1.3	15.4	19.5	4.9	3.8	N/A	N/A	
루프트한자 독일항공	GE	11.9	4.6	4.9	-19.9	-5.6	0.8	0.7	18.5	16.0	2.6	2.6	4.2	4.5	
에어프랑스-KLM	FR	5.2	6.9	6.7	-68.6	3.8	1.3	1.1	20.4	16.9	2.3	2.3	0.4	0.7	
핀에어	FI	1.2	8.7	10.0	-17.8	-13.1	0.9	0.8	10.1	8.5	3.1	3.2	3.7	3.5	
일본항공	JN	14.8	12.1	12.2	-8.9	-0.8	1.3	1.2	11.6	10.1	4.0	4.0	2.6	2.7	
ANA 홀딩스	JN	14.1	12.7	11.6	-23.7	8.9	1.3	1.2	10.4	10.5	5.7	5.4	1.7	1.9	
중국국제항공	CH	17.7	14.9	10.3	-22.0	44.4	1.0	0.9	7.1	9.3	7.5	6.5	1.4	2.1	
중국동방항공	CH	11.6	13.4	9.5	-28.9	40.9	1.0	0.9	7.7	9.9	8.2	7.3	0.8	1.4	
중국남방항공	CH	12.6	13.1	8.8	-41.8	48.4	0.9	0.8	7.2	9.6	8.2	7.0	1.3	2.3	
싱가포르 항공	SI	9.0	15.3	13.8	-19.7	10.7	0.8	0.8	5.4	6.0	5.9	6.3	3.8	4.1	
캐세이파시픽항공	HK	6.1	39.2	11.3	186.3	246.0	0.7	0.7	1.7	5.4	8.3	6.6	1.0	2.6	
중화항공	TA	2.0	26.5	32.2	-4.3	-17.8	1.0	0.9	2.9	2.9	N/A	N/A	0.5	1.0	
타이항공	TH	1.0	20.3	12.4	166.0	63.6	0.9	0.8	1.3	4.9	7.4	6.6	0.0	0.3	
Average			10.8	13.5	10.1	-1.9	21.7	1.2	1.0	11.0	11.7	5.7	5.2	1.7	2.1
대한항공	SK	3.1	232.1	7.9	-98.4	2,842	0.9	0.8	0.4	10.4	5.5	5.1	0.8	0.8	
아시아나항공	SK	0.9	695.5	10.1	-99.5	6,781	0.8	0.7	0.1	7.6	5.7	5.2	0.0	0.0	

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 아시아나항공 (020560)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>5,763.6</b>	<b>6,227.1</b>	<b>6,923.5</b>	<b>7,280.4</b>	<b>7,541.0</b>
매출액증가율 (%)	4.0	8.0	11.2	5.2	3.6
매출원가	4,909.5	5,341.1	5,988.0	6,296.7	6,354.5
매출총이익	854.1	886.0	935.5	983.7	1,186.5
판매관리비	597.6	610.1	665.9	700.4	725.5
<b>영업이익</b>	<b>256.5</b>	<b>275.9</b>	<b>269.6</b>	<b>283.2</b>	<b>461.0</b>
영업이익률	4.5	4.4	3.9	3.9	6.1
금융손익	-134.5	-169.6	-159.1	-139.8	-136.9
종속/관계기업손익	24.0	25.0	20.3	13.0	13.4
기타영업외손익	-75.7	219.8	-132.9	-37.9	-37.9
세전계속사업이익	70.3	351.0	-2.0	118.6	299.6
법인세비용	19.3	103.1	-4.8	33.2	83.9
<b>당기순이익</b>	<b>52.6</b>	<b>247.9</b>	<b>2.8</b>	<b>85.4</b>	<b>215.7</b>
지배주주지분 순이익	49.3	251.9	1.3	86.6	219.4

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>658.8</b>	<b>660.3</b>	<b>665.3</b>	<b>633.5</b>	<b>722.5</b>
당기순이익(순실)	52.6	247.9	2.8	85.4	215.7
유형자산상각비	401.3	447.1	452.2	440.4	428.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	11.6	37.5	210.3	107.7	78.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-55.1</b>	<b>-654.7</b>	<b>430.5</b>	<b>-335.5</b>	<b>-316.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-374.9	-448.0	-353.0	-330.6	-314.0
투자자산의감소(증가)	404.1	142.7	147.0	-7.5	-5.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-511.6</b>	<b>-8.2</b>	<b>-1,254.9</b>	<b>-292.8</b>	<b>-336.5</b>
차입금의 증감	-210.7	-320.6	-290.8	66.1	17.8
자본의 증가	50.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	88.0	5.4	-159.1	5.2	69.7
기초현금	182.9	270.9	276.3	117.1	122.3
기말현금	270.9	276.3	117.1	122.3	192.0

