



공부해서 남 주는 애널리스트 **강성진**입니다.

(02)3770-3592

seongjin.kang@tongyang.co.kr



2013년 운송산업 전망

경제민주화를 읽어야 운송산업이 보인다

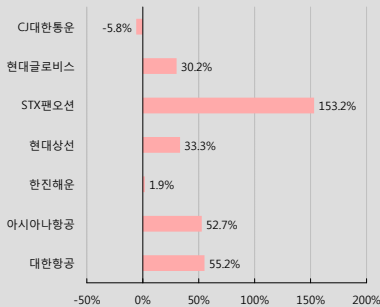


Why This Report

대통령선거가 불과 한달 앞으로 다가왔습니다. 그 어떤 대선보다도 이번 대선처럼 경제민주화가 선거의 중요한 쟁점으로 떠오른적은 없었던 것으로 보입니다. 빅3라고 불리는 유력 후보들이 경제민주화에 관해 각각 비슷하면서도 조금씩 다른 정책을 내놓고 있습니다. 산업 펀더멘털보다도 오히려 경제민주화 정책의 시행이 운송주 주가에 많은 영향을 줄 것으로 예상되는 상황입니다.

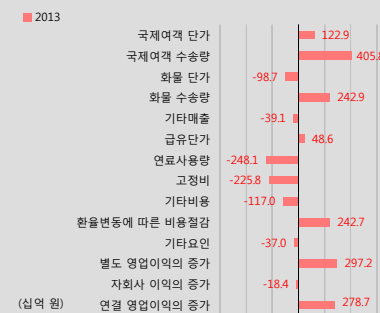
종목	투자 의견	목표주가 (원)
현대글로벌비스	BUY	280,000
현대상선	HOLD	32,000
대한항공	BUY	70,000
CJ 대한통운	HOLD	105,000
한진해운	HOLD	11,000
아시아나항공	BUY	9,500
STX 팬오션	BUY	7,900

운송 유니버스 기대 수익률



자료: 동양증권 리서치센터

상반기 Top-Pick 대한항공 실적 개선 분석



자료: 동양증권 리서치센터

Investment Point

2013년 운송업종 투자전략 - 상반기 Top Pick 대한항공, 현대상선도 관심종목

- ▶ 물동량 감소와 공급 과잉으로 운송산업 전반의 어려움 계속되는 상황. 2013년 매크로 환경도 운송업종 수익성 회복시기를 판단하기엔 불확실한 측면 많아. 오히려 대선국면에서 쟁점화 되고 있는 경제민주화 정책이 운송주 주가에 많은 영향을 줄 것으로 판단.
- ▶ 원화강세와 순환출자 해소의 수혜가 기대되는 대한항공을 2013년 상반기 Top-Pick 으로 추천
- ▶ 경영권 관련 이슈들과 대북정책 변화 국면을 맞이하는 현대상선을 단기 관심종목으로 추가
- ▶ 한진해운과 STX 팬오션은 유동성과 업황변화를 예의주시하며 투자시점을 결정해야함. STX 팬오션은 유동성 리스크가 이미 주가에 크게 반영되어 있어 상승여력도 매우 큼
- ▶ 현대글로벌비스는 3자물류확대를 통해 신성장동력을 확보하고, 일감몰아주기 비난도 빚겨갈 것이라는 생각
- ▶ CJ 대한통운은 보유하고 있는 자사주를 처분해 투자재원으로 활용할 것이라는 생각. 일시적 오버행 가능성 있으나 적정주가 판단에 영향을 주는 요소는 아님

산업업황 전망 - 벌크해운만 개선될 것

- ▶ 항공산업은 공급이 수요보다 빠르게 증가하면서 전년 대비 둔화된 업황 예상
- ▶ 컨테이너해운산업은 신규 선박이 계속 늘어남에 따라 인위적 공급조절 의존 불가피. 해운사들의 공급조절 의지 강약에 따라 운임이 등락을 반복하는 모습 예상
- ▶ 벌크해운산업은 신규 건조 선박의 수가 크게 줄어 들 수 밖에 없는 국면. 수급이 타이트해지면서 운임 강세로 전환할 것

경제민주화 쟁점화에 따른 운송주 영향 분석

- ▶ 각 대선후보들은 경제민주화라는 주제에 대해 상이한 공약을 내세우고 있어, 후보별, 종목별 영향을 미리 파악하는 것이 중요
- ▶ 대한항공은 순환출자규제의 수혜 예상. 한진그룹의 대주주들은 대한항공 주식을 (취한진에) 현물출자하면서 지주사체제를 갖춰갈 것이라는 판단. 대한항공 주가 제고가 대주주들의 관심사가 될 것
- ▶ 우리는 현대자동차가 순환출자를 해소해도 정의선 부회장이 현대글로벌비스 주식을 보유할 것이라는 생각. 그대신 현대글로벌비스는 3자물류를 확대하면서 일감몰아주기 규제를 회피할 것.
- ▶ 현대엘리베이터는 현대상선 지배에서 발생하는 비용을 줄여야하는 입장. 파생상품손실을 줄이기 위해서는 현대상선은 12월중 주가가 강세가 되는 것이 현대엘리베이터에게 유리.
- ▶ CJ 제일제당은 CJ 대한통운 지분매각 어려울 것. CJ 대한통운은 CJGLS의 물류자산만 인수할 것으로 예상

Contents

I. Summary	3
II. 운송업종 투자전략.....	4
1. 2012년 운송 유니버스 주가흐름 분석	4
2. 2013년 산업전망	6
3. 2013년 운송업종 화두는 경제민주화.....	7
4. 2013년 종목별 투자의견	13
5. Valuation	15
III. 2013년 운송산업 전망	23
1. 2013년 항공업종 업황 - 저가항공사의 위협과 원화 강세의 수혜	23
2. 2013년 벌크해운 업황 - 5년을 기다린 불황 탈출의 기회	39
3. 2013년 컨테이너해운 업황 - 운임을 지키려면 5%의 개선이 필요하다	50
IV. 경제민주화로 읽은 운송산업.....	57
1. 대한항공 - 순환출자 해소과정에서 주가에 우호적인 환경 조성 가능	58
2. 현대상선 - 2012년말 주가 강세가 대주주들에게 유리	63
3. 현대글로벌비스 - 대주주들이 계속 들고가는 주식이 될 것	68
3. CJ대한통운 - CJ GLS 사업 양수도 예상. 자사주 활용 가능성 낮아.....	73

I. Summary

우리는 2013년 운송업종에 대해 ‘중립’ 의견을 제시한다. 전세계적인 경기침체로 수요회복 시기를 예단하기 어려운 가운데, 공급과잉 이슈는 운송업종의 전반에 걸쳐 수익성 회복을 어렵게 만들고 있다. 오히려 우리는, 정치권에서 앞다투어 내놓은 경제민주화 정책에 의해, 운송업체별로 사업내용과 지배구조에 큰 변화를 겪을 가능성에 주목하고자 한다.

2013년 운송산업 환경 전망

항공 : 경쟁심화
컨테이너해운 : 운임 상승 제한
벌크해운 : 선박 수급개선

2013년 항공여객산업은 저가항공사의 진입 등으로 인해 계속해서 빠른 공급증가에 직면하게 될 것으로 보인다. 항공화물산업의 경우에도 여전히 수요보다는 공급의 증가속도가 빠를 것으로 전망된다.

컨테이너해운업체들은 신규 컨테이너선의 인도가 계속됨에 따라 2013년에도 인위적 공급조절에 더욱 의존해야할 것으로 보인다. 높은 수준의 운임이 지속 유지되기 보다는 해운사들의 공급조절의 강도에 따라 운임이 등락국면이 순환하는 모습이 나타날 것으로 예상된다.

벌크해운업체들은 그나마 개선된 영업환경을 직면하게 될 것으로 보인다. 벌크선의 수주잔고에 급감함에 따라 건조될 벌크선은 많지 않을 것으로 보인다. 따라서 약간의 수요 증가에도 2013년에는 벌크선 수급상황이 개선될 가능성이 높다.

한편 대통령선거가 한달여 앞으로 다가온 가운데 대선주자들은 적든 많은 ‘경제민주화’ 관련 공약을 내놓고 있다. 그중에서도 출자규제(순환출자구조), 부당내부거래(일감몰아주기), 소수주주권 보호 등 규제의 변화는 주요 운송종목 주가에 많은 영향을 미칠 것으로 보인다.

경제민주화 정책관련주

대한항공(순환출자)
현대글로비스(순환출자, 일감몰아주기)
현대상선(순환출자, 소수주주보호)
CJ 대한통운(소수주주보호)

순환출자구조를 해소해야하는 그룹의 대주주들은 순환출자구조 지분 해소로 약화되는 계열사 지배력을 보강해야한다. 자연스럽게 대주주들이 보유하고 있는 주식자산가치 제고가 관심사가 될 것이다. 순환출자해소 가능성이 있는 그룹들(한진그룹, 현대자동차그룹)의 대주주들이 보유하고 있는 주식(대한항공, 현대글로비스)의 가치상승에 유리한 환경조성을 기대해볼만 하다.

일감몰아주기 규제가 강화되는 상황을 가정해, 그룹계열사 대상의 매출이 많은 현대글로비스에 대한 우려는 강화되고 있다. 따라서 현대글로비스는 비계열사를 대상으로 매출을 발생시키는 3자물류를 중심으로 성장해나갈 것으로 생각된다.

소수주주의 권리 보호가 강조되면, 대주주들도 계열사간 지분거래 또는 지배구조 관련된 계약 등으로 인해 기업에 손실이 발생하는 경우를 피하려고 할 것이다. 이는 현대상선과 CJ 대한통운의 지배구조 변화에 영향을 미칠 것이다.

2013년 상반기 투자아이디어

Top-Pick : 대한항공
(원화 강세와 순환출자 해소의 수혜)
상반기 관심주 : 현대상선
(대북정책 변화와 경영권 이슈 집중)

우리는 원화 강세와 순환출자구조 해소시 수혜를 기대할 수 있는 대한항공을 2013년 상반기 Top-Pick 으로 제시한다. 대북정책 변화의 수혜와 경영권 관련 이슈가 예상되는 현대상선에 대해서도 관심을 가질 것을 권고한다. 한진해운과 STX 팬오션은 업황과 유동성 상황 변화를 기준으로, 현대글로비스는 3자물류확대 여부에, CJ 대한통운은 자사주 처리 과정에 가장 큰 관심을 두고 지켜봐야한다.

II. 운송업종 투자전략

2012년 운송주 주가는 공급과잉 상황에서 유가와 환율의 급변동, 경기민감주와 방어주간의 선호 변화 등에 따라 부침을 겪었지만, 결국 KOSPI 대비 Market Perform 하는 수준으로 마감될 것으로 보인다. 2013년을 앞둔 현재 여전히 운송주 투자 판단을 위한 매크로 판단에는 어려움이 있는 상황이다. 그러나 차기정부의 경제민주화정책은 운송업체들은 사업내용, 지배구조 등에 큰 영향을 미칠 것으로 보인다. 대선을 앞두고 정치권에서는 경제민주화 정책을 앞다투어 내놓고 있는데, 2013년 운송주 투자판단을 위해서는 후보별, 종목별로 경제민주화 정책으로부터 받을 수 있는 파급효과를 파악하는 것이 필요하다. 우리는 원화강세와 순환출자 해소의 수혜가 기대되는 대한항공을 2013년 상반기 Top-Pick 으로, 경영권 관련 이슈들과 대북정책 변화 변화 국면을 맞이하는 현대상선을 관심종목으로 추천한다. 한진해운과 STX 팬오션은 유동성과 업황변화를 예의주시하며 투자시점을 결정해야한다. 현대글로벌비스는 3자물류확대 여부에, CJ 대한통운은 자사주 처리 과정에 가장 큰 관심을 두고 지켜봐야한다.

1. 2012년 운송 유니버스 주가흐름 분석

2012년 운송섹터(항공, 해운, 육운) 시가총액은 2011년말 대비 3.5% 증가했지만 KOSPI 대비로는 0.5% Outperform 하는데 그쳤다. KOSPI 대비 등락율을 종목별로 살펴보면 CJ 대한통운(+44.4%)와 STX 팬오션(-50.1%)을 제외하면 대부분 종목은 KOSPI 대비 +/- 10% 수준의 상대주가상승율을 나타냈다.

분기별로 살펴보면 운송주 주가는 1Q 와 3Q 에 Outperform 하는 모습을 보였는데, 이는 유럽의 3년만기 LTRO 실시이후 경기민감주에 대한 투자심리가 개선되면서 1Q 에는 운송주에 대한 선호도가 높아졌고, 3Q 에는 유가가 하락하면서 수혜주로 주목받았다. 반면 2Q 에는 선진국 재정문제에 대한 우려와 기대이하의 1Q 실적을 반영하며 주가가 약세를 보였다. 4Q 에는 경기방어주에 대한 선호현상으로 인해 CJ 대한통운을 제외한 대부분의 운송주가 상대적 약세를 보이고 있다.

2012년 항공업종 주가 Driver

유가, M&A(대한항공),
실적(아시아나항공)

항공업체주가는 KOSPI 와 In-line 한 움직임을 보인 가운데 유가 급변동의 영향을 많이 받았다. 종목별로는 희비가 엇갈렸다. (대한항공 +0.7%, 아시아나항공 -6.3%) 대한항공은 KAI 인수 부담에도 불구하고 전년 대비 개선된 실적을 반영하며 KOSPI 를 소폭 Outperform 했다. 반면 아시아나항공은 신규항공기 가동에 따른 고정비 증가와 Yield 부진으로 인해 KOSPI 대비 하락했다.

2012년 해운업종 주가 Driver

실적부진과 유동성 우려 반영

2012년 해운업종 주가는 KOSPI 를 Underperform 했다. (KOSPI 대비 STX 팬오션 -50.1%, 한진해운 -7.5%, 현대상선 -7.1%) 선박 공급과잉으로 실적 개선이 지연된 반면, 웅진사태 이후 일부 해운업체에 대한 자금수급 우려가 확산되었다.

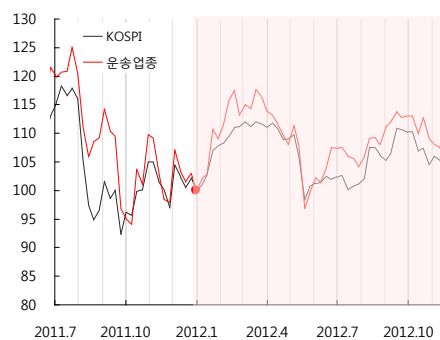
2012년 기타물류 주가 Driver

안정적 수익창출능력 부각

기타물류업체들의 주가는 KOSPI 를 Outperform 했다. (KOSPI 대비 CJ 대한통운 +44.4%, 현대글로벌비스 +8.8%) 세계 경제에 대한 불안감이 강화된 가운데, 운송업종 내에서는 상대적으로 안정적 수익성을 유지하고 있는 기타물류업체들에 대한 선호가 높아진 것이 이유로 판단된다.

운송섹터 2012년 0.5% Outperform

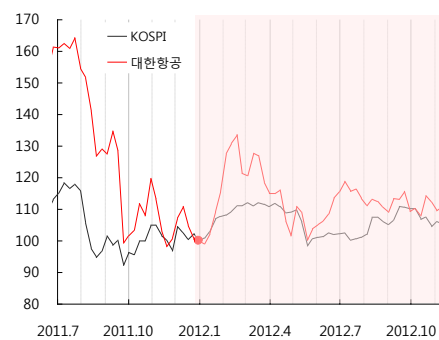
(2011년말 = 100)



자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 2012년 0.7% Underperform

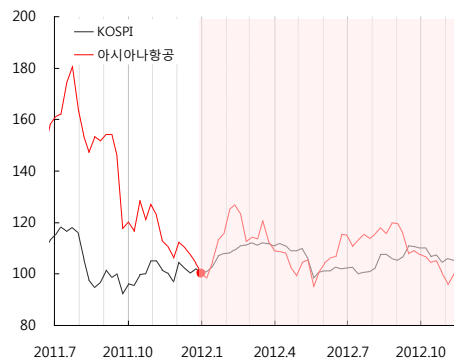
(2011년말 = 100)



자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 2012년 -6.3% Underperform

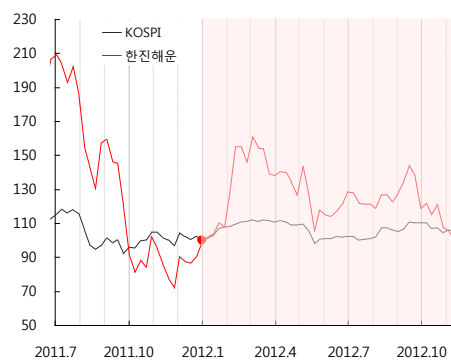
(2011년말 = 100)



자료: 동양증권 리서치센터

한진해운 2012년 -7.5% Underperform

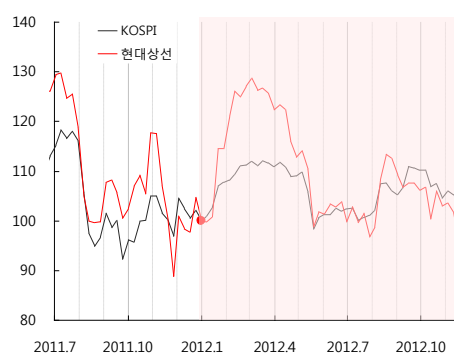
(2011년말 = 100)



자료: 동양증권 리서치센터

현대상선 2012년 -7.1% Underperform

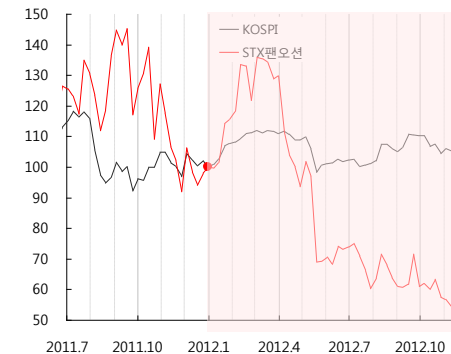
(2011년말 = 100)



자료: 동양증권 리서치센터

STX 팬오션 2012년 50.1% Underperform

(2011년말 = 100)

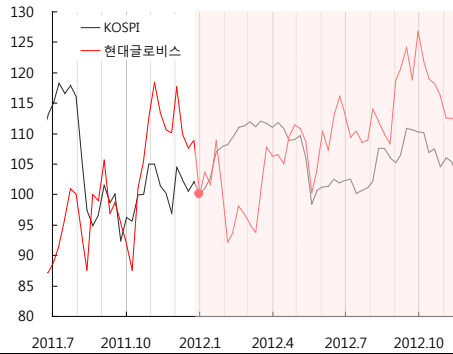


자료: 동양증권 리서치센터

현대글로벌비스 2012년 +8.8% Outperform

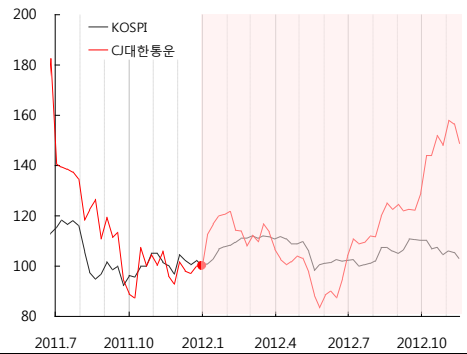
CJ 대한통운 2012년 +44.4% Outperform

(2011년말 = 100)



자료: 동양증권 리서치센터

(2011년말 = 100)



자료: 동양증권 리서치센터

2. 2013년 산업전망

2013년 운송산업은 수요 회복의 시기를 예단하기 어려운 반면, 빠르게 늘어나는 공급으로 계속된 어려움을 겪을 것으로 예상된다. 기존 항공사들은 저가항공사의 운항 증가 등으로 2012년 대비 환승객 의존도를 더욱 높일 것이다. 컨테이너 해운업종은 2012년보다 더 많은 잉여선박이 발생할 것으로 예상되며 따라서 해운업체들의 공급조절 강도에 따라 운임 등락국면이 순환하는 모습이 예상된다. 단, 2013년 벌크 해운업종은 2012년 대비 신규 건조 선박이 크게 줄어들면서 수급이 점차 개선될 것이다.

2013년 항공산업

공급이 수요보다 빠르게 증가

2013년 한국 항공 여객산업은 운항회수와 출입국 수요의 증가에 힘입어 양적성장을 보일 것으로 예상되나, 공급이 수요보다 빠르게 증가함으로써 수익성은 악화될 것이라는 전망이다. 2013년 항공화물산업도 공급증가속도가 수요증가속도를 앞서며 수급은 지속 악화될 것으로 보인다

2013년 벌크해운업종

신규공급량 감소하면서
BDI 17.4% 상승 예상

2013년 BDI는 2012년 대비 17.4% 상승한 1,139pt를 기록할 것으로 예상된다. 2013년에는 벌크선의 선복량 증가율(+2.6%)이 현저히 낮아질 것으로 예상된다. 이는 운임 상승을 위해 수요가 넘어야 할 공급의 벽이 점점 낮아진다는 것을 의미한다. 우리는 2013년 벌크선 수요 증가율을 5.3%로 낮게 보고 있지만, 공급의 벽이 낮아진 만큼 운임은 상승할 것으로 판단된다.

2013년 컨테이너해운업종

신규건조선박 많아, 인위적
공급조절(계선, 감속운항)
의존 심화

2013년 컨테이너 운임은 1,342\$/TEU로 전년대비 1.3% 상승할 것으로 보인다. 2013년 컨테이너 선박에 대한 수요는 7% 증가할 것으로 보인다. 반면 사상 최대규모의 컨테이너선박이 인도될 것으로 보여 해운사들의 공급조절 노력에도 불구하고, 실질적인 공급증가율은 6.4%에 이를 것으로 판단된다. 따라서 빠른 속도의 수급개선은 어려울 것으로 보인다.

3. 2013년 운송업종 화두는 경제민주화

2012년 대통령선거를 앞두고 후보들의 힘겨루기가 계속되고 있다. 이번 대선에서는 ‘경제민주화’라는 화두가 전면에서 배치되고 있다. 흥미로운 점은 경제민주화의 구현방안에 있어 각 후보들 간 차이가 있어 운송 주가에 미치는 영향도 상이할 것이라는 점이다.

경제민주화 논의에서 주목할 부분

- A. 출자규제 (순환출자금지 등)
- B. 부당내부거래 (일감몰아주기 등)
- C. 소수주주권 강화

경제민주화 논의에서 쟁점이 되고 있는 사안들은 순환출자규제, 금산분리, 지주회사제도 개선, 부당내부거래 규제, 소수주주권 강화, 기업범죄인 처벌 강화등으로 분류가 가능하다. 그중에서도 순환출자규제, 부당내부거래 규제, 소수주주권 강화 등은 운송주 투자에 있어서도 눈여겨 지켜봐야 하는 주제로 판단된다.

우리는 순환출자규제 정책에 따라서 대한항공, 현대글로비스, 현대상선 등의 종목이 영향을 받을 것으로 보고 있으며, CJ 대한통운, 현대상선 등은 소수주주권강화 정책에 민감할 것으로 예상된다. 부당내부거래규제 이슈는 현대글로비스와 연관될 가능성이 높다.

A. 쟁점별 후보별 경제민주화 정책의 차이

경제민주화정책에 대한 각 대선후보들의 입장은 차이가 있다. 아래 표와 1)~3)의 내용은 참여연대가 발간한 이슈리포트 ‘주요 대선 후보의 재벌개혁 정책 평가’ (2012.10.29)를 발췌한 것임을 밝혀둔다.

대선예비후보별 경제민주화 정책 비교				
구분	박근혜	문재인	안철수	관련종목
순환출자규제	• 신규 순환출자 금지	• 신규 순환출자 금지 • 기존 순환출자는 3년 유예기간 후 의결권 제한 및 이행강제금 부과	• 신규 순환출자 금지 • 기존 순환출자는 재벌들의 자율적 해소를 유도하고, 결과에 따라 개입 여부 판단	대한항공 현대상선 현대글로비스
부당내부거래규제	• 검토중 • 당론발의 공정거래법 개정안 • 내부거래 실태조사 및 대규모 기업 집단 부당내부거래 직권조사 정례화 • 부당지원행위 현저성 요건 삭제	• 부당지원으로 이익을 얻은 계열사도 과징금 부과 • 부당지원 수혜 총수일가에 대한 엄정 과세	• 수혜기업의 부당이익 환수 • 수혜 지배주주에 대한 과세 강화 • 회사회유에 따른 부당이익 과세 신설	현대글로비스
소수주주권강화	• 연금금 주주권 행사 검토중	• 집중투표제 의무화 • 다중대표소송제 도입 및 행사요건 완화	• 집중투표제 의무화 • 다중대표소송제 도입 • 연금금 주주권 행사 강화	CJ 대한통운 현대상선

자료: 동양증권 리서치센터

1) 출자규제 (순환출자 등)

출자규제에 있어서 쟁점은 규제 도입 후 이뤄지는 신규 순환출자만 금지할 것인지, 아니면 기존에 형성된 순환출자도 금지하여 해소하도록 할 것인지를 문제다.

순환출자 규제에 대해 가장 강력한 방안을 내놓은 후보는 문재인 후보다. 문후보는 신규 순환출자는 금지하고, 기존 순환출자에 대해서는 3년 유예기간을 주되, 해소하지 않을 경우 의결권을 제한하고 이행강제금을 부과하겠다는 입장을 밝혔다. 안철수 후보는 기존 순환출자 해소는 일단 유보하겠다는 입장이다. 재벌들이 자율적으로 해소할 수 있도록 하되, 성과가 없을 경우 강제이행조치를 도입하겠다는 것이다. 박근혜 후보는 신규 순환출자만 금지하고 기존 순환출자는 인정하겠다는 입장이다.

문재인 후보는 순환출자 규제 외에 출자총액제도를 재도입하겠다는 공약을 제시했다. 박근혜후보와 안철수 후보는 출자총액제한제도가 실효성이 없다는 입장이다.

2) 부당내부거래 규제

2011년말 개정된 상속증여세법은 계열사와의 거래비율이 30%를 초과할 경우 영업이익을 기준으로 지배주주에게 증여세를 부과하도록 하고 있다. 그러나, 계열사 거래비율기준이 30%로 높아 과세 대상이 많지 않고, 부당지원행위의 위법성 요건도 지나치게 엄격하다는 지적도 있다.

부당내부거래 규제와 관련하여 안철수 후보는 가장 강력한 대책을 제시하고 있다. 부당내부거래를 통해 수혜를 얻은 지배주주에게 대한 과세를 강화하는 것 뿐 아니라, 수혜 기업이 취득한 부당이득 자체를 환수하겠다는 것이다. 또, 회사기회 유용으로 얻은 부당이익에 대해서도 과세를 하겠다고 밝혔다. 문재인 후보는 지원성 거래로 이익을 얻은 수혜기업에게도 과징금을 부과하겠다는 공약을 내놓았다. 또, 총수일가에 대한 과세도 강화하겠다는 입장을 밝혔는데, 이와 관련하여 민주당통합당은 일감몰아주기에 대한 증여세 부과시 기본공제 30%를 15%로 축소하는 상속증여세법 개정안을 당론으로 발표의했다. 박근혜 후보는 아직 부당내부거래 관련 공약을 발표하지 않았지만, 새누리당은 부당내부거래에 대한 실태조사와 직권조사를 정기적으로 실시하고, 부당내부거래 규정에서 현저성 요건을 삭제하여 공정거래위원회의 입증책임을 완화하는 공정거래법 개정안을 당론으로 발의했다.

3) 주주에 의한 견제 활성화

현행 주주대표소송은 상장회사의 경우 6개월 이상 0.01% 이상의 지분을 보유한 주주(들)만 제기할 수 있다. 이에 따라 보유지분에 관계없이 주주라면 누구나 대표소송을 제기할 수 있도록 하는 대표소송 단독주주권 도입, 비상장자회사 이사들을 상대로 대표소송을 제기하는 다중대표소송 제도 등의 도입, 상법에 규정되어있지만 대부분 기업이 정관에서 배제함에 따라 유명무실화된 집중투표제를 실질화하는 것 등이 쟁점이 되고 있다.

문제인 후보와 안철수 후보는 모두 집중투표제 의무화와 다중대표소송제도 도입을 공약으로 제시했다. 안철수 후보는 소수주주권 강화방안 외에도 연기금의 주주권 행사를 통해 재벌 총수의 전횡을 견제하고 소액주주들을 보호하겠다는 입장을 밝혔다. 문제인 후보 측은 이에 대해 신중한 입장이다. 박근혜 후보는 소수주주권 강화와 관련한 공약은 없고 연기금 주주권 행사에 대해서는 검토 중인 것으로 알려졌다.

B. 운송주에 미치는 영향

순환출자 구조 해소는 대한항공과 현대글로비스에 영향을 줄 수 있다. 기존 순환출자구조 해소가 의무화 될 경우 순환출자를 가지고 있는 한진그룹(대한항공)과 현대자동차그룹(현대글로비스)은 이를 해소하는 과정에 대한항공과 현대글로비스의 주가 제고 가능성에 대한 기대감이 생길 수 있다.

일감몰아주기 규제는 현대글로비스와 관련 있다. 우리는 현대자동차의 순환출자 구조해소 이후에도 정의선 부회장이 현대글로비스 주식을 보유할 것이라는 생각이다. 그 대신 현대글로비스는 3자물류를 확대하면서 일감몰아주기 규제를 회피할 것이라는 전망이다.

소수주주권리 보호 문제는 현대상선과 CJ 대한통운에 영향을 줄 수 있다. 현대엘리베이터는 현대상선의 경영권 확보 대가로 파생상품 손실을 입고 있는데, 이는 소수주주권리 보호 차원에서 문제가 될 수 있다. 이미 현대엘리베이터의 2대주주인 선들러는 현대엘리베이터의 파생손실과 관련된 소송을 진행 중이다. 소수주주권리보호 문제는 CJ 대한통운의 CJ GLS와의 합병과정에도 영향을 줄 수 있다. CJ 제일제당은 교환사채 문제로 인해 이미 CJ 대한통운 주식을 전량 매각할 수는 없는 상황이나, 소수주주권리 보호차원에서 CJ 대한통운 주식 매각이 어려운 상황이다.

2013.1.31

2013년 대한항공과
한진관광투자 합병 예정일

한진그룹은 이미 순환출자 해소를 위한 조치를 시작한 것으로 보인다. 한진그룹은 7개의 순환출자구조를 가지고 있지만 이미 공시된바와 같이 2013년 1월 31일이 되면 한진관광이 분할된 뒤 대한항공과 합병되면 순환출자구조는 4개로 축소된다. 우리는 조양호 회장 등 한진그룹의 대주주들이 한진그룹 순환출자구조를 해소하고 핵심계열사에 대한 지배력을 강화하기 위해, 보유하고 있는 계열사 지분을 (주)한진에 현물투자할 것으로 예상하고 있다. 이러한 과정에서 대주주가 지분을 보유하고 있는 종목(대한항공)에 대한 우호적인 환경이 예상된다.

1,661억원

현대엘리베이터가 현대상선
경영권을 추가확보하며 누적한
파생손실

현대엘리베이터는 현대상선의 대주주로서 현대상선 지분 24.8%의 지분을 보유하고 있을 뿐만 아니라 우호주주들과 파생상품계약을 맺은 대가로 17.3%에 대한 의결권을 추가확보하고 있다. 이 파생상품 계약은 우호주주들이 현대상선 주식을 보유함으로써 발생하는 주가변동손익을 현대엘리베이터가 보상하기 위한 것이다. 최근 현대상선 주가가 지속 약세를 보임으로써, 현대엘리베이터는 1,661억원의 파생상품손실을 누적하게 되었다. 현대엘리베이터의 2대주주인 선들러는 현대엘리베이터의 파생상품손실에 문제를 제기하고 있는 상황이다. 역시 소수주주들의 권리가 강화되는 상황이라면 선들러의 의도가 반영되어 현대엘리베이터가 우호주주와의 계약을 연장하지 못하게 될 것으로 생각할 수 있다. 이러한 상황에서 현대엘리베이터는 현대상선에 대한 직접 지분을 확대하고, 파생손실을 축소할 수 있는 방안을 강구할 것이다.

현대자동차그룹의 기존순환출자구조의 해소가 강제이행될 경우 현대글로비스 주주들은 정의선 부회장 등 대주주들이 보유하고 있는 현대글로비스 지분의 처리방법에 관심을 갖게 될 것이다. 시장의 일반적인 인식은 대주주들이 보유하고 있는 현대글로비스 주식이 순환출자구 해소로 약화된 대주주들의 지배력을 보충하는데 사용될 것이라는 것이다 (예: 기아자동차가 보유하고 있는 현대모비스의 지분과 대주주들이 보유하고 있는 현대글로비스 지분을 Swap 하는 것). 따라서 현대글로비스의 주가 제고에 대한 기대감을 불러일으킬 수 있으나, 한편으로는 순환출자구조 해소 이후에는 대주주들이 현대글로비스의 지분을 상실하게 되고, 현대글로비스가 지분구조의 특수성으로 받던 관심은 감소하게 될 것이라고 예상할 가능성이 있다.

그러나 우리는 현대글로비스의 성장성을 고려해볼 때 대주주들이 현대글로비스의 지분을 처분하는 것은 가장 급박한 상황이 아니고서는 실현가능성이 낮다고 본다. 순환출자구조와 교차지분으로 복잡하게 얽혀있는 현대자동차 그룹이 순환출자구조를 해소하는데는 일정기간의 시간이 소요될 것이라는 생각이며, 대주주들은 현대글로비스가 아닌 다른 지분을 활용해 핵심계열사에 대한 지배력을 강화할 것이라는 생각이다. 즉, 대주주들도 순환출자구조가 해소한 이후에도 현대글로비스 고성장의 수혜를 얻고자 할 것이라는 판단이다.

87.5%

2011년 현대글로비스 계열사 매출 비중

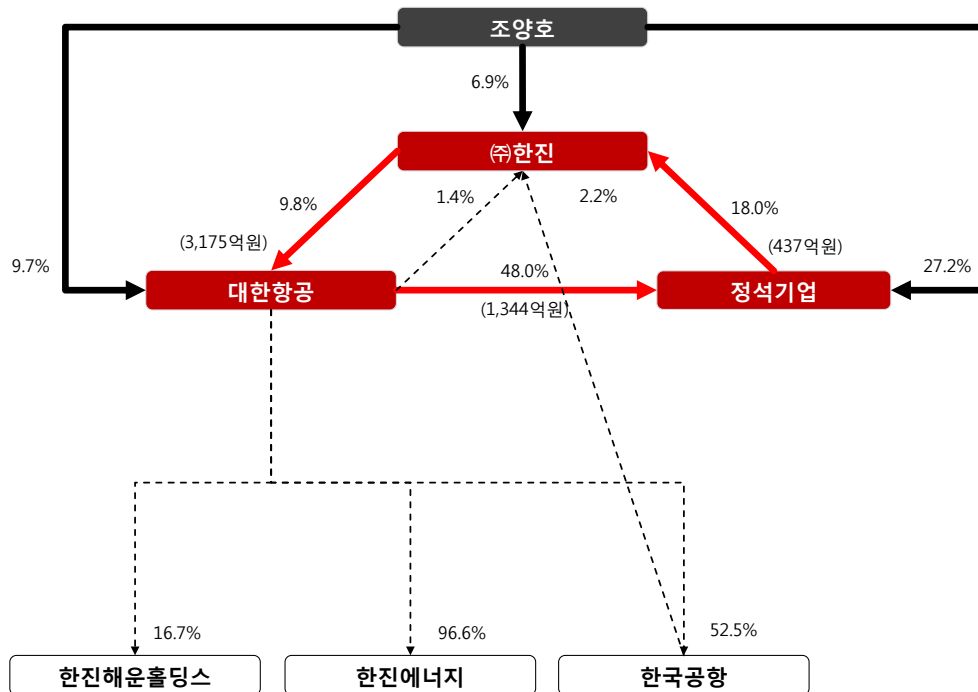
현대글로비스의 2011년 계열사 매출 비중은 87.5%에 달할 정도로 일감몰아주기의 수혜를 입은 대표적인 기업으로 지목되고 있다. 따라서 현대글로비스는 계열사 의존도를 낮추는 노력이 반드시 필요할 것으로 보인다. 현대글로비스는 이미 이를 위한 준비를 시작한 것으로 보인다. 1) 비자산형 물류업체이던 현대글로비스가 최초로 확보한 물류자산(자동차운반선)의 잉여 Capacity, 그리고 2) 현대자동차의 브라질 공장 물류를 담당하면서 미국 유럽 등 선진국 지역과 BRICS 지역 모두에 구축한 물류네트워크를 통해 3자물류를 확대해 나갈 것으로 보인다. 3자물류의 확대를 통해 일감몰아주기의 대표기업이라는 따가운 시선을 피해가면서, 현대글로비스는 현대자동차그룹의 외형성장이 둔화되면서 현대글로비스의 일감도 더 이상 늘어나지 못할 것이라는 우려를 해소하는 신성장동력을 확보할 것으로 판단된다.

19.5만원

CJ 제일제당의 CJ 대한통운 지분 주당 인수가격

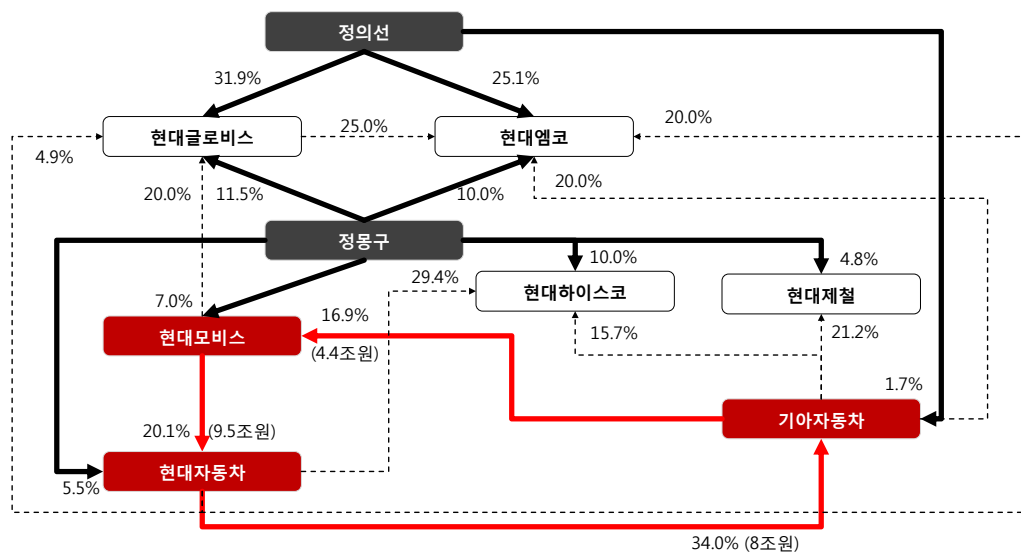
CJ 대한통운은 CJ GLS와의 합병을 고려하고 있지만 그 방법은 직접 합병보다는 CJ GLS의 물류자산을 양도해오는 방식이 될 것으로 보인다. 이는 직접 합병의 경우 1) 지주사인 (주)CJ와 (주)CJ의 자회사인 CJ 제일제당이 동시에 CJ 대한통운을 지배하는 문제가 발생한다. 이를 회피하기 CJ 제일제당이 CJ 대한통운 지분을 매각하는 방안도 검토될 수 있으나, 2) CJ 제일제당이 CJ 대한통운 주식을 기초로 발행한 교환사채가 문제가 되고, 3) CJ 제일제당이 CJ 대한통운 지분을 매각할 경우 매매손실이 현실화 되어 소수주주들에게 피해를 입힌다는 점이다. 특히 경제민주화의 맥락에서 소수주주들의 권리가 강화되는 분위기가 조성되면, CJ 제일제당이 CJ 대한통운 지분을 매각하기는 어려울 것이다.

한진그룹 핵심 지배구조 - 한진관광 분할 및 합병 이후



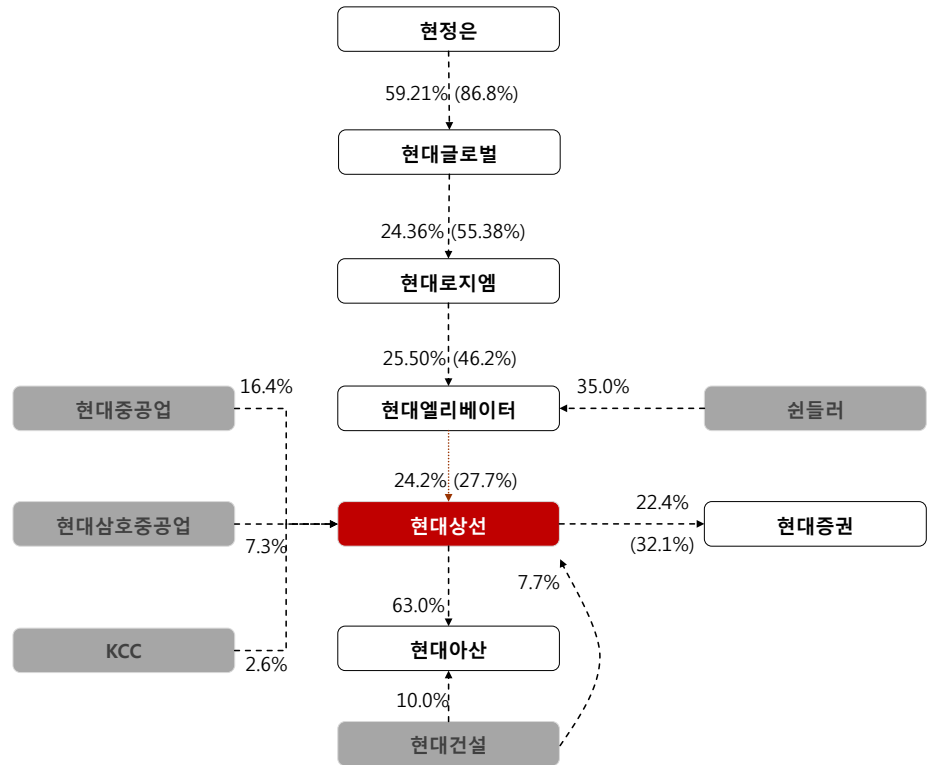
자료: 동양증권 리서치센터

현대자동차그룹 지배구조 (현재)



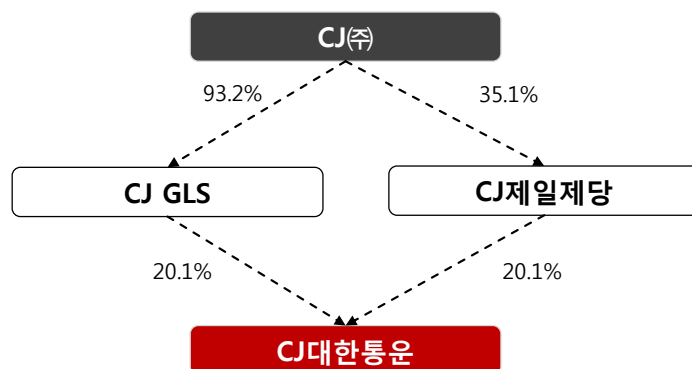
자료: 동양증권 리서치센터

현대그룹 지배구조 (현재)



자료: 동양증권 리서치센터

CJ 대한통운 지배구조 (현재)



자료: 동양증권 리서치센터

4. 2013년 종목별 투자의견

상반기 대한항공, 현대상선 추천

대한항공 : 순환출자 해소 수혜
현대상선 : 소수주주권 보호 수혜

우리는 2013년 운송업종 Top-Pick 으로 대한항공을 추천한다. 대한항공은 1) 원가구조 개선을 통해 어려운 영업환경에서도 상대적으로 안정적인 이익을 실현할 것으로 보이며, 2) 한진그룹의 지주회사체제 전환과정에서 우호적인 환경이 조성될 가능성이 높다고 판단된다. 3) 현재 주가는 KAI 인수 가능성을 가정하더라도 상승여력이 크다.

2012년 말부터 2013년 초까지는 현대상선을 주목할 필요가 있다. 이 기간에는 현대상선의 유상증자, 현대엘리베이터와 우호주주간 계약 만기 등 경영권에 변화를 가져올 수 있는 이슈들이 기다리고 있기 때문이다. 현대상선은 과거 경영권관련 이슈가 주목받을 때 주가가 급변동하는 특징을 보여왔다. 또 대북관계 개선시 자회사인 현대아산을 필두로한 현대그룹의 중요성이 재부각 될 것이라는 점과 유상증자로 유동성이 유입된다는 점도 주목할 만한하다.

한진해운과 STX 팬오션

업황과 유동성을 모두
체크해야하는 종목

상반기중에는 STX 팬오션과 한진해운의 턴어라운드 여부를 지켜봐야할 것이다. 두 업체 모두 차입금 상환등 현금 수요의 Peak 는 2013년 상반기중 통과할 것으로 보인다. STX 팬오션은 벌크선박 수급상황의 개선으로 운임이 점차 상승할것으로 기대되며, 한진해운은 컨테이너 해운업계에 인위적 공급조절이 필요하다는 인식이 확산되고 있다는 점이 긍정적이다.

