

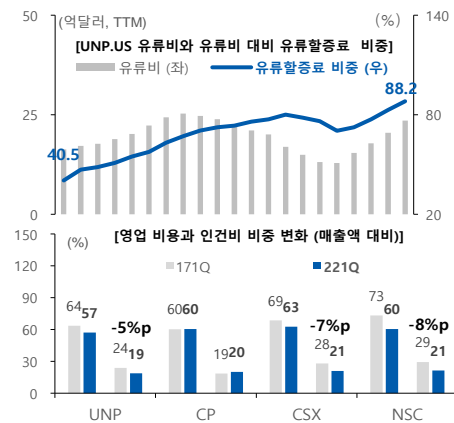


고유가와 강달러 국면 속 부각되는 미국 철도

1. 고유가와 강달러 국면 속 방어적 특성을 갖춘 미국 철도 산업

- 최근 강달러, 고유가 국면 지속으로 철도 운송 산업의 방어적 특성이 투자 매력으로 부각.
- 미국 내에서 육상 운송을 영위해 환위험이 낮고 사업 부문 다변화로 급격한 외형 성장 둔화 가능성도 낮아. 유가 상승은 유류할증료 수익이 방어.
- 운영 비용에서 가장 큰 비중을 차지하는 인건비 감축을 통해 수익성 개선되는 한편, 인당 화물 처리량 늘며 생산성은 증가 중.

유류할증료가 유류비에서 차지하는 비중 지속 상승, 인건비 감축으로 수익성 개선

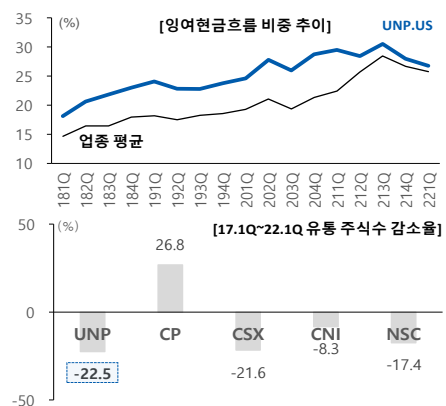


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 안정적인 수익성 기반의 FCF 개선 추이와 적극적인 주주 환원

- 최근 12개월간 상장 철도사 5개사 중 가장 높은 수익성을 시현. 영업비용 비중은 업종 평균 4%p 하회.
- 지난 3년간 매분기 20% 초중반대의 매출액 대비 잉여현금흐름 비중을 유지, 적극적인 자사주 매입으로, 지난 5년간 유통주식수는 23% 감소.
- 화물 적재와 열차 정비 장비 도입이 본격화되지 않아 열차 운영 및 인건비 효율화에 따른 추가적인 수익성 개선 가능.

업종 평균을 상회하는 영업현금흐름 비중과 가장 적극적인 주주환원 행보,



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

1. 고유가와 강달러 국면에서 방어적 특성을 갖춘 미국 철도

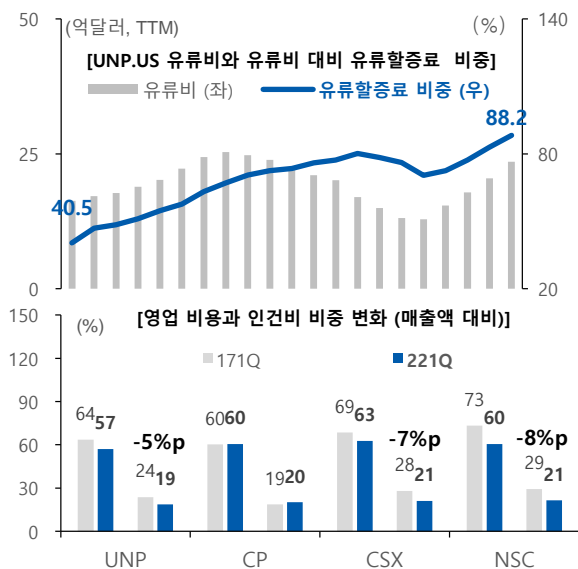
최근 강달러, 고유가 국면이 지속되고 있다. 경기 침체에 더해 환위험 노출도가 큰 기업의 외형 성장 둔화가 가시화되는 한편, 유가 상승에 따른 비용 문제도 직면했다. 해당 국면에서 철도 운송 산업의 방어적 특성이 투자 매력으로 부각되고 있다 판단한다.

미국 내에서 필수 서비스인 육상 운송을 영위하고 사업 부문이 다변화되어 환위험이 낮고 급격한 외형 성장 둔화 가능성도 낮다. 유가 상승은 유류할증료 수익이 방어하고 있다. Union Pacific(UNP.US)의 21년 유류할증료 수익은 유류비의 83% 수준이었다.

영업 비용에서 가장 큰 비중을 차지하는 인건비 감축을 통해 수익성이 개선되는 한편, 인당 화물 처리량이 늘며 생산성은 증가하는 모습을 보였다. 이는 안정적인 잉여현금 흐름 창출과 주주환원으로 이어지고 있다.