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>1,196.6</b>	<b>1,221.2</b>	<b>1,167.8</b>	<b>1,227.1</b>	<b>1,336.4</b>
현금및현금성자산	270.9	276.3	117.1	122.3	192.0
매출채권	362.4	402.2	447.1	470.2	487.0
재고자산	210.0	233.7	259.8	273.2	283.0
<b>비유동자산</b>	<b>7,032.6</b>	<b>7,329.4</b>	<b>6,392.3</b>	<b>6,285.0</b>	<b>6,171.4</b>
유형자산	5,155.5	5,363.7	4,859.5	4,744.7	4,625.6
무형자산	246.2	262.5	262.5	262.5	262.5
투자자산	459.6	341.9	145.2	152.7	158.2
<b>자산총계</b>	<b>8,229.2</b>	<b>8,550.6</b>	<b>7,560.1</b>	<b>7,512.1</b>	<b>7,507.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>3,273.7</b>	<b>3,544.5</b>	<b>2,690.8</b>	<b>2,274.5</b>	<b>2,079.6</b>
매입채무	139.3	117.0	130.1	136.8	141.7
단기차입금	277.4	431.5	258.9	181.2	126.9
유동성장기부채	1,648.1	1,672.9	832.9	412.9	212.9
<b>비유동부채</b>	<b>3,913.7</b>	<b>3,763.7</b>	<b>3,673.7</b>	<b>3,956.6</b>	<b>3,931.4</b>
사채	725.0	757.6	806.1	944.9	844.9
장기차입금	285.0	286.6	131.6	136.6	141.6
<b>부채총계</b>	<b>7,187.4</b>	<b>7,308.1</b>	<b>6,364.4</b>	<b>6,231.1</b>	<b>6,011.0</b>
자본금	1,026.2	1,026.2	1,026.2	1,026.2	1,026.2
자본잉여금	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
기타포괄이익누계액	82.3	52.0	2.4	2.4	2.4
이익잉여금	-120.6	155.5	156.7	243.3	462.7
비지배주주지분	149.9	91.8	93.3	92.1	88.4
<b>자본총계</b>	<b>1,041.9</b>	<b>1,242.5</b>	<b>1,195.7</b>	<b>1,281.0</b>	<b>1,496.7</b>

### Key Financial Data

(주당데이터(원))	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	29,313	30,341	33,734.5	35,473.3	36,743.1
EPS(지배주주)	251	1,227	6.1	422.0	1,068.9
CFPS	3,837	3,938	2,988.5	3,434.6	4,243.0
EBITDAPS	1,304	1,344	1,313.7	1,380.0	2,246.1
BPS	4,346	5,607	5,371.0	5,793.0	6,861.9
DPS	0	0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	16.8	3.7	695.5	10.1	4.0
PCR	1.2	1.2	1.4	1.2	1.0
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
EBITDA	657.8	722.9	721.8	723.6	889.1
EV/EBITDA	8.1	7.2	5.7	5.2	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.7	24.7	0.1	7.6	16.9
EBITDA 이익률	11.4	11.6	10.4	9.9	11.8
부채비율	689.9	588.2	532.3	486.4	401.6
금융비용부담률	2.5	2.8	2.4	2.1	2.0
이자보상배율(X)	1.8	1.6	1.6	1.9	3.1
매출채권회전율(X)	16.6	16.3	16.3	15.9	15.8
재고자산회전율(X)	27.7	28.1	28.1	27.3	27.1

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이종현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 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)		

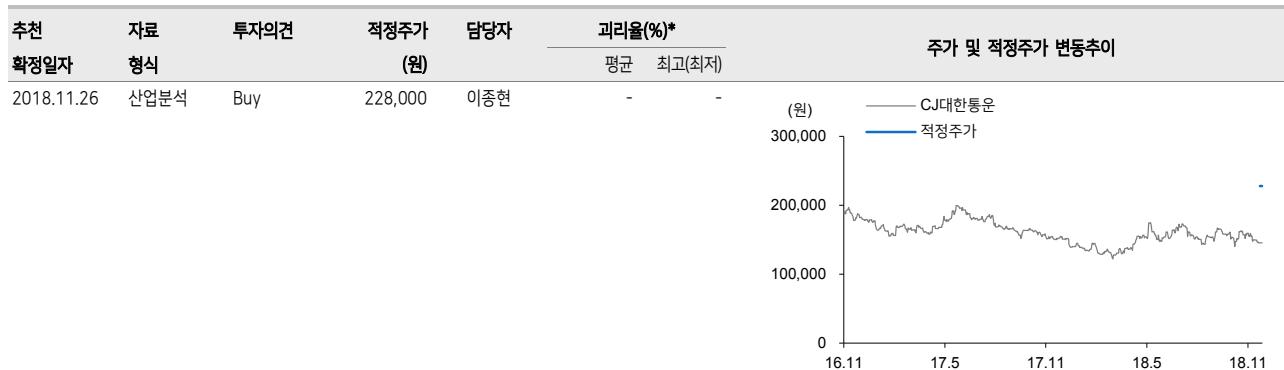
**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