현대글로비스

3자물류 비중이 확대되는 것을
확인하게 될 것

현대글로비스는 현대자동차그룹의 외형성장둔화 가능성과 규제강화에 따른 매출 축소 우려등이 주가에 부정적으로 작용하고 있다. 그러나 현대글로비스는 PCC(자동차운반선)과 글로벌 네트워크를 기반으로 한 3자물류 확대를 통해 신성장동력확보와 계열사 매출 비중 축소라는 두마리 토끼를 잡을 것이라는 생각이다. 해외자회사들이 영업영역을 확대하는 것도 이익 증가의 원인이 될 것이다. 현대자동차 그룹의 순환출자구조 풀기가 시작되면 지배구조 변화가능성에 관심이 쏠리겠지만, 당분간 정의선 부회장이 지분을 매각하는 경우는 없을 것으로 본다.

CJ 대한통운

CJ GLS 외의 통합과정에서
자사주 처리문제

CJ 대한통운은 CJ GLS 외의 통합과정을 진행하게 될 것으로 보인다. 우리는 CJ 대한통운이 CJ GLS 의 물류사업자산을 인수하는 방식으로 양사의 통합이 이뤄질 것이라고 전망한다. 인수과정에서 자사주를 활용하게될 가능성은 낮다고 판단된다. 통합과정에서 자사주가 활용될 것인가의 문제가 관심을 받고 있으나, 이는 수급의 이슈일 뿐 동사의 적정주가에 영향을 주지는 않을 것으로 판단한다.

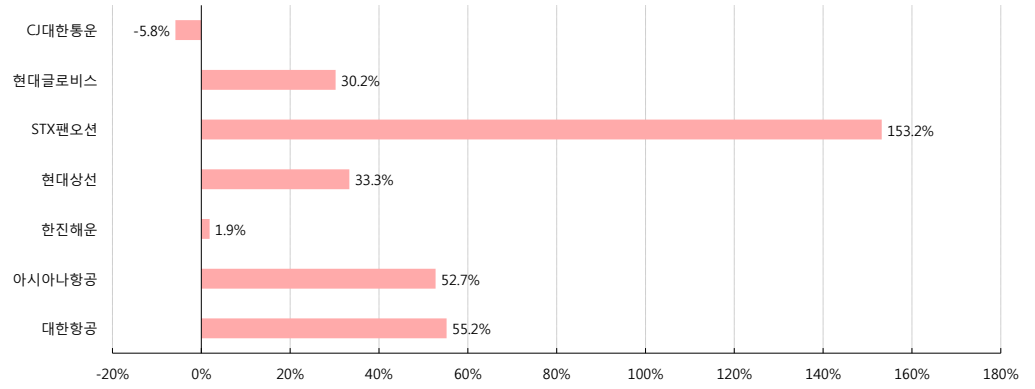
운송 유니버스 투자의견 및 주요 포인트

(단위: 원)

종목	투자의견	현재주가 (11/16)	목표주가	상승여력	관련포인트
대한항공	BUY	45,100	70,000	55.2%	순환출자구조 해소시 및 환율하락의 수혜
아시아나항공	BUY	6,220	9,500	52.7%	Capex 축소에 따른 실적 개선
한진해운	HOLD	10,800	11,000	1.9%	업황과 유동성 상황 예의 주시
현대상선	HOLD	24,000	32,000	33.3%	경영권 관련 이슈 집중, 대북관계 개선시 수혜
STX 팬오션	BUY	3,120	7,900	153.2%	벌크업황 개선 가능성 높음. 유동성 상황 예의 주시
현대글로비스	BUY	215,000	280,000	30.2%	3자물류 매출 증대 가능성
CJ 대한통운	HOLD	111,500	105,000	-5.8%	CJ GLS 외의 합병 및 자사주 처리 방식

자료: 동양종합금융증권 리서치센터

[그림 10] 동양증권 운송 유니버스 기대수익률



자료: 동양증권 리서치센터 (STX 팬오션은 조사분석자료 공표 제한 종목)

5. Valuation

A. Peer Group Comparison

아시아 항공사 Peer Group 비교 (2012.11.16 종가 기준)

항공사	아시아 평균	한국		중국/홍콩				아시아태평양							
		대한항공	아시아나 항공	에어 차이나	남방항공	동방항공	캐세이 퍼시픽	싱가폴 항공	일본항공	전일본공수	관타스	태국항공	중화항공	에바항공	
시가총액(백만원)		2,975	1,112	9,149	5,006	5,127	6,881	9,786	8,442	7,299	2,935	1,505	2,025	1,884	
PER	2011	34.4	-	11.9	-	5.2	4.9	9.1	9.4	-	40.1	7.1	-	333.8	25.1
	2012	21.8	15.6	14.4	11.2	11.0	8.5	46.9	27.9	4.5	17.2	47.8	10.9	42.0	26.0
	2013	11.1	7.8	6.8	8.4	8.1	6.4	16.0	28.6	4.4	13.6	12.7	9.2	9.0	13.1
PBR	2011	0.9	1.1	1.1	1.1	0.8	1.1	0.9	0.9	-	0.9	0.5	0.6	1.1	1.3
	2012	1.0	1.2	1.3	1.1	0.8	1.1	0.9	0.9	1.8	0.8	0.5	0.7	1.1	1.4
	2013	0.9	1.1	1.1	1.1	0.7	0.9	0.9	0.9	1.3	0.8	0.5	0.6	1.0	1.3
EV/EBITDA	2011	5.9	10.8	7.1	-	5.4	5.3	7.0	2.6	-	5.3	3.2	8.0	13.9	8.3
	2012	5.9	8.7	8.1	-	6.1	5.5	9.8	3.9	2.0	4.8	3.7	5.7	10.7	7.6
	2013	4.9	7.6	6.5	-	5.2	4.7	7.3	3.9	2.1	4.3	3.1	5.1	8.3	6.0
ROE	2011	7.4	-2.8	10.0	19.4	17.2	25.7	10.4	9.0	-	2.3	6.7	-6.0	-0.6	4.4
	2012	10.0	8.8	8.4	9.5	7.5	12.8	2.2	3.4	55.1	4.0	1.2	7.1	3.7	5.8
	2013	11.5	14.9	16.0	10.1	9.3	15.6	6.9	3.5	33.8	6.5	3.4	7.4	11.2	11.8

자료: Bloomberg 추정치, 동양증권 리서치센터

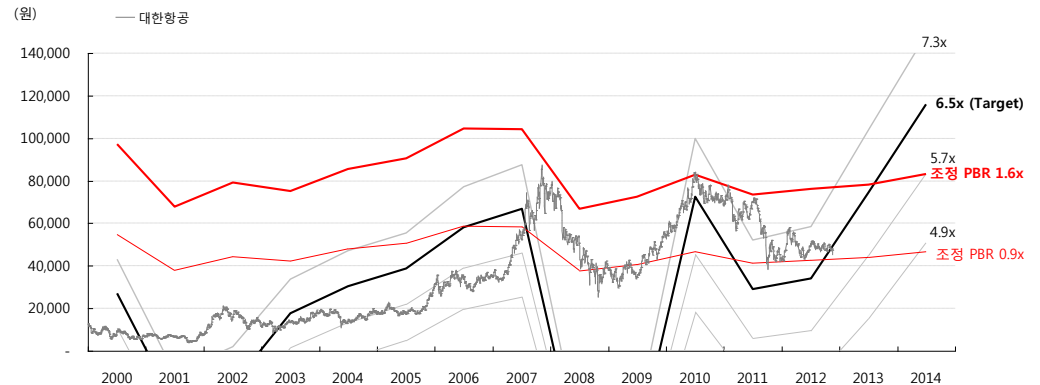
아시아 해운사 Peer Group 비교 (2012.11.16 종가 기준)

항공사	아시아 평균	한국			중국/홍콩				아시아태평양					
		현대상선	한진해운	STX 팬오션	COSCO	CHINA SHIPPING	OOIL	Pacific Basin	NOL	에버그린	양밍	NYK	M.O.L.	K-Line
시가총액(백만원)		3,394	1,237	589	6,060	2,040	3,867	989	2,276	1,872	1,102	3,342	2,889	1,177
PER	2011	5.1	-	-	-	10.4	30.5	-	-	-	-	3.8	4.0	2.5
	2012	4.0	-	-	-	-	13.8	-	-	26.6	-	-	-	-
	2013	16.9	132.3	-	-	26.9	11.4	20.8	17.1	13.3	19.1	28.1	-	31.9
PBR	2011	0.6	1.9	0.6	-	0.7	0.4	0.9	0.8	0.8	1.0	0.4	0.3	0.2
	2012	0.7	2.6	0.8	0.3	1.0	0.4	0.9	1.0	0.8	1.0	0.5	0.4	0.3
	2013	0.7	2.5	0.8	0.3	1.1	0.4	0.8	0.9	0.8	1.0	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	2011	12.9	-	-	-	15.5	10.4	-	59.5	27.9	-	5.6	5.7	4.8
	2012	23.9	89.7	19.5	-	37.2	8.0	28.4	21.5	11.3	15.9	14.8	20.4	81.4
	2013	11.6	19.6	11.8	17.9	25.5	20.0	8.2	8.1	7.9	8.8	9.6	14.1	7.2
ROE	2011	6.9	-2.8	10.0	19.4	17.2	25.7	9.0	2.3	6.7	-6.0	-0.6	4.4	-
	2012	10.3	8.8	8.4	9.5	7.5	12.8	3.4	4.0	1.2	7.1	3.7	5.8	55.1
	2013	10.9	14.9	16.0	10.1	9.3	15.6	3.5	6.5	3.4	7.4	11.2	11.8	33.8

자료: Bloomberg 추정치, 동양증권 리서치센터

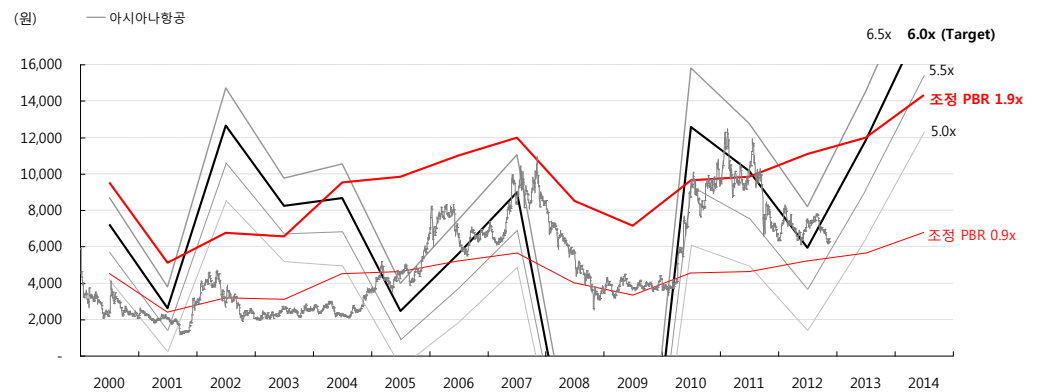
B. Valuation Chart

대한항공 EV/EBITDAR Band Chart (붉은색 Band 는 조정 PBR* Band 차트)



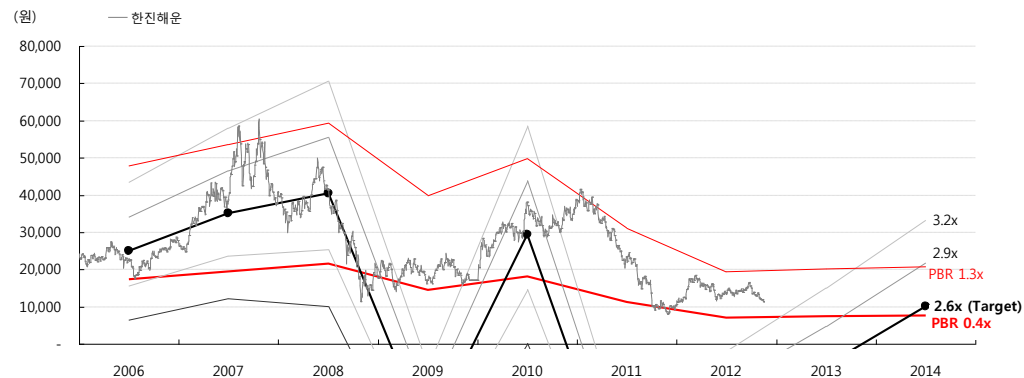
자료: 동양증권 리서치센터, *주: IFRS 적용으로 인한 순자산가치 변화를 보정한 PBR 밴드 차트 (과거 PBR 과의 비교가능성을 위한 것)

아시아나항공 EV/EBITDAR Band Chart (붉은색 Band 는 조정 PBR* Band 차트)



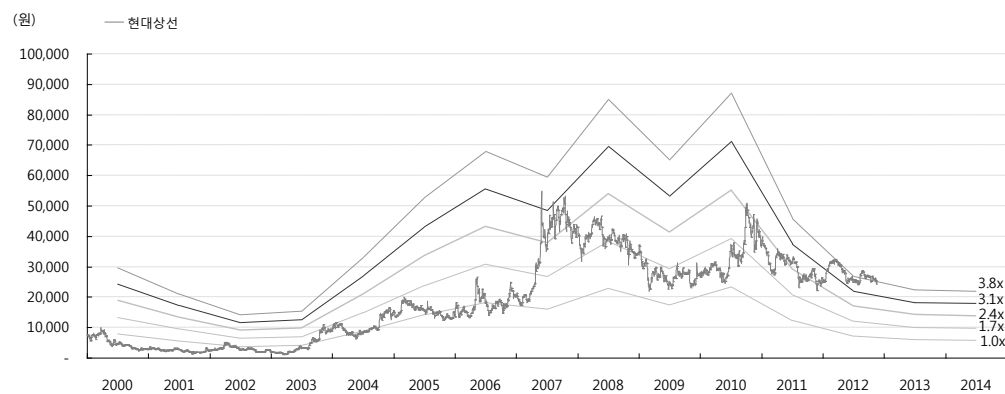
자료: 동양증권 리서치센터, *주: IFRS 적용으로 인한 순자산가치 변화를 보정한 PBR 밴드 차트 (과거 PBR 과의 비교가능성을 위한 것)

한진해운 조정 PBR* Band Chart



자료: 동양증권 리서치센터 *주: 터미널가치를 재평가한 순자산가치를 적용

현대상선 PBR Band Chart



자료: 동양증권 리서치센터

STX 팬오션 PBR Band Chart



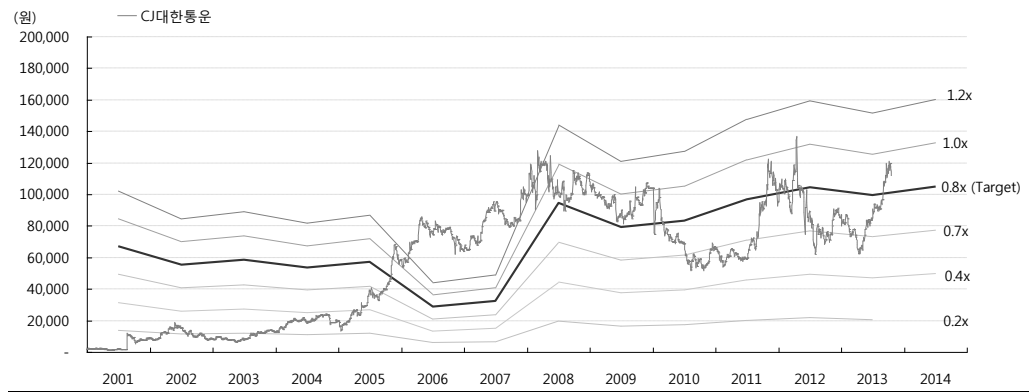
자료: 동양증권 리서치센터

현대글로벌비스 EV/EBITDA Band Chart



자료: 동양증권 리서치센터

CJ 대한통운 PBR Band Chart



자료: 동양증권 리서치센터

C. 실적전망

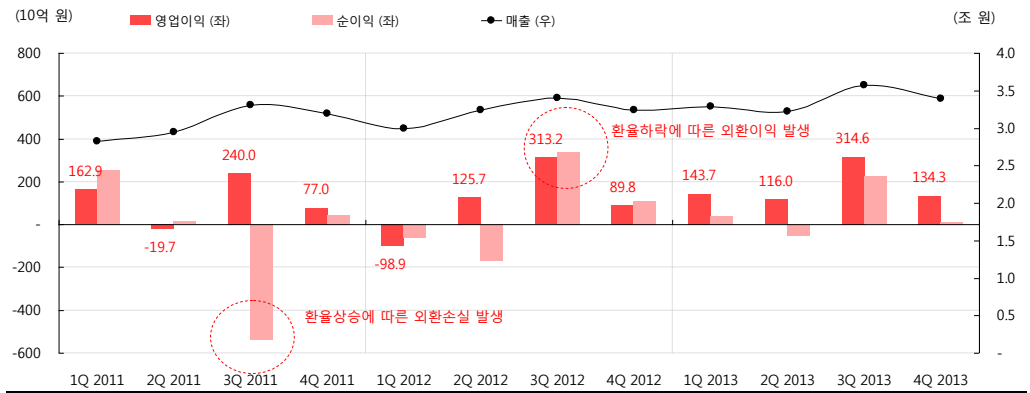
운송 유니버스 실적 추이 및 전망

(단위: 10 억 원)

종목	구분	2012F	2013F	2014F	1Q'12	2Q'12	3Q'12P	4Q'12F	1Q'13F	2Q'13F	3Q'13F	4Q'13F	1Q'14F	2Q'14F	3Q'14F	4Q'14F
대한항공 (연결)	매출액	12,269.1	12,889.8	13,483.6	2,821.4	2,944.4	3,312.7	3,190.6	2,998.3	3,245.9	3,400.3	3,245.3	3,292.4	3,223.3	3,576.8	3,391.1
	조정영업이익	460.2	429.8	708.6	162.9	-19.7	240.0	77.0	-98.9	125.7	313.2	89.8	143.7	116.0	314.6	134.3
	영업이익	460.2	429.8	708.6	162.9	-19.7	240.0	77.0	-98.9	125.7	313.2	89.8	143.7	116.0	314.6	134.3
	EBITDAR	2,065.6	2,177.1	2,467.7	530.4	375.2	655.5	504.4	326.1	559.2	756.0	535.9	585.7	551.8	757.5	572.7
	순이익	-230.1	214.6	221.7	251.4	14.2	-540.5	44.9	-62.6	-170.7	338.3	109.6	41.6	-53.1	222.1	11.1
아시아나항공 (연결)	매출액	5,609.4	6,004.2	6,831.6	1,308.4	1,372.1	1,488.9	1,440.0	1,414.9	1,431.5	1,566.5	1,591.4	1,644.8	1,643.5	1,822.5	1,720.9
	조정영업이익	358.3	237.0	338.6	70.2	57.7	180.3	50.1	47.1	38.9	108.9	42.1	68.7	64.3	123.5	82.0
	영업이익	358.3	237.0	338.6	70.2	57.7	180.3	50.1	47.1	38.9	108.9	42.1	68.7	64.3	123.5	82.0
	EBITDAR	970.0	949.9	1,130.6	222.1	209.8	328.3	209.8	216.3	212.3	293.9	227.4	260.5	259.2	324.6	286.4
	순이익	-30.9	53.5	150.2	48.0	22.7	-35.0	-66.6	-2.2	-37.7	79.9	13.6	24.1	22.7	67.3	36.1
한진해운 (연결)	매출액	9,523.3	10,534.7	11,051.0	2,275.1	2,392.3	2,468.8	2,387.0	2,264.1	2,831.7	2,920.7	2,518.3	2,494.7	2,816.6	3,007.9	2,731.8
	조정영업이익	-514.0	-46.2	335.7	-24.8	-177.9	-160.1	-151.2	-218.3	79.5	88.9	3.6	0.9	91.4	184.6	58.7
	영업이익	-492.6	-58.8	335.7	-17.8	-170.3	-135.1	-169.4	-218.4	73.9	96.8	-11.1	0.9	91.4	184.6	58.7
	EBITDA	-122.5	394.8	787.9	74.7	-65.4	-50.6	-81.1	-114.7	189.7	202.7	117.1	113.5	202.7	298.8	172.9
	순이익	-835.4	-525.8	-43.3	-142.0	-277.5	-90.2	-325.7	-341.0	-5.6	-50.7	-128.5	-93.9	-2.7	89.8	-36.5
현대상선 (연결)	매출액	7,420.8	8,186.3	8,594.8	1,697.7	1,856.4	1,891.6	1,975.0	1,864.2	2,123.9	2,121.5	2,076.8	2,015.3	2,112.4	2,346.3	2,120.7
	조정영업이익	-338.4	-347.3	199.4	-2.3	-46.9	-98.7	-190.5	-217.0	-86.4	-23.5	-20.4	-4.3	52.2	118.0	33.4
	영업이익	-414.6	-297.8	199.4	-27.5	-50.1	-98.7	-238.3	-203.1	-122.6	28.6	-0.8	-4.3	52.2	118.0	33.4
	EBITDA	-156.5	-7.5	497.1	37.2	13.5	-53.2	-154.0	-138.1	-52.7	106.6	76.7	72.0	127.1	191.8	106.1
	순이익	-524.5	-710.2	-162.3	-102.9	-102.3	-5.3	-314.0	-265.9	-187.9	-124.3	-132.2	-89.1	-41.7	25.9	-57.5
STX 팬오션 (연결)	매출액	5,742.2	5,287.6	5,386.5	1,362.7	1,520.3	1,346.9	1,512.2	1,232.3	1,445.4	1,346.5	1,263.5	1,307.8	1,337.8	1,359.5	1,381.3
	조정영업이익	-123.3	-235.9	4.0	-54.1	-5.6	-47.3	-16.3	-128.5	-25.0	-66.0	-16.4	-10.8	1.3	5.4	8.1
	영업이익	-23.0	-277.7	16.7	-41.6	52.3	-51.2	17.6	-133.1	-101.2	-40.6	-2.8	-4.0	4.7	7.1	8.9
	EBITDA	25.2	-53.5	207.2	-18.1	29.9	-10.4	23.7	-86.9	20.5	-18.4	31.4	37.9	51.4	56.9	60.9
	순이익	-22.8	-374.3	-145.7	-52.5	21.2	-39.6	48.0	-118.4	-92.4	-100.7	-62.7	-41.6	-34.8	-34.4	-34.8
현대글로비스 (별도)	매출액	7,547.8	9,440.2	11,394.6	1,628.3	1,856.6	1,945.4	2,117.4	2,236.1	2,376.5	2,339.0	2,488.5	2,595.6	2,827.8	2,899.7	3,071.5
	조정영업이익	334.5	450.9	536.7	72.6	80.8	92.0	89.1	109.0	121.8	100.2	119.8	121.0	132.5	135.2	148.0
	영업이익	339.6	457.8	536.7	76.6	89.7	85.1	88.2	111.4	115.1	112.2	119.1	121.0	132.5	135.2	148.0
	EBITDA	373.2	507.2	592.2	84.1	97.4	94.2	97.5	121.8	127.1	124.9	133.4	134.2	146.3	148.7	163.1
	순이익	302.2	405.2	445.6	70.7	74.7	67.5	89.2	91.7	114.2	98.3	101.0	102.2	112.7	107.7	123.0
CJ 대한통운 (연결)	매출액	2,587.8	2,828.5	3,128.8	659.3	584.7	628.0	715.8	661.5	713.1	697.3	756.6	740.5	796.7	782.5	809.0
	조정영업이익	124.9	152.6	183.0	27.8	34.5	37.7	24.9	36.3	42.2	29.9	44.2	44.4	46.2	45.1	47.3
	영업이익	122.8	165.0	183.0	28.8	33.4	31.6	29.0	38.2	42.7	39.9	44.2	44.4	46.2	45.1	47.3
	EBITDA	197.1	236.7	265.5	46.7	51.6	50.2	48.5	55.5	60.4	57.9	62.9	63.9	66.5	66.1	69.0
	순이익	84.5	110.1	126.3	6.6	21.3	17.9	38.6	28.1	22.8	27.1	32.1	31.8	32.0	30.6	31.8

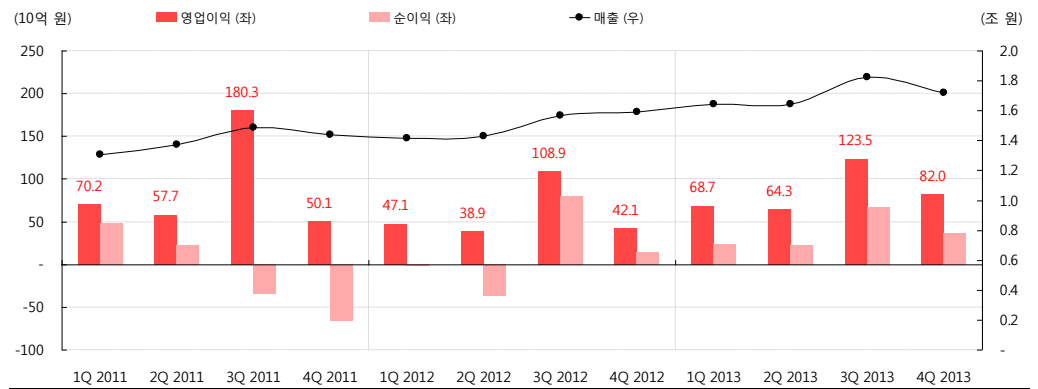
자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 연결 실적 추이 및 전망



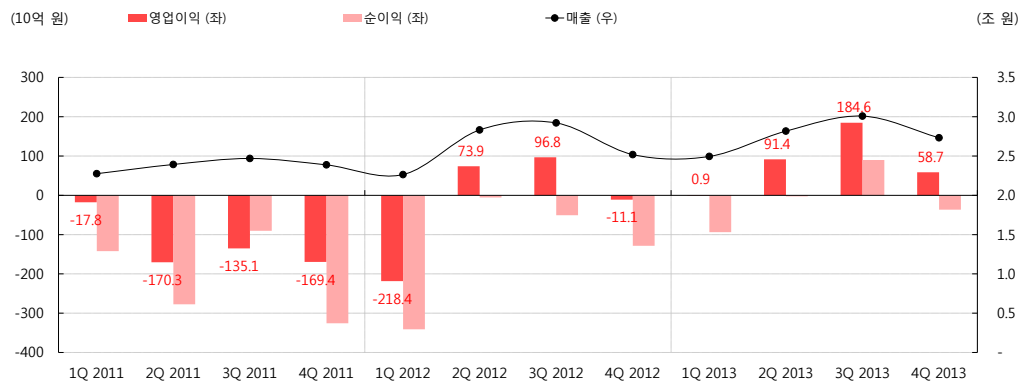
자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 연결 실적 추이 및 전망



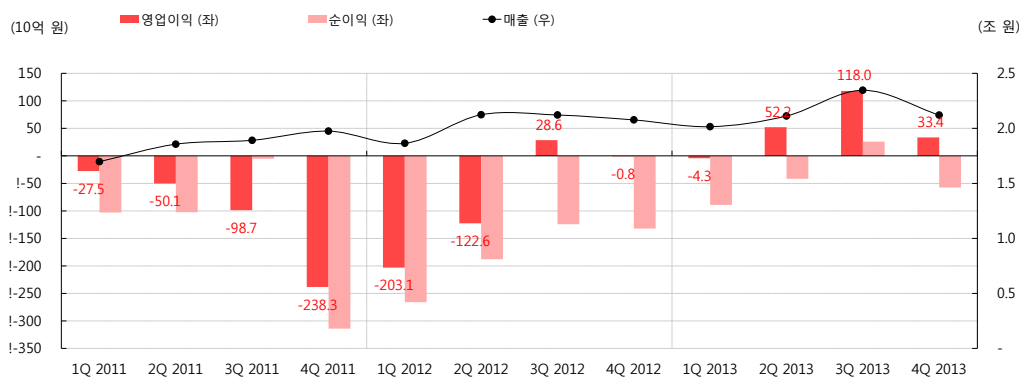
자료: 동양증권 리서치센터

한진해운 연결 실적 추이 및 전망



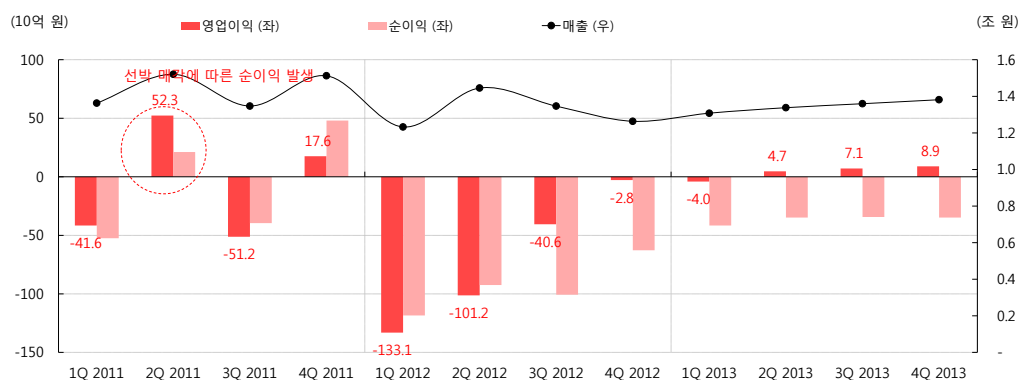
자료: 동양증권 리서치센터

현대상선 연결 실적 추이 및 전망



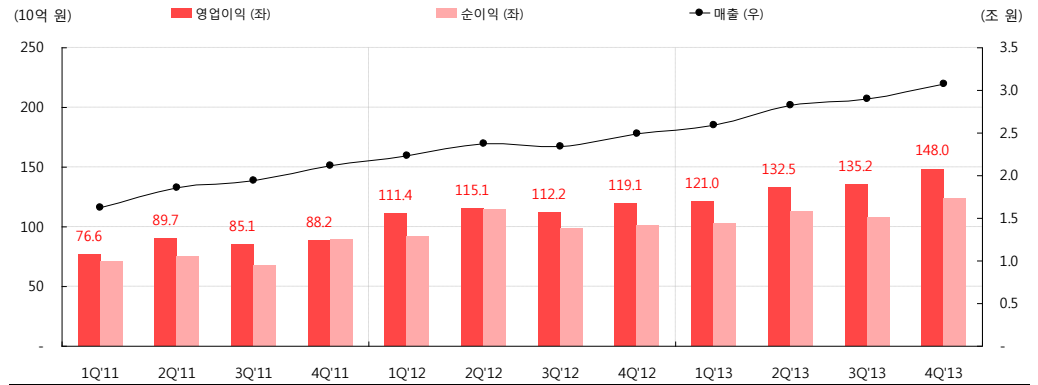
자료: 동양증권 리서치센터

STX 팬오션 연결 실적 추이 및 전망



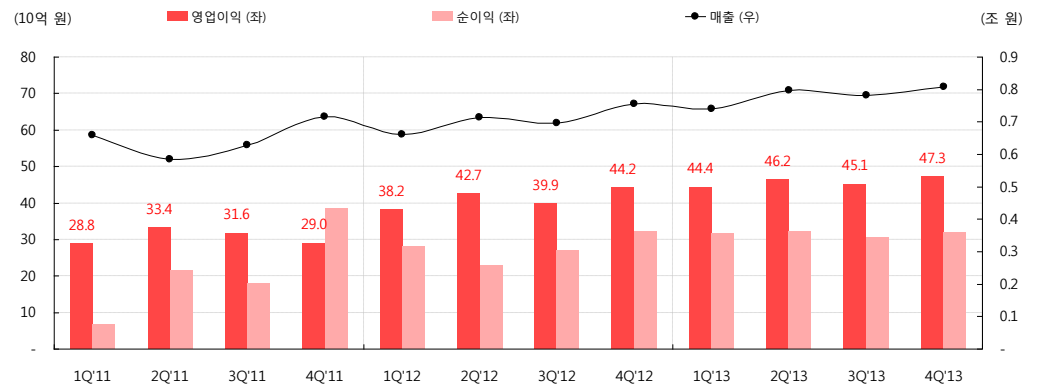
자료: 동양증권

현대글로비스 별도 실적 추이 및 전망



자료: 동양증권 리서치센터

CJ대한통운 별도 실적 추이 및 전망



자료: 동양증권 리서치센터

III. 2013년 운송산업 전망

1. 2013년 항공업종 업황 - 저가항공사의 위협과 원화 강세의 수혜

한국항공산업은 대 변혁의 시기를 보내고 있다. 한국발 해외여행객을 중심으로 영업하던 기존 항공업체들은 해외 고객 대상 매출을 확대할 수 밖에 없는 상황이다. 이는 한국발 여객수요가 큰 폭으로 성장할 가능성은 낮아지는 상황에서, 국내외 저가항공사들이 한국의 국제선 노선에 앞다투어 취항하고 있기 때문이다.

2012년~2013년 항공여객에서의 공급증가는 12% 수준으로 비슷할 것으로 판단된다. 그러나, 2012년에는 외국인 입국이 급증하면서 공급증가분의 상당부분을 메꿔준 반면, 2013년에는 외국인 입국증가추이가 다소 둔화될 것으로 보인다. 따라서 2013년에는 여객 업황이 2012년 대비 다소 부진할 것으로 판단된다. 2013년에도 항공화물에서의 공급증가는 수요증가를 앞지를 것으로 보여 부진한 국면이 계속될 것으로 예상된다.

항공산업 주요 거시변수와 업황 지표

항목	단위	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
한국 GDP 상승률	%	0.3%	6.2%	3.8%	3.9%	4.2%	4.0%
WTI	USD/Barrel	61.8	79.5	95.1	94.3	86.0	86.0
(YoY)	%	-38.0%	28.6%	19.6%	-0.8%	-8.8%	0.0%
싱가폴 제트유	USD/Barrel	77.4	98.8	128.4	126.5	125.0	125.0
(YoY)	%	-27.5%	27.7%	29.9%	-1.4%	-1.2%	0.0%
평균환율	KRW/USD	1,277.1	1,156.2	1,107.8	1,126.6	1,090.0	1,090.0
(YoY)	%	16.1%	-9.5%	-4.2%	1.7%	-3.3%	0.0%
내국인 출국자수	천 명	9,494	12,488	12,694	13,559	14,449	15,025
(YoY)	%	-20.9%	31.5%	1.6%	6.8%	6.6%	4.0%
한국 항공화물 수출	톤	546,519	651,319	536,257	534,598	553,309	572,675
(YoY)	%	10.2%	19.2%	-17.7%	-0.3%	3.5%	3.5%
대한항공 항공기	대수	162	164	175	187	200	209
(YoY)	%	0.8%	1.5%	6.7%	6.4%	7.0%	4.8%
아시아나항공 항공기	대수	31	32	34	37	40	43
(YoY)	%	-6.8%	3.3%	5.5%	9.7%	7.5%	7.6%
대한항공 여객 Yield	센트/RPK	7.5	8.6	9.4	9.7	10.2	10.3
(YoY)	%	-21.6%	15.7%	9.2%	2.9%	5.1%	1.4%
대한항공 화물 Yield	센트/FTK	25.6	33.9	34.6	33.1	33.1	34.2
(YoY)	%	-17.3%	32.4%	2.2%	-4.4%	0.0%	3.2%
아시아나 여객 Yield	센트/RPK	7.7	9.2	10.1	9.9	10.2	10.3
(YoY)	%	-23.3%	20.4%	9.8%	-2.8%	3.1%	1.5%
아시아나 화물 Yield	센트/FTK	25.7	33.2	32.6	30.8	30.8	31.8
(YoY)	%	-18.1%	29.3%	-1.8%	-5.6%	0.1%	3.3%

자료: 각종자료, 동양증권 리서치센터

A. 2012 FACT REVIEW

1) 항공여객산업

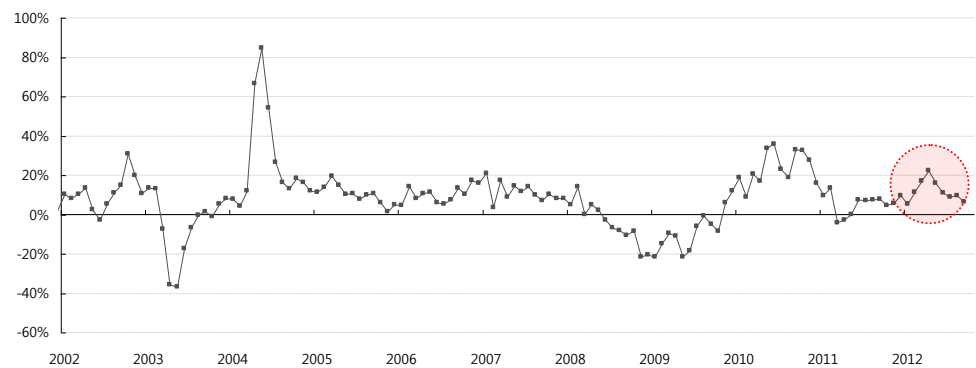
2012년 한국 항공여객시장은 저가 항공사의 공격적인 취향으로 인해 운항회수가 두자리수 증가를 보이는 가운데, 일본 대지진 충격으로부터의 회복, 외국인 입국자수의 증가 등에 힘입어 수급 불균형 악화를 축소할 수 있었다.

+11.8%

2012년 1~9월
한국출입국자 (YoY)

2012년 출입국자, 즉 여객수요 증가는 비교적 견조했다. 2012년 1~9월 출입국자수는 1,873만 명으로 YoY 11.8% 증가했다. 외국인 입국이 844만명으로 YoY 18.9% 증가한 것이 항공여객 수요 증가에 크게 도움이 되었다. 원화약세, 한류열풍 등에 힘입어 중국과 일본인 입국이 크게 증가했다. 출국에서는 지난해 대지진 충격으로 급감했던 일본행 출국자가 빠르게 회복되는 모습을 보였다.

한국 출입국자 증가율 추이 - 2012년 여객수요는 비교적 견조했다.



자료: 한국관광공사, 동양증권 리서치센터

2012년 출입국자 증가율			(단위: 명)
구분	2011 (1~9월)	2012 (1~9월)	YoY
내국인 출국자 수	9,666,241	10,294,714	6.5%
한국 -> 중국*	2,880,100	2,783,700	-3.3%
한국 -> 일본	1,250,269	1,492,898	19.4%
외국인 입국자 수	7,094,217	8,437,142	18.9%
중국 -> 한국	1,672,271	2,156,922	29.0%
일본 -> 한국	2,318,089	2,772,352	19.6%
출입국자수	16,760,458	18,731,856	11.8%

자료: 한국관광공사, 동양증권 리서치센터 *한국→중국 출국자는 1~8월 기준

+13.6%

2012년 1~9월
국제선 여객기 운항회수 (YoY)

2012년 1~9월 국제선 여객기 운항회수는 YoY 13.6% 증가한 226,843편이었다. 여객서비스의 공급-수요 격차는 환승객이 메꿨다. 2012년 1~9월 인천공항 환승객은 468만명으로 YoY 13.5% 증가했다. 그러나 환승객이 성장을 주도했던 2011년보다는 환승객과 비환승객이 조화롭게 증가하는 모습이었다. 이는 외국인 입국자가 빠르게 늘어난 결과로 판단된다.

8.0%

2012년 1~9월
국내 저가항공사의
한국 국제선 여객 점유율

2012년 저가항공사의 시장 침투는 지속 강화되었다. 국토해양부에 따르면 국내 저가항공사의 1~3Q 국제선 여객 누적 점유율은 7.2%로 전년동기대비 3.2%p 증가했다. 3Q만 따로 떼어 보면 국내 저가항공사의 점유율은 8.0%로 올라섰다. 국내 저가항공사들이 수송한 승객수는 258만명으로 2배 이상 증가했다. 국내 저가항공사들은 인천-방콕 등 일부 노선에서는 25% 이상의 점유율을 차지하고 있는 반면 인천-동경, 인천홍콩 등 주요 대도시간의 노선에서는 여전히 한자리수의 낮은 점유율을 나타내고 있다.

2012년 국제선 여객기 운항회수 증가율

(단위: 회)

공항	2011 (1~9월)	2012 (1~9월)	YoY
인천공항	158,865	177,843	11.9%
기타공항	40,749	49,000	20.2%
합산	199,614	226,843	13.6%

자료: 인천공항공사, 동양증권 리서치센터

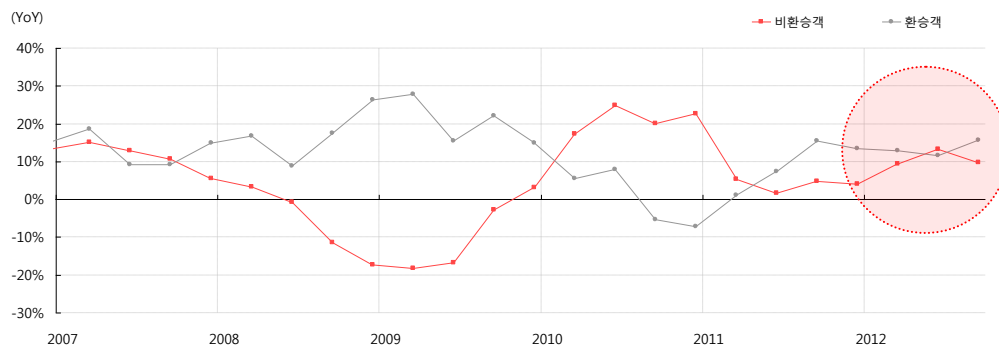
환승객과 비환승객 비교

(단위: 명)

구분	2010 (1~9월)	2011 (1~9월)	2012 (1~9월)	2011 / 2010	2012 / 2011
비환승객수	26,235,199	27,730,737	31,326,239	5.7%	13.0%
환승객수	3,825,221	4,125,616	4,683,060	7.9%	13.5%
전체여객수	30,060,420	31,856,353	36,009,299	6.0%	13.0%

자료: 인천공항공사, 한국공항공사, 동양증권 리서치센터

2012년 인천공항 비환승객 증가율이 환승객 증가율을 다시 따라잡은 상황



자료: 동양증권 리서치센터

항공사 국제선 수송 통계

(단위: 명)

항공사	2011 (1Q~3Q)	2012 (1Q~3Q)	YoY	2011 1Q	2011 2Q	2011 3Q	2012 1Q	2012 2Q	2012 3Q
대한항공	11,718,243	12,889,268	10.0%	3,784,798	3,640,692	4,292,753	4,135,072	4,194,057	4,560,139
아시아나	7,822,537	8,425,789	7.7%	2,500,593	2,460,597	2,861,347	2,724,095	2,664,296	3,037,398
에어부산	282,806	434,249	53.6%	69,010	87,252	126,544	129,280	146,364	158,605
이스타항공	116,599	427,559	266.7%	36,562	22,282	57,755	84,899	139,399	203,261
제주에어	556,143	844,886	51.9%	165,363	161,010	229,770	235,939	282,450	326,497
진에어	313,600	622,381	98.5%	106,251	79,069	128,280	186,896	180,876	254,609
티웨이항공	-	249,471	0.0%	-	-	-	81,969	75,819	91,683
외항사	10,878,210	11,924,892	9.6%	3,463,123	3,378,275	4,036,812	3,800,032	3,804,409	4,320,451
합계	31,688,138	35,818,495	13.0%	10,125,700	9,829,177	11,733,261	11,378,182	11,487,670	12,952,643
국적 항공사계	20,809,928	23,893,603	14.8%	6,662,577	6,450,902	7,696,449	7,578,150	7,683,261	8,632,192
국내 LCC 계	1,269,148	2,578,546	103.2%	377,186	349,613	542,349	718,983	824,908	1,034,655
국적사 분담율	65.7%	66.7%	1.0%p	65.8%	65.6%	65.6%	66.6%	66.9%	66.6%
LCC 분담율	4.0%	7.2%	3.2%p	3.7%	3.6%	4.6%	6.3%	7.2%	8.0%

자료: 국토해양부, 동양증권 리서치센터

주요노선 저가항공사 점유율 변화

(단위: 명)

주요노선	2011년 3/4분기				2012년 3/4분기			
	대형사	저비용	외항사	LCC 점유율	대형사	저비용	외항사	LCC 점유율
인천 - 방콕	192,377	55,650	18,513	20.9%	196,917	122,708	158,676	25.7%
인천 - 후쿠오카	195,677	-	-	0.0%	198,349	68,501	-	25.7%
인천 - 오사카	214,865	31,697	25,941	11.6%	239,419	65,287	98,318	16.2%
인천 - 홍콩	264,628	30,155	263,582	5.4%	302,678	50,127	258,682	8.2%
제주 - 푸둥	-	19,807	20,992	48.5%	-	32,284	24,330	57.0%
인천 - 괌	61,547	29,903	2,747	31.7%	71,001	29,805	-	29.6%
김해 - 동경	35,346	25,526	65,938	20.1%	44,769	29,045	44,840	24.5%
김포 - 오사카	119,187	32,277	56,019	15.6%	134,225	28,782	50,572	13.5%
인천 - 호치민	117,058	-	39,049	0.0%	106,798	28,040	44,465	15.6%
인천 - 청도	89,756	-	141,428	0.0%	93,808	27,507	128,863	11.0%
인천 - 동경	360,787	19,115	161,178	3.5%	369,528	26,657	160,888	4.8%
김포 - 나고야	-	29,344	-	100.0%	-	25,927	153	99.4%
김해 - 타이페이	-	22,754	12,678	64.2%	-	25,584	12,939	66.4%
김해 - 오사카	55,426	25,963	-	31.9%	66,220	25,517	-	27.8%
김해 - 방콕	39,108	20,496	15,345	27.3%	37,178	24,897	16,885	31.5%
인천 - 마닐라	145,255	19,144	127,550	6.6%	125,584	24,892	136,230	8.7%
인천 - 나고야	168,515	-	26,480	0.0%	176,161	24,039	22,906	10.8%
김해 - 후쿠오카	55,367	23,645	-	29.9%	61,479	22,313	-	26.6%
김해 - 청도	13,065	-	-	0.0%	21,060	21,409	-	50.4%
김포 - 타이페이승	-	-	-	0.0%	-	19,301	20,863	48.1%
김해 - 세부	5,328	26,057	13,630	57.9%	9,954	17,454	11,473	44.9%
인천 - 코타키나발	14,065	11,619	13,985	29.3%	25,189	17,024	-	40.3%
인천 - 세부	80,038	1,884	88,476	1.1%	92,427	16,740	65,332	9.6%
김해 - 홍콩	24,453	21,159	23,168	30.8%	28,782	16,566	23,398	24.1%
인천 - 삿보로 (치)	68,870	12,758	-	15.6%	78,359	16,338	-	17.3%
인천 - 마카오	-	10,502	19,899	34.5%	-	16,212	23,947	40.4%
인천 - 푸켓	100,736	-	18,155	0.0%	81,261	15,780	54,944	10.4%
제주 - 대북	-	-	17,121	0.0%	-	14,479	14,248	50.4%
제주 - 오사카	24,916	8,329	-	25.1%	25,480	13,479	-	34.6%
인천 - 연태	22,984	-	27,377	0.0%	21,609	12,878	21,428	23.0%
합산	2,469,354	477,784	1,199,251	11.5%	2,608,235	879,572	1,394,380	18.0%

자료: 국토해양부, 동양증권 리서치센터

2012년 1~3Q 인천공항 이용객을 노선별로 살펴보면 여객 수송량은 중국과 일본, 동남아시아, 미국 노선의 승객을 중심으로 성장했다. 화물은 독일, 미국, 중국 등 주요 교역국들 중심으로 감소했는데 미국과 중국노선의 환적화물이 크게 감소한 것으로 보인다.