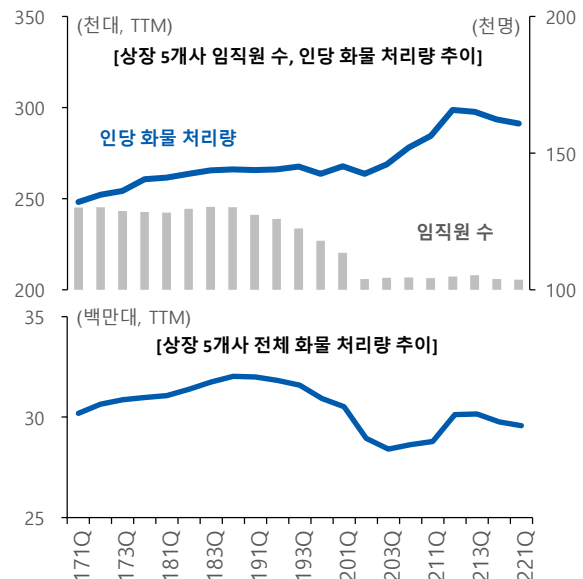
성장이 제한적인 철도 산업 특성상 기업이 가져야 할 추가적인 비교 우위는 비용 통제 능력과 생산성 관리 능력이라 판단한다. 낮은 운영 비용 비율, 차량당 수익 지표로 확인되는 생산성 우위를 고려해 Union Pacific(UNP.US)를 관심 종목으로 제시한다.

[차트1] 유류할증료가 유류비에서 차지하는 비중 지속 상승, 인건비 감축이 수익성 개선 주도



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 산업 전체 화물 취급량 감소로 산업 성장은 제한적이나 임직원 감축과 인당 생산성 증가로 수익성 관리



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 안정적인 수익성 기반의 FCF 개선 추이와 적극적인 주주 환원

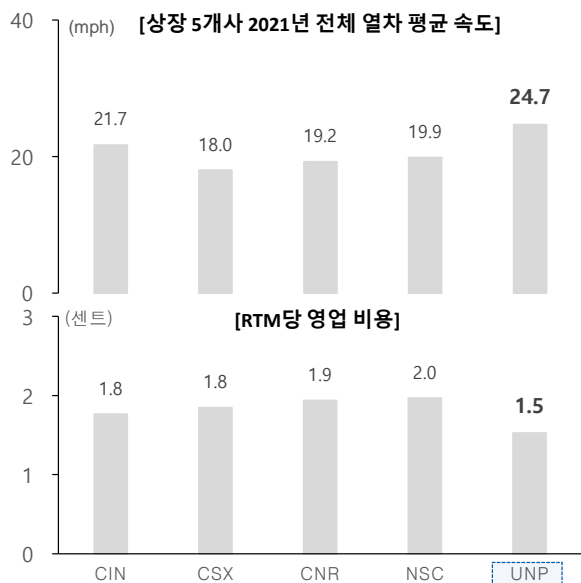
UNP.US은 최근 12개월간 상장 철도사 5개사 중 가장 높은 수익성을 시현했다. 영업 비용 비중 57.1%로 나머지 4개사 평균 61.4%를 크게 하회한다. 5개사 중 가장 많은 기관차와 차량을 보유하고 있어 규모 경제 기반의 생산성 향상이 반영되고 있다.

열차 평균 속도는 24.7mph로 나머지 4개사 평균 19.7mph를 크게 상회하고, 지난 2년간 진행해 온 직원 수 감축과 맞물려 인당 RTM(1톤의 화물을 1마일 운반할 때 창출하는 수익)은 최고 수준으로 뒤를 잇는 경쟁 업체 대비 32% 가량이 높다.

지난 3년간 매분기 20% 초반에서 후반 사이의 매출액 대비 잉여현금흐름 비중을 유지해 온 한편, 자사주 매입 기반의 업종 내 가장 적극적인 주주환원 정책을 병행했다. 지난 5년간 유통주식수는 23% 감소하며 향후 2년간 시가총액 15% 수준의 자사주 매입도 예정하고 있다.

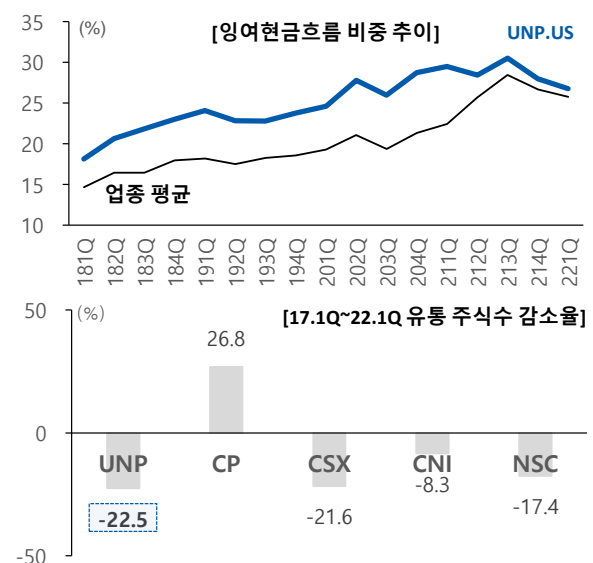
수익성 개선의 상방은 아직 열려 있다. 화물 적재와 열차 정비 장비 도입이 본격화되지 않아 열차 운영 및 인건비 효율화에 따른 추가적인 수익성 개선이 가능하고, 캐나다, 멕시코 대상으로도 사업을 영위해 매크로 환경 회복에 따른 수혜도 예상된다.

[차트3] 열차 평균 속도 24.7mph로 업계 평균 19.7mph를 상회. 인당 RTM은 업계 평균 대비 32% 높아



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 업종 평균을 상회하는 20%대 영업현금흐름 비중 유지, 지난 5년간 유통 주식수는 23% 감소



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터