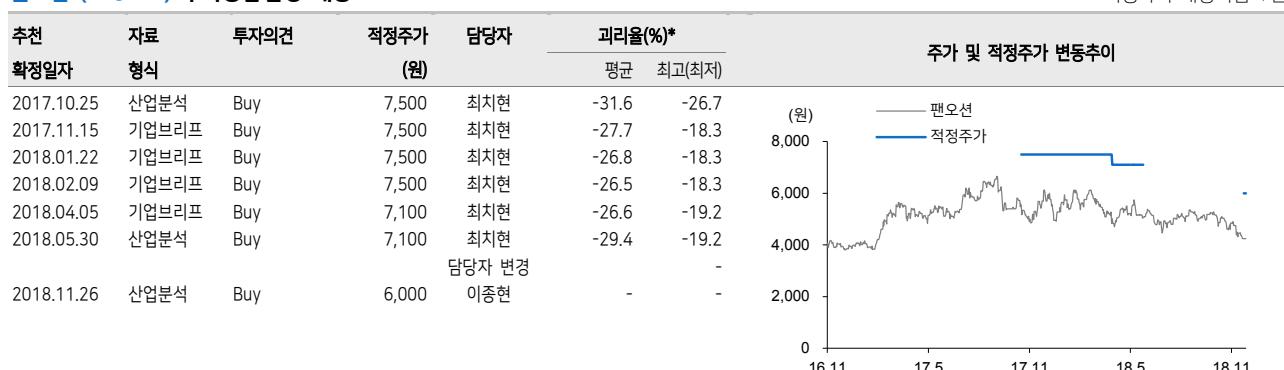
2018년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**CJ 대한통운 (000120) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

**팬오션 (028670) 투자등급변경 내용**

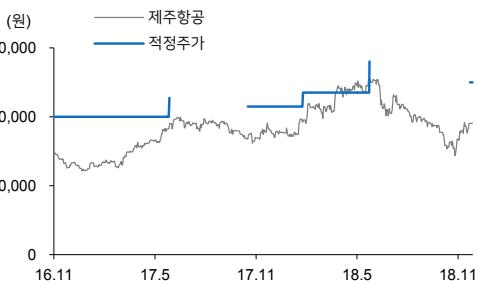
\* 적정가격 대상시점: 1년



## 제주항공 (089590) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

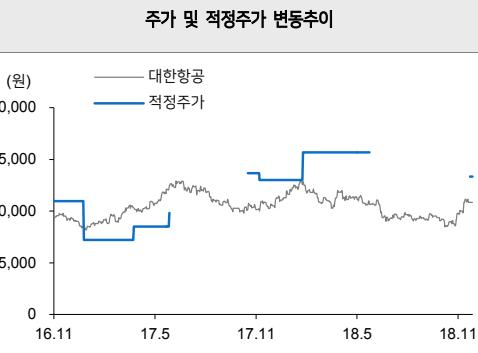
추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2017.04.05	산업브리프	Buy	40,000	김승철	-27.5	-8.5		
2017.06.07	산업분석	Buy	45,500	김승철	-17.5	-12.3		
				담당자 변경				
2017.10.25	산업분석	Buy	43,000	최치현	-20.9	-18.0		
2017.11.08	기업브리프	Buy	43,000	최치현	-17.9	-8.5		
2018.01.31	산업브리프	Buy	47,000	최치현	-17.6	-16.8		
2018.02.07	기업브리프	Buy	47,000	최치현	-4.1	8.5		
2018.05.30	산업분석	Buy	56,000	최치현	-29.2	-8.9		
				담당자 변경				
2018.11.26	산업분석	Buy	50,000	이종현	-	-		



## 대한항공 (003490) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2017.01.06	기업브리프	Hold	23,000	김승철	28.7	46.8		
2017.04.05	산업브리프	Hold	25,500	김승철	26.4	42.5		
2017.06.07	산업분석	Hold	29,500	김승철	17.2	31.4		
				담당자 변경				
2017.10.25	산업분석	Buy	41,000	최치현	-24.1	-21.2		
2017.11.15	기업브리프	Buy	39,000	최치현	-12.5	-1.2		
2018.01.31	산업브리프	Buy	47,000	최치현	-26.7	-18.0		
2018.03.23	기업브리프	Buy	47,000	최치현	-27.7	-18.0		
2018.05.30	산업분석	Buy	47,000	최치현	-34.4	-18.0		
				담당자 변경				
2018.11.26	산업분석	Buy	40,000	이종현	-	-		



## 아시아나항공 (020560) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2017.04.05	산업브리프	Buy	6,000	김승철	-24.9	-11.2		
2017.06.07	산업분석	Buy	6,000	김승철	-21.4	4.0		
2017.10.05	1년 경과				-30.4	-29.5		
				담당자 변경				
2017.10.25	산업분석	Trading Buy	5,000	최치현	-10.2	-7.5		
2017.11.10	기업브리프	Trading Buy	5,000	최치현	-6.1	9.2		
2018.01.31	산업브리프	Trading Buy	5,400	최치현	-16.3	0.2		
				담당자 변경				
2018.11.26	산업분석	Trading Buy	4,600	이종현	-	-		