인천공항 2012년 1~3Q 노선별 여객 증감 (YoY)



자료: 동양증권 리서치센터

인천공항 2012년 1~3Q 노선별 화물 증감 (YoY)



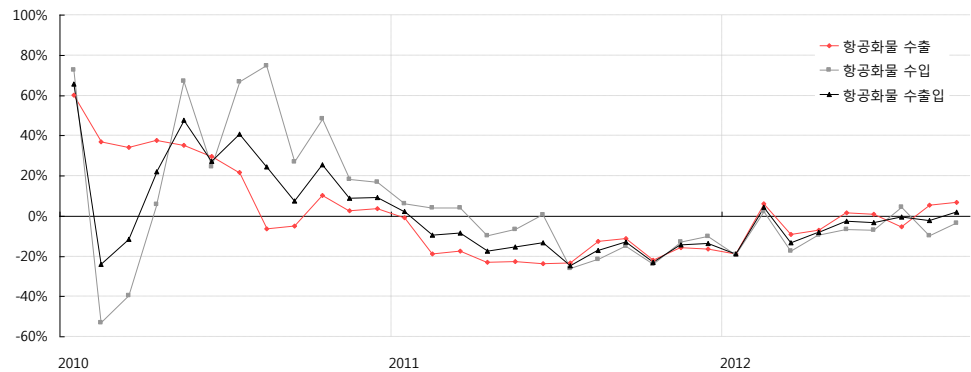
자료: 동양증권 리서치센터

2) 항공화물산업

-5.0%
2012년 1~9월
한국 항공화물 수출입 (YoY)

2012년 1~9월 한국 항공화물 수출입량은 YoY 5.0% 감소한 73.5만톤을 기록했다. 2011년에 이어 여전히 물동량은 감소했으나 하반기로 갈수록 물동량이 더 이상 감소하지는 않는 모습이다. 수입물량은 지난해와 비슷한 속도로 감소한 것으로 보이나, 수출화물은 하반기 들어서는 증가세로 전환하는 모습이다. 특히 디스플레이 수출은 지난해 극심한 부진으로부터 크게 개선된 모습이다.

월별 한국항공화물 수출입수 증감을 추이



자료: 동양증권 리서치센터

한국 항공화물 수출입 추이

(단위: 톤)

품목	2010 (1~9월)	2011 (1~9월)	2012 (1~9월)	2011 / 2010	2012 / 2011
수출전체	486,278	401,041	390,774	-17.5%	-2.6%
디스플레이	58,385	16,285	25,651	-72.1%	57.5%
무선통신기기	41,844	37,049	23,810	-11.5%	-35.7%
자동차 및 부품	47,410	42,604	28,761	-10.1%	-32.5%
전자제품	76,077	44,965	42,270	-40.9%	-6.0%
반도체	19,516	19,520	17,576	0.0%	-10.0%
기계	16,574	15,078	15,821	-9.0%	4.9%
수입전체	406,315	372,257	343,759	-8.4%	-7.7%
수출입전체	892,593	773,298	734,533	-13.4%	-5.0%

자료: KITA, 동양증권 리서치센터

+6.8%

2012년 1~9월
여객기가 수송한 항공화물 (YoY)

항공화물 서비스 공급량은 소폭 감소하는데 그쳤다. 화물기 운항회수는 감소했지만 비용절감 차원에서 여객기 화물칸을 이용한 화물 수송(Belly Cargo)이 늘어난 결과이기도 하다. 1~9월 인천공항 화물 수송량은 YoY -3.1% 감소했지만, 여객기가 수송한 화물의 양은 오히려 YoY +6.8% 증가했다.

항공사별로 살펴보면 한국항공사들이 화물기운항회수를 줄이고, 여객기 화물공간을 활용해 화물기 운항 감소의 일부를 상쇄한 반면, 해외 대형 항공화물 업체(폴라에어카고, UPS, Fedex)들은 운항회수를 늘려가며 시장을 잠식했다. 한 해외 업체 관계자는 한국 항공화물시장이 세계 경기 회복시 가장 먼저 회복될 것으로 본다는 생각을 밝히기도 했다.

한편, 일본의 항공 수출입화물 수송이 부진함에 따라, 나리타공항의 환적화물 처리량은 빠르게 증가하고 있다. 이에 따라 인천공항은 환적화물수송량이 지속 부진할 모습을 보여주고 있다. 이는, 일본의 수출입 화물이 감소하는 가운데, 나리타공항의 Capacity가 환적화물을 처리하는데 사용되고 있기 때문으로 보인다.

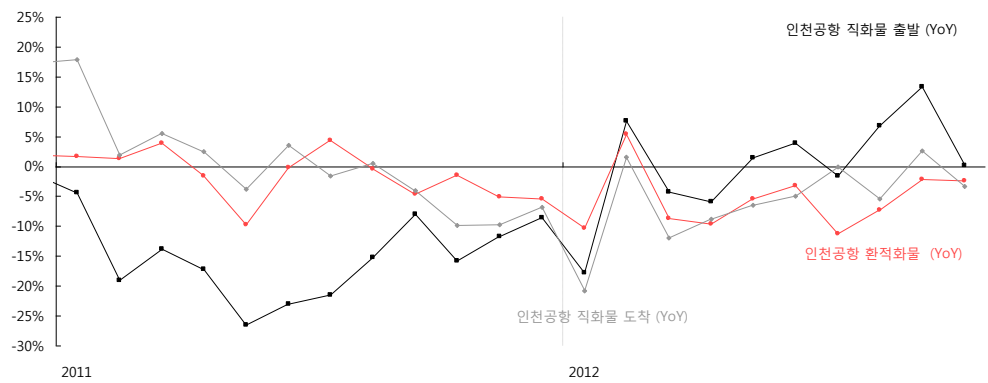
항공화물수송 분담율			(단위: 톤)
구분	2011	2012	YoY
화물기 화물 수송량	1,311,249	1,201,780	-8.3%
여객기 화물 수송량	693,915	741,196	6.8%
전체 화물 수송량	2,005,164	1,942,976	-3.1%
여객기 분담 비중	34.6%	38.1%	10.2%

자료: 인천공항공사, 한국공항공사, 동양증권 리서치센터

1~9월 인천공항 항공화물 M/S 변화							(단위: 편, 톤)	
항공사	화물기운항회수			화물수송량 (여객기 + 화물기)			화물수송량 점유율	
	2011	2012	YoY	2011	2012	YoY	2011	2012
대한항공	9,517	8,475	-10.9%	954,960	888,350	-7.0%	50.2%	48.7%
아시아나항공	4,528	4,406	-2.7%	449,061	429,600	-4.3%	23.6%	23.6%
폴라에어카고	1,516	1,684	11.1%	34,536	40,032	15.9%	1.8%	2.2%
UPS	2,234	2,367	6.0%	35,403	38,789	9.6%	1.9%	2.1%
FEDEX	1,873	1,873	0.0%	31,090	36,463	17.3%	1.6%	2.0%
기타	5,530	5,231	-5.4%	396,505	389,961	-1.7%	20.9%	21.4%
합계	25,198	24,036	-4.6%	1,901,555	1,823,195	-4.1%	100.0%	100.0%

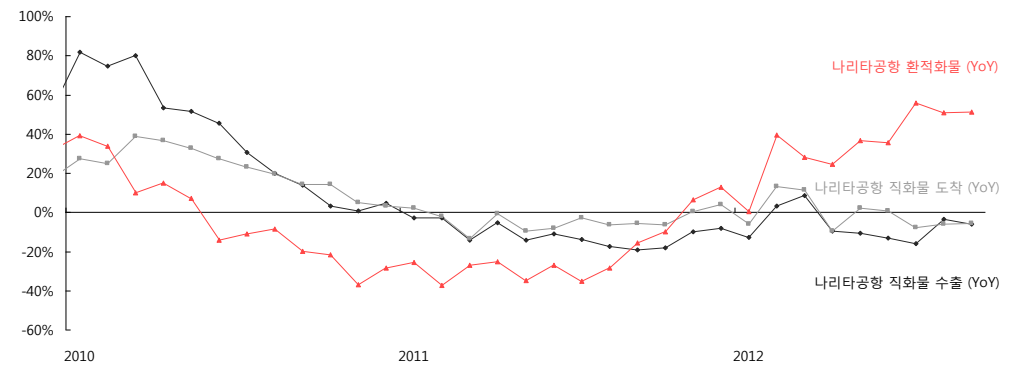
자료: 인천공항공사, 동양증권 리서치센터

인천공항 - 직화물 물동량은 호전된 반면 환적화물은 부진한 상황



자료: 인천공항공사, 동양증권 리서치센터

나리타공항 - 직화물 물동량 부진을 환적화물이 채우는 상황



자료: 나리타공항, 동양증권 리서치센터

B. 2013 FORECAST

1) 항공여객산업

2013년 한국 항공 여객산업은 운항회수와 출입국 수요의 증가에 힘입어 양적성장을 보일 것으로 예상되나, 공급이 수요보다 빠르게 증가함으로써 수익성은 악화될 것이라는 전망이다.

2013년 한국 항공 여객산업은 1) 여객 서비스공급량의 증가가 수요 증가를 앞서면서 공급초과 현상이 예상되며, 2) 특히 국내외 저가항공사의 확장에 따라 중단거리 노선의 경쟁은 심화될 것으로 보인다. 이에 따라 중장거리 환승승객에 대한 의존도는 계속 높아질 것으로 예상된다.

+12%

2013년 여객서비스 예상 증가율

2013년 한국 항공시장의 여객 서비스 공급량 증가율은 약 12%가 될 것으로 보인다. 이는 양대 항공사의 가동 여객기가 YoY 7% 증가할 것으로 보이고, 저가항공사들의 운항회수는 연간 50% 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

2013년 인천공항 여객기 운항 증가 전망

항공사	최근 점유율	운항회수 증가율	공급증가 기여
대한항공	37.5%	5.4%	2.0%
아시아나항공	25.2%	9.9%	2.5%
저가항공사	9.7%	50.0%	4.9%
기타항공사	27.6%	9.4%	2.6%
합산			12.0%

자료: 동양증권 리서치센터

국내 양대 항공사 분기별 항공기 운영대수										(단위: 대)
기종	2012	2013	2012 1Q	2012 2Q	2012 3Q	2012 4Q	2013 1Q	2013 2Q	2013 3Q	2013 4Q
대한항공	121	127	119	122	120	122	124	129	129	127
YoY	6.6%	5.4%	11.2%	8.9%	4.3%	2.5%	4.2%	5.7%	7.5%	4.1%
아시아나항공	66	72	62	64	68	69	70	72	73	74
YoY	6.0%	9.9%	0.0%	3.2%	9.7%	11.3%	12.9%	12.5%	7.4%	7.2%
합산	187	200	181	186	188	191	194	201	202	201
YoY	6.4%	7.0%	7.1%	6.9%	6.2%	5.5%	7.2%	8.1%	7.4%	5.2%

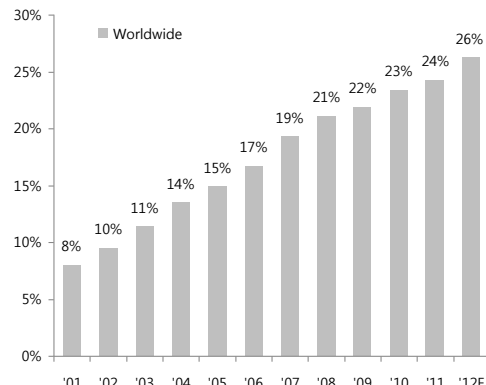
자료: 각 사, 동양증권 리서치센터

저가항공사들의 한국 취항 증가도 계속될 전망이다.

2012년 저가항공사들의 세계항공여객시장 점유율(좌석수 기준)은 26%에 달할 것으로 추정된다. 저가항공사의 진입이 늦었던 아시아태평양지역에서도 저가항공사가 항공여객시장의 20% 이상을 잠식한 것으로 관측되고 있다.

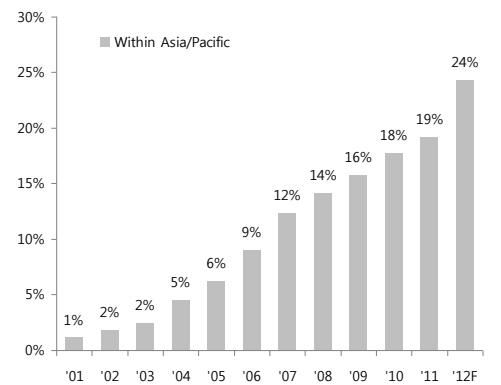
한국의 항공여객시장에서도 저가항공사의 진입이 활발하게 이루어지고 있다. 국내선의 경우 이미 30%에 육박하는 점유율을 기록하고 있다. 그러나 국제선은 아직 저가항공사들의 점유율이 낮아, 저가항공사들이 침투 할 수 있는 여지는 충분한 것으로 보인다.

저가항공사 세계 좌석 점유율 추이



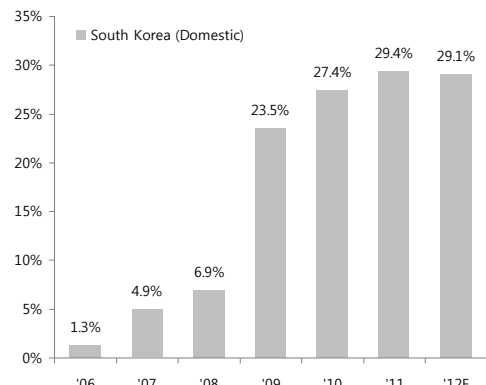
자료: CAPA, 동양증권 리서치센터

저가항공사 아시아/태평양 좌석 점유율 추이



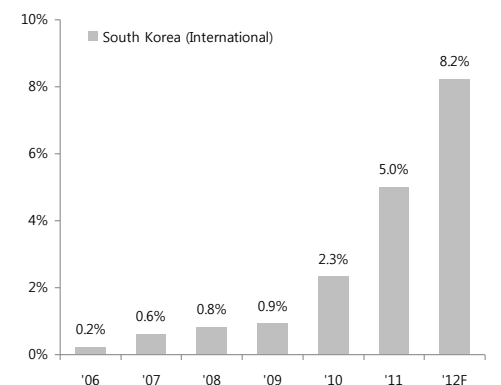
자료: CAPA, 동양증권 리서치센터

저가항공사 한국 국내선 좌석 점유율 추이



자료: CAPA, 동양증권 리서치센터

저가항공사 한국 국제선 좌석 점유율 추이



자료: CAPA, 동양증권 리서치센터

국내의 여러 저가항공사들이 한국 노선 취항을 검토하고 있다.

제주항공은 서울-나고야, 서울-후쿠오카, 서울-세부, 서울-팜, 서울-청도, 서울-호치민에 신규 취항을 할 예정이고, 진에어는 서울-삿또로, 서울-옌타이, 제주-타이페이, 서울-비엔티안에, 에어부산은 부산-마카오에, 이스타항공은 서울-오사카에 각각 취항을 앞두고 있다.

2,000원

Air Asia Japan 인천-나리타
특가

인천-나리타 2,000원의 가격(공항세 포함한 최종가격 3만원)으로 주목받았던 Air Asia Japan은 초특가정책을 통한 한국시장 공략에 나서고 있다. 인천~나리타노선 편도 운임은 10~40만원으로 책정될 예정이다. Air Asia Japan은 첫 국제선 취항지로 한국을 선택했으며, “한국에는 진정한 저가항공사 없이 경쟁을 해볼만 하다”라는 입장이다. 인천-나리타노선에서 노선 시장과 가격 경쟁력을 갖추기 위해서는 1시간당 1편의 항공기가 운항되어야한다는 생각도 밝힌바 있다. 11월에는 부산노선도 취항할 예정이다.

JAL과 Jetstar Airways 등이 지분참여를 한 Jestar Japan은 일본, 한국, 중국, 필리핀을 잇는 국제선을 2013년에 개설할 예정이다.

ANA(전일본공수)가 39%의 지분을 가지고 있는 Peach의 경우 2016년까지 국제선 10개 노선 운영을 목표로 하고 있는데, 특히 간사이 국제공항에서 3~4시간대 거리에 있는 한국, 중국, 타이완, 팜, 사이판 등을 잇는 노선을 중점적으로 운영할 계획이다. 10~11월에는 인천-오사카 구간 왕복항공권 부대비용 포함 총 18만 7,400원의 특별가격에 판매하고 있다. 위탁 수하물이 없는 경우 14만 1,600원에 이용이 가능하며, 현재 서울(인천, 김포)-오사카노선을 운항하는 7개항공사 중 가장 저렴한 가격을 자랑한다.

기타큐슈를 기반으로 하고 있는 Star Flyer는 7월초부터 부산-기타큐슈 노선 티켓을 7만 6천원에 판매하고 있다. 8만원대 ‘원 플러스 원’ 이벤트(티켓 한장을 사면 동반 1인은 공짜)도 진행하고 있다. A320 4대 전좌석을 세미 비즈니스 클래스급으로 꾸미는 등 편의성도 강조하고 있다.

말레이시아 기반의 중장거리 저가항공사인 Air Asia X는 쿠알라룸푸르-인천 노선에 이어 쿠알라룸푸르-부산노선에 추가로 취항할 예정이다. 한국, 일본, 대만, 중국, 호주 등 핵심시장에 투자를 집중하고 있다.

+11.6%

2012~13년 동계 정기편
운항회수

노선별로 살펴 보면, 일본, 미국, 동남아 노선 등의 공급증가가 두드러진다. 2012년 동절기 국제선 운항회수는 YoY 11.6% 증가할 것으로 보인다. 지역별로 살펴보면, 일본노선의 운항회수가 124회 증가(+25.2%)할 예정인데, 이는 일본 대지진 이후 중단되었던 노선의 복귀, 국내 저가항공사의 취항 증가, 일본 신규 저가항공사(Peach, Air Asia Japan)의 신규 취항이 예정되어있기 때문이다. 그외 미국노선 (+94회, YoY +24.1%), 중국노선 (+64회, YoY +9.8%)이 많으며 동남아노선 전체 운항회수도 전년동기대비 145회 증가해 YoY 17.6%의 높은 증가율을 보일 것으로 예상된다. 반면 유럽노선은 3회 1.6% 증가하는데 그칠 전망이다.

미주노선 공급강화는 중국등으로부터 출발하는 환승객을 염두에 둔것으로 보인다. 2012년 1~3Q 노선별로 환승객 비중을 살펴보면, 미주노선이 35.8%로 타 노선 대비 높다.

한국 2012년 동절기 중단거리노선 운항계획 (1)				(단위: 억원)
노선	2011 동계	2012 동계	증감	증감율
중국	656	720	64	9.8%
일본	493	617	124	25.2%
중국일본 소계	1,149	1,337	188	16.4%
홍콩	147	158	11	7.5%
마카오	-	13	13	-
필리핀	161	217	56	34.8%
태국	158	182	24	15.2%
베트남	92	115	23	25.0%
타이완	52	60	8	15.4%
싱가폴	55	55	-	0.0%
말레이시아	46	48	2	4.3%
캄보디아	46	49	3	6.5%
인도네시아	37	30	-7	-18.9%
동남아 소계	822	967	145	17.6%
미국	390	484	94	24.1%
캐나다	22	20	-2	-9.1%
브라질	3	3	-	0.0%
미주 소계	415	507	92	22.2%

자료: 국토해양부, 동양증권 리서치센터

한국 2012년 동절기 중단거리노선 운항계획 (2)				(단위: 억원)
노선	2011 동계	2012 동계	증감	증감율
독일	49	50	1	2.0%
프랑스	23	22	-1	-4.3%
오스트리아	17	17	-	0.0%
영국	18	18	-	0.0%
네덜란드	13	12	-1	-7.7%
터키	14	16	2	14.3%
이탈리아	10	13	3	30.0%
벨기에	11	11	-	0.0%
스위스	4	4	-	0.0%
핀란드	5	5	-	0.0%
스웨덴	5	3	-2	-40.0%
체코	4	4	-	0.0%
룩셈부르크	1	3	2	200.0%
스페인	6	5	-1	-16.7%
덴마크	4	2	-2	-50.0%
노르웨이	3	5	2	66.7%
유럽 소계	187	190	3	1.6%
호주	24	23	-1	-4.2%
뉴질랜드	7	7	-	0.0%
팔라우	6	6	-	0.0%
대양주 소계	37	36	-1	-2.7%
러시아	65	72	7	10.8%
우즈베키스탄	19	15	-4	-21.1%
카자흐스탄	4	2	-2	-50.0%
UAE	19	20	1	5.3%
몽골	11	11	-	0.0%
카타르	8	9	1	12.5%
이스라엘	5	4	-1	-20.0%
키르기즈스탄	-	1	1	-
사우디	-	6	6	-
케냐	-	3	3	-
몰디브	-	1	1	-
CIS, 중동 소계	131	144	13	9.9%
총계	2,653	2,961	308	11.6%

자료: 국토해양부, 동양증권 리서치센터

+8.3%

2013년 한국 예상 출입국자
(YoY)

2013년 한국 출입국자 수요는 8.3%의 견조한 증가를 보일 것으로 예상된다. 그럼에도 빠르게 증가하는 노선 증설을 모두 충족시키지 못할 것으로 보인다. 자연스럽게 환승에 대한 의존도가 높아질 것으로 보인다.

2013년 내국인 출국자수는 1,436만명으로 YoY 5.9% 증가할 것으로 예상된다. 원/달러 환율이 하락하면 내국인 출국 수요가 증가하고 이는 여객 Yield 상승으로 이어진다. 우리는 /달러 환율이 10% 하락하면 내국인 출국수요는 8.5% 증가하며, 여객 Yield 를 2.1% 상승시키는 효과가 있는 것으로 분석하고 있다. 이로 인해 원/달러 환율이 10원하락하면 대한항공의 연간 여객매출액은 168억원, 아시아나항공의 연간 여객 매출액은 79억원 각각 늘어날 것으로 판단한다.

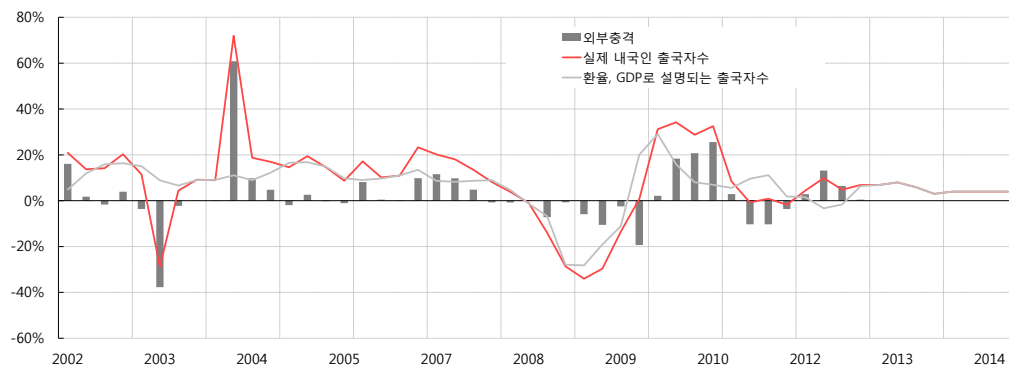
2013년 외국인 입국자수는 1,273만명으로 YoY 11.1% 늘어날 것으로 예상된다. 2013년 외국인 입국자증가율 예상치는 2012년 예상치 (YoY +17%) 보다는 낮는데, 중국인의 입국은 꾸준히 증가할 것으로 예상되는 반면, 일본인의 입국추세는 2012년 수준에서 정체될 것으로 판단하기 때문이다.

+30.9%

2013년 인천공항 예상 환승객
(YoY)

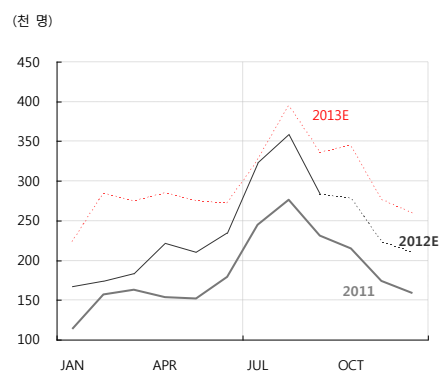
2013년 인천공항 환승객수는 821만명으로 YoY 30.9% 늘어날 것으로 판단된다. 출입국수요는 전년대비 8.3%늘어날 것으로 보이는 반면, 항공기 운항 회수는 12% 늘어날 것으로 보이므로, 남은 좌석들은 환승객으로 채워질 것으로 보인다. 환승객 비중이 갑자기 높아지면 여객의 수익성은 저하 될 수밖에 없다.

내국인출국자수 증감을 추이 - 2013 년은 원화강세에 따른 건조한 내국인 출국수요가 예상됨



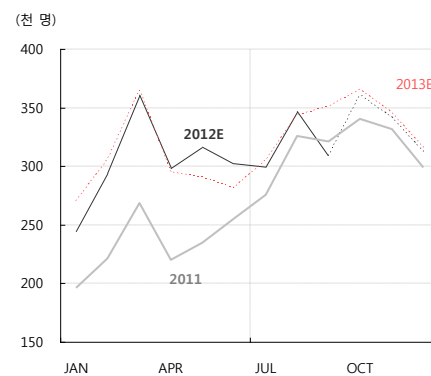
자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

중국인 한국입국자 수 추이 및 전망



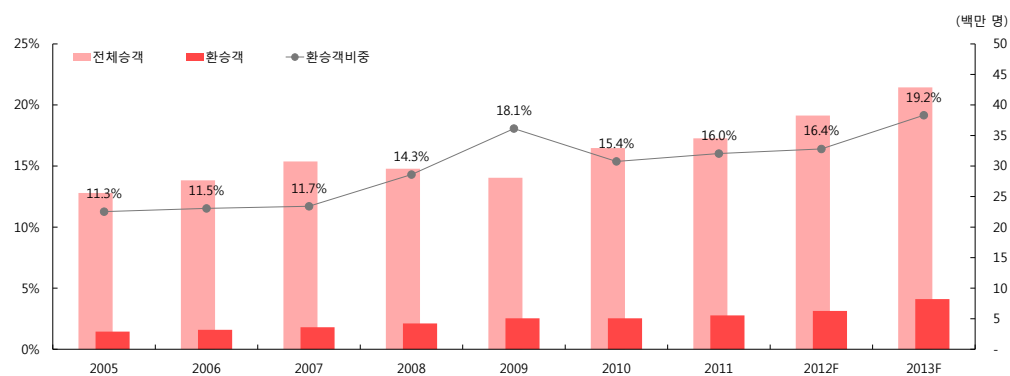
자료: 한국관광공사, 동양증권 리서치센터

일본인 한국입국자 수 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 동양증권 리서치센터

인천공항 국제여객 환승객 비중 추이 및 전망 - 2013년 환승객 비중이 사상 최고 수준이 될 것으로 예상

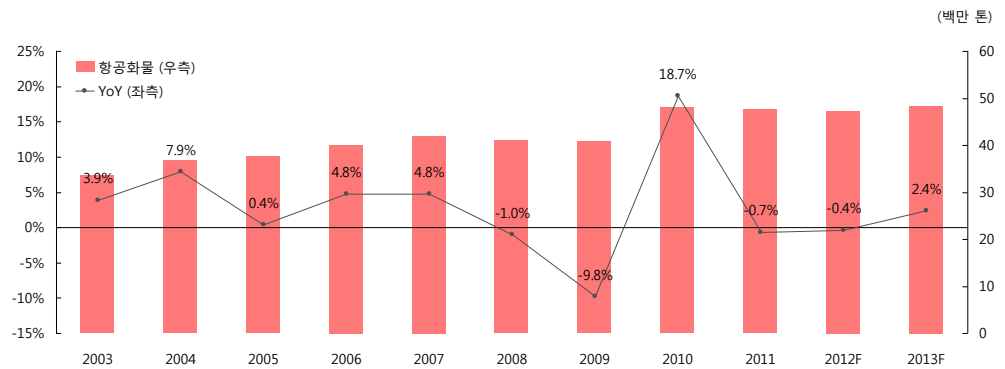


자료: 동양증권 리서치센터

2) 항공화물 시장

2013년에도 항공화물 수요증가속도가 공급증가속도에 뒤처져 항공화물 서비스의 수급은 지속 악화될 것으로 보인다. IATA의 전망에 따르면 2013년 세계 항공화물수송량 증가율은 2.4%에 불과할 것으로 보인다. 반면, 2013년 한국의 양대항공사 화물기 운영대수는 YoY 7.5% 증가할 것으로 보여, 공급이 수요를 앞서나가는 모습이 예상된다. BOEING社の 전망에 따르면, 2012년부터 2031년까지 아시아지역의 화물수송량 성장율은 연간 5.9%에 머물것으로 보인다. 중국시장의 화물 시장은 6.9% 증가할 것으로 예상된다.

세계 화물수송량 추이 및 전망



자료: IATA, 동양증권 리서치센터

국내 양대 항공사 분기별 항공기 운영대수

기종	2012	2013	2012 1Q	2012 2Q	2012 3Q	2012 4Q	2013 1Q	2013 2Q	2013 3Q	2013 4Q
대한항공	27	29	26	26	27	27	28	28	29	29
YoY	10.4%	7.5%	8.3%	8.3%	12.5%	12.5%	7.7%	7.7%	7.4%	7.4%
아시아나항공	10	11	9	10	11	11	11	11	11	11
YoY	7.9%	7.3%	-10.0%	0.0%	22.2%	22.2%	22.2%	10.0%	0.0%	0.0%
합산	37	40	35	36	38	38	39	39	40	40
YoY	9.7%	7.5%	2.9%	5.9%	15.2%	15.2%	11.4%	8.3%	5.3%	5.3%

자료: 각 사, 동양증권 리서치센터

2012~2031 년 항공시장 전망

Market growth rates	성장율
World economy (GDP)	3.2%
Airplane fleet	3.5%
Number of passengers	4.2%
Airline traffic (RPKs)	5.0%
Cargo traffic (RTKs)	5.2%

자료: Boeing, 동양증권 리서치센터

2. 2013년 벌크해운 업황 - 5년을 기다린 불황 탈출의 기회

2013년 벌크선(Dry Bulkers)시장은 업황 개선의 중요한 전기를 맞이할 것으로 보인다. 이는 수요보다는 공급에서의 변화가능성이 감지되기 때문이다. 2012년 벌크선의 공급증가율은 상반기 내내 15% 전후를 기록했으나, 하반기 들어 빠르게 감소하고 있다. 이는 조선소들은 남아있는 벌크선 잔고가 바닥을 드러낼 지경이다기 때문이다. 최근 2년간 벌크선에 대한 신규 발주는 매우 낮은 수준을 유지한 반면, 벌크선의 건조는 역대 최대의 속도로 진행되었다. 한편으로, 선박의 해체는 빠르게 진행되고 있어 2013년말 벌크선에 공급 증가율은 3%에도 미치지 못할 것으로 보인다. 하향조정되고 있는 세계 경제성장율을 감안해보더라도, 2013년 벌크선에 대한 수요는 2012년 대비 5.3% 증가에 그칠 것이라는 판단하지만 그럼에도 벌크선의 수급 상황개선과 BDI상승 가능성은 매우 높다. 선박발주와 건조에는 적어도 1년의 시간이 필요하고, 벌크선은 바로 투입할 수 있는 잉여선박 (계선선박) 등도 없기 때문에 약간의 추가적인 수요증가가 있을 경우 운임은 더욱 강하게 상승할 수 있는 상황이다.

벌크해운 관련 거시지표 및 영업지표

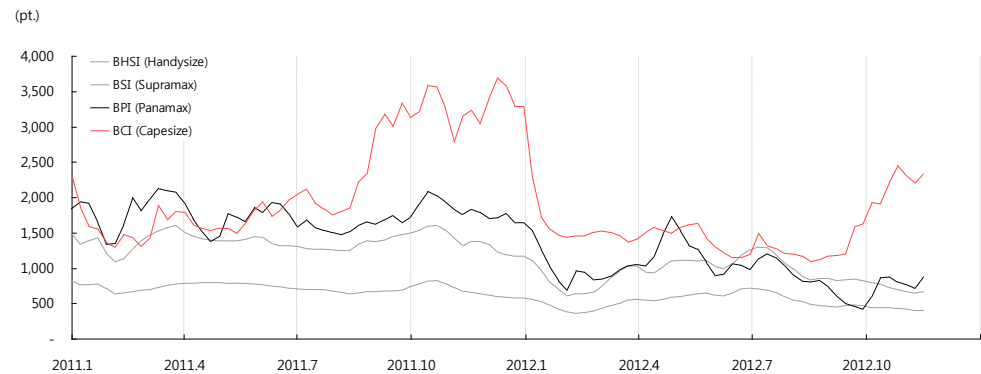
항목	단위	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
세계 GDP 상승률	%	-0.6%	5.1%	3.8%	3.3%	3.6%	4.1%
벌크화물 물동량	백만 톤	1,992.0	2,235.0	2,322.0	2,414.9	2,543.8	2,689.7
(YoY)	%	2.5%	12.2%	3.9%	4.0%	5.3%	5.7%
벌크선 선박량	백만 DWT	455.2	530.1	609.0	678.9	696.3	726.6
(YoY)	%	9.0%	16.5%	14.9%	11.5%	2.6%	4.3%
벌크선 인도예정량	백만 DWT	71.3	125.6	137.2	123.0	73.4	27.4
벌크선 인도량	백만 DWT	43.2	80.2	98.5	104.3	51.4	62.8
(YoY)	%	76.6%	85.7%	22.7%	5.9%	-50.7%	22.2%
벌크선 인도실패율	%	39.4%	36.1%	28.2%	15.2%	30.0%	-129.1%
벌크선 해체량	백만 DWT	10.7	6.4	23.0	34.5	33.9	32.5
(YoY)	%	92.8%	-40.1%	260.3%	49.8%	-1.6%	-4.1%
벌크선 해체율	%	2.6%	1.4%	4.3%	5.7%	5.0%	4.7%
BDI	pt.	2,596.2	2,744.0	1,549.8	970.0	1,138.8	1,236.4
(YoY)	%	-59.1%	5.7%	-43.5%	-37.4%	17.4%	8.6%

자료: 동양증권 리서치센터

2013년 벌크선 업황은 중대한 분기점에 놓이게 될 전망이다. 2008년 이후 지속된 선박의 공급과잉화가 2013년 중 종식될 것으로 보이기 때문이다.

A. 2012 FACT REVIEW

BDI 추이 - 연초 BDI 급락으로 어려운 시기 통과중



자료: 동양증권 리서치센터

-37.4%

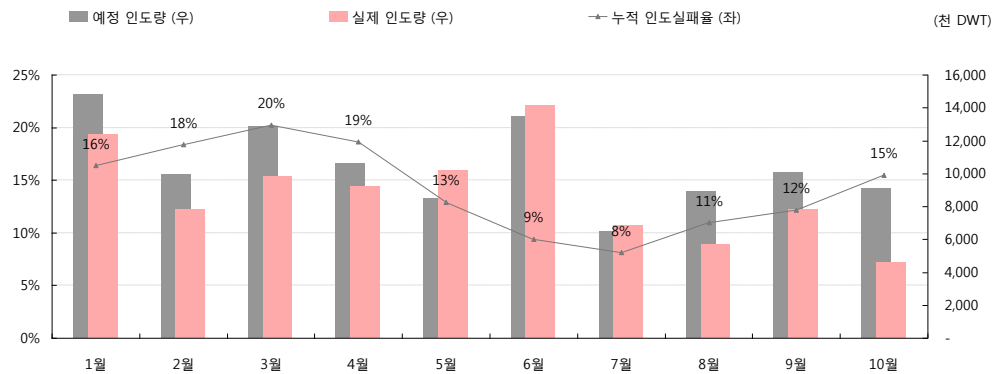
2012년 연평균 BDI (YoY)

2012년 BDI 는 970pt 로 YoY 17.4% 하락할 것으로 전망된다. 벌크선박의 해상운임인 BDI 가 하락한 이유는 벌크선박에 대한 공급 과잉이다. 벌크선은 전년대비 11.5% 증가한 반면 벌크화물의 수요 증가율은 4%에 그칠 것으로 보인다. 특히 상반기 벌크선 건조가 미리 앞당겨 진행되면서 공급과잉 상태를 악화시켰다.

2012년 인도 벌크선박은 1억 DWT 로 추정된다. 1월부터 10월까지 측정된 인도실패율은 15% 다. 즉, 해당기간 중 인도된 벌크선박은 8,843만 DWT 인데, 이는 1~10월 건조예정량이었던 1억만 DWT 중 85%만 건조된 것이다

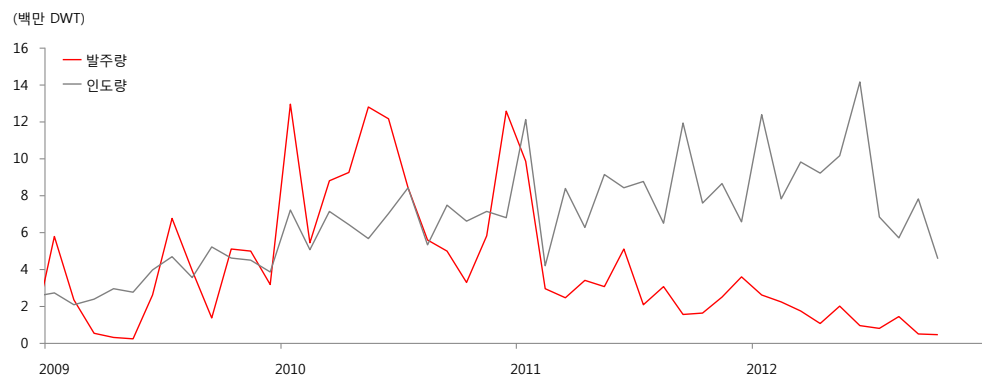
2012년 하반기 벌크선박의 인도가 줄어들고 있는데, 그 이유는 해운업계가 올해 상반기중 벌크선의 건조를 앞당겨 진행했기 때문이다. 국제해사위원회(IMO)가 7월 이후 건조되는선박에 대해서는 밸러스트 탱크에 특수 보호 코팅을 하도록 규정하고 있다. 이러한 규제를 회피하기 위해서 상반기는 건조 예정선박보다 오히려 5% 더 많은 선박이 건조되었다. 그러나 규제가 적용되기 시작한 7월부터는 인도량이 급격하게 줄어들고 있는 상황이다.

1~10 월 세계 벌크선 인도량 추이 - 5~7 월에는 예정 인도량보다 많은 선박이 앞당겨 건조되었다



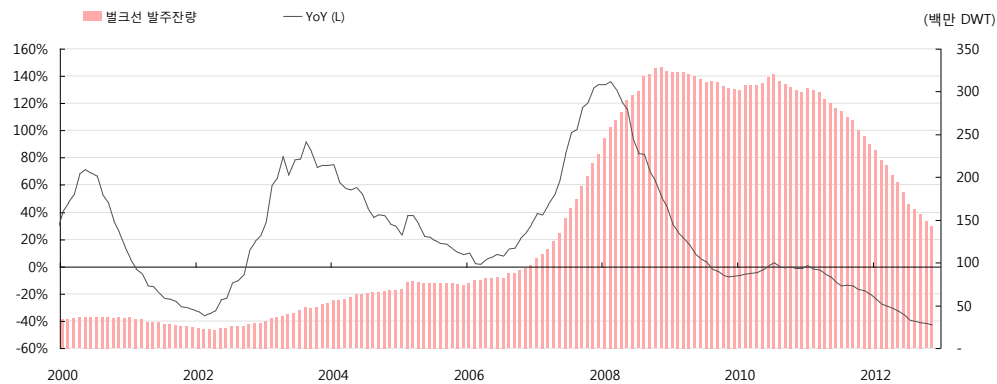
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

신규 벌크선 인도는 활발하게 진행된 반면, 발주는 부진한 상황



자료: 동양증권 리서치센터

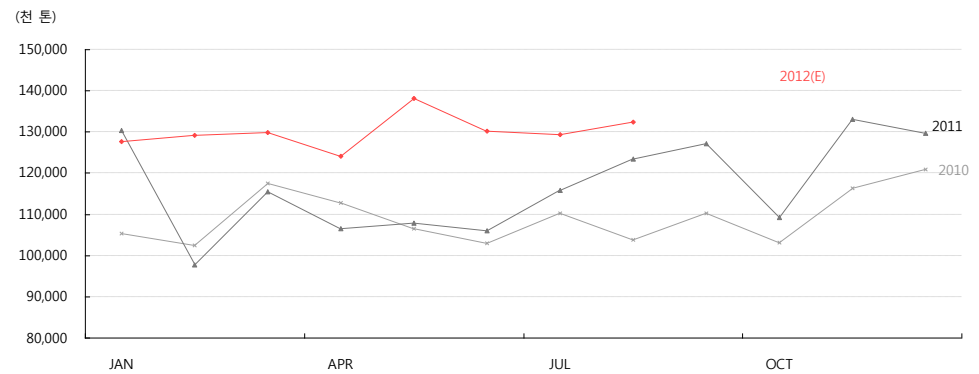
세계 조선소의 벌크선 수주잔량은 지속 감소 벌크선 과잉발주 문제는 거의 해소된 상황



자료: 동양증권 리서치센터

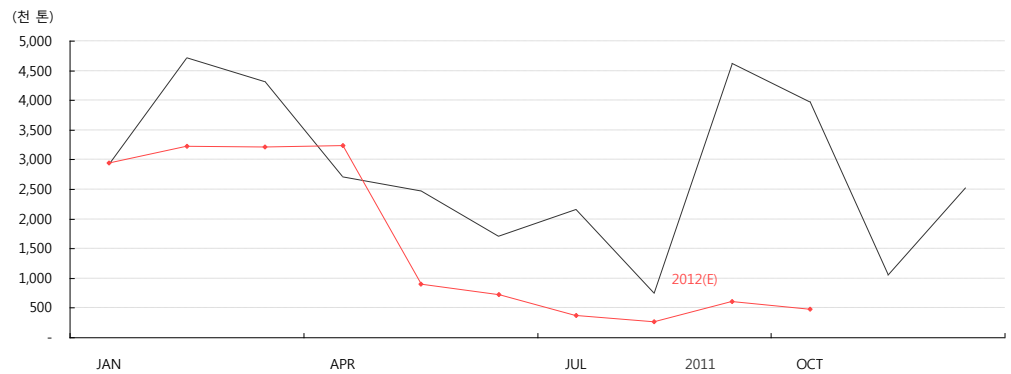
2012년 벌크선박에 대한 수요는 4.8% 증가한 것으로 추정된다. 이는 2011년 벌크선박 수요증가율 6.4%에 비해 둔화된 것이다. 철광석, 석탄 등에 대한 수요는 비교적 견조하게 유지된 반면 곡물 교역량이 전년대비 감소한 것이 주된 원인인으로 보인다.

세계 주요 대형 벌크화물 수입



자료: Datastream, CEIC, 동양증권 리서치센터 (중국, 일본의 철광석 수입량과, 중국, 일본, 한국, 대만, 영국 석탄 수입량의 합산)

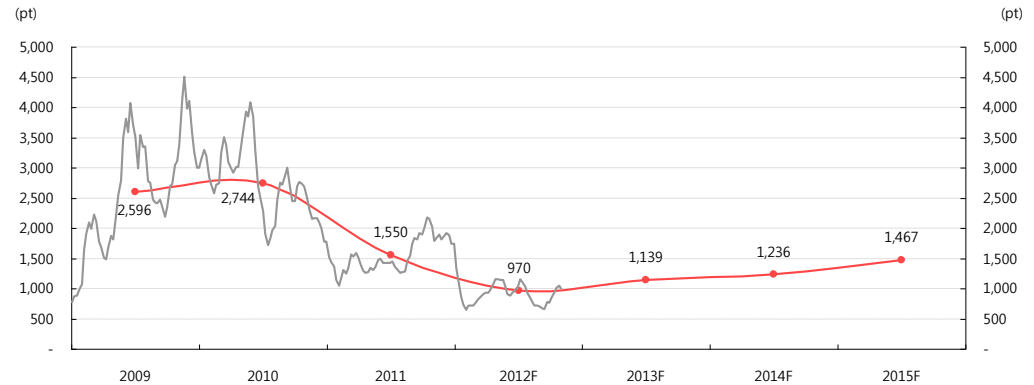
미국 옥수수 수출 수출



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

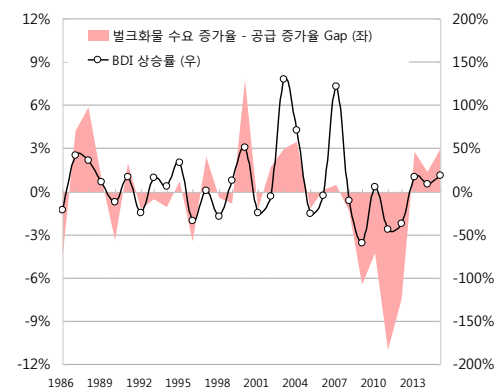
B. 2013 FORECAST

BDI 전망 - 2012 년을 저점으로 회복국면의 초입단계 진입할 것



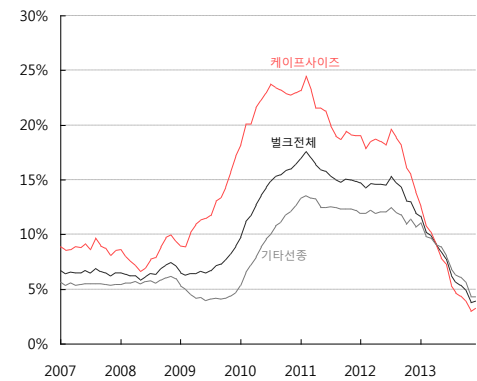
자료 : 동양증권 리서치센터

2013년부터는 벌크선 수급 개선 국면 진입



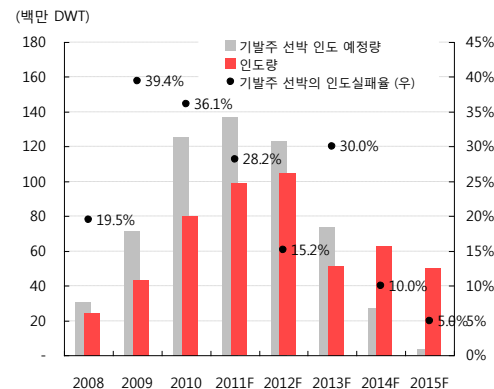
자료 : Clarksons, 동양증권 리서치센터

선종별 선풍량 증가율 추이 및 전망



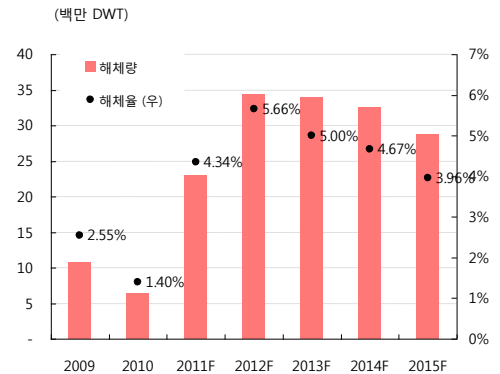
자료 : Clarksons, 동양증권 리서치센터

인도 예정량과 인도량 추이



자료 : Clarksons, 동양증권 리서치센터

해체량과 해체율 추이



자료 : Clarksons, 동양증권 리서치센터

+17.4%

2013년 예상 연평균 BDI (YoY)

2013년 BDI 는 2012년 대비 17.4% 상승한 1,139pt 를 기록할 것으로 예상된다. 2013년에는 벌크선의 선복량 증가율이 현저히 낮아질 것으로 예상된다. 이는 운임 상승을 위해 수요가 넘어서 할 공급의 벽이 점점 낮아진다는 것을 의미한다. 수급의 벽이 낮아진 만큼 운임이 상승하는 모습이 좀더 자주 관측될 것이다.

+2.6%

2013년 벌크선 예상 선복량 (YoY)

2013년 벌크선의 선복량 증가율은 2.6%로 예상된다. 벌크선의 인도량(건조량)은 Peak 였던 2012년 대비 절반수준에 그칠 것으로 예상된다. 한편, 2013년 벌크선 해체율은 5%로 2012년 5.7% 대비 소폭 낮지만 여전히 높은 수준을 유지할 것으로 보인다.

벌크선의 인도량은 2012년 1억 DWT 에서, 2013년 5,139만 DWT 로 감소할 것으로 보인다. 이는 2013년 벌크선의 인도예정량 7,341만 DWT 에 2012년 인도실패율을 30%를 가정한 것이다.

2013년에는 벌크선의 해체량은 3,393만 DWT 로 벌크선 해체율은 5.0%가 될 것이라고 본다. 2012년 1월~10월까지 해체된 벌크선은 2,844만 DWT 였고 현재까지의 추세가 계속 될 경우, 연말까지 누적으로 3,448만 DWT 가 해체될 것으로 예상된다. 2012년 벌크선의 해체율은 5.66%에 달할 것으로 예상된다.

+5.3%

2013년 벌크선 예상 수요 (YoY)

우리는 2013년 벌크선에 대한 수요가 5.3% 증가할 것으로 예상한다. 이는 2013년 예상 세계 경제성장률 3.6% (IMF 전망)를 가정한 것이다. 철광석 수송수요는 올해 수준의 증가속도를 유지할 것으로 보이며, 석탄 수송량 증가율은 더 높아질 것으로 전망된다. 곡물 수송은 부진할 전망이다.

세계 철강수요의 부진은 2013년에도 크게 회복될 것으로 보이지 않는다. 세계철강협회(WSA)에 따르면 2013년 철강재 명목소비는 YoY +3.2% 증가할 것으로 보인다. 호주 자원에너지국(BREE)는 2013년 철강재에 대한 수요가 +3% 증가하는데 그칠 것으로 전망했고, 특히 중국의 철강재 수요는 +2% ~ +3% 증가하는데 그칠 것으로 보고 있다.

철강수요 부진에 따라 세계 철광석 교역도 부진할 것으로 예상된다. BREE 는 2013년 철광석 교역량이 3.5% 증가할 것으로 전망하고 있으며, Clarksons 은 철광석 교역량이 5.9% 증가할 것으로 보고 있다. 수준의 차이는 있지만 두 전망기관 모두 2012년보다는 약간 낮은 증가율을 전망했다. BREE 에 따르면 호주의 철광석 수출 증가율은 9%에 이를 것으로 전망되는 반면, 브라질의 철광석 수출은 4% 증가에 그칠 것으로 보인다.

국제 철광석 가격의 하락은 철광석 수송량을 증대하는데 기여할 것으로 보인다. BREE 에 따르면 2013년 국제 철광석 가격은 101\$/톤 (호주산 계약가격 기준)에 머물 것으로 보이는데 이렇게 될 경우 가격 경쟁력이 약한 중국산 철광석이 생산이 줄어들고, 중국 철강업체들이 수입산 철광석에 대한 의존도가 높아질 것으로 예상된다.

세계 조강소비량 전망					(단위: 백만 톤)
지역/국가	2011	2012f	2013f	'12/'11	'13/'12
EU 27	153.1	144.5	148.1	-5.6%	2.5%
Other Europe	33.2	34.4	36.0	3.6%	4.7%
CIS	54.8	55.2	57.4	0.7%	4.0%
NAFTA	121.3	130.4	135.1	7.5%	3.6%
Central & South America	45.7	47.4	50.4	3.7%	6.3%
Africa	23.9	25.3	27.3	5.9%	7.9%
Middle East	48.2	49.9	52.8	3.5%	5.8%
Asia & Oceania	900.6	922.2	947.9	2.4%	2.8%
World	1,380.9	1,409.4	1,454.9	2.1%	3.2%
Developed Economies	395.6	394.6	402.1	-0.3%	1.9%
Emerging & Developing Economies	985.2	1,014.8	1,052.8	3.0%	3.7%
China	623.9	639.5	659.2	2.5%	3.1%
BRIC	759.7	779.9	806.0	2.7%	3.3%
MENA	59.8	62.7	66.9	4.8%	6.7%
World excl. China	757.0	769.9	795.6	3.3%	1.7%

자료: WSA, 동양증권 리서치센터

세계 철광석 교역량 전망					(단위: 백만 톤)	
지역/국가	2010	2011	2012f	2013f	12/ 11	13/12
Iron Ore Imports						
European Union 27	133	136	137	137	0.7%	0.0%
Japan	134	128	132	134	3.1%	1.5%
China	619	645	672	683	4.2%	1.6%
Korea, Rep. of	56	64	66	71	3.1%	7.6%
Chinese Taipei	19	22	22	23	0.0%	4.5%
World Imports	1,052	1,073	1,120	1,159	4.4%	3.5%
Iron Ore Exports						
Australia	402	438	483	528	10.3%	9.3%
Brazil	311	313	330	342	5.4%	3.6%
India	96	63	48	41	-23.8%	-14.6%
Canada	33	32	34	34	6.3%	0.0%
South Africa	48	54	56	58	3.7%	3.6%
West Africa (Guinea & Mauritania)	11	12	14	15	16.7%	7.1%
World Exports	1,052	1,073	1,120	1,159	4.4%	3.5%

자료: BREE, 동양증권 리서치센터

세계 주요국가 철광석 수입량 전망					(단위: 백만 톤)	
지역/국가	2010	2011	2012	2013	12/ 11	13/12
P.R China	602.6	665.4	721.5	779.0	8.4%	8.0%
Asia excluding China	217.2	222.1	227.1	230.9	2.3%	1.7%
Japan	134.3	128.4	131.5	132.8	2.4%	1.0%
R.o. Korea	56.3	64.9	66.8	68.9	2.9%	3.1%
Taiwan	18.9	20.5	19.5	19.9	-4.9%	2.1%
India	0.5	0.6	1.3	1.4	116.7%	7.7%
Malaysia	2.6	2.9	2.6	2.7	-10.3%	3.8%
Indonesia	2.3	1.8	2.1	2.2	16.7%	4.8%
Philippines	2.3	3.0	3.3	3.0	10.0%	-9.1%
EU 15	110.6	106.5	104.2	105.0	-2.2%	0.8%
Belg-Lux	7.5	7.4	6.4	6.0	-13.5%	-6.3%
France	15.3	13.4	13.1	13.3	-2.2%	1.5%
Germany	43.2	41.6	41.0	41.4	-1.5%	1.0%
Italy	13.0	15.1	15.1	15.0	0.0%	-0.7%
Netherlands	8.6	8.8	8.9	9.0	1.1%	1.1%
Spain	5.9	5.1	5.1	5.0	0.0%	-2.0%
UK	10.6	8.5	8.6	9.0	1.2%	4.7%
Finland	-	-	0.1	0.1	N/A	0.0%
Turkey	7.2	6.6	7.0	7.4	6.1%	5.7%
Iron Ore	992.0	1,052.0	1,115.0	1,181.0	6.0%	5.9%

자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

2013년 석탄수요증가율은 2012년 대비 다소 높아질 것으로 보인다. 이는 중국은 자국산 석탄 생산의 제약으로 인해 수입산에 대한 의존도를 더 높일 것으로 보이고, 인도의 석탄 수입도 빠르게 증가할 것으로 보이는 반면, 유럽, 일본, 한국 등의 석탄 수입은 정체될 것으로 보인다.

세계 주요국가 석탄 수입량 전망치					(단위: 백만 톤)	
지역/국가	2010	2011	2012	2013	'12/'11	'13/'12
Total Coal	898.0	943.0	1,008.0	1,057.0	6.9%	4.9%
Steam Coal	663.0	720.0	779.0	821.0	8.2%	5.4%
P.R China	90.9	102.2	128.8	143.8	26.0%	11.6%
Japan	119.5	115.5	119.5	123.0	3.5%	2.9%
R.o. Korea	92.7	98.2	99.2	99.7	1.0%	0.5%
India	74.3	93.5	108.5	128.5	16.0%	18.4%
Taiwan	54.6	57.3	59.4	60.4	3.7%	1.7%
Malaysia	20.7	23.3	23.0	23.0	-1.3%	0.0%
Thailand	16.4	16.5	17.0	17.5	3.0%	2.9%
Hong Kong	10.8	12.5	12.9	12.9	3.2%	0.0%
Philippines	11.1	11.3	11.4	12.4	0.9%	8.8%
EU 15	108.0	125.6	136.7	132.1	8.8%	-3.4%
Belg-Lux	1.2	2.8	2.5	2.2	-10.7%	-12.0%
France	11.2	9.7	9.6	8.6	-1.0%	-10.4%
Germany	28.5	30.0	30.5	32.0	1.7%	4.9%
Demark	3.7	4.9	4.4	3.8	-10.2%	-13.6%
Italy	14.8	15.7	16.5	17.0	5.1%	3.0%
Netherlands	11.4	11.3	10.8	10.3	-4.4%	-4.6%
Spain	8.6	12.7	16.2	16.2	27.6%	0.0%
Portugal	2.7	3.6	4.2	4.1	16.7%	-2.4%
UK	17.2	26.3	34.5	31.5	31.2%	-8.7%
Turkey	6.2	8.5	10.4	11.9	22.4%	14.4%
Cocking Coal	235.0	223.0	229.0	236.0	2.7%	3.1%
P.R China	32.2	24.6	30.8	32.3	25.2%	4.9%
Japan	58.8	54.4	54.1	54.6	-0.6%	0.9%
R.o. Korea	23.3	25.8	26.5	27.3	2.7%	3.0%
India	34.7	32.6	34.5	36.9	5.8%	7.0%
EU 15	40.8	41.4	40.3	41.1	-2.7%	2.0%
Belg-Lux	2.3	2.2	2.2	2.1	0.0%	-4.5%
France	5.0	4.0	4.2	4.4	5.0%	4.8%
Germany	11.8	13.2	12.4	13.0	-6.1%	4.8%
Italy	5.3	6.6	6.4	6.1	-3.5%	-4.7%
Netherlands	3.6	3.7	3.7	3.8	0.0%	2.7%
Spain	2.8	2.5	2.5	2.5	0.0%	0.0%
UK	6.1	5.4	5.1	5.3	-5.6%	3.9%
Turkey	5.0	4.1	4.4	4.8	7.3%	9.1%
Romania	0.9	0.9	1.0	1.0	11.1%	0.0%

자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

세계 석탄교역량 전망					(단위: 백만 톤)
지역/국가	2011	2012f	2013f	'12/'11	'13/'12
Metallurgical Coal Imports					
European Union 27	45	46	46	2.2%	0.0%
Japan	54	55	56	1.9%	1.8%
China	38	42	48	10.5%	14.3%
Korea, Rep. of	32	35	36	9.4%	2.9%
Chinese Taipei	4	6	6	50.0%	0.0%
India	19	21	23	10.5%	9.5%
Brazil	12	14	14	16.7%	0.0%
World Imports	259	271	279	4.6%	3.0%
Metallurgical Coal Exports					
Australia	133	151	160	13.5%	6.0%
Canada	28	30	31	7.1%	3.3%
United States	63	51	46	-19.0%	-9.8%
Russian Federation	14	16	17	14.3%	6.3%
World Exports	259	271	279	4.6%	3.0%
Thermal Coal Imports					
Asia	577	596	618	3.3%	3.7%
- China	146	150	154	2.7%	2.7%
- Chinese Taipei	63	63	63	0.0%	0.0%
- India	86	89	98	3.5%	10.1%
- Japan	122	127	128	4.1%	0.8%
- Korea, Rep. of	97	99	102	2.1%	3.0%
- Malaysia	21	21	22	0.0%	4.8%
- other Asia	42	47	51	11.9%	8.5%
Europe	210	208	212	-1.0%	1.9%
- European Union 27	164	163	165	-0.6%	1.2%
- other Europe	46	45	47	-2.2%	4.4%
Other	78	75	79	-3.8%	5.3%
World Imports	866	879	909	1.5%	3.4%
Total Thermal Coal Exports					
Australia	148	165	192	11.5%	16.4%
China	13	12	12	-7.7%	0.0%
Colombia	75	79	82	5.3%	3.8%
Indonesia	309	311	320	0.6%	2.9%
Russian Federation	109	109	110	0.0%	0.9%
South Africa	72	75	76	4.2%	1.3%
United States	34	40	32	17.6%	-20.0%
Other	101	91	85	-9.9%	-6.6%
World Exports	866	879	909	1.5%	3.4%
Coal Imports					
China	184	192	202	4.3%	5.2%
Chinese Taipei	67	69	69	3.0%	0.0%
India	105	110	121	4.8%	10.0%
Japan	176	182	184	3.4%	1.1%
Korea, Rep. of	129	134	138	3.9%	3.0%
European Union 27	209	209	211	0.0%	1.0%
World Imports	1,125	1,150	1,188	2.2%	3.3%
Total Coal Exports					
Australia	281	316	352	12.5%	11.4%
Russian Federation	97	91	78	-6.2%	-14.3%
United States	123	125	127	1.6%	1.6%
World Exports	1,125	1,150	1,188	2.2%	3.3%

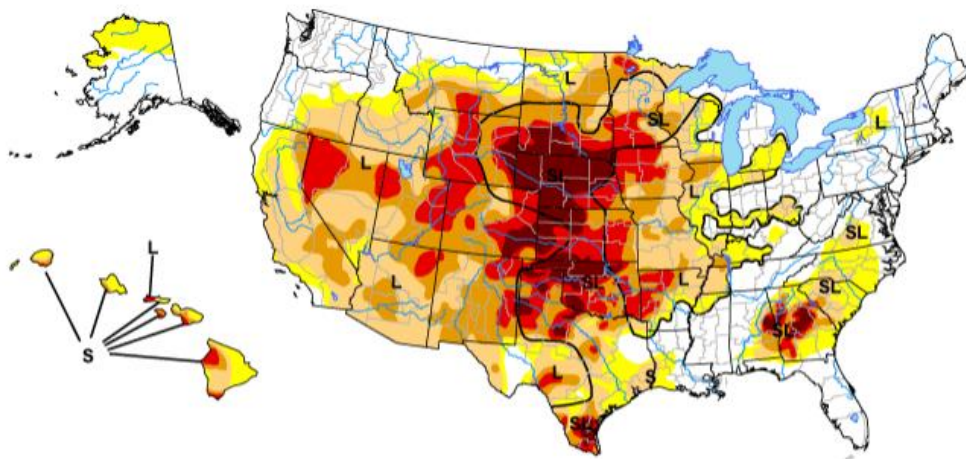
자료: BREE, 동양증권 리서치센터

2012~2013년 곡물 교역량은 전년대비 14.4% 감소할 것으로 보인다. USDA 에 따르면 세계 밀 교역량은 아르헨티나와 호주산 수출의 감소로 인해 YoY 16.4% 감소할 것으로 예상된다. 조곡 (Coarse Grain)과 옥수수 수출량도 미국 곡물 작황의 부진으로 전년대비 각각 15.3%, 16.8% 감소할 것으로 예상된다.

세계 주요곡물 수확량 및 수출량 추이				(단위: 백만톤)	
구분	2012 / 2011		2013 / 2012		
	Production	Exports	Production	Exports	
Wheat					
U.S.A	-9.4%	-18.6%	13.5%	9.6%	
Other Countries	8.3%	31.4%	-7.8%	-22.2%	
Total Wheat	6.7%	18.1%	-6.1%	-16.4%	
Corn					
U.S.A	-0.7%	-15.9%	-13.4%	-25.5%	
Other Countries	9.7%	53.6%	0.6%	-11.9%	
Total Corn	5.7%	18.2%	-4.4%	-16.8%	
Coarse Grain					
U.S.A	-2.0%	-19.0%	-12.2%	-22.0%	
Other Countries	7.6%	44.7%	0.1%	-12.4%	
Total Coarse Grain	4.7%	17.0%	-3.4%	-15.3%	

자료: USDA, 동양증권 리서치센터

미국 가뭄상황



자료: USDA, 동양증권 리서치센터

3. 2013년 컨테이너해운 업황 - 운임을 지키려면 5%의 개선이 필요하다

2012년 컨테이너 해운업계는 가능성과 한계를 동시에 보여주었다. 연초 공급조절이 적극적으로 일어나면서 극적인 운임 반등의 기회를 만들어내는 듯 했지만, 업계의 공급조절 노력이 일순간 약화되면서 운임이 크게 후퇴하고 말았다. 이러한 모습은 컨테이너 해운시장이 독과점 시장도, 완전경쟁 시장도 아니라는 것을 말해준다. 운임이 낮아지면 독과점 업체처럼 공급량을 조절하면서 시장을 조절하는 능력을 보여주지만, 운임이 높아지면 각 업체들이 최대한 공급을 늘려 높아진 운임을 향유하려하고, 그 결과 운임이 다시 하향조정되는 것이다. 2013년에도 컨테이너 업황은 이런 반복 사이클을 탈피하기 어려울 것으로 보인다. 이는 2013년에도 연 평균 5% 이상의 개선율이 필요한 것으로 보이기 때문이다. 이런 상황에서 운임상승이 일어나면 유희선박을 투입해 이익을 확대하고 싶은 욕구가 발생할 수 밖에 없다. 현재 컨테이너 해운업계가 겪고 있는 어려움은 2010년 업황이 짧은 호황을 누리면서 미래 수급상황을 오판한 해운사들이 투자를 크게 확대한 결과 수요가 부족한 현실점에 해운사가 잉여 선박을 갖게 되었기 때문이다. 현재 잉여 선박과 발주잔량은 향후 5년간 7~9%의 물동량 증가를 감안하더라도 2015년까지 신규발주가 불필요할 정도다. 즉, 그 이전에 강한 공급조절로 운임이 상승해 해운사들이 또다시 대량 발주를 낸다면 이는 불황을 연장시키는 결과만 나올 것이다.

컨테이너해운 관련 거시지표 및 업황지표

항목	단위	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F
선진국 GDP 상승률	%	-3.5%	3.0%	1.6%	1.3%	1.5%	2.3%
컨테이너화물 물동량	백만 TEU	125	141	151	158	169	184
(YoY)	%	-9.0%	12.8%	7.2%	4.9%	7.0%	8.5%
컨테이너선 실제 선복량	천 TEU	12,893	14,133	15,249	16,323	17,545	18,562
(YoY)	%	6.1%	9.6%	7.9%	7.0%	7.5%	5.8%
컨테이너선 실효 선복량	천 TEU	11,654	12,797	14,227	14,838	15,786	17,040
(YoY)	%	-2.2%	9.8%	11.2%	4.3%	6.4%	7.9%
컨테이너선 인도예정량	백만 DWT	1,608	2,242	1,522	1,499	1,798	1,283
컨테이너선 인도량	천 TEU	1,115	1,387	1,211	1,368	1,592	1,374
(YoY)	%	-24.7%	24.4%	-12.7%	13.0%	16.3%	-13.7%
컨테이너선 인도실패율	%	30.7%	38.2%	20.5%	8.7%	11.5%	-7.1%
컨테이너선 해체량	천 TEU	379	131	77	294	370	356
(YoY)	%	276.6%	-65.5%	-41.2%	281.7%	26.1%	-3.8%
컨테이너선 해체율	%	3.1%	1.0%	0.5%	1.9%	2.3%	2.0%
개선율	%	9.6%	4.5%	1.7%	4.1%	5.0%	3.2%
개선효과	천 TEU	-1,239	-629	-259	-669	-882	-595
감속운항효과	천 TEU	-	-707	-762	-816	-877	-928
감속운항효과	%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
한진해운 컨테이너 운임	\$/TEU	979	1,444	1,213	1,292	1,309	1,326
(YoY)	%	-32.4%	47.5%	-16.0%	6.5%	1.3%	1.3%

자료: 동양증권 리서치센터

2012년 컨테이너 운임은 해운사들의 공급조절 노력으로 YoY 6.5% 상승한 것으로 추정된다. 2013년에도 잉여선박이 많은 상황이어서 운임이 높은 수준을 유지하지는 못할 전망이다.

A. 2012 FACT REVIEW

+6.5%

2012년 컨테이너선 운임 (YoY)

한진해운 기준 2012년 컨테이너 운임은 1,292\$/TEU 로 전년대비 6.5% 상승할 것으로 추정된다. 이는 컨테이너선박에 대한 수요는 4.9% 증가한 반면, 컨테이너 선박의 선복량은 7.6% 증가했지만, 계선 등의 공급조절 노력으로 인해 실효 선복량 증가율은 4.8%로 억제되면서 컨테이너 선박의 수급 상황이 약간 개선되었기 때문이다.

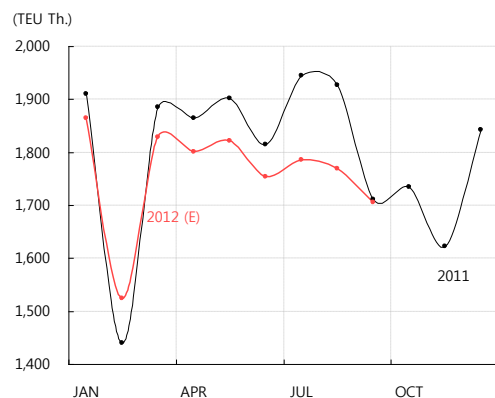
선진국 경기침체의 영향으로 2012년 컨테이너 물동량은 전년대비 4.9% 증가하는데 그칠 것으로 보인다. 남북노선(남미 및 아프리카로의 수송노선)을 비롯한 비주력 노선들의 물동량은 전년대비 6.7% 증가할 것으로 보이지만, 태평양노선 및 아시아-유럽노선의 물동량은 전년대비 2.2% 증가하는데 그칠 것으로 보이기 때문이다.

컨테이너 Spot 운임 추이



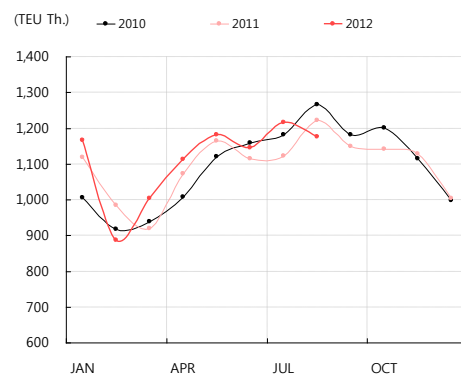
자료: 동양증권 리서치센터

유럽노선 컨테이너화물 수입량은 전년대비 감소



자료: CTS, 동양증권 리서치센터

태평양노선 물동량도 양호하다고만 볼 수는 없는 상황

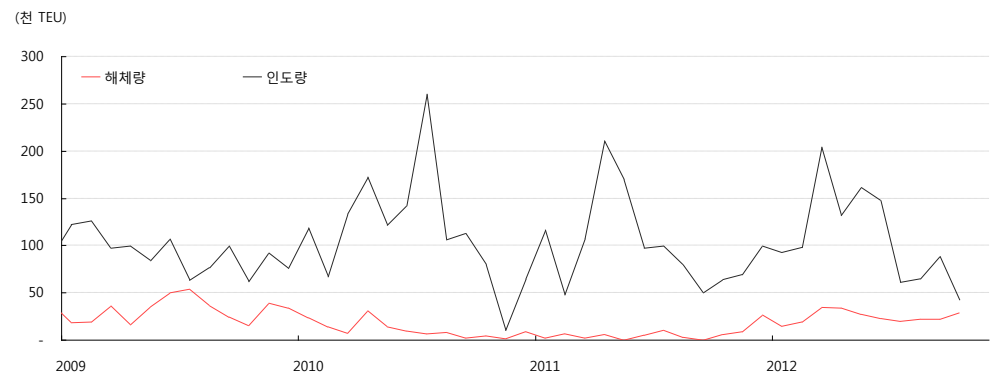


자료: CTS, 동양증권 리서치센터

수요부진에도 불구하고, 기존에 발주한 컨테이너선박의 인도가 계속되면서 2012년 연간 컨테이너선인도량은 전년대비 증가한 것으로 보인다. 2012년 1~10월 컨테이너선 인도량은 109만 TEU 다. 컨테이너선의 인도량은 137만 TEU 로 전년대비 13.0% 증가할 것으로 예상된다. 2012년 컨테이너선 건조예정량이 150만 TEU 였음을 감안할 때, 2012년 인도실패율은 8.7%다.

2012년 운임약세로 수익성이 저하된 컨테이너 선박에 대한 해체가 급증했지만 충분하지는 못했다. 2012년 1월부터 9월까지 해체된 컨테이너 선박은 21.6만 TEU 인데, 이는 연초 선복량 대비 1.2%에 해당된다. 연간 컨테이너선의 해체량은 27.7만 TEU 에 달해 전체 선복량의 1.8%가 해체될 것으로 보인다. 2012년 컨테이너선의 해체량은 전년대비 2.6배 증가한 수준이다.

컨테이너 해체는 늘었지만 많은 선박이 시장으로 유입되면서 공급증가

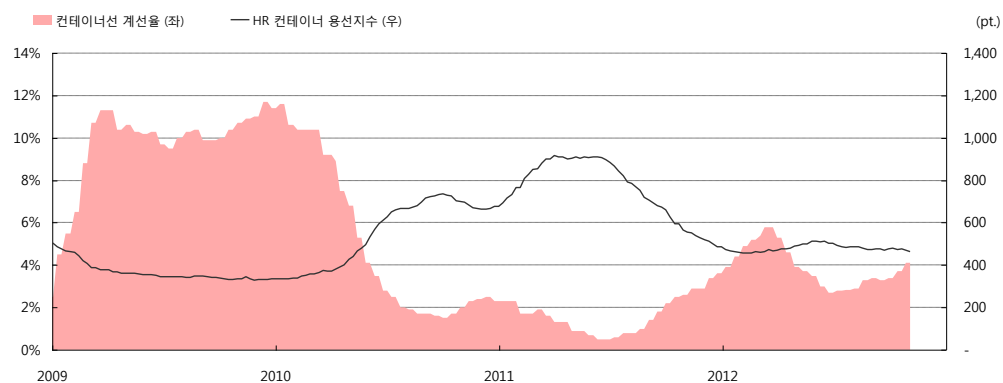


자료: Clarkson, 동양증권 리서치센터

2012년은 해운사들의 공급조절 의지가 변덕스러웠던 한 해였다. 1Q까지는 해운사들이 서비스 공급량을 축소하고 운임을 높이려는 의지가 강해보였다. 그러나 운임이 인상된 상황에서 2Q 신규 컨테이너 선박들이 시장에 공급되자, 해운사들은 선박 공급을 급격하게 늘리며 높아진 운임을 더 많이 향유하기 위해 노력했다. 그러자 운임은 다시 장기 하락국면으로 전환되었다. 해운사들이 다시 공급을 조절하기 위해 노력한 것은 Spot 운임의 적자구간 진입이 가시화된 7월 이후의 일이다.

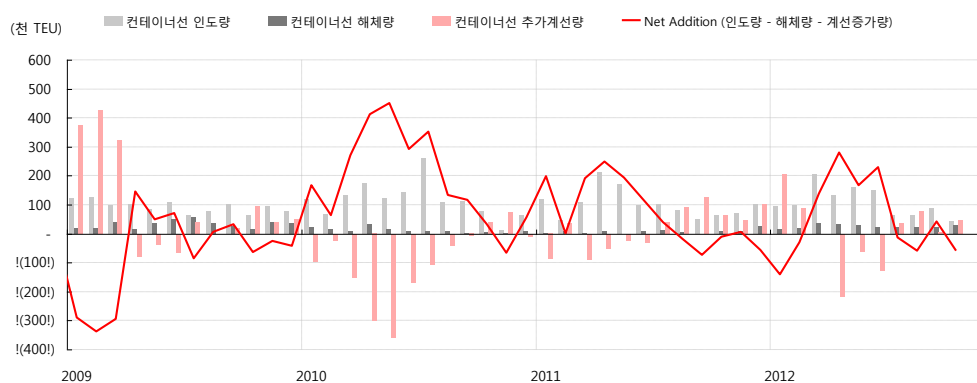
2012년 컨테이너선박의 계선율은 평균 4.1%가 될 것으로 보인다. 계선율은 운임인상 노력이 극에 달했던 3월경에는 5.8%까지 높아졌지만, 해운사들이 다시 공급을 크게 확대한 2분기 말에는 2.7%까지 떨어졌다. 하반기부터 다시 노선 축소가 이뤄짐에 따라 최근 4.7%까지 계선율이 상승한 것으로 보인다. 우리는 올해 연말 계선율은 5.9%까지 오를 것으로 전망하고 있다.

2012년 상반기중 계선선박이 시장에 풀리면서 실질적인 공급은 더 빠르게 증가되었음



자료: KMI, ASX-Alphaliner, 동양증권 리서치센터

늘어나던 컨테이너선 실질 공급량은 하반기 들어 다시 억제되는 모습



자료: Clarkson, AXS-Alphaliner, 동양증권 리서치센터

+6.5%

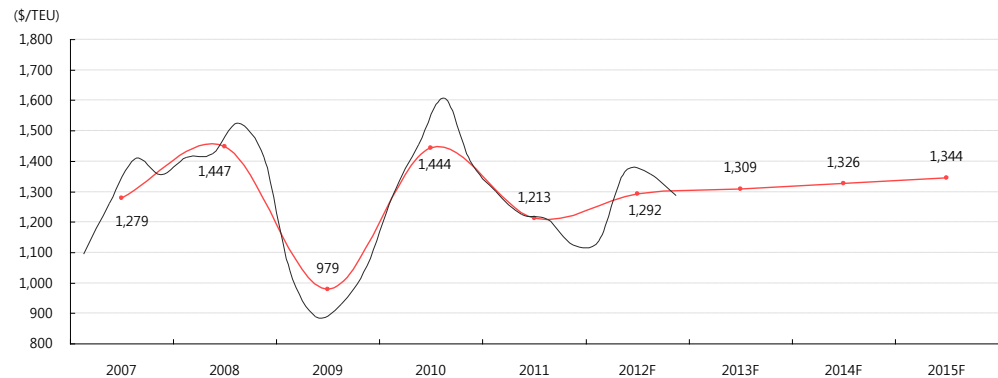
2013년 컨테이너선 예상 운임
(YoY)

B. 2013 FORECAST

2013년 컨테이너 운임은 1,309\$/TEU로 전년대비 1.3% 상승할 것으로 보인다. 컨테이너 선박에 대한 수요는 7% 증가할 것으로 보인다. 반면 사상 최대규모의 컨테이너선박이 인도될 것으로 보여 해운사들의 공급조절 노력에도 불구하고, 실질적인 공급증가율은 6.4%에 이를 것으로 판단된다. 따라서 2013년 컨테이너선 수급개선은 크지 않을 전망이다. 운임은 완만하게 상승할 것으로 보인다. 단, 해운사들의 공급조절 의지 변화에 따른 운임 변동은 여전히 심하게 나타날 것으로 본다.

2013년 컨테이너 물동량은 7% 증가할 것으로 보고 있다. 이는 선진국 경제성장률이 1.5%를 기록할 것이라는 IMF의 전망을 가정한 것이다. 참고로 Clarksons의 전망치는 당사 전망보다 훨씬 비관적인 4.5%에 불과하다. Clarksons의 전망치는 태평양노선의 물동량과 아시아-유럽노선의 물동량 증가율이 YoY 2.3%~2.4%에 불과할 것이라는 판단에서 나온 것이다.

컨테이너 운임전망



자료: 동양증권 리서치센터

세계 컨테이너 물동량 추이 및 전망

(단위: 천 TEU)

	2009	2010	2011	2012F	2013F	'12/'11	'13/'12
태평양	18.4	20.3	20.7	21.2	22.4	2.4%	2.3%
극동-유럽	17.3	19.5	20.4	20.4	21.2	0.0%	2.4%
대서양	5.3	5.9	6.2	6.2	6.5	0.0%	1.6%
비주력 동서노선	14.6	16.9	18.4	19.4	20.9	5.4%	2.5%
남북노선	20.3	23.5	25.8	27.7	29.8	7.4%	3.5%
기타	48.8	54.6	59.2	63.2	68.3	6.8%	7.4%
전체	124.7	140.7	150.7	158.1	169.1	4.9%	4.5%
주력노선	41.0	45.7	47.3	47.8	50.1	6.7%	5.5%
비주력노선	83.7	95	103.4	110.3	119	2.4%	2.3%

자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

2013년 세계 컨테이너 선박량 증가율은 6.4%가 될 것으로 전망한다. 사상최대 규모의 컨테이너 선박이 인도되면서 실제 컨테이너선박량은 7.5% 증가할 것으로 보이지만, 해운사들이 2012년보다 많은 선박을 계선함으로써 공급증가율은 다소 억제될 것으로 판단한다.

2013년 컨테이너선의 선박량은 여전히 빠른 속도로 증가할 것으로 보인다. 우리는 2013년에 인도 예정인 180만 TEU 중 83.7%에 해당되는 159만 TEU가 인도될 것으로 전망한다. 이는 역대 최대의 컨테이너선 인도량에 해당된다. 2013년부터는 2010년 이후 해운사들 경쟁적으로 발주했던 초대형 컨테이너 선박이 본격 인도된다. 2013년 인도 예정인 260척의 컨테이너선박 중 대부분인 155척은 2011년에 발주된 선박이다. 158만 TEU 급 선박중 100만 TEU는 8천 TEU 이상의 대형 선박이다. Maersk가 발주한 1.8만 TEU 급의 초대형 컨테이너선박도 2013년부터 인도가 시작된다.

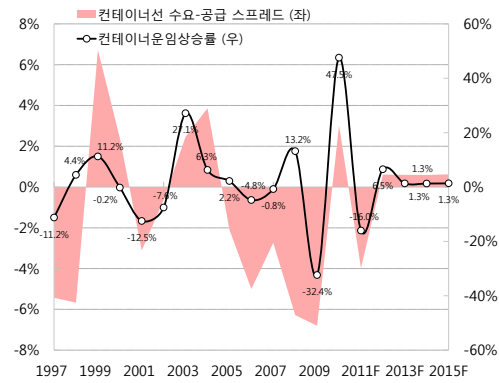
2013년 컨테이너 선박의 해체는 전년대비 더욱 활발해질 것으로 보인다. 2013년 예상 해체량은 37만 TEU로 전체선박의 2.3%에 해당할 것으로 보고 있다. 이는 2012년 예상 해체량 29.4만 TEU 대비 25.8% 증가한 것이다. 우리는 컨테이너 선박은 2015년까지 계속해서 매년 30만 TEU 이상 해체될 것으로 예상한다.

5.0%

2013년 컨테이너선 예상 계선율
(YoY)

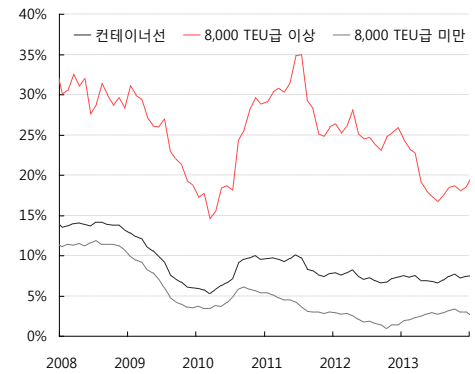
2013년에도 컨테이너 해운사들의 선박 공급 억제 노력은 계속되지만 계선을 변화에 따른 운임의 변동현상은 반복될 것이라고 본다. 해운사들은 연간 평균 5%의 선박을 계선으로 묶어둘 것으로 예상된다. 이로 인해 축소되는 컨테이너선박량은 21만 TEU에 달할 것으로 보인다. 운임이 적정 수준 이하일때는 해운사들의 이해관계가 일치해지면서 적극적인 계선이 일어나고 운임이 상승하지만, 운임이 오른 이후에도 공급을 타이트하게 유지하기에는 기존 잉여선박(계선 선박)과 신규 인도선박이 너무 많다는 판단이다. 따라서, 2013년 계선율은 5% 수준으로 수렴하게 될 것으로 보인다. 우리는 2014년에도 평균 계선율 3.2%가 필요하다는 판단이며 이러한 잉여선박이 사라지는 2015년경에 이르러서야 비로서 해운사들이 인위적 공급조절에 의존하지 않아도 되는 상황이 도래할 것으로 전망하고 있다.

컨테이너선 수급상황



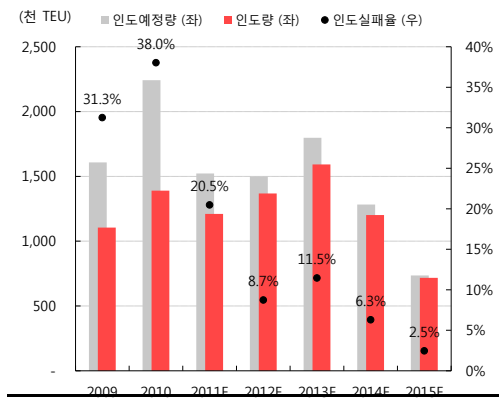
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

컨테이너선 선풍량 추이



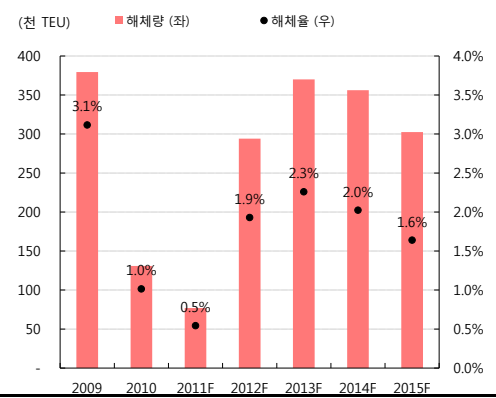
자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

컨테이너선 인도량 전망



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

컨테이너선 해체량 전망



자료: Clarksons, 동양증권 리서치센터

IV. 경제민주화로 읽은 운송산업

경제 민주화에 대한 정치권의 요구가 강화되면서, 부정적이거나 또는 긍정적이거나 대기업들의 지배구조 변화에 대한 관심이 증가하고 있다. 당분간 대기업들은 순환출자구조 해소, 소액주주 권리 보호 등에 신경을 쓸 수 밖에 없는 상황이 되고 있다. 우리는 이러한 관점에서 주목받을 수 있는 운송섹터 4개 종목을 선정했다.

대한항공은 순환출자규제의 수혜주가 될 것이라는 생각이다. 우리는 한진그룹의 대주주들은 대한항공 주식을 (주)한진에 현물출자하면서 지주사체제를 갖춰갈 것이라는 판단이다.

현대글로비스는 순환출자 규제 및 일감몰아주기 규제와 관련 있다. 우리는 현대자동차의 순환출자 구조해소 이후에도 정의선 부회장이 현대글로비스 주식을 보유할 것이라는 생각이다. 그 대신 현대글로비스는 3자물류를 확대하면서 일감몰아주기 규제를 회피할 것이라는 전망이다.

현대상선에 있어서 중요한 것은 현대상선의 순환출자 구조보다는 현대엘리베이터(현대상선의 대주주)의 파생상품손실에 따른 소수주주권리 보호의 문제일 것으로 판단한다. 현대엘리베이터는 현대상선의 경영권 확보 대가로 파생상품 손실을 입고 있는데, 이는 소수주주권리 보호 차원에서 문제가 될 수 있다. 이미 현대엘리베이터의 2대주주인 선들러는 현대엘리베이터의 파생손실과 관련된 소송을 진행중이다. 파생상품손실을 줄이기 위해서는 현대상선은 12월중 주가가 강세가 되는 것이 현대엘리베이터에게 유리하다.

CJ 대한통운은 CJ GLS와의 합병과정과 자사주 처리문제가 소수주주권리 보호문제와 약간의 관련이 있을 것으로 판단된다. CJ 대한통운이 CJ GLS와 합병할 경우 CJ 제일제당은 CJ 대한통운 지분을 매각해야만 한다. 그러나, CJ 제일제당은 교환사채 문제로 인해 이미 CJ 대한통운 주식을 전량 매각할 수는 없는 상황이다. 또, 소수주주권리 보호차원에서도 막대한 매각 손실을 감내하면서 까지 CJ 대한통운 주식을 매각하기는 어려운 상황이다. 따라서 CJ 대한통운은 CJ GLS의 물류 사업자산을 양수도하는 방식으로 CJ GLS와의 통합을 이룰 것으로 예상된다. 자사주 처리문제는 이와는 경제민주화 이슈와의 별개의 문제이나, CJ 대한통운이 굳이 자사주를 매각하지 않을 이유는 없을 것으로 생각된다.

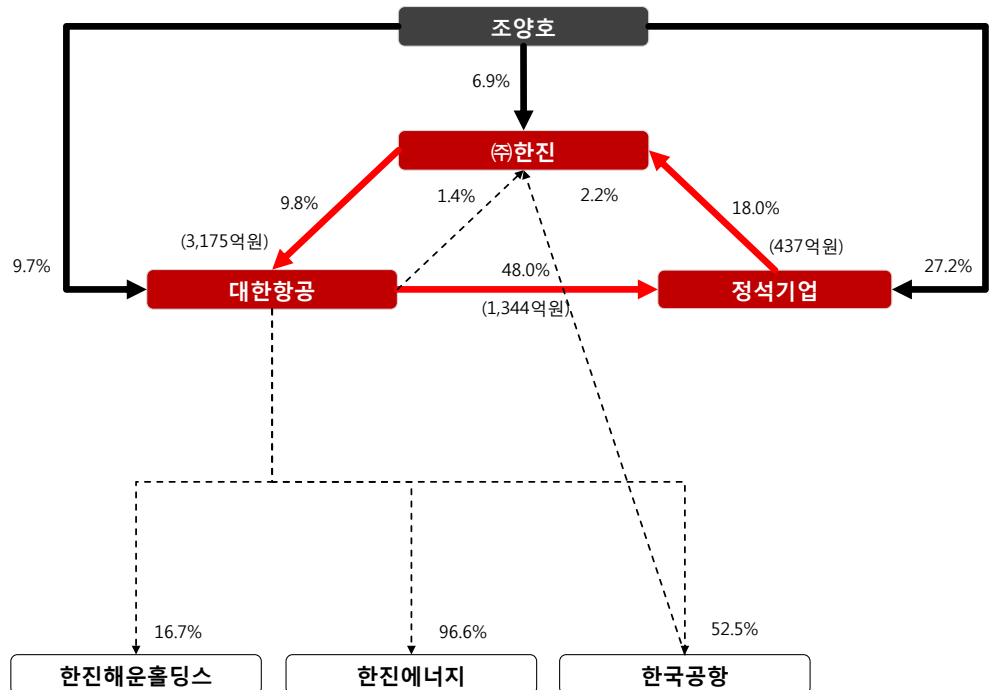
1. 대한항공 - 순환출자 해소과정에서 주가에 우호적인 환경 조성 가능

우리는 한진그룹이 순환출자구조를 해소할 경우 (주)한진을 지주사로하는 지주회사 체제로 전환할 것으로 예상한다. 또, (주)한진과 계열사들에 대한 지배구조를 강화하기 위해 계열사 주식을 (주)한진에 현물출자하는 진행될 것으로 보인다. 이러한 과정에서 대주주들은 대한항공의 주가에 우호적인 환경을 조성하는 것이 유리할 것으로 판단된다.

한진그룹의 지배구조 변화에 대한 관심이 높아지고 있다. 이는 지난 10월 25일 한진그룹은 한진관광의 분할과 합병에 관한 공시를 발표했기 때문이다. 한진관광은 2013년 1월 31일 기업분할 및 합병이 예정되어있고, 분할 및 합병 후 한진관광이 보유중인 (주)한진 지분은 대한항공에 합병될 예정이다. 현재 한진그룹은 7개의 순환출자구조를 가지고 있지만 한진관광이 분할 후 대한항공에 합병되면, 순환출자 및 상호 출자구조는 다음 4개로 단순화된다.

대한항공 → (주)한진 → 대한항공, 2) 대한항공 → 정석기업 → (주)한진 → 대한항공, 3) 대한항공 → 한진정보통신 → 정석기업 → (주)한진 → 대한항공, 4) 대한항공 → 한국공항 → (주)한진 → 대한항공

한진그룹 핵심 지배구조 - 한진관광 분할 및 합병 이후



자료: 동양증권 리서치센터

우리는 한진그룹이 (주)한진을 지주사로 하는 지주사체제로 전환할 경우 대한항공 주가에 긍정적인 것으로 판단한다. 이는 대주주들이 (주)한진에 현물출자할 수 있는 가장 큰 자산이 대한항공 주식이기 때문이다.

조양호회장 보유 주요 지분				(단위: 십억원)
주식	지분율	주식수	주당가치	총액
(주)한진	18.0%	2,153,525	20,300	43.7
정석기업	27.2%	510,699	148,299	75.7
대한항공	9.6%	6,932,678	45,100	312.7
한진관광	11.9%	173,502	60,605	10.5
토파스여행정보	0.6%	5,187	26,043	0.1
한진정보통신	0.6%	9,069	29,142	0.3
유니컨버스	5.0%	12,975	-	-
소계				443.0

자료: 동양증권 리서치센터, 음영표시는 비상장 주식 (주당 가치는 주당 순자본으로 표시)

우리는 한진그룹이 아래와 같은 과정을 거쳐 순환출자를 해소할 것으로 본다

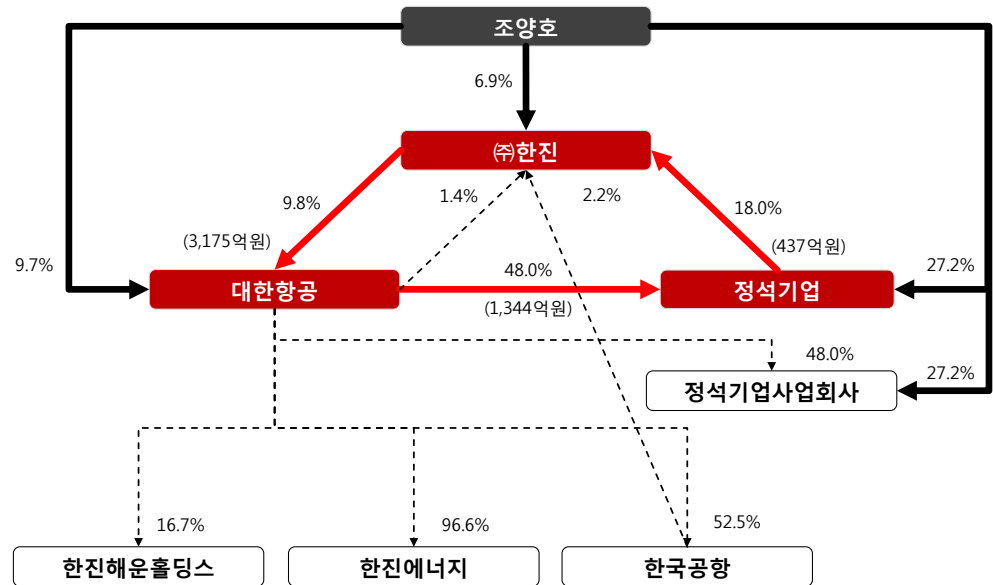
- 1) 대주주들과 대한항공이 지분을 보유하고 있는 기업들이 대한항공에 합병되면서 대주주는 대한항공 지분을 추가 확보하고, 대한항공은 자사주를 확충한다.
- 2) (주)한진이 대한항공 주식을 공개 매수한다. 즉, 대주주는 대한항공 지분을 (주)한진에 현물출자하여 (주)한진에 대한 지배력을 강화하고, (주)한진은 대한항공에 대한 지분을 늘린다.
- 3) (주)한진이 대한항공 지분을 더 늘리기 위해서는 2) 단계 이전에 대한항공을 중간지주사와 사업회사로 인적분할하고, 대한항공 사업회사 지분을 대한항공 중간지주사에 현물출자할 수 있다.
- 4) 위 과정에서 순환출자 및 상호출자 구조를 일으키는 지분들은 매각된다.

(자세한 시나리오는 첨부된 대한항공 기업분석 자료 참조)

대한항공을 (주)한진에
현물출자하는 대주주의
입장에서는 대한항공의 주가
제고에 관심을 가질 수 밖에 없을
듯

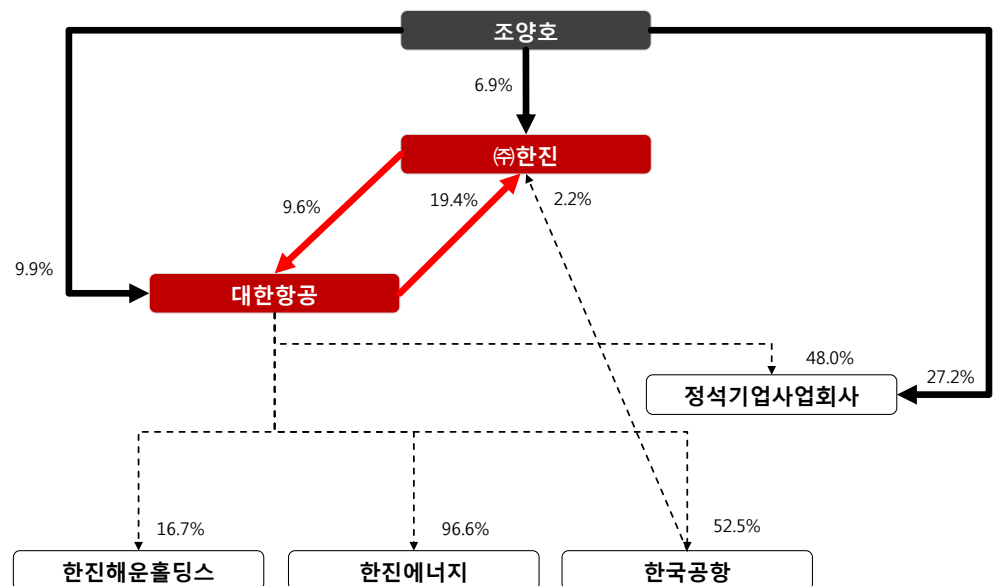
이러한 과정에서 대한항공의 주가가 강세를 보일수록 대주주들은 (주)한진에 대한 지분율을 강화할 수 있다. 따라서 이상의 방식으로 순환출자 구조 해소가 이뤄질 경우, 대주주들의 관심은 대한항공 주가를 제고하는 것이 될 것으로 예상된다.

정석기업을 인적분할



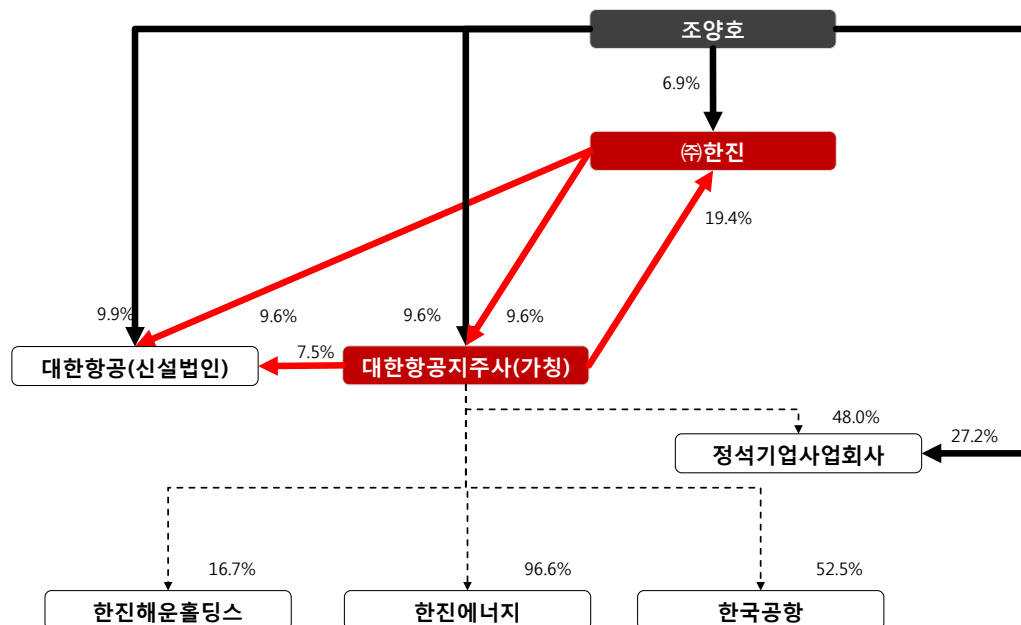
자료: 동양증권 리서치센터

정석기업(존속법인)을 대한항공에 합병



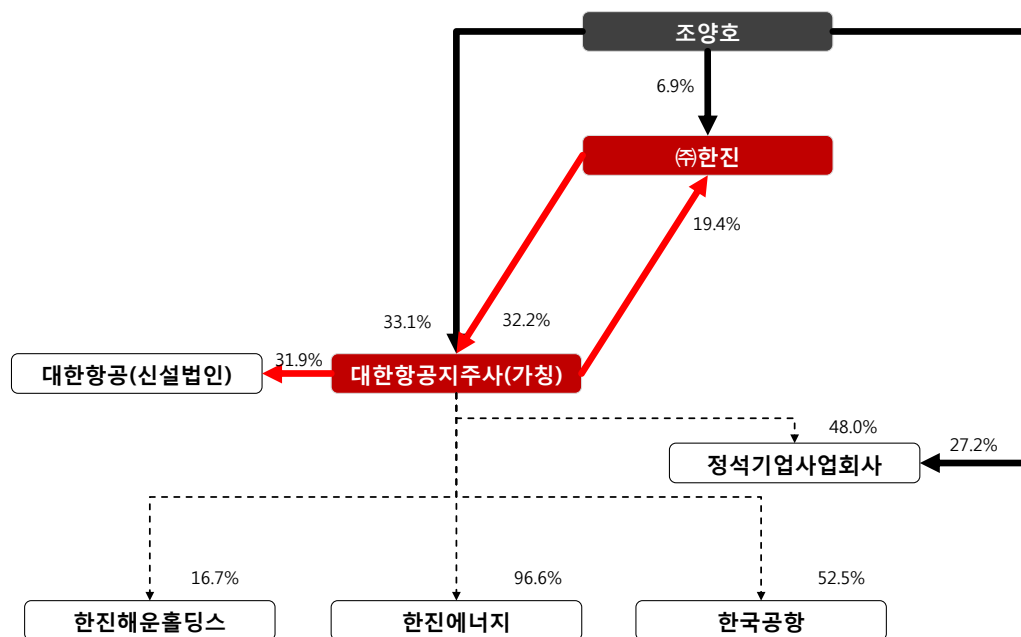
자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 인적분할



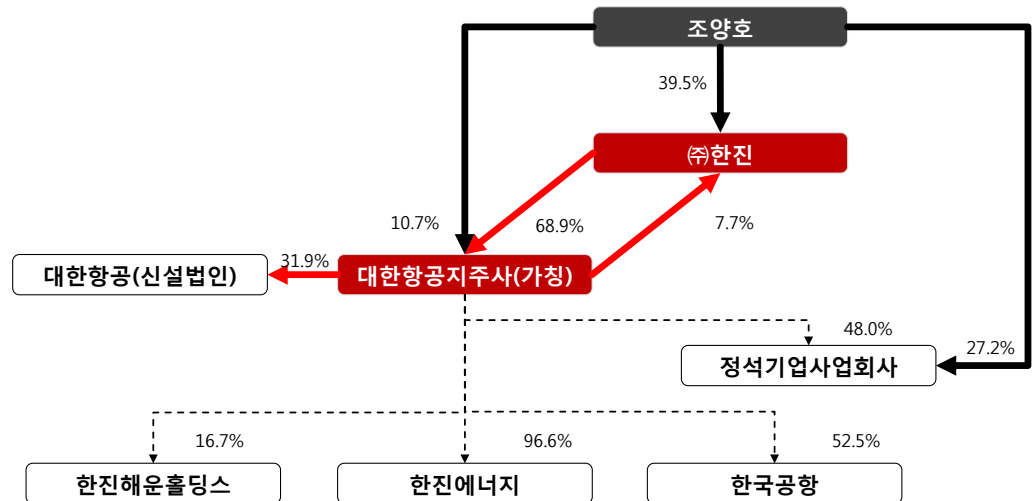
자료: 동양증권 리서치센터

대한항공지주사가 대한항공에 대한 공개매수



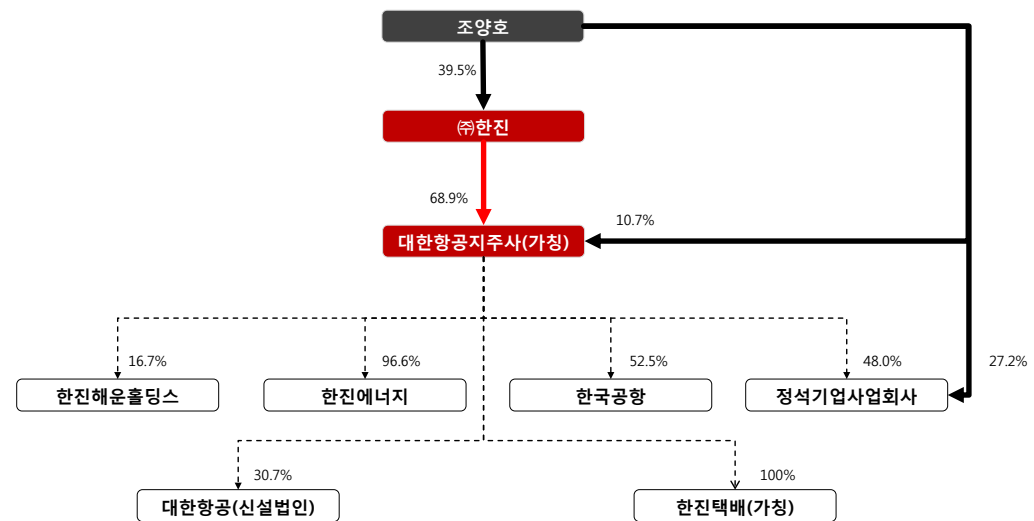
자료: 동양증권 리서치센터

주한진이 대한항공 지주사 지분을 공개매수



자료: 동양증권 리서치센터

지배구조 개편이 종료된 한진그룹 지배구조 (비상장기업 지분 보충 등 일부 후속작업 필요)



자료: 동양증권 리서치센터

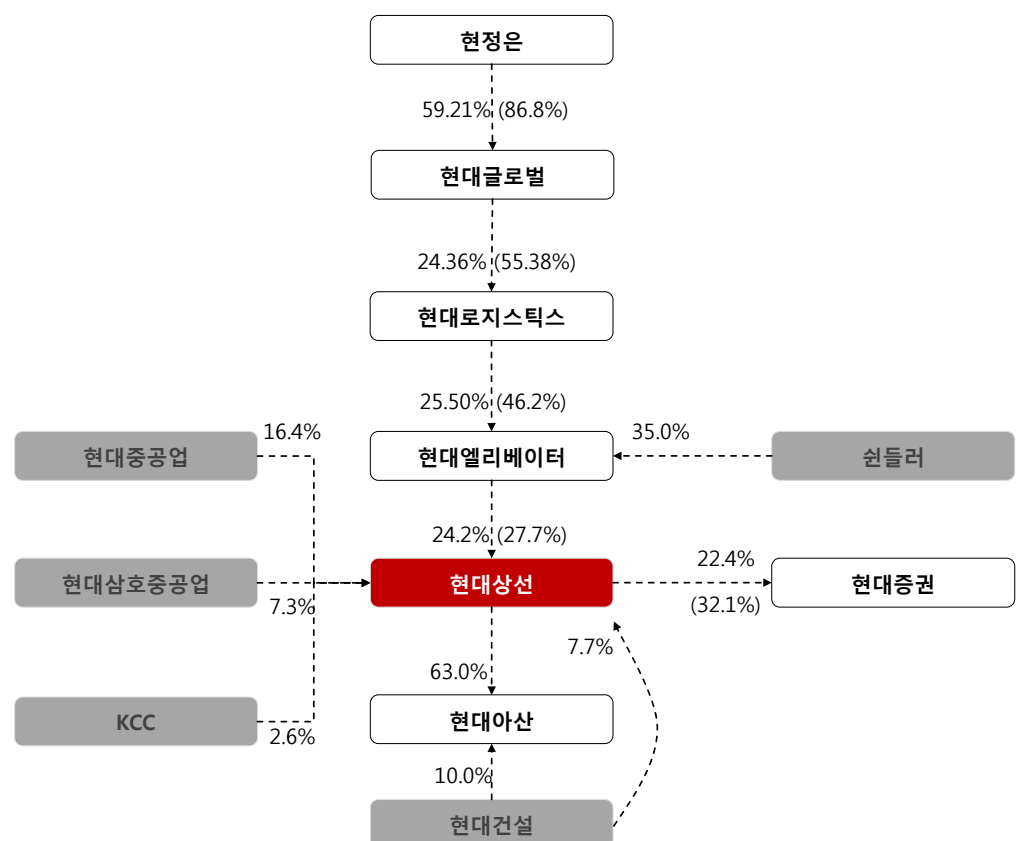
2. 현대상선 - 2012년말 주가 강세가 대주주들에게 유리

현대상선은 2013년 1월 4일 유상증자를 예정하고 있다. 컨테이너 해운업체들의 영업환경의 부진으로 인해 유동성 확보를 추구하고 있는 것과 궤를 같이 하는 것이다. 하지만, 우리는 이러한 유상증자가 현대그룹이 현대상선에 대한 지분율을 강화하는 과정에서 추진되는 것으로 판단하고 있으며, 그 배경에는 현대엘리베이터의 소액주주 권리 보호라는 취지가 있는 것으로 추측한다.

이러한 유상증자가 현대상선 주가에 미치는 영향은 중립적이다. 그러나, 신주발행가액이 결정될 때까지는 현대상선 주가가 낮은 것이, 신주발행가액이 결정된 이후에는 현대상선 주가가 높은 것이 유리할 것으로 보인다

현대그룹은 현대글로벌 → 현대로지스틱스 → 현대엘리베이터 → 현대상선 → 현대증권의 지배구조를 축으로하고 있고, 현대상선 등 지배구조상 하위에 있는 업체들이 현대로지스틱스 등 지배구조상 상위에 있는 업체들의 지분을 보유하는 복잡한 순환출자 구조로 이뤄져있다.

현대그룹 지배구조 (현재)



자료: 동양증권 리서치센터

현대엘리베이터가 현대상선의 실질적 대주주 지위를 유지할 수 있는 것은 우호주주들 때문

현대엘리베이터가 현대상선의 실질적인 대주주 지위를 유지할 수 있는 것은 우호주주와의 관계 때문이다. 현대엘리베이터(계열사, 특수관계인, 공동보유자 등 포함)는 현대상선 지분 38.7%를 보유하고 있지만, 당사가 파악한 바에 따르면 현대엘리베이터가 실질적으로 행사할 수 있는 현대상선 의결권은 최대 52.1%에 달하는 것으로 보인다. 그중 현대엘리베이터와 의결권공동행사계약 또는 주식공동보유계약을 맺은 Cape Fortune, Nexgen Capital, 대신증권, NH 농협증권, 대우조선해양 등(이하 우호주주들)이 행사하는 의결권은 17.3%에 달한다. 따라서, 이러한 우호주주들을 통해 우호적으로 행사하는 의결권을 제외한 현대그룹의 의결권(현대그룹 + 우리사주 + 親현대그룹)은 34.8%에 불과하다. 반면, 현대중공업 및 현대자동차 그룹 등으로 대표되는 이른바 범현대가가 결집할 경우 이미 37.3%의 의결권을 행사할 수 있는 상황이다. 따라서 현대엘리베이터와 우호주주의 관계가 상실되면 현대그룹은 현대상선에 대한 경영권을 위협받는다.

현대상선 지분 현황			(단위: 주)
주주구분	주식보유량	지분율	의결권*
범현대그룹	73,637,277	51.4%	52.1%
현대그룹	39,732,343	27.7%	28.1%
우호주주	24,437,636	17.1%	17.3%
우리사주	1,994,401	1.4%	1.4%
親현대그룹	7,472,897	5.2%	5.3%
범현대가	52,813,908	36.9%	37.3%
기타	16,822,044	11.7%	10.6%

자료: 동양증권 리서치센터 * 의결권은 현대상선의 자사주(의결권 없음)를 제외한 나머지 지분에 대한 비중

현대상선 지배구조 관련 계약 목록						(단위: 주)
현대그룹 주주	주식보유량	지분율	의결권	계약시작	계약종료	
Cape Fortune (1)	2,924,576	2.04%	2.07%	2011-12-30	2014-12-31	
Cape Fortune (2)	3,011,798	2.10%	2.13%	2011-12-30	2014-12-31	
Nexgen Capital (1)	4,000,000	2.79%	2.83%	2011-04-13	2016-04-13	
Nexgen Capital (2)	2,700,000	1.88%	1.91%	2010-09-17	2014-09-17	
Nexgen Capital (3)	432,174	0.30%	0.31%	2010-09-17	2014-09-17	
대신증권	2,303,405	1.61%	1.63%	2010-12-30	2012-12-28	
NH 농협증권 (1)	1,871,402	1.31%	1.32%	2011-01-07	2013-01-17	
NH 농협증권 (2)	2,185,817	1.53%	1.55%	2010-12-29	2012-12-29	
NH 농협증권 (3)	2,143,000	1.50%	1.51%	2012-06-01	2014-06-01	
대우조선해양	2,865,464	2.00%	2.03%	2011-08-23	2014-08-23	
합계	24,437,636	17.06%	17.27%			

자료: 동양증권 리서치센터

현대엘리베이터 파생손실 내역				(단위: 십억원)
대상기관	계약구분	만기일	계약내용	당반기말 평가금액
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 1	2014.04.08	현대상선 보통주 2,000,000주 차액정산	4.3
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 2	2013.12.04	현대상선 보통주 2,000,000주 차액정산	5.1
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 3	2012.06.11	현대상선 보통주 2,000,000주 차액정산	-
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 4	2014.04.08	현대상선 보통주 900,000주 차액정산	-19.8
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 5	2014.10.20	현대상선 보통주 900,000주 차액정산	-16.6
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 6	2015.05.06	현대상선 보통주 900,000주 차액정산	-12.1
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 7	2014.04.08	현대상선 보통주 144,058주 차액정산	-0.8
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 8	2014.10.20	현대상선 보통주 144,058주 차액정산	-0.8
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 9	2015.05.06	현대상선 보통주 144,058주 차액정산	-0.7
NH 농협증권(주)	TRS 1	2012.12.28	현대상선 보통주 1,871,402주 차액정산	-26.1
NH 농협증권(주)	TRS 2	2013.01.07	현대상선 보통주 2,185,817주 차액정산	-20.7
NH 농협증권(주)	TRS 3	2014.06.11	현대상선 보통주 2,143,000주 차액정산	-3.4
대신증권(주)	TRS	2013.01.07	현대상선 보통주 2,303,405주 차액정산	-21.8
Cape Fortune	옵션	2014.12.31	현대상선 보통주 3,011,798주 차액정산	-45.6
대우조선해양	1,500,000	2014.12.18	풋옵션 매도	-2.4
대우조선해양	1,365,464	2014.12.18	풋옵션 매도	-4.7
합산				-166.1

자료: 현대엘리베이터 2012 년 상반기 반기보고서, 동양증권 리서치센터

현대상선 유상증자 계획			(단위: 억원)
유상증자개요	단위	내용	
발행주식수	주		11,000,000
발행가액 (2차, 할인을 20%))	원		20,400
(최종발행가액은 2012년 12월 6일 결정)			
모집금액	십억원		224.4
신주배정기준일			2012-11-02
신주인수권상장			2012-11-26 ~ 30
우리사주배정	주		2,200,000
우리사주청약			2012-11-08
기존주주청약			2012-12-11 ~ 12

자료: 동양증권 리서치센터

현대엘리베이터가 우호주주들을 끌어들이는 대가로 누적한 파생상품 손실은 1,661억원

그런데 최근 현대엘리베이터와 우호주주간의 관계에 변동이 발생할 수 있는 상황이 감지되고 있다. 현대엘리베이터는 현대상선 주가의 변화에 따라 우호주주에게 발생하는 시가차익 또는 손실을 떠안는 파생상품계약을 맺고 있다. 최근 들어 현대상선의 주가가 지속하락함에 따라 이들 파생계약에 누적된 손실은 1,661억원에 달한다. 이 손실은 계약기간 만료시 현금으로 정산되어야한다. 현대엘리베이터의 2대주주인 선들러는 최근 현대엘리베이터의 파생손실과 관련된 회계장부 및 의사회의사록을 공개하라는 소송을 제기했다. 경제민주화에 대한 요구가 높아지고 있는 상황에서 그룹의 이해가 반영된 이러한 계약들은 소수주주의 정당한 권리를 침해하는 것으로 판단될 가능성도 있다.

우리는 현대그룹이 우호주주들과의 관계를 유지하기 위해 맺은 계약을 10건으로 분류하고 있는데, 우선 2012년 말을 전후로 계약 만기를 맞이하는 3건이 문제가 될 것으로 보인다. 이 3건의 계약에 묶여있는 의결권은 총 4.5% (636만주)에 해당된다. 현대엘리베이터는 이들 계약의 만료 전에 새로운 파생계약을 맺거나 파생계약 연장이 어려워질 경우 현대상선 지분을 직접 추가 확보해야한다. 이러한 시점에서 현대상선의 유상증자가 발표되었다. 현대엘리베이터는 현대상선의 유상증자에 참여해 현대상선에 대한 지분을 늘리는 한편, 실권주를 새로운 우호주주에게 넘기고자 할 것이다. 2010년 현대상선의 유상증자시에는 당시 실권주들을 NH 농협증권, 대신증권 등이 인수하면서 새로운 우호주주가 된 바 있다.

우리는 이와 같은 현대상선의 대주주들의 상황을 고려할 때, 우리는 현대상선의 주가가 2012년 12월 중 강세를 보이는 것이 유리하다고 판단한다.

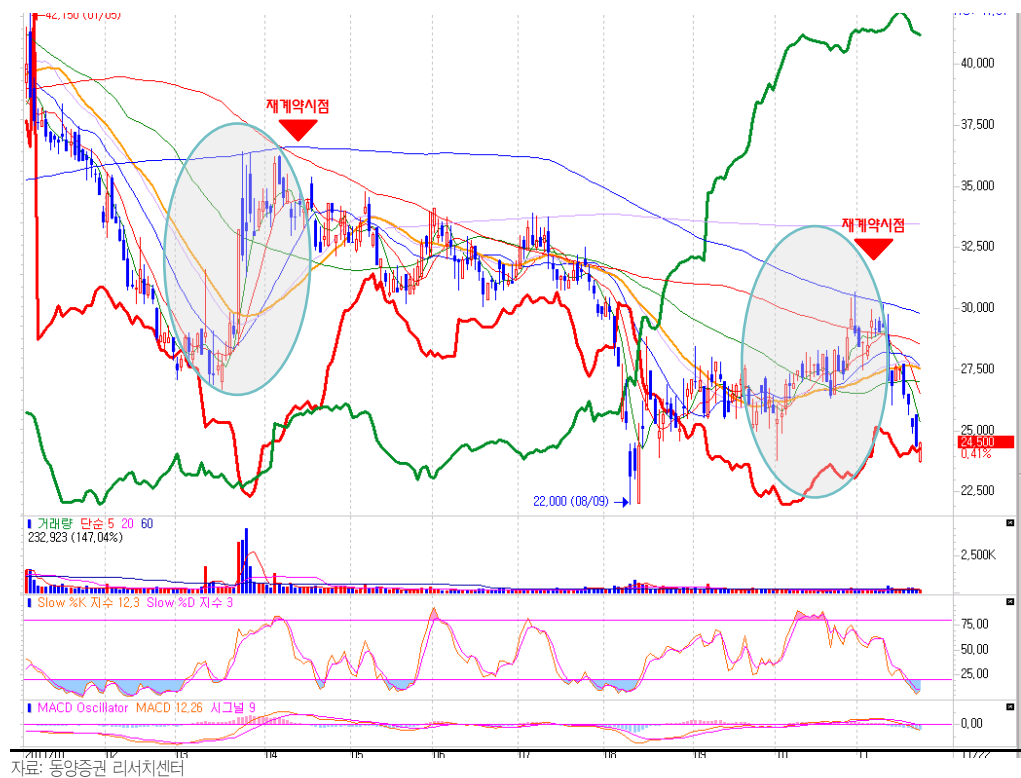
현대엘리베이터 대주주들
입장에서는 12월중 주가가
강세인 것이 유리

유상증자를 앞두고 있는 현 상황에서, 현대상선의 대주주인 현대엘리베이터는 현대상선의 주가가 낮게 유지되는 것이 선호할 가능성이 높다. 왜냐하면 현대상선의 주가가 낮을수록 적은 금액으로 현대상선의 지분을 확보할 수 있고, 우호주주에게 실권주를 넘길 경우 새로운 파생계약의 기준가가 낮을수록 향후 발생할 수 있는 파생손익에 유리하기 때문이다.

반면, 2012년 12월 6일 현대상선의 유상증자기준가격이 결정되면, 현대상선 주가가 상승할수록 현대엘리베이터에게 유리하다. 현대상선 주가가 강세가 되면, 현대엘리베이터는 1) 만기가 도래하는 3건의 우호주주들과의 계약에서 정산해야하는 금액이 줄어들게 되고, 2) 새로운 우호주주와의 계약에서 파생이익이 발생함으로써 기존에 누적된 파생손실을 상쇄할 수 있기 때문이다.

대주주들의 의도가 반드시 주가에 반영된다고 볼 수는 없으나, 12월 19일 대선 이후 대북관계 변화에 따른 현대아산 실적 개선, 유상증자에 따른 안정적 유동성 확보 등은 주가에 긍정적인 영향을 줄 것이다. 참고로, 2011년 Nexgen Capital 과 현대엘리베이터간의 계약이 종료되는 시점의 주가는 긍정적이었다.

2011 년 현대엘리베이터와 Nexgen Capital 의 파생계약 종료시점(4 월, 11 월)을 앞둔 현대상선의 주가 움직임은 긍정적이었다.



3. 현대글로비스 - 대주주들이 계속 들고가는 주식이 될 것

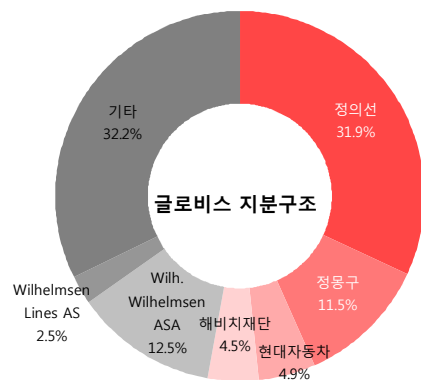
현대자동차 그룹의 순환출자구조 해소는 오랫동안 시장의 관심을 받아왔다. 현대글로비스는 그룹의 순환출자구조 해소시 대주주의 지분을 보장하는 용도로 사용될 것이라는 예상도 널리 인식되어 있는 상황이다. 그러나, 우리는 현대자동차 그룹이 순환출자구조에 착수한다 하더라도, 대주주들이 반드시 현대글로비스 지분을 처분하지는 않을 것으로 생각한다. 우리는 대주주들이 보유하고 있는 기타 계열사 지분들의 가치를 활용해 현대모비스의 지분을 취득하는 방식을 통해 순환출자구조를 끊을것으로 예상하고 있으며, 현대글로비스의 주식은 향후 경영권 승계가 필요한 상황에서 활용될 것으로 전망한다.

순환출자구조 해소 절차가 진행된다 하더라도 대주주들이 현대글로비스 지분을 처분하지는 않을 것으로 보는 이유는 다음과 같다.

우선, 우리는 현대자동차 그룹이 순환출자구조 해소에 나선다 하더라도, 지배구조 개편 과정이 단기간내 마무리되지는 않을 것으로 보고 있다. 이는, 1)현대자동차 그룹이 다수의 순환출자구조로 얽혀있을 뿐만 아니라, 2) 시가총액이 큰 업체들이 많고, 3) 손자회사가 많고 지분이 분산되어 있어, 이를 모두 정리하는데 많은 비용과 복잡한 과정이 소요될 것으로 예상되기 때문이다. 따라서, 경제민주화에 대한 정치권의 요구에 발맞춰 순환출자 구조 해소에 필요한 절차를 일부 진행하는 수준에 그칠 것으로 보인다.

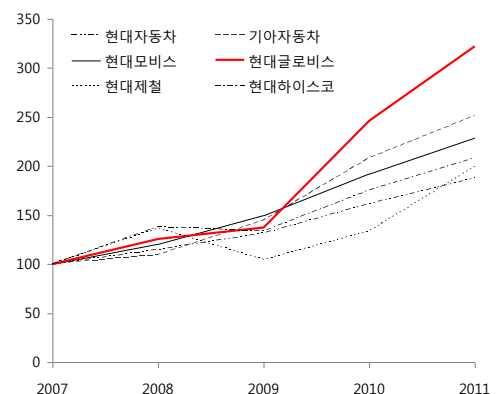
모든 투자자에게 공통적인 사항이지만, 대주주들은 성장성이 높다고 생각되는 주식을 보유하려고 할 것이다. 현대글로비스는 대주주들이 보유하고 있는 현대자동차 그룹 계열사 중 가장 빠른 성장을 보여왔다. 앞으로도 현대자동차 3자물류 매출의 확대등으로 미래성장성도 확보하고 있다고 생각된다. 따라서, 당장 정의선 부회장이 현대자동차 그룹 핵심계열사에 대한 지배력을 강화해야 하는 상황이 아니라면, 현대글로비스에 대한 지분도 좀더 보유함이 마땅할 것으로 생각된다.

현대글로비스 지분구조



자료: 동양증권 리서치센터

현대차그룹 대주주 보유 주요 계열사 매출 성장추이

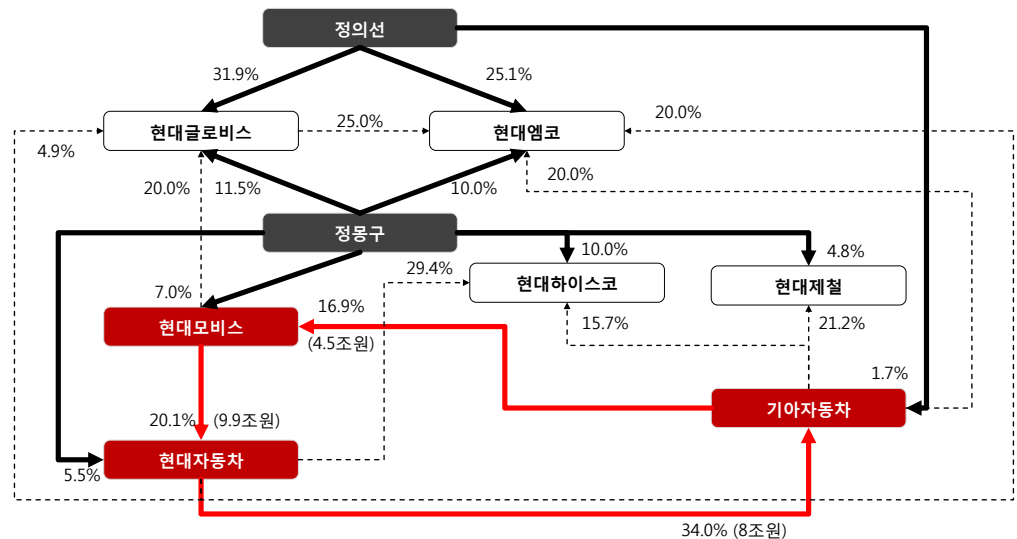


자료: 동양증권 리서치센터

우리는 현대자동차 그룹이 순환출자 구조가 끊어질 경우 대주주들이 현대모비스에 대한 지분을 확보할 것으로 예상한다. 다시말해 우리가 현대자동차 그룹의 주주사의 위치에 현대모비스가 올라설 것으로 보는 가장 중요한 이유는 비용이 적게 들기 때문이다.

기아자동차를 비롯한 현대자동차그룹 계열사들이 보유하고 있는 현대모비스 지분은 순환출자구조상 가장 약한 고리이다. 현대자동차그룹은 현대차→기아차→현대모비스→현대차의 순환출자구조 기반으로 하고 있다. 최근 시가총액을 기준으로 평가했을 때, 현대자동차가 보유하고 있는 기아자동차 지분(33.9%)의 가치는 8.0조원, 현대모비스가 보유하고 있는 현대자동차의 지분(20.8%)은 9.5조원에 달한다. 반면 기아자동차가 보유하고 있는 현대모비스 지분(16.9%)가치는 상대적으로 적은 4.4조원이다.

현대자동차그룹 지배구조 (현재)



자료: 동양증권 리서치센터

현대자동차 그룹이
순환출자구조를 해소하더라도
대주주들이 현대글로벌비스 지분을
처분하지는 않아도 될 것

우리는 현대자동차그룹의 순환출자해소 과정에 대한 구체적인 시나리오를 제시하는 것이 의미 없다고 생각한다. 앞서 언급한바와 같이 현대자동차그룹은 매우 복잡한 지배구조를 갖고 있어, 무수히 많은 변수들이 존재하기 때문이다. 따라서, 우리는 대주주들이 순환출자구조를 끊는 과정에서 반드시 현대글로벌비스 지분을 처분하지 않아도 된다는 가능성만 확인하고자 한다. 다음페이지부터 열거된 내용은 편의상 현대자동차 계열사간 지분 매입과 매도의 형식으로 기술되어 있지만, 실제 지분의 이동 방법은 비용을 최소화하기 위해 다양한 방법이 검토될 것이다.

대주주들이 계열사들이 보유하고 있는 지분 (16.9%, 4.4조원)을 매입하기 위해서는 보유하고 있는 주식들을 처분할 필요가 있다. 현재 대주주들이 보유하고 있는 현대차그룹 계열사 지분가치는 10조원으로 평가된다. (정몽구 회장 6.5조원, 정의선 부회장 3.5조원)

현대자동차 그룹 대주주 보유 주식 일람

(단위: 십원)

종목	정몽구				정의선				합산
	보유주식수 (주)	총가 (원)	지분율	지분가치	보유주식수 (주)	총가 (원)	지분율	지분가치	지분가치
현대자동차	11,395,859	215,500	5.2%	2,455.8	7,061,331	58,200	1.7%	411.0	2,455.8
기아자동차									411.0
현대모비스	6,778,966	271,000	7.0%	1,837.1					1,837.1
현대제철	10,681,769	76,100	4.8%	812.9					812.9
현대하이스코	8,020,000	41,900	10.0%	336.0	11,954,460	215,000	31.9%	2,570.2	336.0
현대글로벌비스	4,317,701	215,000	11.5%	928.3					3,498.5
현대엠코	2,000,000	-	10.0%	211.4					741.1
합계				6,581.5				3,510.9	10,092.4

자료: 동양증권 리서치센터

우리가 생각하는 현대자동차그룹의 순환출자구조 해소를 위한 절차는 아래와 같다.

순환출자 해소를 위한 현대차그룹 대주주 및 계열사간 지분 이동

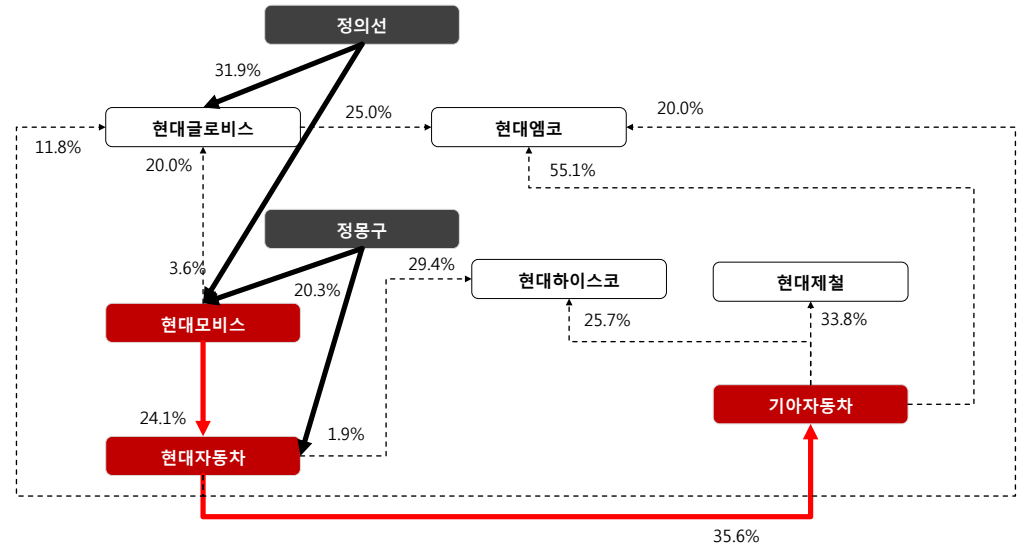
(단위: 십억원)

거래 주식		거래주체별 거래 금액					합산금액
		정몽구	정의선	현대자동차	기아자동차	현대모비스	지분가치
매도주체							
매도주식	현대자동차	1,572.5(3.3%)					1,572.5(3.3%)
	기아자동차		411(1.7%)				411(1.7%)
	현대모비스				4,451.7(16.8%)		4,451.7(16.8%)
	현대제철	812.9(12.5%)					812.9(12.5%)
	현대하이스코	336(10%)					336(10%)
	현대글로벌비스	578.3(7.1%)					578.3(7.1%)
	현대엠코	211.4(10%)	529.7(25%)				741.1(35%)
	합산	3,511.0	940.7	-	4,451.7	-	8,903.5
매입주체							
매입주식	현대자동차					-1589.5(-3.4%)	-1,589.6(-3.4%)
	기아자동차			-411(-1.8%)			-411(-1.8%)
	현대모비스	-3,511(-13.4%)	-940.7(-3.6%)				-4,451.8(-16.9%)
	현대제철				-812.9(-12.6%)		-812.9(-12.6%)
	현대하이스코				-336(-10%)		-336.1(-10%)
	현대글로벌비스			-561.2(-7%)			-561.3(-7%)
	현대엠코				-741.1(-35.1%)		-741.1(-35.1%)
	합산	-3,511.0	-940.7	-972.2	-1,890.0	-1,589.5	-8,903.5
매도주식가치 - 매입주식가치		-		-972.2	2,561.7	-1,589.5	

자료: 동양증권 리서치센터

이상의 지분 이동으로 현대자동차 핵심계열사간 지분구조는 아래와 같이 변경된다

현대자동차그룹 지배구조 (지분이동 완료후)



자료: 동양증권 리서치센터

현대모비스 : 기아자동차가 보유하고 있던 16.9%의 지분이 정몽구회장에게 13.3%, 정희선 부회장에 3.6% 이전되어, 현대모비스의 대주주는 정몽구회장(20.3%) 및 특수관계인 합산 30.2%가 된다. 현대제철과 현대글로비스가 여전히 순환출자 구조를 일으키지만 지분율은 5.7%와 0.7%로 상대적으로 작아 추후 처리될 것으로 보인다.

현대자동차 : 정몽구회장이 보유하고 있던 지분 1.9%가 현대모비스로 이전되어, 현대모비스(24.1%) 및 특수관계인 합산 26.0%의 지분율이 유지된다.

기아자동차 : 정희선 부회장이 보유하고 있던 1.7%의 지분이 현대자동차에 이전되면서, 현대자동차가 35.6%의 지분을 보유하게 된다.

상기 지배구조 변동후 기아자동차는 2.5조원에 달하는 잉여 자산을 보유하게 될 것으로 보이는데, 이는 기아자동차가 손자회사들간의 교차지배구조를 끊는데 활용될 것으로 보인다. 이에 대한 분석은 현대글로비스에 관련된 분석에서 지나치게 벗어나므로 여기서는 생략하도록 한다.

현대글로비스 : 정몽구 회장이 보유하고 있는 지분 11.5% 중 7%는 현대자동차로 이전되어 정희선 부회장 (31.9%), 현대자동차(11.6%) 등이 지배하는 업체가 될 것으로 보인다. 정몽구회장은 남은 현대글로비스 지분 4.3%를 정몽구재단에 기부되어 1조원 사회환원을 마무리하게 될 것으로 예상된다. 정희선 부회장은 현대글로비스 지분 31.9%를 최대한 오래 보유하려고 할 것이라는 것이 우리의 생각이다.

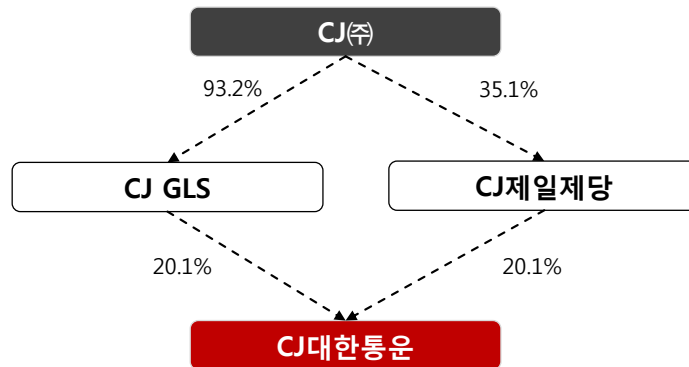
기타 업체들의 지배구조 변화는 아래와 같다.

현대제철 : 정몽구회장의 지분 12.5%가 기아자동차에게 이전되어 기아자동차가 33.8%를 보유하게 된다. 현대하이스코는 정몽구회장의 지분 10%를 기아자동차가 인수해 현대자동차(29.4%)와 기아자동차(25.7%)가 보유하게 된다. 정의선 부회장이 보유하고 있는 현대엠코 지분 25.6%와 정몽구 회장이 보유하고 있는 현대엠코 지분 10%는 기아자동차가 인수하게 되고, 이때 기아자동차의 현대 엠코 지분은 55.1%가 된다.

3. CJ대한통운 - CJ GLS 사업 양수도 예상. 자사주 활용 가능성 낮아

금호아시아나와 대우건설의 자회사였던 CJ 대한통운은 2011년 12월 CJ 그룹에 편입되었다. 현재 CJ 대한통운의 대주주는 CJ 제일제당과 CJ GLS(택배 및 포워딩을 주사업으로 하는 물류업체)이며 각각 20.1%의 CJ 대한통운 지분을 보유하고 있다.

CJ 대한통운 지배구조 (현재)



자료: 동양증권 리서치센터

CJ 대한통운은 지배구조와 관련된 두개의 변화를 앞두고 있다. CJ 대한통운은 공시를 통해 CJ GLS와의 합병을 검토하고 있다고 밝혔다. 또, 공정거래법상 CJ GLS와 CJ 제일제당이 동시에 지분을 갖고 있는 교차지분을 단일주주지분으로 재편하는 과정이 필요하다.

우리는 CJ 대한통운과 CJ GLS를 단순 합병하는 방식으로는 지배구조 변화가 이루어지지 않을 것으로 본다. 이는 공정거래법상의 규제, 교환사채, 소액주주 보호 때문이다.

CJ 제일제당은 CJ 대한통운의 지분을 매각하기 어려운 상황

- 1) 발행되어 있는 EB 문제
- 2) 소수주주 권리보호

CJ 대한통운과 CJ GLS를 합병하는 과정에서는 CJ 제일제당이 보유하고 있는 지분이 두가지 문제를 일으킨다. CJ 대한통운은 CJ 제일제당이 20.1%의 지분을, CJ GLS가 20.1%의 지분을 각각 보유하고 있고, 다시 CJ GLS는 (주)CJ가 93%의 지분을 보유하고 있다. CJ 대한통운과 CJ GLS가 합병하면 합병된 회사는 (주)CJ와 CJ 제일제당((주)CJ의 자회사)이 동시에 지분을 보유하게 되어 공정거래법을 위반하게 된다. 따라서 두 회사가 합병될 경우 CJ 제일제당은 CJ 대한통운 지분을 매각해야만 한다. 그런데 CJ 제일제당의 CJ 대한통운 지분 매각은 두가지 문제로 불가능할 것으로 보인다. 1) CJ 제일제당이 발행한 교환사채가 문제가 된다. 2) CJ 제일제당의 소액주주들에 대한 보호가 문제가 된다.

2012년 3월, CJ 제일제당은 CJ 대한통운 주식 458만주 중 80만주를 교환대상으로하는 교환사채를 발행했다. 해당 교환사채는 만기 (2015년 1월 17일)까지 교환청구가 가능하며, 교환대상이 되는 80만주의 CJ 대한통운 지분은 한국예탁원에 예탁되어있다. 해당 교환사채 투자자들의 동의 없이 CJ 제일제당의 CJ 대한통운 지분 매각은 불가능하다.

CJ 제일제당 무보증교환사채 내역		(단위: 십억원)
구 분	제13회 무보증 교환사채	
권면총액	166,840,000천원	
만 기	2015년 2월 17일	
표면이자율	3.20%	
만기이자율	6.00%	
교환비율	100.00%	
교환가액(*)	208,550원/주	
교환대상	씨제이대한통운(주) 기명식 보통주 800,000주	
교환청구기간	2012년 3월 17일부터 2015년 1월 17일까지	

자료: CJ 제일제당 2012년 상반기 연결검토보고서, 동양증권 리서치센터

CJ제일제당은 CJ대한통운 지분을 주당 19.5만원에 인수했고, 현재 주가 (11.5만원) 매각 될 경우 CJ제일제당은 막대한 매각손실을 계상하게 된다. 경제민주화가 강조되고 있는 상황에서 지배 구조에 대한 직접적인 이해관계가 없는 소액주주들의 손실을 야기하는 조치는 어려울 것으로 보인다.

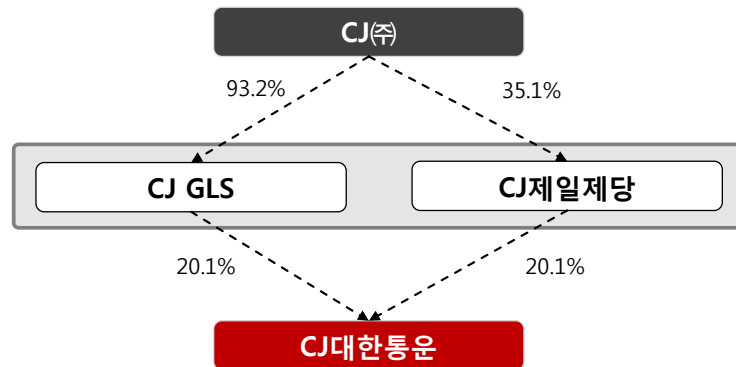
CJ 제일제당이 CJ 대한통운 지분가치				(단위: 십억원)
구분	보유주식수 (주)	주가	지분가치	
매입당시	4,581,261	195,000	893.3	
현재	4,581,261	115,500	529.1	
차이 (손실)	-	- 79,500	- 364.2	

자료: 동양증권 리서치센터

우리가 CJ대한통운의 지배구조 변화에 대해 생각하는 우리의 시나리오는 다음의 두개 절차로 구성된다.

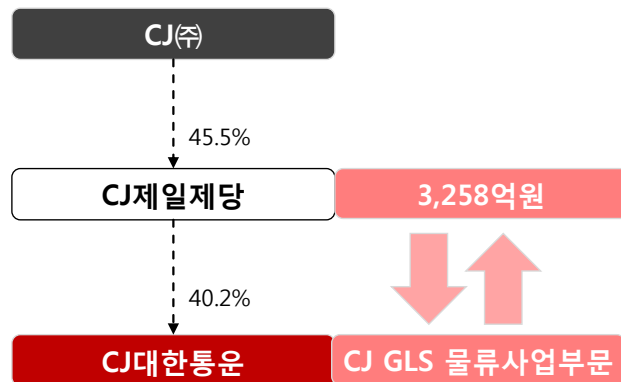
- 1) CJ GLS 와 CJ 제일제당이 합병한다. (CJ GLS 1주를 CJ 제일제당 0.15주와 교환)
- 2) CJ GLS 의 물류사업자산(순자산가치 3,258억원)을 CJ 대한통운에 양도한다.

시나리오 1 - 1) CJ GLS와 CJ제일제당 합병



자료: 동양증권 리서치센터

시나리오 1 - 2a) CJ 대한통운이 과거 CJ GLS의 물류사업부문 인수



자료: 동양증권 리서치센터

위와 같은 절차를 순서대로 진행할 경우, (주)CJ는 합병된 CJ제일제당의 지분 53.0%를 보유하고, CJ제일제당은 CJ대한통운의 대주주는 지분 40.2%를 보유하게 된다. 이러한 방식을 채택했을 때의 장점은 다음과 같다.

- 1) CJ제일제당은 CJ대한통운 지분을 매각하지 않으므로 매각손실이 발생하지 않는다.
- 2) CJ제일제당이 CJ대한통운 지분 40.2%를 확보함에 따라 (주)CJ가 CJ대한통운에 대한 지분을 추가 확보할 필요가 없으므로 비용이 발생하지 않는다.
- 3) CJ제일제당이 과거 CJ GLS가 보유하고 있던 물류자산을 CJ대한통운에 매각함으로써 CJ대한통운 인수자금을 일부 회수할 수 있다.
- 4) 지배구조 변화 과정의 변형을 통해 (주)CJ로 유동성을 유입시킬 수도 있다.

CJ 제일제당과 CJ GLS 예상 합병구조							(단위: 억원)
주주들	CJ 제일제당 지분	지분율	CJ GLS 지분	지분율	CJ 제일제당 신주배정	합병후 CJ 제일제당 주식수	지분율
CJ 주식회사	4,834,878	37.0%	14,721,873	93.2%	2,193,080	7,027,958	45.5%
손경식	5,500	0.0%		0.0%	-	5,500	0.0%
이재현	145,931	1.1%		0.0%	-	145,931	0.9%
김교숙	5,491	0.0%		0.0%	-	5,491	0.0%
이경후	22,015	0.2%		0.0%	-	22,015	0.1%
CJ 나눔재단	30,351	0.2%		0.0%	-	30,351	0.2%
CJ 문화재단	7,844	0.1%		0.0%	-	7,844	0.1%
CJ GLS (자사주)	-	0.0%	1,057,576	6.7%	157,544	157,544	1.0%
CJ 제일제당(자사주)	584,372	4.5%		0.0%	-	584,372	3.8%
기타주식	7,442,515	56.9%	23,591	0.1%	3,514	7,446,029	48.2%
발행주식수	13,078,897	100.0%	15,803,040	100.0%	2,354,139	15,433,036	100.0%

자료: 동양증권 리서치센터* CJ GLS 주식 1 주당 CJ 제일제당 주식 0.15 주 배정

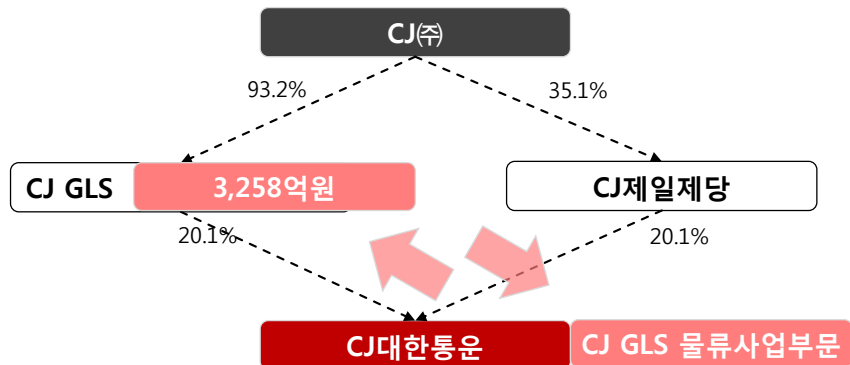
CJ 대한통운 지분구조 - CJ 대한통운이 CJ GLS 의 물류사업부문을 인수할 경우			(단위: 억원)
주주	주식수	지분율	
CJ 제일제당(주)	9,162,522	40.2%	
아시아나항공(주)	1,610,427	7.1%	
(주)대우건설	1,215,291	5.3%	
금호피앤비화학(주)	332,046	1.5%	
금호개발상사(주)	26,722	0.1%	
자사주	5,423,419	23.8%	
기타주주	5,041,917	22.1%	
발행주식총수	22,812,344	100.0%	

자료: 동양증권 리서치센터

장점 4) 의 내용을 좀더 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

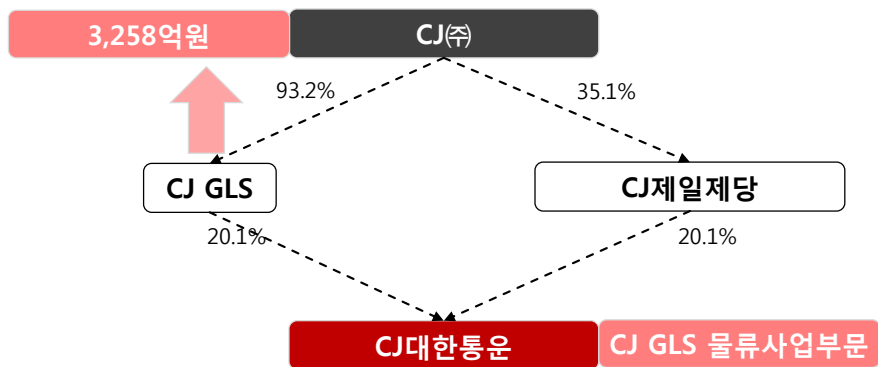
만약 CJ GLS 가 CJ 제일제당에 합병되기 전에 물류자산을 CJ 대한통운에 매각할 경우, CJ GLS 는 현금 3,258억원을 확보하게 된다. (시나리오 2) 이렇게 합병된 자금은 CJ GLS 가 유상감자를 통해 (주)CJ 에게 보낼 수 있다. CJ GLS 는 2012년 7월 31일부로 신한국민연금 1호 사모투자전문회사로부터 자사주 6.7%를 매수함으로써 사실상 (주)CJ 가 단독하는 지배하는 회사가 되었다. (기타주주 지분 0.1%). 따라서 CJ GLS 의 유상감자 금액은 99.9% (주)CJ 가 수령하게 된다. 우리가 이렇게 현금이 (주)CJ 로 이동할 수 있는 가능성에 관심을 갖는 것은 CJ 그룹내 다른 사업부문에 투자할 수 있는 재원이 될 수 있기 때문이다.

시나리오 2 - 1) CJ 대한통운이 CJ GLS의 물류사업부문 인수



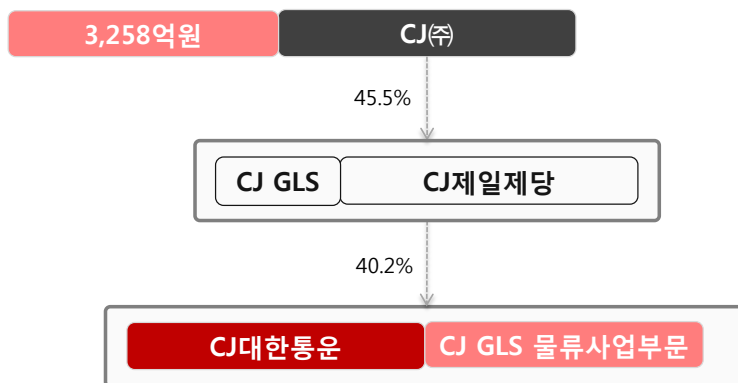
자료: 동양증권 리서치센터

시나리오 2 - 2) CJ GLS가 유상감자를 실시



자료: 동양증권 리서치센터

시나리오 2 - 3) CJ GLS와 CJ 제일제당 합병



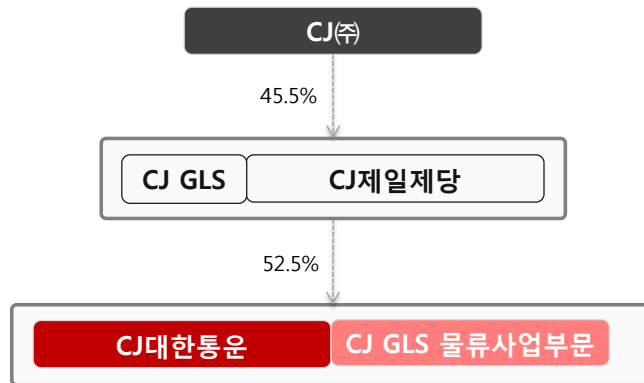
자료: 동양증권 리서치센터

CJ 그룹의 입장에서는 굳이 CJ 대한통운 지분을 확대할 이유 없어

CJ GLS 자산 양수도에서 자사주 활용안할 것

한편, CJ대한통운의 자사주가 CJ GLS 물류부문을 인수하는데 사용될수도 있다. 대한통운의 CJ GLS 인수비용 3,258억원은 CJ 대한통운 주식 292만주(12.8%)에 해당된다. 해당 지분을 CJ제일제당을 인수하게 되면 CJ대한통운 지분 52.8%를 확보하게 된다. 그러나, CJ제일제당이 이미 CJ대한통운에 대해 40% 이상의 지분을 확보한 상태에서 추가 지분을 취득할 필요는 없을 것으로 보인다. 한편 CJ대한통운에 남은 자사주는 250만주 (11.0%)가 된다. 남은 자사주중 151만주 (6.6%)는 다시 매각되어야하는 문제가 남는다.

시나리오 1 - 2b) CJ 대한통운이 CJ GLS 물류사업부문 인수의 대가로 자사주를 지급할 경우



자료: 동양증권 리서치센터

주주	주식수	지분율
CJ 제일제당(주)	11,983,139	52.5%
아시아나항공(주)	1,610,427	7.1%
(주)대우건설	1,215,291	5.3%
금호피앤비화학(주)	332,046	1.5%
금호개발상사(주)	26,722	0.1%
자사주	2,602,802	11.4%
기타주주	5,041,917	22.1%
발행 주식총수	22,812,344	100.0%

자료: 동양증권 리서치센터



공부해서 남 주는 애널리스트 **강성진**입니다.

(02)3770-3592

seongjin.kang@tongyang.co.kr

동양증권

대한항공 (003490)

2013년 순환출자 해소 위해 대주주가 취득할 주식



Why This Report

경제민주화에 대한 대선후보들의 정책발표가 이뤄지고 있는 상황에서, 한진그룹은 가장 먼저 순환출자 해소를 위한 첫 발을 내딛었습니다. 2013년 대한항공 투자여건을 결정하기에 앞서 순환출자 해소 시나리오를 그려보고, 기업간 가치 변화 가능성을 점검해 볼 필요가 있습니다. 원화 강세에 따른 수혜, KAI 인수에 따른 리스크도 함께 판단해봐야 하는 시점입니다.

투자의견: **BUY (M)**

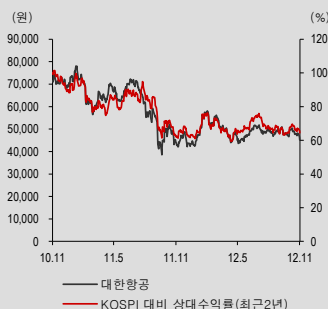
목표주가: **70,000원 (M)**

항공

주가	45,100원
자본금	3,668억원
시가총액	32,652억원
주당순자산	38,745원
부채비율	658.33%
총발행주식수	73,350,808주
60일 평균 거래대금	255억원
60일 평균 거래량	524,148주
52주 고	58,100원
52주 저	42,100원
외인지분율	15.05%
주요주주	한진 외 15 인 25.67%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(6.4)	(10.3)	2.7
상대	(4.2)	(5.0)	0.3
절대(달러환산)	(5.1)	(6.9)	6.9



자료: Datastream

Investment Point

투자포인트 1. 한진그룹 순환출자해소시 대한항공 주가 제고 필요

▶ 우리는 한진그룹의 대주주들이 대한항공 지분을 (취한진에) 현물 출자할 것으로 예상. 대한항공 주가가 높을 수록 대주주에게 유리한 상황

투자포인트 2.... 2014년까지 순차입금 축소되며 주주가치 제고

▶ 지난 3Q 순차입금 감소 관측. 이는 7분기만의 일. Capex 축소와 실적 개선으로 순차입금 축소 계속될 것

투자포인트 3. 원화 강세의 수혜

▶ 원/달러 환율이 10원 하락할 때 영업이익 285억원, 세전이익 1,138억원 증가 효과

▶ 2013년 영업이익 7,086억원 (YoY +64.8%) 예상

투자포인트 4. KAI 인수를 가정하더라도 낮은 주가

▶ KAI 인수금액이 1.4조원이라고 보아도 적정주가는 6만원. KAI 인수 리스크는 이미 주가에 충분히 반영

투자의견 BUY, 목표주가 70,000원 유지

- 한진그룹 순환출자구조 해소시 대주주 보유 중요한 주식자산으로서 가치 제고 필요 생김
- 원화 강세로 인해 이익 개선효과. 원화 강세 수혜, KAI 인수 리스크 이미 주가 반영

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	116,400	122,691	128,898	134,836	142,359
매출액증가율	20.5	5.4	5.1	4.6	5.6
영업이익	12,358	4,602	4,298	7,086	8,458
조정영업이익	12,358	4,602	4,298	7,086	8,458
지배주주귀속 순이익	5,632	-2,188	2,146	2,217	3,563
지배주주 귀속 EPS	7,814	-3,040	2,981	3,081	4,951
증가율	-668.7	-138.9	-198.1	3.4	60.7
PER	9.0	-19.8	15.1	14.6	9.1
PBR	1.8	1.7	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.2	10.1	8.8	7.4	7.2
ROA	2.9	-1.0	1.0	1.0	1.6
ROE	19.4	-8.4	8.4	8.0	11.6

자료: 동양증권

A. 대한항공 투자의견 - BUY, 70,000원, 2013년 상반기 탑픽

우리는 대한항공에 대해 투자의견 BUY 와 목표주가 7만원을 유지하며 2013년 상반기 탑픽으로 제시한다. 2013년 대한항공의 투자포인트는 다음과 같다.

첫째, 2013년 한진그룹은 (주)한진을 지주사로하는 지주사체제로의 변화를 시작할 것으로 보인다. 이 과정에서 대주주들이 보유한 대한항공 주식의 (주)한진에 현물출자될 가능성이 높다. 따라서 대한항공의 주가가 오르는 것이 한진그룹 대주주들의 이해관계에 부합할 것이다.

둘째, 항공기 투자가 정점을 통과함에 따라 순차입금이 6개월만에 축소되는 모습이 관측되었다. 항공기 투자가 비교적 적게 유지되는 2012년~2013년은 순차입금이 축소되며 주가가 상승하는 국면으로 판단된다.

세째, 낮아진 원/달러 환율의 수혜를 입는다. 원/달러 환율이 10원 하락할 때, 영업이익은 285억원, 세전이익은 1,138억원 증가하는 효과가 있는 것으로 보인다.

한편 대한항공의 현재주가는 KAI(한국항공우주산업) 인수가능성을 반영하고 있다. 인수총액이 1.4조원일 경우 동사가 지불하게 되는 경영권프리미엄은 3,167억원이다. 이로 인한 대한항공 주가 하락요인은 4,551원으로 적정주가는 6만원이다. 지금의 주가에서는 KAI 인수시에도 추가적인 주가 하락 요인은 없다고 볼 수 있다.

대한항공 적정 주가 산출					(단위: 십억원)
구분	4Q 2012	1Q 2013	2Q 2013	3Q 2013	비고
영업가치 (A) = (B) - (E) - (F)	2,021.2	2,501.4	2,706.9	3,423.4	
적정 EV (B) = (C) X (D)	15,393.1	15,664.5	16,167.4	16,501.6	
EV/EBITDAR (C)	6.5	6.5	6.5	6.5	
EBITDAR (D)	2,372.2	2,414.0	2,491.5	2,543.0	
기말 예상 조정 순차입금 (E)	13,365.0	13,156.2	13,453.6	13,071.4	
우선주 (F)	6.8	6.8	6.8	6.8	
투자자산가치 (G)	2,323.8	2,323.8	2,323.8	2,323.8	
S-Oil*	1,890.4	1,890.4	1,890.4	1,890.4	
기타투자자산	433.4	433.4	433.4	433.4	
유통(보통주)주가치 (H) = (A) +	4,345.0	4,825.2	5,030.7	5,747.1	
유통주식수 (I)	67,534	67,534	67,534	67,534	천 주, 자사주 제외
주당가치 (H) / (I)	64,337	71,448	74,491	85,099	원
현재주가	45,100	45,100	45,100	45,100	
상승여력	42.7%	58.4%	65.2%	88.7%	

자료: 동양증권 리서치센터 *주: (S-Oil 주당가치 96,000 원 x 보유주식수 31,983,586 주 - 한진에너지부채) x 대한항공의 지분율 (96.6%)

B. 투자포인트 1 - 순환출자해소시 대한항공 주가 제고가 필요한 상황

우리는 한진그룹이 순환출자구조를 해소하기 위해 (주)한진을 지주사로 하여 대한항공을 지배하는 방식을 취할 것으로 본다. 이 과정에서 한진그룹 대주주들은 대한항공 주가를 제고하는 것이 유리하다.

우리는 한진그룹이 지주회사 체제로 전환될 경우 (주)한진이 지주사가 될 가능성이 가장 높은 것으로 판단한다. 이는 한진그룹의 순환출자구조에 놓여있는 계열사간 지분 중 (주)한진 지분의 시가가 가장 작아서 대주주가 이를 취득하기 용이하기 때문이다. 즉, 계열사들이 보유한 (주)한진 지분을 대주주가 매입하는 방식이 가장 비용이 적게 든다. 또, 한진그룹의 대주주들은 대한항공 지분이 많지 않아, 대한항공의 지분을 보유하고 있는 한진을 지배하는 것이 용이하다.

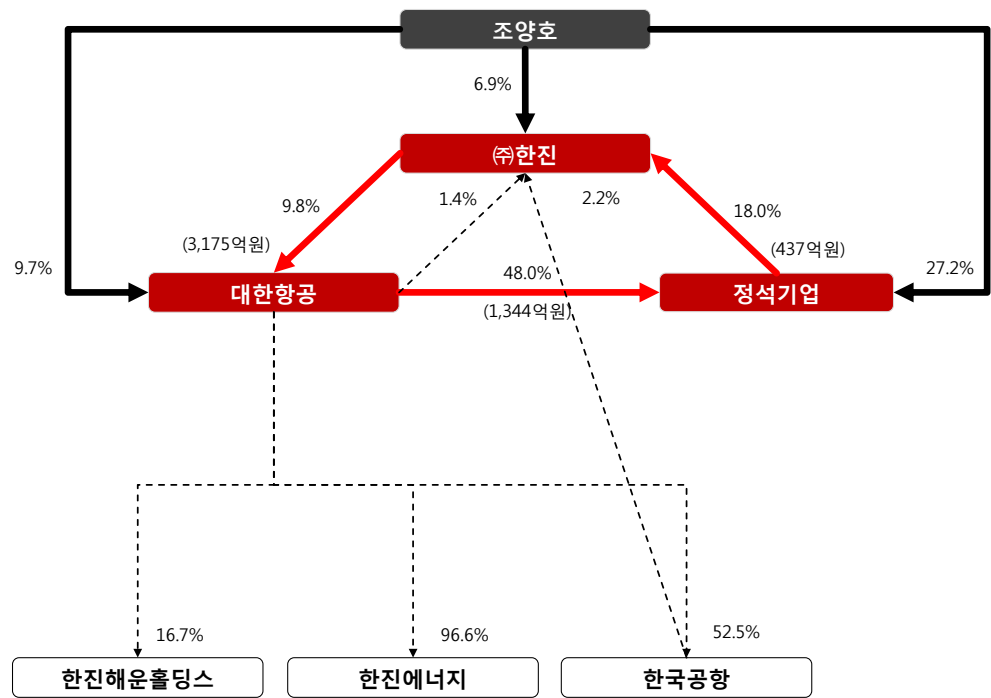
이러한 관점에서 한진그룹이 순환출자구조를 끊는 가장 간단한 방법은 (주)한진에 대한 지배구조를 단순화 하는 것이다. 정석기업, 한국공항, 대한항공(한진관광) 등이 (주)한진의 지분을 보유하고 있다. 정석기업 등이 (주)한진 지분을 매각함으로써 대한항공의 핵심 순환출자구조는 해소될 것으로 보인다. 이와 동시에 대주주→(주)한진 → 대한항공의 지배구조를 강화하는 절차도 진행될 것이다.

한진그룹이 지주회사체제로 전환될 경우 대주주들에게는 대한항공 주가를 제고하는 것이 유리하다. (주)한진도 이미 대한항공 지분을 9.8% 보유하고 있으며 공개매수를 통해 대한항공 지분을 강화하려고 할 것이다. 한편, 대한항공 주식은 이미 대주주(조양호회장)의 주식자산 중 가장 큰 부분을 차지하고 있다. 따라서 대한항공 주식 가치가 높을수록 대주주는 현물출자를 통해 더 많은 (주)한진 주식을 확보할 수 있다.

조양호회장 보유 주요 지분				(단위: 십억원)
주식	지분율	주식수	주당가치	총액
(주)한진	18.0%	2,153,525	20,300	43.7
정석기업	27.2%	510,699	148,299	75.7
대한항공	9.6%	6,932,678	45,100	312.7
한진관광	11.9%	173,502	60,605	10.5
토파스여행정보	0.6%	5,187	26,043	0.1
한진정보통신	0.6%	9,069	29,142	0.3
유니컨버스	5.0%	12,975	-	-
소계				443.0

자료: 동양증권 리서치센터, 음영표시는 비상장 주식 (주당 가치는 주당 순자본으로 표시)

한진그룹 지배구조 (2013 년 1 월 31 일 대한항공과 한진관광 합병 후)



자료: 동양증권 리서치센터

우리가 생각하는 한진해운 순환출자 구조 해소 시나리오는 다음과 같다.

첫째, 정석기업의 인적분할(Step 1-a)을 하고 (주)한진 지분을 보유한 정석기업존속회사는 대한항공에 합병된다.(Step 1-b) 이 조치로 인해 조양호회장은 대한항공 지분을 추가 획득하게 되며, 대한항공은 (주)한진 지분을 취득하게 되는데, 이는 한진관광 인수로 취득하게된 (주)한진지분과 함께 매각될 것으로 예상된다.

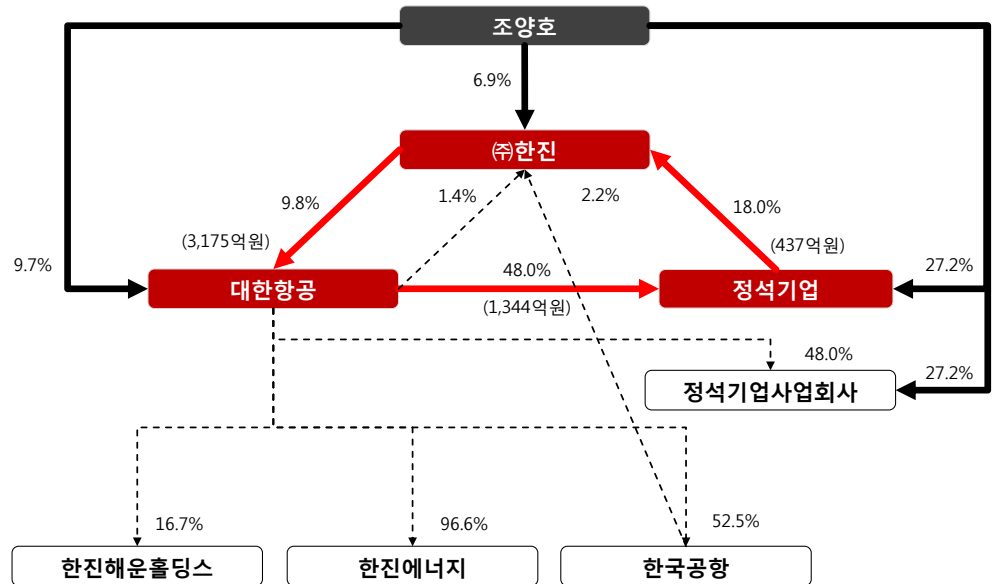
정석기업 분할				(단위: 십억 원)
구분	정석기업 분할 (Step 1-a)		(B) 대한항공	(A) + (B) 합병후
	(A) 정석기업(존속)	정석기업사업회사(신설)		
자산	47.4	307.6	22,917.8	22,829.0
부채	-	76.8	20,372.0	20,371.6
자본	47.4	230.9	2,545.7	2,457.4
발행주식수	319,952	1,556,883	72,852,253	73,904,329

자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 - 정석기업(분할후 존속회사)의 합병에 대한항공 지배구조변화							(단위: 주)
주주	대한항공 - 정석기업(분할후 존속회사) 합병 이전				합병과정(Step 1-b)	합병후	
	대한항공 지분	지분율	정석기업 지분	지분율	대한항공 신주배정*	대한항공 지분	지분율
조양호	7,037,556	9.7%	87,061	27.2%	286,277	7,323,833	9.9%
한진	7,127,096	9.8%	-	0.0%	-	7,127,096	9.6%
조중건	1,309	0.0%	-	0.0%	-	1,309	0.0%
조남호	39,106	0.1%	-	0.0%	-	39,106	0.1%
김정일	-	0.0%	4,655	1.5%	15,306	15,306	0.0%
조원태	63,364	0.1%	4,085	1.3%	13,431	76,795	0.1%
조현아	64,225	0.1%	4,085	1.3%	13,431	77,656	0.1%
조원민	61,934	0.1%	4,085	1.3%	13,431	75,365	0.1%
조현숙	-	0.0%	1,802	0.6%	5,925	5,925	0.0%
김성배	12	0.0%	-	0.0%	-	12	0.0%
최은영	8,665	0.0%	-	0.0%	-	8,665	0.0%
조유경	3,680	0.0%	-	0.0%	-	3,680	0.0%
조유흥	3,840	0.0%	-	0.0%	-	3,840	0.0%
정석물류학술재단	496,832	0.7%	31,995	10.0%	105,207	602,040	0.8%
인하학원	1,953,157	2.7%	-	0.0%	-	1,953,157	2.6%
정석학원	1,409,485	1.9%	-	0.0%	-	1,409,485	1.9%
일우재단	237,552	0.3%	-	0.0%	-	237,552	0.3%
싸이버 스카이	15,000	0.0%	-	0.0%	-	15,000	0.0%
한진정보통신	65,113	0.1%	1,930	0.6%	6,348	71,460	0.1%
이태희	34,608	0.0%	25,804	8.1%	84,849	119,456	0.2%
대한항공	5,008,934	6.9%	154,451	48.3%	507,872	5,516,806	7.5%
기타주주	49,220,786	67.6%	-	0.0%	-	49,220,786	66.6%
발행주식수	72,852,253	100.0%	319,952	100.0%	1,052,076	73,904,329	100.0%

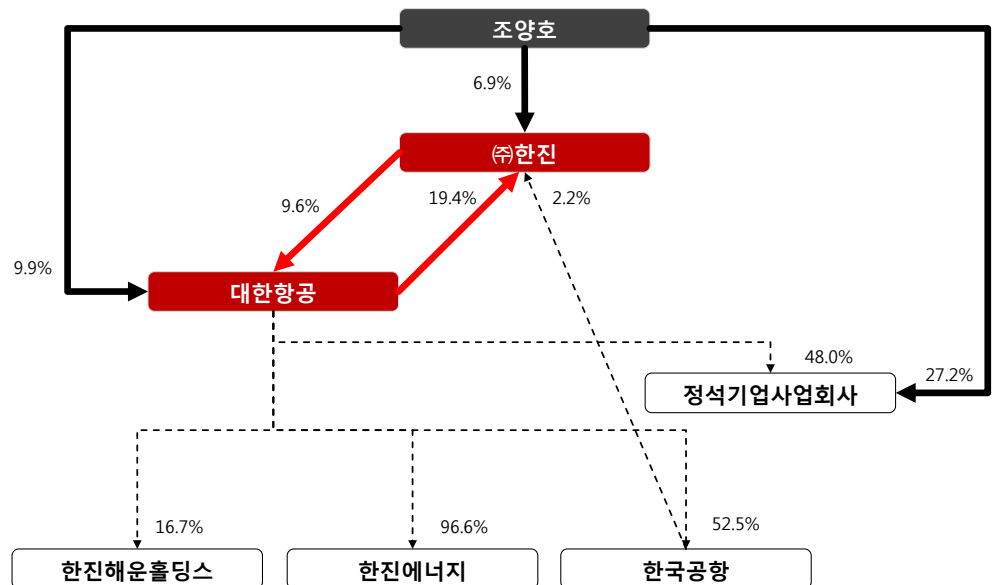
자료: 동양증권 리서치센터 * 정석기업지분 1 주와 대한항공 신주 3.29 주 교환

Step 1-a 정석기업을 인적분할



자료: 동양증권 리서치센터

Step 1-b 정석기업(존속법인)을 대한항공에 합병



자료: 동양증권 리서치센터

정석기업 합병후 (주)한진 지분		(단위: 주)
주주	(주)한진	지분율
조양호	822,729	6.9%
조원태	4,000	0.0%
조현아	4,000	0.0%
조현민	4,000	0.0%
최은영	1,525	0.0%
조유경	1,025	0.0%
조유흥	1,025	0.0%
한진중공업	307,983	2.6%
대한항공	2,324,879	19.4%
인하학원	475,124	4.0%
한국공항	265,300	2.2%
싸이버스카이	16,000	0.1%
기타주주	7,747,066	64.7%
발행주식수	11,974,656	100.0%

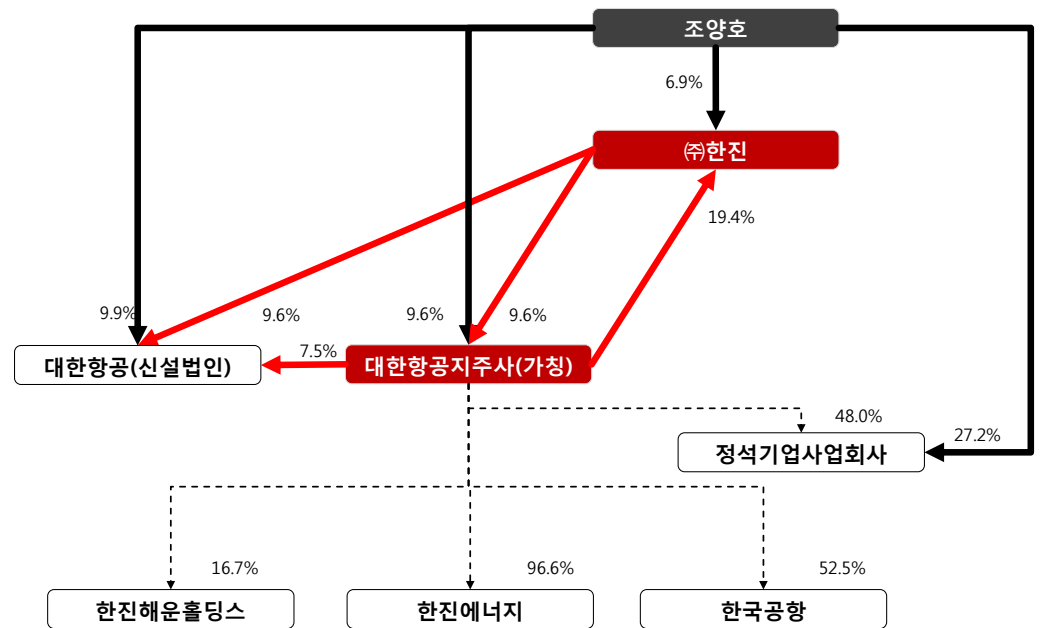
자료: 동양증권 리서치센터

둘째, 대한항공이 지주회사와 사업회사로 인적 분할한다.(Step 2) 존속법인인 (가칭)대한항공지주는 대한항공자사주(7.4%), 한진에너지지분(96.6%), 한국공항지분(52.5%), 칼호텔네트워크지분(100%) 한진해운홀딩스지분(16.7%) 등을 보유하게 되며, 신설법인인 (가칭)대한항공은 항공사업부문을 영위하게 되는 것으로 가정한다.

대한항공 인적분할			(단위: 주)
항목	분할전 대한항공	대한항공지주(존속)	대한항공(사업회사,신설)
자산	22,829.0	1,184.7	21,709.7
한진에너지	866.3	866.3	
한국공항	145.4	145.4	
한진해운홀딩스	56.1	56.1	
칼호텔네트워크	51.5	51.5	
대한항공 (자사주)	65.4	65.4	
부채	20,371.6	1,046.6	19,324.9
자본	2,457.4	138.1	2,384.8
발행주식수	71,971,631	4,043,454	67,928,177

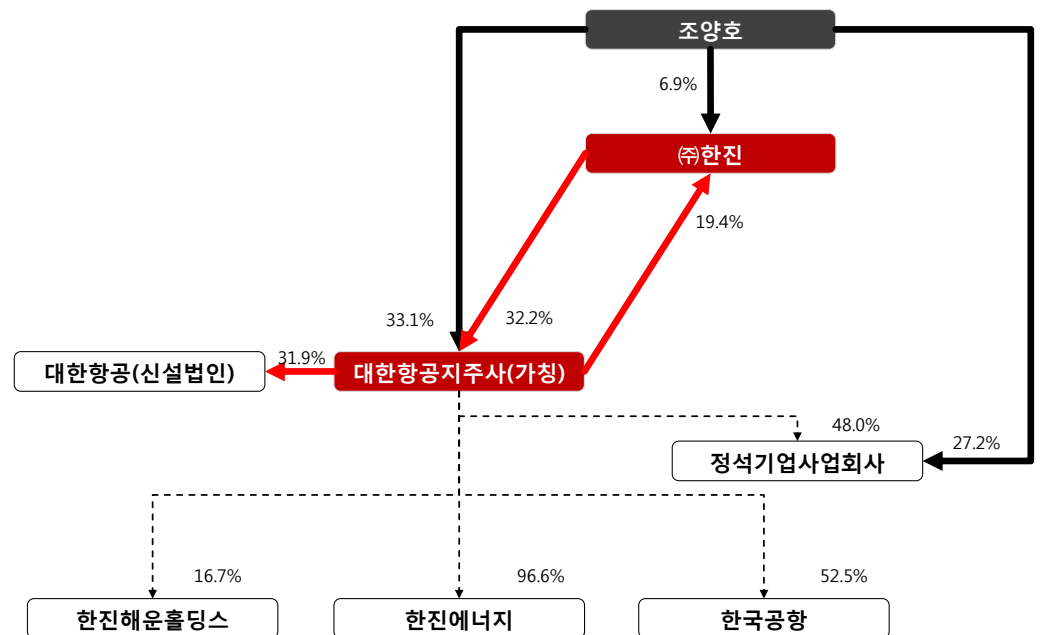
자료: 동양증권 리서치센터

Step 2 대한항공 인적분할



자료: 동양증권 리서치센터

Step 3 대한항공지주사가 대한항공에 대한 공개매수



자료: 동양증권 리서치센터

셋째, 대한항공지주사는 대한항공에 대한 공개매수를 실시한다. (Step - 3) 공개매수 이후 대한항공지주사는 대한항공 지분 31.9%를 확보하게 된다. 조양호회장과 ㈜한진은 대한항공지주사에 대한항공지분을 현물출자하고 대한항공지주사의 지분을 각각 33.1%, 32.2%로 늘린다.

대한항공 분할후 중간지주사의 사업회사 공개매수과정

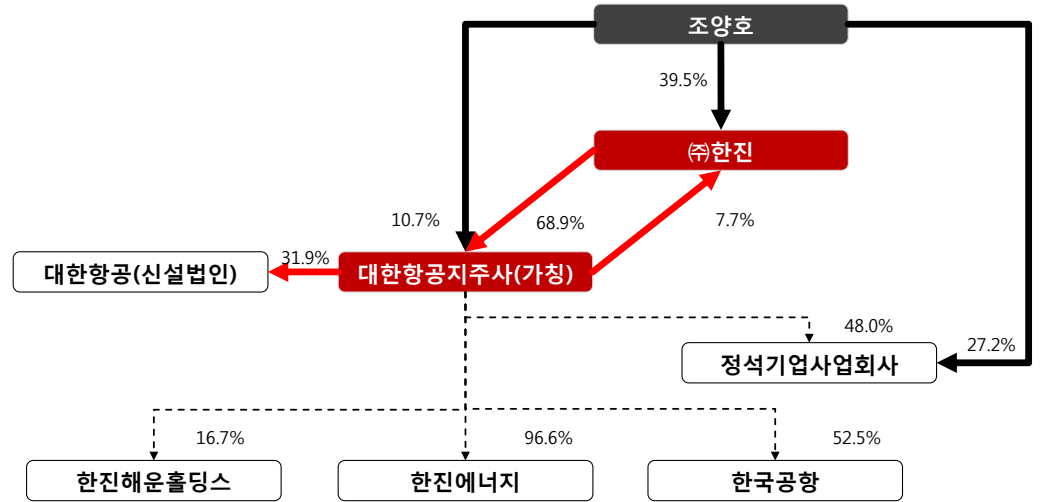
(단위: 주)

공개매수전					공개매수과정 (Step 3)				공개매수후			
주주	대한항공 지주 (존속)	지분율	대한항공 (사업회사) (신설)	지분율	신주인수권 *	신주청약율	대한항공 지주 (존속) 신주배정	대한항공 (사업회사) (신설) 지분 증가	대한항공 지주 (존속)	지분율	대한항공 (사업회사) (신설)	지분율
조양호	411,462	9.9%	6,912,371	9.9%	7,107,279	100.0%	7,107,279	-6,912,371	7,518,741	33.1%	-	0.0%
한진	400,409	9.6%	6,726,687	9.6%	6,916,359	100.0%	6,916,359	-6,726,687	7,316,768	32.2%	-	0.0%
조중건	74	0.0%	1,235	0.0%	1,270	100.0%	1,270	-1,235	1,344	0.0%	-	0.0%
조남호	2,197	0.1%	36,909	0.1%	37,950	0.0%	-	-	2,197	0.0%	36,909	0.1%
김정일	860	0.0%	14,446	0.0%	14,853	100.0%	14,853	-14,446	15,713	0.1%	-	0.0%
조현아	4,314	0.1%	72,481	0.1%	74,524	100.0%	74,524	-72,481	78,839	0.3%	-	0.0%
조원태	4,363	0.1%	73,293	0.1%	75,360	100.0%	75,360	-73,293	79,723	0.4%	-	0.0%
조현민	4,234	0.1%	71,131	0.1%	73,137	100.0%	73,137	-71,131	77,371	0.3%	-	0.0%
조현숙	333	0.0%	5,592	0.0%	5,749	100.0%	5,749	-5,592	6,082	0.0%	-	0.0%
김성배	1	0.0%	11	0.0%	12	0.0%	-	-	1	0.0%	11	0.0%
최은영	487	0.0%	8,178	0.0%	8,409	0.0%	-	-	487	0.0%	8,178	0.0%
조유경	207	0.0%	3,473	0.0%	3,571	0.0%	-	-	207	0.0%	3,473	0.0%
조유흥	216	0.0%	3,624	0.0%	3,726	0.0%	-	-	216	0.0%	3,624	0.0%
정석물류학술재	33,823	0.8%	568,216	0.8%	584,238	100.0%	584,238	-568,216	618,062	2.7%	-	0.0%
인하학원	109,731	2.6%	1,843,426	2.6%	1,895,405	100.0%	1,895,405	-1,843,426	2,005,136	8.8%	-	0.0%
정석학원	79,187	1.9%	1,330,298	1.9%	1,367,809	100.0%	1,367,809	-1,330,298	1,446,995	6.4%	-	0.0%
일우재단	13,346	0.3%	224,206	0.3%	230,528	100.0%	230,528	-224,206	243,874	1.1%	-	0.0%
싸이버 스카이	843	0.0%	14,157	0.0%	14,556	100.0%	14,556	-14,157	15,399	0.1%	-	0.0%
한진정보통신	4,015	0.1%	67,446	0.1%	69,347	100.0%	69,347	-67,446	73,362	0.3%	-	0.0%
이태희	6,711	0.2%	112,745	0.2%	115,924	100.0%	115,924	-112,745	122,636	0.5%	-	0.0%
대한항공지주	309,941	7.5%	5,206,865	7.5%	5,353,683	0.0%	-	18,037,731	309,941	1.4%	23,244,596	31.9%
기타주주	2,765,284	66.6%	46,455,502	66.6%	47,765,406	0.0%	-	-	2,765,284	12.2%	46,455,502	63.8%
발행주식수	4,152,035	100.0%	69,752,294	100.0%	71,719,097	25.9%	18,546,340	-	22,698,375	100.0%	69,752,294	95.7%

자료: 동양증권 리서치센터 *대한항공(사업회사)주식 1주당 대한항공증 신주 1.03주 배부

넷째, ㈜한진이 대한항공지주사에 대한 공개매수를 실시한다. (Step 4) 공개매수이후 ㈜한진은 대한항공지주사 지분을 68.9%로 늘리고, 조양호회장은 ㈜한진 지분 39.5%와 대한항공지주사 지분 10.7%를 보유하게 될 것으로 보인다.

Step 4 대한항공 지주사의 대한항공 사업회사 지분 공개매수



자료: 동양증권 리서치센터

(주)한진의 대한항공지주사에 대한 공개매수 과정

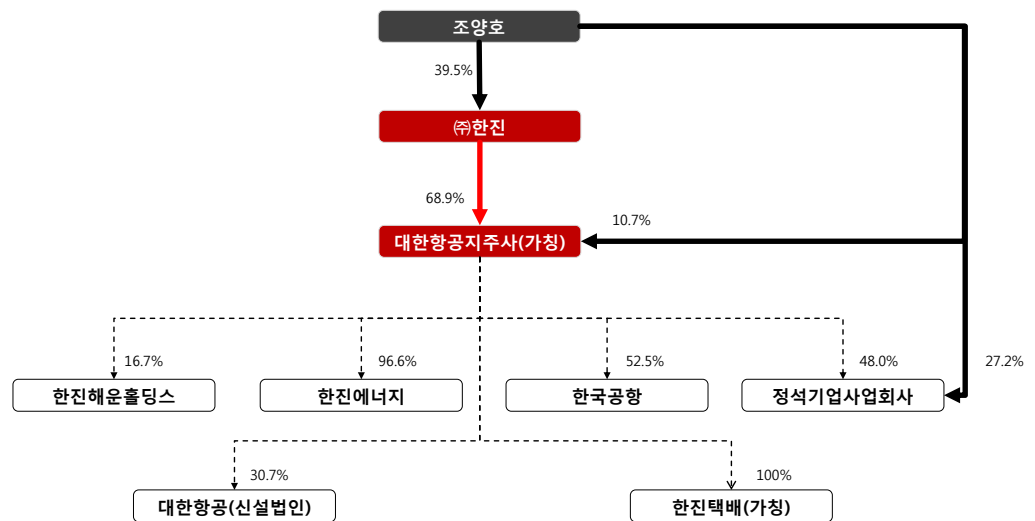
(단위: 주)

공개매수전					공개매수과정 (Step 4)				공개매수후			
주주	주)한진	지분율	대한항공 지주	지분율	신주인수권	신주청약율	주)한진 신주배정	대한항공 지주	주)한진	지분율	대한항공 지주	지분율
조양호	822,729	6.9%	7,518,741	33.1%	16,267,360	100%	11,013,627	-5,090,476	11,836,356	39.5%	2,428,265	10.7%
김정일	-	0.0%	15,713	0.1%	33,997	100%	23,017	-10,639	23,017	0.1%	5,075	0.0%
조현아	4,000	0.0%	78,839	0.3%	170,573	100%	115,485	-53,377	119,485	0.4%	25,462	0.1%
조원태	4,000	0.0%	79,723	0.4%	172,486	100%	116,780	-53,975	120,780	0.4%	25,747	0.1%
조현민	4,000	0.0%	77,371	0.3%	167,397	100%	113,334	-52,383	117,334	0.4%	24,988	0.1%
조현숙	-	0.0%	6,082	0.0%	13,159	100%	8,909	-4,118	8,909	0.0%	1,964	0.0%
최은영	1,525	0.0%	487	0.0%	-	0%	-	-	1,525	0.0%	487	0.0%
조유경	1,025	0.0%	207	0.0%	-	0%	-	-	1,025	0.0%	207	0.0%
조유홍	1,025	0.0%	216	0.0%	-	0%	-	-	1,025	0.0%	216	0.0%
한진중공업	307,983	2.6%	-	0.0%	-	0%	-	-	307,983	1.0%	-	0.0%
인하학원	475,124	4.0%	2,005,136	8.8%	4,338,262	100%	2,937,170	-1,357,554	3,412,294	11.4%	647,582	2.9%
한국공항	265,300	2.2%	-	0.0%	-	100%	-	-	265,300	0.9%	-	0.0%
싸이버스카이	16,000	0.1%	15,399	0.1%	33,317	100%	22,557	-10,426	38,557	0.1%	4,973	0.0%
조중건	-	0.0%	1,344	0.0%	2,907	100%	1,968	-910	1,968	0.0%	434	0.0%
조남호	-	0.0%	2,197	0.0%	4,753	100%	3,218	-1,487	3,218	0.0%	710	0.0%
김성배	-	0.0%	1	0.0%	-	0%	-	-	-	0.0%	1	0.0%
정석물류학술재	-	0.0%	618,062	2.7%	1,337,223	100%	905,351	-418,451	905,351	3.0%	199,610	0.9%
정석학원	-	0.0%	1,446,995	6.4%	3,130,683	100%	2,119,593	-979,671	2,119,593	7.1%	467,324	2.1%
일우재단	-	0.0%	243,874	1.1%	527,640	100%	357,232	-165,112	357,232	1.2%	78,762	0.3%
한진정보통신	-	0.0%	73,362	0.3%	158,724	100%	107,462	-49,669	107,462	0.4%	23,693	0.1%
이태희	-	0.0%	122,636	0.5%	265,331	100%	179,639	-83,029	179,639	0.6%	39,607	0.2%
대한항공	2,324,879	19.4%	309,941	1.4%	-	0%	-	-	2,324,879	7.7%	309,941	1.4%
한진	171,210	1.4%	7,316,768	32.2%	-	0%	-	8,331,277	171,210	0.6%	15,648,046	68.9%
기타주주	7,575,856	63.3%	2,765,284	12.2%	-	0%	-	-	7,575,856	25.3%	2,765,284	12.2%
발행주식수	11,974,656	100.0%	22,698,375	100.0%	26,623,814	68%	18,025,344	-	30,000,000	100.0%	22,698,375	100.0%

자료: 동양증권 리서치센터 *대한항공지주 주식 1 주당 (주)한진 지분 2.17 주 배부

다섯째, 마지막으로 대한항공지주사가 보유하고 있는 (주)한진 지분을 매각함으로써 상호출자구조를 해소한다. 대한항공지주사가 (주)한진 지분을 시장에 매각하거나, (주)한진이 물류사업자산을 분리 대한항공에 매각한 뒤 대한항공지주사가 보유한 (주)한진 지분을 매입하는 방법도 고려할 수 있을 것이다. 대한항공지주사의 정석기업사업회사(비상장)에 대한 지분이 50%에 미달되므로, 부족한 2%의 지분을 취득하는 등의 후속조치도 있을 수 있다. (Step 5)

Step 5 - 지배구조 개편이 종료된 한진그룹 지배구조



자료: 동양증권 리서치센터 *조양호회장의 정석기업 지분은 27.2%지만, 기타지분에도 영향력이 있는 것으로 파악되고 있어 51.1%를 지분으로 간주

이상의 시나리오상 순환출자 해소 과정을 종합해보면 대주주들은 대한항공 주식을 취득하게 되고, 이는 다시 (주)한진 주식으로 전환된다. 대주주들로서는 대한항공의 가치를 제고할 만한 유인이 발생한다. 따라서, 대주주들이 (주)한진 지분을 높이고 싶으면 (주)한진 대비 대한항공의 주가가 상대적으로 높아지는 것을 원할 것이다.

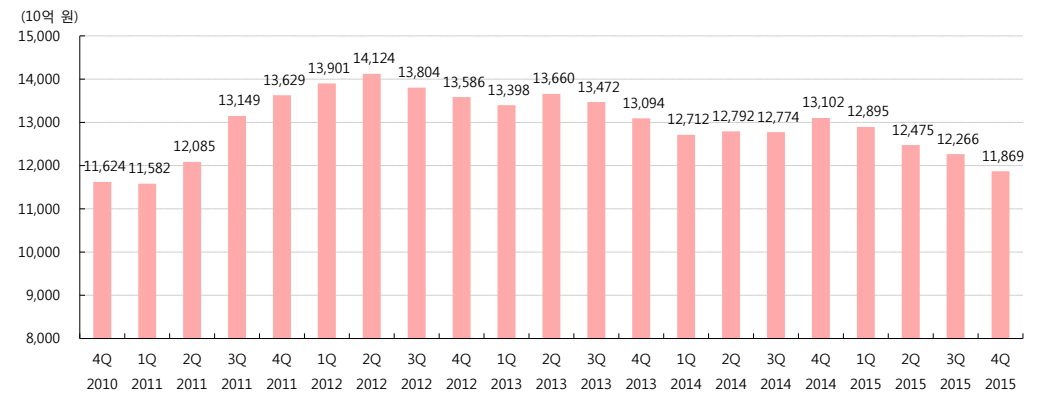
C. 투자포인트 2 - 순차입금 축소구간 진입

우리는 대한항공이 2012년 하반기부터 순차입금이 줄어드는 구간으로 진입했다고 판단한다.

2012년 3Q 말 순차입금은 13.8조원으로 전분기대비 3,200억원 감소했다. 이는 항공기 투자 규모가 줄어든 가운데 새로 도입한 항공기들의 영업이 정상궤도로 올라서며 늘어난 고정비를 커버하기 시작했기 때문이다.

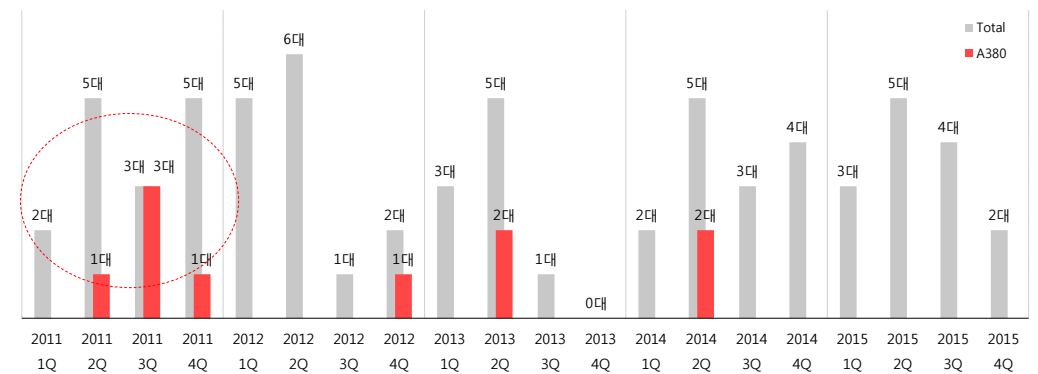
우리는 세계 주요 항공사들이 차입금 축소기간에 주가가 상승했던 것과 마찬가지로, 대한항공의 주가도 항공기 신규도입이 소강상태를 보이는 2013년까지는 순차입금이 줄어들고 주가가치가 제고되는 과정을 겪을 것이라고 판단한다.

대한항공 순차입금 추이 및 전망 (2012년 4Q부터는 전망)



자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 항공기 투입 대수 추이 및 전망



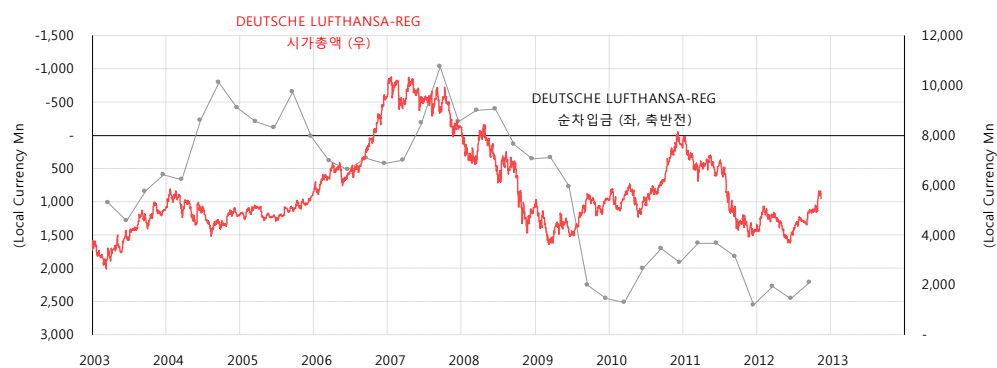
자료: 동양증권 리서치센터

싱가폴항공 - 순차입금 감소시 시가총액 증가



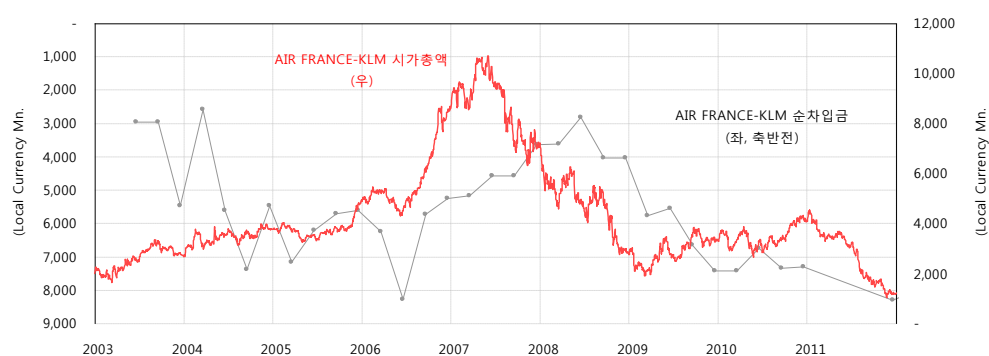
자료: 동양증권 리서치센터

루프트한자 - 순차입금 감소시 시가총액 증가



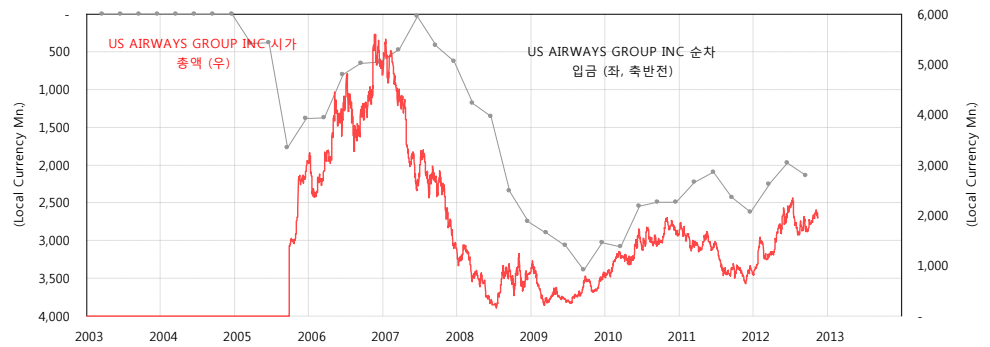
자료: 동양증권 리서치센터

에어프랑스 - 순차입금 감소시 시가총액 증가



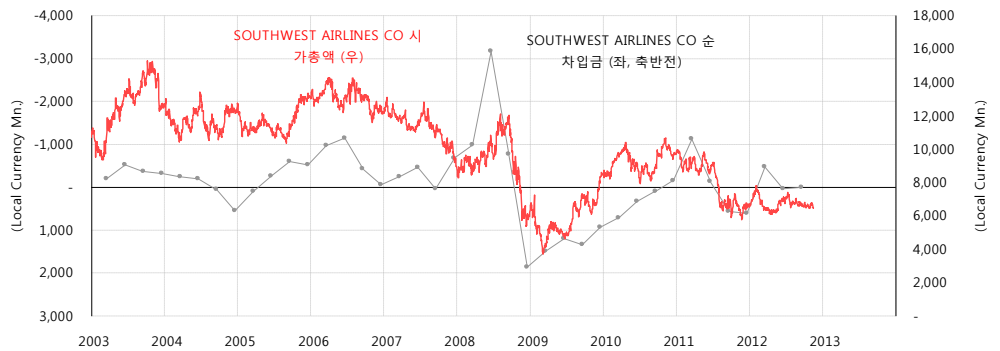
자료: 동양증권 리서치센터

U.S. Airways - 순차입금 감소시 시가총액 증가



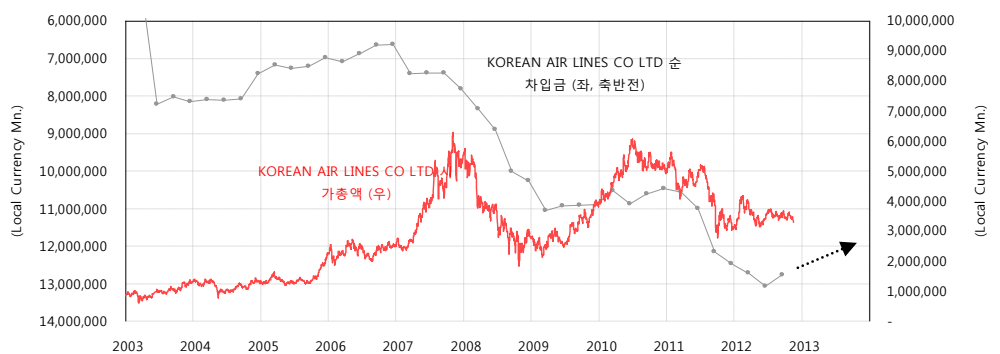
자료: 동양증권 리서치센터

사우스웨스트 (美저가항공사) - 순차입금 감소시 시가총액 증가



자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 - 순차입금 감소 예상



자료: 동양증권 리서치센터

D. 투자포인트 3 - 실적개선 원화강세로 인한 수혜 기대

2013년 대한항공의 영업이익은 원화강세에 힘입어 7,086억원으로 YoY 64.8% 증가할것으로예상된다.

원화가 강세를 보이면 내국인 출국자의 비중이 늘어나며 여객 매출의 Yield가 상승하는 효과가 나타난다. 원/달러 환율이 10원 내리면 여객매출은 159억원 증가하는 효과가 있다. 또, 원화가 강세를 보이면 달러로 결제되는 비용이 절감된다. 2013년 예상되는 대한항공의 달러매출은 6.1조원, 달러영업비용은 7.6조원이다. 원/달러 환율이 10원 하락하면 영업이익이 126억원 개선되는 구조이다. 한편, 대한항공의 외화순차입금은 9조원에 달해 원/달러 환율이 10원 하락하면 821억원의 외화환산이익이 발생한다.

대한항공 환율 민감도 (단위: 십억원)

환율 변화	단위	기준환율	10원하락	차이	비고
평균환율	원/달러	1,098	1,088	-10	
기말환율	원/달러	1,098	1,088	-10	

1) 내국인 출국 증가에 따른 매출증가

여객 매출	십억 원	7,789.9	7,805.8	15.9	영업이익에 1년간 분산되어 반영
-------	------	---------	---------	------	-------------------

2) 달러매출과 비용의 변화 (원화환산)

달러매출 (원화환산)	십억 원	5,995.3	5,940.3	-55.0	
여객 외화매출 (50.0%)	십억 원	3,895.0	3,859.2	-35.7	
화물 외화매출 (63.8%)	십억 원	2,100.4	2,081.1	-19.3	
달러영업비용 (원화환산)	십억 원	7,366.9	7,299.3	-67.6	
연료비 (100%)	십억 원	4,779.8	4,736.0	-43.9	
정비비 (100%)	십억 원	257.0	254.7	-2.4	
임차료 (100%)	십억 원	196.4	194.6	-1.8	
인건비 (50%)	십억 원	722.0	715.3	-6.6	
기타 매출원가 (50%)	십억 원	812.9	805.4	-7.5	
판관비 (50%)	십억 원	598.8	593.4	-5.5	
달러영업이익 (원화환산)	십억 원	-1,371.6	-1,359.0	12.6	영업이익에 1년간 분산되어 반영

3) 이자비용의 변화

	단위				
외화차입금비중	%	61%	61%		
외화이자비용 (추정)	십억 원	353.6	350.3	-3.2	
원화이자비용 (추정)	십억 원	226.1	226.1	0.0	
이자비용 (추정)	십억 원	579.6	576.4	-3.2	영업외손익에 1년간 분산되어 반영

4) 외화 순자산의 변화

	단위				
외화자산 (원화환산)	십억 원	1,098.7	1,088.6	-10.1	
외화부채 (원화환산)	십억 원	10,044.8	9,952.6	-92.2	
외화순자산 (원화환산)	십억 원	-8,946.1	-8,864.1	82.1	영업외손익에 즉시 반영
전체	십억 원	0.0	0.0	113.8	

자료: 동양증권 리서치센터

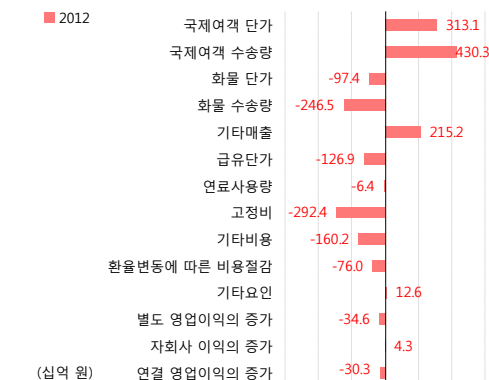
대한항공 주요 지표

(단위: 십억원)

대한항공	2012F	2013F	2014F	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12F	1Q'13F	2Q'13F	3Q'13F	4Q'13F	1Q'14F	2Q'14F	3Q'14F	4Q'14F
재무지표															
매출액	12,889.8	13,483.6	14,235.9	2,998.3	3,245.9	3,400.3	3,245.3	3,292.4	3,223.3	3,576.8	3,391.1	3,416.8	3,391.5	3,786.2	3,641.4
YoY	5.1%	4.6%	5.6%	6.3%	10.2%	2.6%	1.7%	9.8%	-0.7%	5.2%	4.5%	3.8%	5.2%	5.9%	7.4%
조정영업이익	429.8	708.6	845.8	-98.9	125.7	313.2	89.8	143.7	116.0	314.6	134.3	168.6	163.0	359.9	154.3
YoY	-6.6%	64.8%	19.4%	적전	흑전	30.5%	16.6%	흑전	-7.7%	0.4%	49.4%	17.3%	40.5%	14.4%	14.9%
영업이익	429.8	708.6	845.8	-98.9	125.7	313.2	89.8	143.7	116.0	314.6	134.3	168.6	163.0	359.9	154.3
YoY	-6.6%	64.8%	19.4%	적전	흑전	30.5%	16.6%	흑전	-7.7%	0.4%	49.4%	17.3%	40.5%	14.4%	14.9%
EBITDAR	2,177.1	2,467.7	2,536.7	326.1	559.2	756.0	535.9	585.7	551.8	757.5	572.7	596.9	581.6	781.8	576.4
YoY	5.4%	13.3%	2.8%	-38.5%	49.0%	15.3%	6.2%	79.6%	-1.3%	0.2%	6.9%	1.9%	5.4%	3.2%	0.6%
순이익	214.6	221.7	356.3	-62.6	-170.7	338.3	109.6	41.6	-53.1	222.1	11.1	65.9	-12.4	270.4	32.4
YoY	흑전	3.3%	60.7%	적전	적전	흑전	144.2%	흑전	적지	-34.3%	-89.9%	58.5%	적지	21.8%	191.3%
OPM	3.3%	5.3%	5.9%	-3.3%	3.9%	9.2%	2.8%	4.4%	3.6%	8.8%	4.0%	4.9%	4.8%	9.5%	4.2%
부채비율	658%	595%	534%	747%	829%	686%	658%	643%	661%	610%	595%	571%	575%	531%	534%
순차입금	13,586.4	13,094.0	13,102.5	13,901.0	14,123.8	13,803.9	13,586.4	13,398.1	13,660.0	13,471.8	13,094.0	12,712.1	12,791.7	12,774.1	13,102.5
	-0.3%	-3.6%	0.1%	20.0%	16.9%	5.0%	-0.3%	-3.6%	-3.3%	-2.4%	-3.6%	-5.1%	-6.4%	-5.2%	0.1%
영업지표															
여객 Yield(원)	109	111	113	104	109	114	110	112	110	114	109	113	112	115	111
YoY	4.8%	1.7%	1.4%	3.9%	9.3%	3.2%	3.6%	7.5%	0.7%	-0.3%	-0.4%	0.9%	1.6%	1.6%	1.6%
여객 L/F	78.1%	78.2%	78.0%	75.8%	79.0%	82.0%	75.5%	78.4%	75.9%	82.6%	75.8%	77.7%	76.6%	82.5%	74.9%
YoY	0.6%p	0.1%p	-0.2%p	-2.0%p	0.8%p	2.9%p	0.7%p	2.6%p	-3.1%p	0.6%p	0.3%p	-0.6%p	0.8%p	-0.1%p	-0.9%p
RPK	66,363	70,073	72,889	15,999	16,232	17,805	16,327	17,241	16,481	19,291	17,059	17,654	17,161	20,022	18,052
YoY	6.7%	5.6%	4.0%	9.7%	10.1%	4.4%	3.5%	7.8%	1.5%	8.3%	4.5%	2.4%	4.1%	3.8%	5.8%
화물 Yield(원)	372	361	372	379	390	357	366	343	367	355	376	351	379	368	390
YoY	-2.9%	-3.1%	3.2%	1.2%	-1.2%	-4.2%	-6.9%	-9.5%	-5.8%	-0.4%	2.8%	2.4%	3.2%	3.6%	3.6%
화물 L/F	76.0%	76.1%	76.2%	75.5%	76.2%	76.0%	76.3%	75.6%	76.3%	76.1%	76.5%	75.8%	76.4%	76.0%	76.4%
YoY	0.8%p	0.1%p	0.0%p	-0.1%p	0.2%p	2.2%p	0.9%p	0.1%p	0.1%p	0.1%p	0.1%p	0.1%p	0.1%p	0.0%p	0.0%p
FTK	8,472	9,124	9,933	2,064	2,012	2,085	2,311	2,225	2,170	2,243	2,486	2,388	2,329	2,474	2,742
YoY	-7.1%	7.7%	8.9%	-9.5%	-12.2%	-7.8%	1.2%	7.8%	7.8%	7.6%	7.6%	7.3%	7.3%	10.3%	10.3%
급유단가	131.7	130.4	130.0	133.0	133.5	127.0	133.4	131.5	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0
YoY	2.8%	-1.0%	-0.3%	14.7%	-2.1%	-3.1%	3.4%	-1.2%	-2.6%	2.4%	-2.6%	-1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Per Share															
조정 EPS(원)	3,177	3,283	5,276	-927	-2,528	5,009	1,623	616	-786	3,289	165	976	-184	4,004	480
YoY	흑전	3.3%	60.7%	적전	적전	흑전	144.2%	흑전	적지	-34.3%	-89.9%	58.5%	적지	21.8%	191.3%
조정 BPS(원)	50,856	54,139	59,415	46,816	43,127	49,233	50,856	51,472	50,685	53,974	54,139	55,115	54,931	58,935	59,415
YoY	6.5%	6.5%	9.7%	-15.8%	-22.3%	4.1%	6.5%	9.9%	17.5%	9.6%	6.5%	7.1%	8.4%	9.2%	9.7%
ROE	8.6%	8.2%	11.5%												

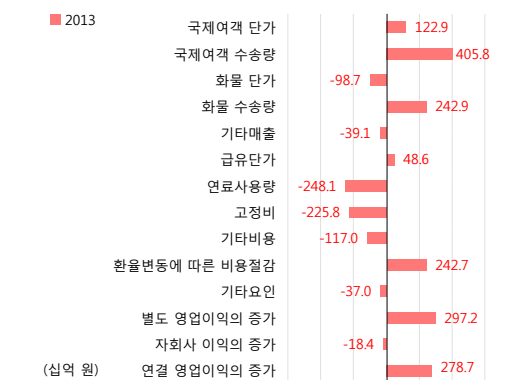
자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 추정항목별 영업이익 증감 기여도 (2012년)



자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 추정항목별 영업이익 증감 기여도 (2013년)



자료: 동양증권 리서치센터

E. 투자포인트 4 - 한구항공우주 (KAI) 인수 리스크는 이미 주가에 반영

한편 대한항공의 현재 주가는 한국항공우주(KAI) 인수 리스크를 내포하고 있다. 인수총액이 1천억 원 증가할때마다 적정주가가 1,126억원 낮아지는 효과가 있는 것으로 보인다. KAI 인수총액이 1.4조원이 된다고 가정하면 대한항공 적정주가는 4,551원 낮아지는 효과가 있는 것으로 보인다. 현재 대한항공 주가는 KAI 인수 를 가정하더라도 충분히 상승여력이 있는 것으로 평가된다.

한국항공우주 인수 리스크 측정

구분	단위	금액
기준 대한항공 적정주가 (A)	원	64,337

KAI 인수 개요

인수금액 총액 (B)	조 원	1.4
KAI 발행주식 총수 (C)	천 주	97,475
인수 주식수 (D)	천 주	40,980
주당 매입가격 (E) = (B) / (D)	원	34,163

경영권 프리미엄

주당 경영권 프리미엄 (F) *	원	9,863
KAI 경영권프리미엄 (G) = (F) X (D)	십억 원	404.2
컨소시엄 부담액 (H) = (F) X (C) X 10%	십억 원	96.8
대한항공 부담액 (I) = (G) - (H)	십억 원	307.4

대한항공 적정주가 조정

대한항공 유통주식수 (J)	천주	67,534
KAI 인수시 기업가치 하락 (K) = (I) / (J)	원	4,551

조정된 적정주가 (A) - (K)	원	59,786
--------------------	---	--------

자료: 동양증권 리서치센터 *경영권 프리미엄은 KAI 매각 무산가능성이 높아보였던 9월 27일 KAI 종가인 24,300 원을 초과하는 금액으로 정의

대한항공 (003490) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	116,400	122,691	128,898	134,836	142,359
매출원가	90,536	105,397	112,754	115,110	120,440
매출총이익	25,864	17,294	16,144	19,726	21,919
판매비	13,506	12,693	11,846	12,641	13,461
조정영업이익	12,358	4,602	4,298	7,086	8,458
기타영업손익	0	0	0	0	0
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
영업이익	12,358	4,602	4,298	7,086	8,458
EBITDA	23,606	18,034	19,581	22,591	23,284
영업외손익	-4,302	-7,206	-728	-3,944	-3,677
외환관련손익	43	-2,617	3,682	0	0
이자손익	-6,040	-5,352	-5,446	-5,337	-5,070
관계기업관련손익	2,024	2,219	1,983	1,983	1,983
기타	-329	-1,456	-948	-590	-590
법인세비용차감전순이익	8,055	-2,604	3,570	3,142	4,782
법인세비용	1,816	-607	1,286	760	1,052
계속사업순이익	6,239	-1,998	2,285	2,382	3,730
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	6,239	-1,998	2,285	2,382	3,730
지배지분순이익	5,632	-2,188	2,146	2,217	3,563
포괄순이익	5,200	-2,745	2,312	2,382	3,730
지배지분포괄이익	4,778	-2,787	2,158	2,217	3,563

주: 1. 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	32,215	20,252	20,756	15,403	15,713
당기순이익	6,239	-1,998	2,285	2,382	3,730
감가상각비	10,958	13,118	14,982	15,229	14,549
외환손익	-1,404	2,715	-4,013	0	0
종속, 관계기업관련손익	-2,024	-2,219	-1,983	-1,983	-1,983
자산부채의 증감	8,930	-761	2,201	-500	-859
기타현금흐름	9,516	9,397	7,285	276	276
투자활동 현금흐름	-13,043	-5,862	-6,555	-10,479	-15,798
투자자산	-715	401	115	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-13,016	-6,642	-8,785	-10,202	-15,522
유형자산 감소	547	484	1,883	0	0
기타현금흐름	141	-105	231	-276	-276
재무활동 현금흐름	-18,806	-8,330	-18,877	-4,924	85
단기차입금	118	1,712	391	500	859
사채 및 장기차입금	-17,996	-13,240	-10,240	-2,589	-6,773
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-109	0	0
기타현금흐름	-928	3,198	-8,919	-2,835	5,999
연결범위변동 등 기타	-1	82	-103	0	0
현금의 증감	365	6,142	-4,780	0	0
기초 현금	8,151	8,516	14,657	9,878	9,878
기말 현금	8,516	14,657	9,878	9,878	9,878
NOPLAT	12,358	4,602	4,298	7,086	8,458
FCF	16,735	9,559	11,450	10,173	5,043

자료: 동양증권

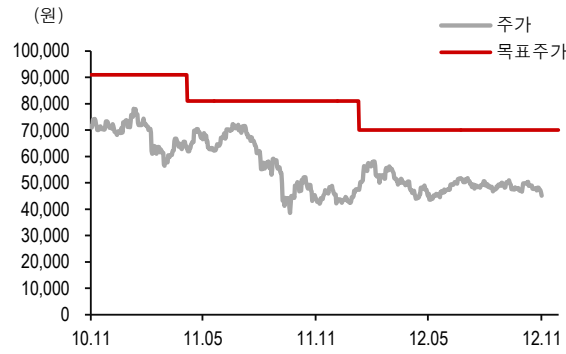
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	27,327	33,502	31,449	32,085	33,177
현금및현금성자산	8,516	14,657	9,878	9,878	9,878
매출채권 및 기타채권	9,933	10,375	10,568	10,992	11,721
재고자산	3,561	4,353	4,714	4,926	5,289
비유동자산	172,773	190,382	195,172	192,129	195,085
유형자산	126,006	141,960	146,520	141,494	142,466
관계기업 등 지분관련자산	26,063	26,123	25,077	25,077	25,077
기타투자자산	1,244	1,591	1,531	1,531	1,531
자산총계	200,100	223,883	226,620	224,214	228,263
유동부채	62,211	66,258	65,268	70,237	53,679
매입채무 및 기타채무	11,545	10,465	11,112	11,248	11,482
단기차입금	8,368	10,282	10,314	10,814	11,673
유동성장기부채	34,545	36,116	32,601	36,933	19,283
비유동부채	105,116	129,936	131,469	121,712	138,588
장기차입금	24,466	23,655	22,211	28,282	47,544
사채	21,622	24,415	28,211	15,218	6,833
부채총계	167,327	196,194	196,737	191,949	192,268
자본지분	27,340	24,602	26,696	28,913	32,476
자본금	3,668	3,668	3,668	3,668	3,668
자본잉여금	1,924	2,330	2,328	2,328	2,328
이익잉여금	22,637	19,388	21,510	23,727	27,290
비지배지분	5,432	3,087	3,188	3,353	3,519
자본총계	32,773	27,690	29,884	32,266	35,996
순차입금	114,306	135,182	136,764	131,840	131,925
총차입금	125,952	151,898	148,431	143,507	143,592

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	7,814	-3,040	2,981	3,081	4,951
BPS	38,159	34,426	37,281	40,303	45,161
EBITDAPS	32,182	24,586	26,695	30,798	31,743
SPS	158,689	167,266	175,729	183,824	194,080
DPS	500	0	0	0	0
PER	9.0	-19.8	15.1	14.6	9.1
PBR	1.8	1.7	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.2	10.1	8.8	7.4	7.2
PSR	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	20.5	5.4	5.1	4.6	5.6
영업이익 증가율 (%)	606.5	-62.8	-6.6	64.8	19.4
조정영업이익 증가율 (%)	606.5	-62.8	-6.6	64.8	19.4
지배순이익 증가율 (%)	-669.5	-138.9	-198.1	3.3	60.7
매출총이익률 (%)	22.2	14.1	12.5	14.6	15.4
영업이익률 (%)	10.6	3.8	3.3	5.3	5.9
조정영업이익률 (%)	10.6	3.8	3.3	5.3	5.9
지배순이익률 (%)	4.8	-1.8	1.7	1.6	2.5
EBITDA 마진 (%)	20.3	14.7	15.2	16.8	16.4
ROIC	7.4	2.6	1.9	3.7	4.6
ROA	2.9	-1.0	1.0	1.0	1.6
ROE	19.4	-8.4	8.4	8.0	11.6
부채비율 (%)	510.6	708.5	658.3	594.9	534.1
순차입금/자기자본 (%)	418.1	549.5	512.3	456.0	406.2
영업이익/금융비용 (배)	1.9	0.8	0.7	1.3	1.6

대한항공 (003490) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2012-11-19	BUY	70,000
2012-10-26	BUY	70,000
2012-10-15	BUY	70,000
2012-07-23	BUY	70,000
2012-06-28	BUY	70,000
2012-05-04	BUY	70,000
2012-04-23	BUY	70,000
2012-04-05	BUY	70,000
2012-02-01	BUY	70,000
2012-01-25	BUY	70,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20~-20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



공부해서 남 주는 애널리스트 **강성진**입니다.

(02)3770-3592

seongjin.kang@tongyang.co.kr

동양증권

아시아나항공 (020560)

2013년 Capex 부담 축소

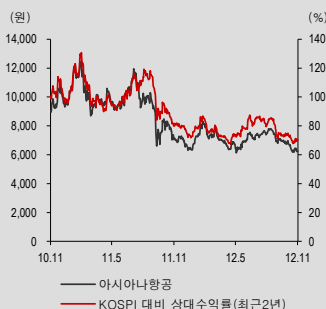
투자의견: BUY (M)
목표주가: 9,500원 (D)

항공

주가	6,220원
자본금	9,755억원
시가총액	12,135억원
주당순자산	4,928원
부채비율	535.28%
총발행주식수	195,101,365주
60일 평균 거래대금	107억원
60일 평균 거래량	1,540,714주
52주 고	8,320원
52주 저	6,140원
외인지분율	4.77%
주요주주	금호산업 외 3 인 30.10%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(9.2)	(16.8)	(11.8)
상대	(4.2)	(5.0)	0.3
절대(달러환산)	(8.0)	(13.7)	(8.2)



자료: Datastream



Why This Report

아시아나항공은 2012년 기대에 못미치는 실적으로 아쉬움이 많았습니다. 일각에서는 저가항공사의 영향이 아니냐는 지적도 있습니다만, 저가항공사의 직접적 영향도 있겠으나, 저가항공사에 대응하기 위해 항공기를 단기간에 많이 도입했던 것이 실적 악화의 주된 원인이었다고 생각합니다. 아시아나항공의 투자결정에 앞서 앞으로의 항공기 투자 규모를 점검해볼 필요가 있겠습니다.

Investment Point

투자포인트는 2012년 대비 줄어드는 항공기 투자,

- ▶ 2012년 아시아나항공의 실적을 악화시킨 것은 9대에 달하는 항공기 증준이라는 판단
- ▶ 고정비와 유류사용량이 증가하고, Yield를 강하게 올리지 못하는 이유가 된 것으로 보임.

늘어난 항공기 투자는 저가항공사에 대한 대응으로 판단

- ▶ 한국 항공시장에 저가항공사들의 진입이 빠르게 진행됨으로써 아시아나항공과 같은 기존 항공사들은 점차 장거리 비중을 늘려야할 것.
- ▶ 장거리 노선에 사용할 항공기를 늘리는 것은 당연한 선택. 다만 항공기 도입대수 줄어들면서 부담은 감소

원/달러 환율 하락의 수혜

- ▶ 원/달러 환율이 10원 하락할 때 아시아나항공의 영업이익은 192억원, 세전이익 307억원 증가하는 효과

투자의견 BUY, 목표주가 9,500원으로 하향

- 목표주가 하향하나, 원/달러 환율 하락에 따른 수혜는 유효. BUY의견 유지
- 2012년 나타난 실적 악화는 항공기 집중도입에 따른 이례적 현상으로 이해

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	52,850	56,094	60,042	68,316	73,612
매출액증가율	29.3	6.1	7.0	13.8	7.8
영업이익	5,505	3,583	2,370	3,386	4,754
조정영업이익	5,505	3,583	2,370	3,386	4,754
지배주주귀속 순이익	851	-309	535	1,502	2,568
지배주주 귀속 EPS	484	-171	274	770	1,316
증가율	-132.1	-135.3	-260.2	181.0	70.9
PER	15.1	-54.8	22.7	8.1	4.7
PBR	1.4	2.0	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	6.1	7.4	11.3	6.6	5.8
ROA	1.4	-0.5	0.9	2.4	3.8
ROE	10.4	-3.5	5.9	14.5	20.7

자료: 동양증권

A. 아시아나항공 투자 의견 - BUY(유지), 9,500원(하향)

아시아나항공에 대해 투자 의견 BUY 를 유지한다. 2013년 아시아나항공의 투자포인트는 고정비 부담완화로 인한 실적 개선이다.

아시아나항공의 2013년 영업이익은 3,386억원으로 YoY 42.9% 증가할 것으로 보인다. 2013년부터는 신규항공기 투자가 감소할 것으로 보인다. 이에 따라 고정비 증가속도가 둔화는 상황에서 실적이 개선될 것으로 전망된다.

2012년 아시아나항공의 많은 항공기 도입(순증 +9대)은 실적 악화와 주가 부진의 원인이 되었다. 갑작스럽게 늘어난 항공기를 가동하는 과정에서 수익성이 저해된 것으로 추정된다. 아시아나항공이 짧은 기간에 항공기 투입을 서두른 이유는 국내외 저가항공사의 한국 국제노선 취항이 증가하면서 국내 항공사들은 단거리 비중을 줄이고 장거리 노선 비중을 늘려야 하는 상황이라는 점과, 대한통운(現 CJ 대한통운) 매각 전까지 적극적인 항공기 투자를 실시하지 못했던 환경, 이렇게 두가지로 요약할 수 있다. 즉, 아시아나항공의 항공기 투자는 반드시 필요한 과정이었다는 판단이다.

아시아나항공의 목표주가를 11,000원에서 9,500원으로 낮추지만 투자 의견은 BUY 를 유지한다. 2012년 영업이익은 기대에 미치지 못할 것으로 보이지만, 이와 같은 상황이 반복적으로 일어나기 보다는 항공기 투자 집중에 따른 일시적 수익성 악화가 작용한 것으로 판단한다.

아시아나항공 적정 주가 산출					(단위: 십억원)
구분	4Q 2012	1Q 2013	2Q 2013	3Q 2013	비고
영업가치 (A) = (B) - (E)	1,154.4	1,349.0	1,690.3	2,073.1	
적정 EV (B) = (C) X (D)	5,740.1	5,927.4	6,254.2	6,608.6	
EV/EBITDAR (C)	6.0	6.0	6.0	6.0	
EBITDAR (D)	961.4	992.7	1,047.5	1,106.8	별도 아시아나항공 기준
기말 예상 조정 순차입금 (E)	4,585.7	4,578.4	4,563.9	4,535.5	
투자자산가치 (F)	665.0	665.0	665.0	665.0	
대한통운	179.6	179.6	179.6	179.6	
대우건설	81.0	81.0	81.0	81.0	
기타투자자산	404.5	404.5	404.5	404.5	
유통주식가치 (G) = (A) + (F)	1,819.4	2,014.0	2,355.3	2,738.1	
유통주식수 (H)	195,101	195,101	195,101	195,101	천 주
주당가치 (G) / (H)	9,325	10,323	12,072	14,034	원
영업자산가치	5,917	6,914	8,664	10,626	
투자자산가치	3,408	3,408	3,408	3,408	
현재주가	6,220	6,220	6,220	6,220	원
상승여력	49.9%	66.0%	94.1%	125.6%	

자료: 동양증권 리서치센터

B. 투자포인트 - 2012년 대비 줄어드는 항공기 투자부담

아시아나항공의 2013년 영업이익은 3,386억원으로 YoY 42.9% 증가할 것으로 보인다. 2013년도 한국 항공시장은 여객기와 화물기 모두 공급이 수요보다 빠르게 증가하면서 수익성 제고를 억제 할 것으로 판단된다. 그러나 항공기 투자 부담의 감소와 원화 강세가 이익 증가의 원인이 될 것으로 보인다.

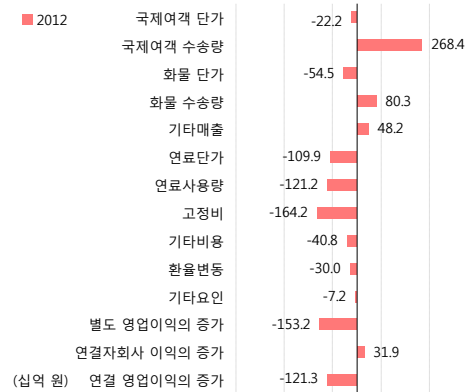
2012년 아시아나항공은 여객기가 7대, 화물기가 2대 추가되었다. 여객기는 2011년말 62대에서 2012년말 69대로 늘어나며 11.3%의 증가율을 기록하고, 화물기는 2011년말 9대에서 2012년말 11대로 늘어나, 22.2%의 증가율을 기록하게 될 예정이다.

일반적으로 항공기 도입이 급증하면 항공사 실적은 악화된다. 이는 가동항공기가 늘어난 만큼 고정비(감가상각비, 항공기임차료, 정비비, 인건비 등)와 유류사용량은 늘어나는데 반해, 수요는 급격하게 늘기 어렵기 때문이다. 따라서 항공기 운용대수가 늘어난 항공사들은 Yield 를 높이기보다는 낮춰서 늘어난 항공기의 좌석과 공간을 채울 필요가 있다. 이 과정에서 수송량은 늘어나지만 마진은 악화된다. 경쟁사인 대한항공의 경우 2010년~2011년 많은 항공기를 도입한 이후 여객부문의 수익성이 악화되는 모습을 보였지만, 항공기 도입이 줄어든 2012년에는 수익성이 개선되는 효과가 나타났다.

항공기 도입이 급증하면 주가도 부정적이기 마련이다. 이는 마진이 감소하면서 기업가치는 늘기 어려운데 반해, 차입금은 즉각 증가하면서 주주가치가 축소되기 때문이다. 운용리스 방식으로 항공기를 도입하면 회계기준상 차입금이 늘어나지는 않지만 운용리스지급예정금액이 증가하기 때문에 차입금이 증가한다고 볼 수 있다.

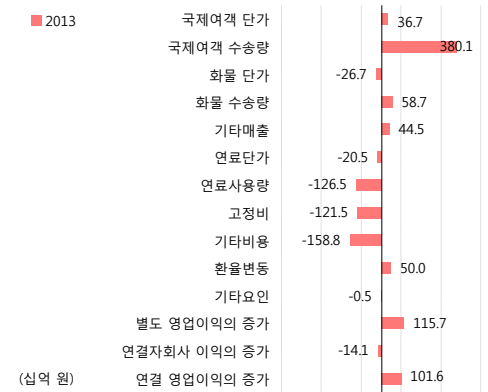
2013년 이후 아시아나항공의 항공기 도입은 축소될 것으로 보인다. 2013년부터는 매년 4~5대의 항공기 도입이 이뤄지며 10% 이하의 Capacity 증가율을 기록할 것으로 보인다. 항공기 신규도입 속도가 둔화되면서 고정비 증가속도는 둔화되는 가운데, 신규 투입 항공기의 수익성이 제고되면서 이익은 증가할 것으로 보인다. 완화된 승객 확보 부담은 여객 Yield 개선으로 이어질 것이라는 생각이다.

아시아나항공 추정요소별 영업이익증감 기여도 (2012 년)



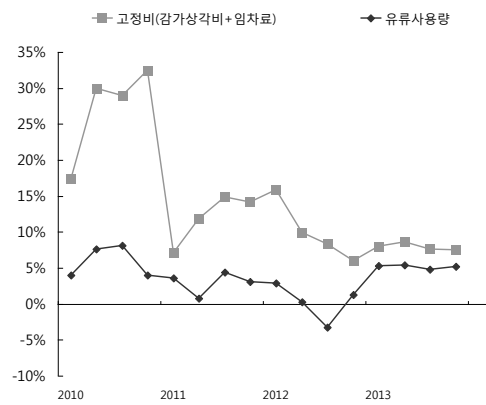
자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 추정요소별 영업이익증감 기여도 (2013 년)



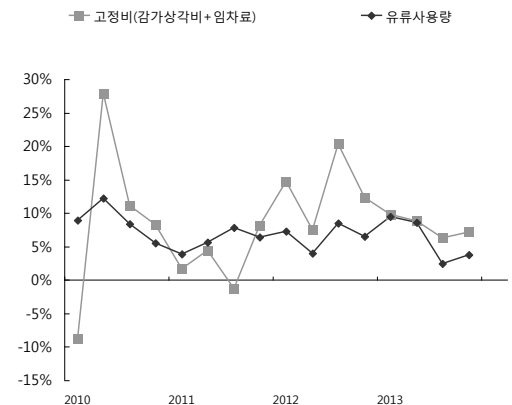
자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 - 2010 년~2011 년 높은 고정비 증가율



자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 - 2012 년 높은 고정비 증가율



자료: 동양증권 리서치센터

한편, 원/달러 환율에 따른 한국인 해외여행 증가는 여객부문의 수익성 개선에 기여할 것이다. 원/달러 환율이 10원 하락할 때, 아시아나항공의 영업이익은 192억원, 세전이익은 307억원 증가하는 효과가 있는 것으로 보인다.

아시아나항공 환율 민감도					(단위: 십억원)
환율 변화	단위	기준환율	10원하락	차이	비고
평균환율	원/달러	1,098	1,088	-10	
기말환율	원/달러	1,098	1,088	-10	

1) 내국인 출국 증가에 따른 매출증가	단위				
여객 매출	십억 원	3,833.5	3,841.3	7.8	영업이익에 1년간 분산되어 반영

2) 달러매출과 비용의 변화 (원화환산)	단위				
달러매출 (원화환산)	십억 원	3,064.5	3,036.4	-28.1	
여객 외화매출 (56%)	십억 원	2,146.8	2,127.1	-19.7	
화물 외화매출 (63%)	십억 원	917.8	909.4	-8.4	
달러영업비용 (원화환산)	십억 원	4,308.9	4,269.4	-39.5	
연료비 (100%)	십억 원	2,214.6	2,194.2	-20.3	
정비비 (100%)	십억 원	276.0	273.5	-2.5	
임차료 (100%)	십억 원	512.3	507.6	-4.7	
인건비 (50%)	십억 원	250.4	248.1	-2.3	
기타 매출원가 (50%)	십억 원	761.8	754.8	-7.0	
판관비 (50%)	십억 원	293.8	291.1	-2.7	
달러영업이익 (원화환산)	십억 원	-1,244.4	-1,233.0	11.4	영업이익에 1년간 분산되어 반영

3) 이자비용의 변화	단위				
외화차입금비중	%	29.5%			
외화이자비용 (추정)	십억 원	48.1	47.7	-0.4	
원화이자비용 (추정)	십억 원	115.1	115.1	0.0	
이자비용 (추정)	십억 원	163.2	162.8	-0.4	영업외손익에 1년간 분산되어 반영

4) 외화 순자산의 변화	단위				
외화순자산 (원화환산)	십억 원			11.9	영업외손익에 즉시 반영

전체	십억 원			30.7	
----	------	--	--	------	--

자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 주요 지표 (단위: 십억원)

항목	2012F	2013F	2014F	1Q'12	2Q'12	3Q'12P	4Q'12F	1Q'13F	2Q'13F	3Q'13F	4Q'13F	1Q'14F	2Q'14F	3Q'14F	4Q'14F
----	-------	-------	-------	-------	-------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

재무지표

매출액	6,004.2	6,831.6	7,361.2	1,414.9	1,431.5	1,566.5	1,591.4	1,644.8	1,643.5	1,822.5	1,720.9	1,775.0	1,745.6	1,981.8	1,858.8
YoY	7.0%	13.8%	7.8%	8.1%	4.3%	5.2%	10.5%	16.3%	14.8%	16.3%	8.1%	7.9%	6.2%	8.7%	8.0%
EBITDAR	237.0	338.6	475.4	47.1	38.9	108.9	42.1	68.7	64.3	123.5	82.0	117.0	89.4	150.5	118.5
YoY	-33.9%	42.9%	40.4%	-32.9%	-32.5%	-39.6%	-16.1%	46.0%	65.3%	13.4%	94.9%	70.2%	39.1%	21.8%	44.4%
조정영업이익	237.0	338.6	475.4	47.1	38.9	108.9	42.1	68.7	64.3	123.5	82.0	117.0	89.4	150.5	118.5
YoY	-33.9%	42.9%	40.4%	-32.9%	-32.5%	-39.6%	-16.1%	46.0%	65.3%	13.4%	94.9%	70.2%	39.1%	21.8%	44.4%
영업이익	949.9	1,130.6	1,105.1	216.3	212.3	293.9	227.4	260.5	259.2	324.6	286.4	267.1	252.6	304.1	281.3
YoY	-2.1%	19.0%	-2.3%	-2.6%	1.2%	-10.5%	8.4%	20.4%	22.1%	10.4%	25.9%	2.5%	-2.6%	-6.3%	-1.8%
순이익	53.5	150.2	256.8	-2.2	-37.7	79.9	13.6	24.1	22.7	67.3	36.1	64.2	40.8	89.6	62.2
YoY	흑전	180.6%	70.9%	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	-15.7%	164.9%	166.1%	79.7%	33.0%	72.5%
OPM	3.9%	5.0%	6.5%	3.3%	2.7%	7.0%	2.6%	4.2%	3.9%	6.8%	4.8%	6.6%	5.1%	7.6%	6.4%
부채비율	535%	454%	396%	553%	582%	531%	535%	516%	512%	482%	454%	448%	424%	421%	396%
순차입금	3,093.8	2,837.4	2,827.4	3,042.2	3,126.0	2,988.4	3,093.8	2,994.5	3,084.4	2,947.7	2,837.4	2,974.2	2,856.8	2,962.6	2,827.4

영업지표

여객 Yield(원)	110	111	113	109	107	114	109	111	110	113	109	112	111	115	111
YoY	-0.7%	1.1%	1.5%	-3.0%	1.1%	-0.1%	-0.9%	2.3%	2.8%	-0.1%	-0.5%	0.9%	1.6%	1.6%	1.6%
여객 L/F	78.1%	80.7%	81.8%	77.3%	78.5%	80.2%	76.3%	80.6%	77.6%	84.2%	80.2%	83.3%	78.6%	84.4%	80.7%
YoY	1.1%p	2.6%p	1.1%p	1.2%p	2.1%p	-0.4%p	1.6%p	3.3%p	-0.9%p	4.0%p	3.9%p	2.7%p	1.0%p	0.3%p	0.6%p
RPK	31,110	34,562	36,985	7,468	7,448	8,404	7,790	8,400	7,915	9,468	8,779	9,304	8,461	10,018	9,201
YoY	8.4%	11.1%	7.0%	11.5%	6.8%	7.2%	8.6%	12.5%	6.3%	12.7%	12.7%	10.8%	6.9%	5.8%	4.8%
화물 Yield(원)	342	336	347	339	363	328	339	313	354	327	349	320	365	339	361
YoY	-4.0%	-1.8%	3.3%	-3.4%	-4.3%	-3.5%	-4.2%	-7.7%	-2.5%	-0.3%	2.8%	2.4%	3.2%	3.6%	3.6%
화물 L/F	79.4%	79.2%	80.4%	80.8%	79.3%	77.5%	80.0%	78.7%	79.9%	77.9%	80.4%	79.1%	80.4%	79.8%	82.4%
YoY	2.0%p	-0.1%p	1.2%p	1.9%p	1.7%p	2.8%p	1.4%p	-2.1%p	0.6%p	0.4%p	0.4%p	0.4%p	0.4%p	1.9%p	1.9%p
FTK	4,171	4,337	4,600	1,025	1,008	1,052	1,086	1,071	1,117	1,058	1,092	1,076	1,123	1,181	1,219
YoY	5.8%	4.0%	6.1%	6.7%	2.3%	8.9%	5.4%	4.4%	10.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	11.7%	11.7%
급유단가	130.0	131.3	130.4	130.6	132.4	125.5	132.0	132.0	131.1	131.0	131.0	130.4	130.6	130.5	130.1
YoY	5.8%	1.0%	-0.6%	17.8%	3.6%	-0.6%	4.7%	1.1%	-1.0%	4.4%	-0.7%	-1.2%	-0.3%	-0.4%	-0.7%

Per Share

조정 EPS(원)	274	770	1,316	-11	-193	409	70	124	116	345	185	329	209	459	319
YoY	흑전	180.6%	70.9%	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	-15.7%	164.9%	166.1%	79.7%	33.0%	72.5%
조정 BPS(원)	5,423	6,193	7,509	5,199	4,944	5,353	5,423	5,547	5,663	6,008	6,193	6,522	6,731	7,190	7,509
YoY	10.9%	14.2%	21.3%	-2.3%	-8.2%	5.6%	10.9%	6.7%	14.6%	12.2%	14.2%	17.6%	18.9%	19.7%	21.3%
ROE	5.6%	13.5%	18.8%												

자료: 동양증권 리서치센터

C. 보론 - 기존 항공사들이 항공기 투자를 늘린 이유는 저가항공사 대응

저가항공사들의 한국 단거리 국제노선 취항이 증가함에 따라 기존항공사들은 단거리 비중을 줄이고 장거리 비중을 높여야하는 상황을 맞이하고 있다. 따라서 기존항공사들의 장거리 노선 확충을 위한 항공기 투자는 불가피하다.

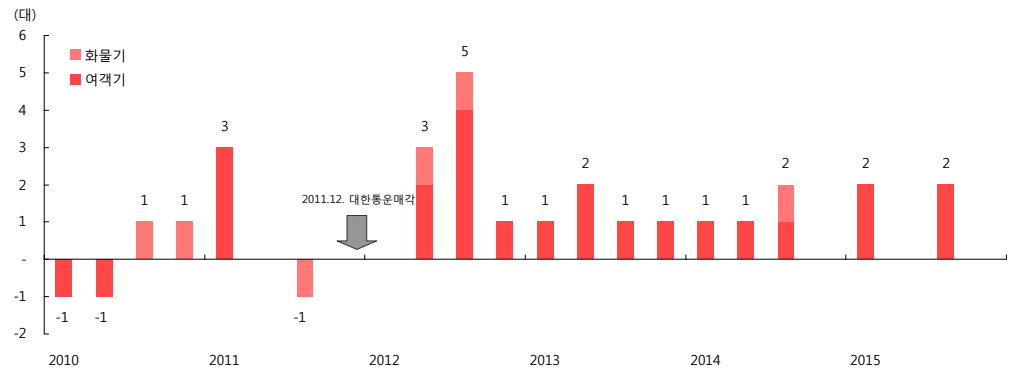
국내외 저가항공사들은 한국의 국제선 노선에 본격 취항하고 있으며, 이들이 취항하는 노선은 일본, 중국, 동남아 등 중단거리 노선에 집중되고 있다. 저가항공사들은 환승서비스 등을 제공하지 않은 채 승객 밀도가 높은 노선에 집중취항함으로써 항공기의 가동율을 최대한 높이는 전략을 취한다. 따라서 이들은 중단거리 노선에 대한 취항이 많을 수 밖에 없다. 따라서 중단거리 노선 비중이 높은 아시아나항공은 저가항공사의 진입에 적극적으로 대응하지 않을 수 없는 상황이다.

한국 2012년 동절기 중단거리노선 운항계획				(단위: 억원)
노선	2011 동계	2012 동계	증감	증감율
중국	656	720	64	9.8%
일본	493	617	124	25.2%
중국일본 소계	1,149	1,337	188	16.4%
홍콩	147	158	11	7.5%
마카오	-	13	13	-
필리핀	161	217	56	34.8%
태국	158	182	24	15.2%
베트남	92	115	23	25.0%
타이완	52	60	8	15.4%
싱가폴	55	55	-	0.0%
말레이시아	46	48	2	4.3%
캄보디아	46	49	3	6.5%
인도네시아	37	30	-7	-18.9%
동남아시아 소계	822	967	145	17.6%
미주 소계	415	507	92	22.2%
유럽 소계	187	190	3	1.6%
대양주 소계	37	36	-1	-2.7%
CIS 중동 소계	131	144	13	9.9%
총계	2,653	2,961	308	11.6%

자료: 국토해양부, 동양증권 리서치센터

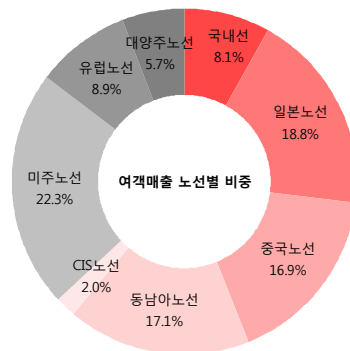
아시아나항공이 항공기 도입을 늘린 것은 2011년 12월 대한통운 지분을 CJ 그룹에 매각한 이후다. 즉, 대한통운 매각을 통해 유입된 자금으로 항공기를 도입하고 있는 것으로 판단된다. 항공기 도입은 저가항공사의 부각에 따라 장거리노선 비중을 강화하기 위한 아시아나항공의 당연한 선택이나, 영업실적과 주가에는 단기적으로 부정적일 수 밖에 없다.

아시아나항공의 항공기 순증 - 대한통운 매각 이후 급증



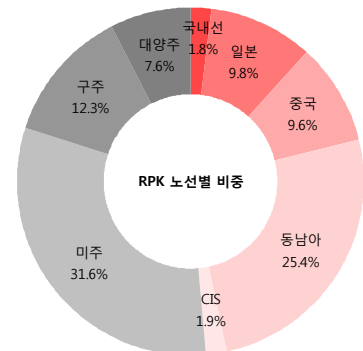
자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 여객매출 노선별 비중 (2012 3Q)



자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 여객수송량 노선별 비중 (2012 3Q)



자료: 동양증권 리서치센터

아시아나항공 (020560) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	52,850	56,094	60,042	68,316	73,612
매출원가	40,430	46,247	51,396	57,640	60,979
매출총이익	12,420	9,847	8,647	10,677	12,633
판매비	6,915	6,265	6,277	7,291	7,879
조정영업이익	5,505	3,583	2,370	3,386	4,754
기타영업손익	0	0	0	0	0
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
영업이익	5,505	3,583	2,370	3,386	4,754
EBITDA	7,852	6,002	3,770	6,230	7,656
영업외손익	-3,625	-3,950	-1,638	-1,443	-1,446
외환관련손익	164	-252	247	0	0
이자손익	-1,646	-1,698	-803	-1,567	-1,573
관계기업관련손익	154	98	105	123	127
기타	-2,296	-2,098	-1,188	0	0
법인세비용차감전순손익	1,880	-368	732	1,942	3,309
법인세비용	1,018	-68	184	427	728
계속사업순손익	862	-299	548	1,515	2,581
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	862	-299	548	1,515	2,581
지배지분순이익	851	-309	535	1,502	2,568
포괄순이익	774	-771	460	1,515	2,581
지배지분포괄이익	764	-780	447	1,502	2,568

주: 1. 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	7,504	6,410	3,169	3,886	4,983
당기순이익	862	-299	529	1,515	2,581
감가상각비	2,347	2,419	1,400	2,844	2,902
외환손익	-113	187	-247	0	0
종속, 관계기업관련손익	-154	-98	-69	-123	-127
자산부채의 증감	916	79	-431	-350	-372
기타현금흐름	3,647	4,122	1,988	0	0
투자활동 현금흐름	-1,993	2,080	-6,271	-2,465	-8,301
투자자산	-652	0	-404	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,049	-2,586	-3,827	-1,744	-5,285
유형자산 감소	280	382	30	0	0
기타현금흐름	428	4,285	-2,070	-721	-3,016
재무활동 현금흐름	-4,877	-8,624	2,913	-1,421	3,318
단기차입금	-2,776	-335	446	350	372
사채 및 장기차입금	-386	-5,176	607	-2,617	-1,442
자본	160	244	587	0	0
현금배당	-2	-2	-2	0	0
기타현금흐름	-1,873	-3,355	1,276	846	4,387
연결범위변동 등 기타	14	5	-4	0	0
현금의 증감	648	-129	-192	0	0
기초 현금	1,457	2,105	1,976	1,784	1,784
기말 현금	2,105	1,976	1,784	1,784	1,784
NOPLAT	5,505	3,583	2,370	3,386	4,754
FCF	3,738	2,828	-1,084	3,391	952

자료: 동양증권

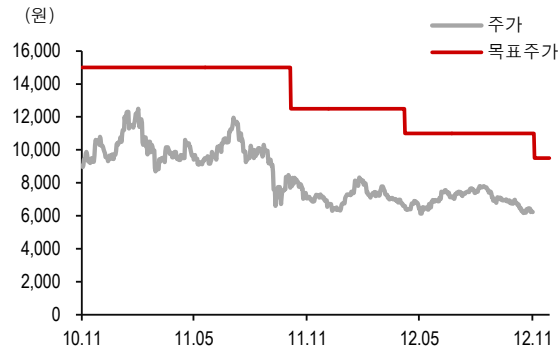
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	19,864	10,950	11,859	13,149	16,771
현금및현금성자산	2,105	1,978	1,784	1,784	1,784
매출채권 및 기타채권	5,206	5,494	5,736	6,152	6,596
재고자산	1,390	1,584	1,877	2,030	2,192
비유동자산	42,720	46,524	51,462	50,485	52,996
유형자산	30,877	32,419	33,281	32,181	34,565
관계기업등 지분관련자산	2,766	1,434	1,389	1,389	1,389
기타투자자산	1,615	2,824	3,191	3,191	3,191
자산총계	62,584	57,474	63,320	63,634	69,766
유동부채	26,077	28,953	24,970	19,186	18,195
매입채무 및 기타채무	6,961	8,637	8,519	8,738	8,972
단기차입금	347	33	478	828	1,200
유동성장기부채	15,384	16,132	12,484	6,131	4,534
비유동부채	27,366	19,909	28,384	32,966	37,508
장기차입금	4,062	1,361	7,069	12,796	14,146
사채	8,592	6,293	5,816	3,825	2,631
부채총계	53,443	48,861	53,353	52,151	55,703
자본지분	9,114	8,578	9,615	11,118	13,685
자본금	8,921	9,165	9,755	9,755	9,755
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	352	-98	437	1,939	4,507
비지배지분	28	35	352	365	378
자본총계	9,141	8,613	9,967	11,482	14,063
순차입금	34,808	27,365	29,996	28,574	31,892
총차입금	37,151	29,877	32,591	31,170	34,488

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	484	-171	274	770	1,316
BPS	5,114	4,685	4,928	5,698	7,015
EBITDAPS	4,466	3,323	1,932	3,193	3,924
SPS	30,058	31,056	30,775	35,016	37,730
DPS	0	0	0	0	0
PER	15.1	-54.8	22.7	8.1	4.7
PBR	1.4	2.0	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	6.1	7.4	11.3	6.6	5.8
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	29.3	6.1	7.0	13.8	7.8
영업이익 증가율 (%)	-336.1	-34.9	-33.9	42.9	40.4
조정영업이익 증가율 (%)	-336.1	-34.9	-33.9	42.9	40.4
지배순이익 증가율 (%)	-132.2	-136.3	-273.5	180.6	70.9
매출총이익률 (%)	23.5	17.6	14.4	15.6	17.2
영업이익률 (%)	10.4	6.4	3.9	5.0	6.5
조정영업이익률 (%)	10.4	6.4	3.9	5.0	6.5
지배순이익률 (%)	1.6	-0.6	0.9	2.2	3.5
EBITDA 마진 (%)	14.9	10.7	6.3	9.1	10.4
ROIC	7.5	8.4	5.6	8.1	10.5
ROA	1.4	-0.5	0.9	2.4	3.8
ROE	10.4	-3.5	5.9	14.5	20.7
부채비율 (%)	584.6	567.3	535.3	454.2	396.1
순차입금/자기자본 (%)	381.9	319.0	312.0	257.0	233.0
영업이익/금융비용 (배)	3.1	1.9	2.7	2.0	2.8

아시아나항공 (020560) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2012-11-19	BUY	9,500
2012-11-07	BUY	11,000
2012-10-15	BUY	11,000
2012-08-16	BUY	11,000
2012-07-23	BUY	11,000
2012-05-21	BUY	11,000
2012-04-23	BUY	11,000
2012-02-10	BUY	12,500
2012-01-25	BUY	12,500
2011-11-23	BUY	12,500

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



공부해서 남 주는 애널리스트 **강성진**입니다.

(02)3770-3592

seongjin.kang@tongyang.co.kr

동양증권

한진해운 (117930)

2013년 주가 반등 위한 조건은

투자의견: HOLD (M)

목표주가: 11,000원 (D)

해운

주가	10,800원
자본금	6,250억원
시가총액	13,500억원
주당순자산	11,210원
부채비율	671.50%
총발행주식수	125,000,000주
60일 평균 거래대금	224억원
60일 평균 거래량	1,595,223주
52주 고	18,600원
52주 저	8,070원
외인지분율	19.58%
주요주주	한진해운홀딩스 외 4인
	36.33%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(16.3)	(25.5)	18.3
상대	(4.2)	(5.0)	0.3
절대(달러환산)	(15.1)	(22.7)	23.1



자료: Datastream



Why This Report

한진해운은 언제나 시장의 큰 관심을 받는 종목입니다. 상승국면과 하락국면에서의 주가 변동폭이 매우 크기 때문입니다. 한진해운 주가가 다시 1만원대에 진입함에 따라 한진해운에 대한 투자의견을 물으시는 분들이 매우 많습니다. 저는 주가가 바닥을 탈출해 급등했던 1년전의 상황을 상기해보실 것을 권합니다. 유동성 부족과 업황 부진이라는 2중고를 겪었던 것은 지금과 같기 때문에, 주가 반등의 Trigger 도 같을 것이라고 생각합니다.

Investment Point

1년전 한진해운의 주가가 바닥에서 반등했던 원인

- ▶ 유상증자, 자산매각, 차입 등으로 1조원의 현금 확보 계획을 수립
- ▶ 컨테이너 해운업계의 공급조정 노력으로 Spot 운임 반등이 시작됨

현재상황 점검 1 - 컨테이너 해운 업계는 다시 공급조절을 시작한 상황

- ▶ 상반기 공급을 늘리던 해운사들, 다시 공급을 줄이지 않으면 안된다는 위기 의식 강화
- ▶ CKYH, G6, Maersk 등이 노선을 폐지하는 등의 노력으로 계선율은 4.7%까지 상승

현재상황 점검 2 - 자금 확보는 아직 진행중

- ▶ 4~5억달러 규모의 영구채 발행 추진. 회사측은 영구채가 아니더라도 유동성에 문제는 없다는 입장
- ▶ 그러나 우리는 영구채발행으로 통해 선제적 유동성 확보가 이뤄지면 주가에 긍정적인 것으로 판단

투자의견 HOLD, 목표주가 11,000원으로 하향

- 업황과 유동성 상황의 변화를 예의 주시하며 투자 시점을 결정해야할 것
- 업황반등의 가능성 엿보이는 상황. 선제적 유동성 확보 있을 경우 주가 반등 Trigger 될 것

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	96,252	95,233	105,347	110,510	114,875
매출액증가율	540.8	-1.1	10.6	4.9	4.0
영업이익	6,867	-4,926	-588	3,357	4,792
조정영업이익	6,676	-5,140	-462	3,357	4,792
지배주주귀속 순이익	2,865	-8,354	-5,258	-433	1,105
지배주주 귀속 EPS	3,562	-8,703	-4,206	-346	884
증가율	-526.6	-344.3	-51.7	-91.8	-355.5
PER	8.9	-2.6	-2.6	-31.2	12.2
PBR	1.0	1.4	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.2	-63.4	15.5	7.7	6.4
ROA	3.0	-7.6	-4.7	-0.4	1.0
ROE	12.4	-35.6	-31.0	-3.1	7.8

자료: 동양증권

A. 2013년 한진해운 투자의견 - HOLD (유지), 목표주가 11,000원(하향)

한진해운에 대해 HOLD 의견을 유지하며, 목표주가는 11,000원으로 하향조정한다.

지난 2012년초 업황부진과 유동성우려가 중첩된 상황에서 1) 1조원에 가까운 유동성이 확보되고, 2) 업황이 개선되면서 한진해운의 주가가 급반등하는 모습을 보였다. 2013년에도 컨테이너 운임 반등 여부와 유동성 확보 상황을 확인하면서 투자 시점을 결정하는 것이 바람직할 것으로 판단된다. 현재 한진해운의 상황을 점검하면 다음과 같다.

긍정적: 컨테이너 해운업체들의 위기의식이 강화되면서 공급조절이 강화되고 있다는 점은 긍정적이다. 계속되는 Spot 운임의 하락은 추가적인 공급조절 필요성을 확인시켜주고 있다. 그러나, 현재까지의 공급조절로 상하이 해운거래소에 따르면 아시아-북유럽노선 컨테이너선 L/F 는 9월 80% 수준에서 11월 초 90% 수준까지 상승한 것은 긍정적이다.

리스크: 선제적인 자금 확보가 필요하다. 2012년 3Q 말 현재 한진해운은 7,000억원의 현금성 자산을 보유하고 있고, 연말까지 6,500억원 이상을 유지하겠다는 것이 회사의 방침이다. 이와는 별도로 4~5억달러의 영구채 발행을 계획하고 있다. (한진해운측은 영구채 발행이 되지 않더라도 자금 확보는 문제가 없을 것이라는 입장)

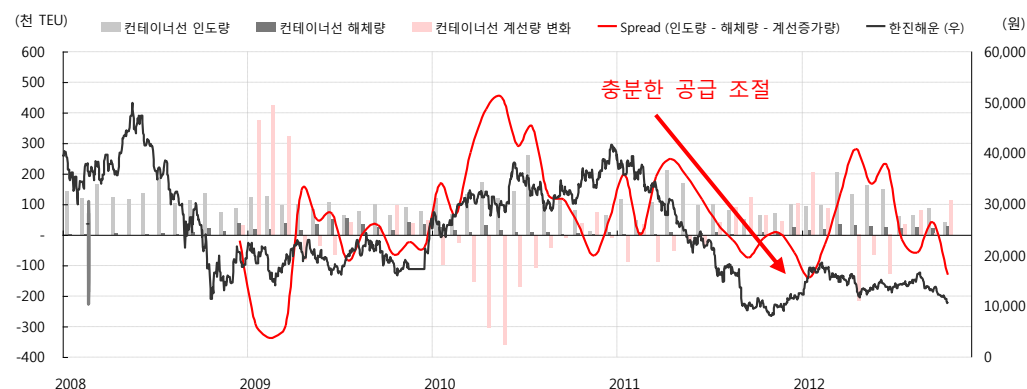
한진해운 적정주가 판단					(단위: 십억원)
항목	4Q 2012	1Q 2013	2Q 2013	3Q 2013	비고
조정순자산가치 (A)	2,002.3	2,092.1	2,055.6	1,996.1	
장부상순자산가치	1,304.4	1,394.2	1,357.7	1,298.2	
각종조정	-474.3	-474.3	-474.3	-474.3	
터미널자산	1,172.2	1,172.2	1,172.2	1,172.2	
CB 전환금액	-	-	-	-	
조정 주식수 (B)	124,979	124,979	124,979	124,979	
발행주식수	125,000	125,000	125,000	125,000	천 주
자기주식수	21	21	21	21	천 주
CB 전환주식수	-	-	-	-	
조정 BPS (A) / (B)	16,021	16,739	16,447	15,971	
적정주가	11,054	11,550	11,348	11,020	원, PBR 0.7
현재주가	10,800	10,800	10,800	10,800	원
상승여력	2.4%	6.9%	5.1%	2.0%	%

자료: 동양증권 리서치센터

A. 주가반등을 위한 조건 - 충분한 공급조절과 유동성 확보

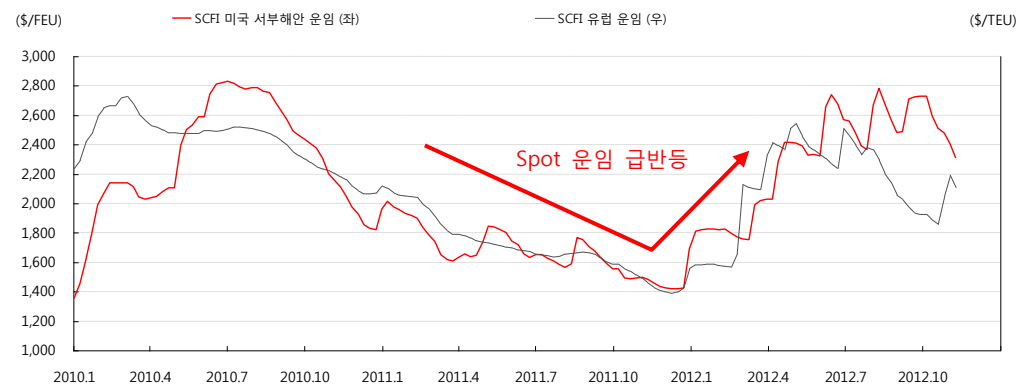
2012년 초 한진해운 주가는 급하게 반등한바 있다. 당시의 상황을 돌아해보면 인위적인 컨테이너선 공급이 충분히 이루어져, 공급 증가가 필요한 상황이었으며, Spot 운임도 빠르게 상승하고 있었다. 또, 한진해운은 2011년 하반기 회사채, 자산매각, 신규차입, 유상증자 등으로 1조원 가량의 현금을 확보했다. 2013년 주가 반등을 위해서도 공급조절과 운임반등 유동성 확보가 필요해 보인다.

2011 연말 충분한 공급 축소로 다시 공급 증가가 필요한 상황에 주가상승. 지금은 다시 공급 축소가 필요



자료: 동양증권 리서치센터

SCFI 지수 추이 - 컨테이너선 Spot 운임은 1Q 급등한 후 2Q 이후 지속 하락 중



자료: 동양증권 리서치센터

2011년 하반기 한진해운 현금 조달 내역		(단위: 십억원)
구분	금액	
회사채	200.0	
자산매각	298.1	
단기차입금	220.0	
유상증자	300.0	
합산	1,018.1	

자료: 동양증권 리서치센터

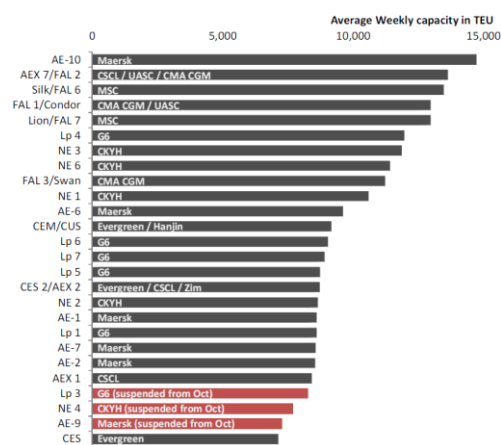
B. 투자포인트 - 컨테이너 해운업체들의 공급조절 강화는 긍정적

컨테이너 해운업체들의 위기의식이 강화되면서 공급조절이 강화되고 있다

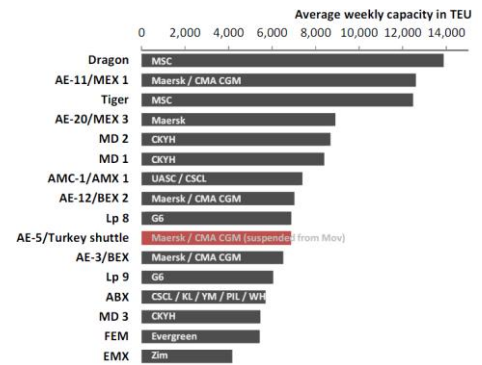
아시아-유럽노선 컨테이너 Spot 운임이 지속하락하면서 해운사들의 노선 축소가 이어지고 있다. CKYH 와 G6는 10월부터 NE4 노선과 Lp3 노선을 운항중단하였으며, Masersk 는 아시아-지중해노선 AE-5를 11월부터 폐지하고, 10월부터 아시아-유럽노선 AE-9를 12월까지 운항중단하기로 했다. 항차 생략도 동시다발적으로 일어나고 있다.

이러한 해운사들의 공급조절 노력은 컨테이너선박의 계선량 증가로 나타나고 있다. 이는 실질적인 컨테이너선 공급을 축소시켜 운임을 회복시킬 가능성이 있다. 11월 5일 기준 세계 컨테이너선박 76.2만 TEU 가 계선되어 계선율은 4.7%를 기록했다. 이와 같은 노력으로 상하이 해운거래소에 따르면 아시아→ 북유럽노선 컨테이너선 L/F 는 9월 80%수준에서 11월 초 90%수준까지 회복한 것으로 보인다.

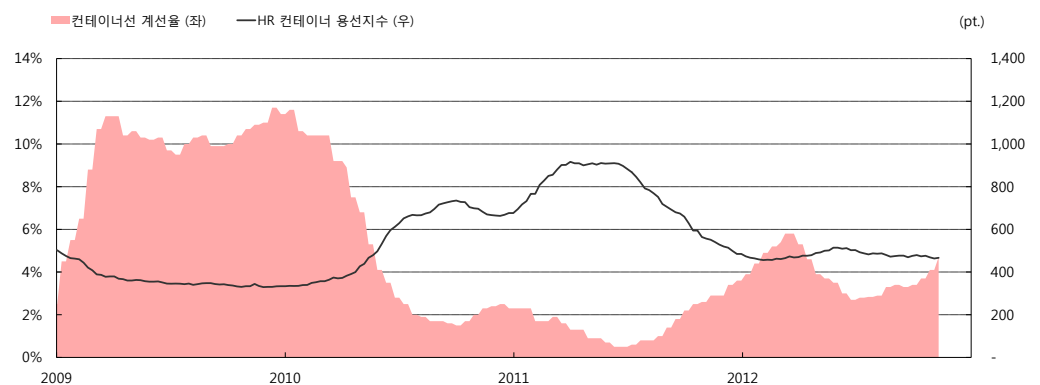
아시아-북유럽 노선 축소 현황 (붉은 색)



아시아-지중해 노선 축소 현황 (붉은 색)



컨테이너선 계선율 증가 해운사들이 인위적인 공급조절을 가하고 있는 상황



자료: 동양증권 리서치센터

C. 리스크 - 선제적 자금 확보가 필요

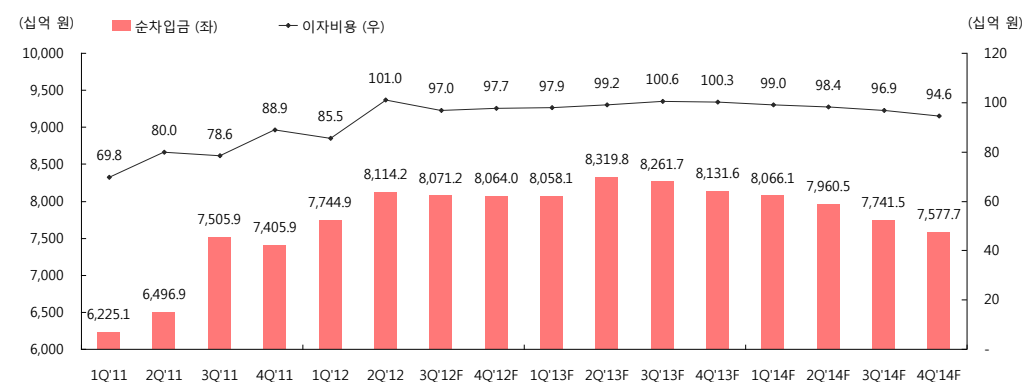
한진해운의 차입금은 업황부진과 선박투자의 증가로 2011년말 대비 5,000억원 증가한 상황이다. 연간 이자비용도 2011년 3,173억원에서 2012년 3,814억원 수준으로 증가할 것으로 보이고, 2013년에는 3,991억원에 이를 것이라는 전망이다.

2013년에도 한진해운의 예상 EBITDA 는 7,865억원으로, 예상되는 이자비용 (3,991억원)과 선박투자 자금 (5,000억원)을 모두 충당하기엔 부족한 것으로 판단된다. 따라서 2Q 까지는 지속적으로 순차입금이 증가하리라는 예상이다.

그럼에도 불구하고 한진해운의 선박투자가 마무리되어 가는 것은 긍정적이다. 한진해운은 2012년 컨테이너선 3척(1.3만 TEU 급)과 드라이벌크선 7척을 새로 인도받으면서 약 9,000억원의 선박투자가 있었던 것으로 관측된다. 그러나 2013년에 인도예정인 선박은 컨테이너선 4척 (1.3만 TEU 급 2척과 4,600TEU 급 2척)과 드라이벌크선 3척 등 총 7척으로 줄어든다. 2014년에는 컨테이너선 1척만이 인도 예정된 상황이다. 이에 따라 2013년 선박투자 규모는 5천억원 수준으로 낮아질 것이라는 관측이다.

동사는 4~5억달러 규모의 영구채 발행을 추진하고 있다. 회사측은 2012년말까지 6,500억원 이상의 현금 확보가 가능하다는 측면에서 유동성 문제는 없을 것이라고 밝히고 있으나, 2012년초 1조원의 유동성 확보가 이뤄진 상황에서 주가가 급등했던 것을 감안하면, 영구채 발행을 통해 선제적인 유동성 확보가 이뤄지는 것이 유동성 우려 측면에서 주가에 긍정적일 것이라고 판단된다.

한진해운 차입금과 이자비용 추이 및 전망

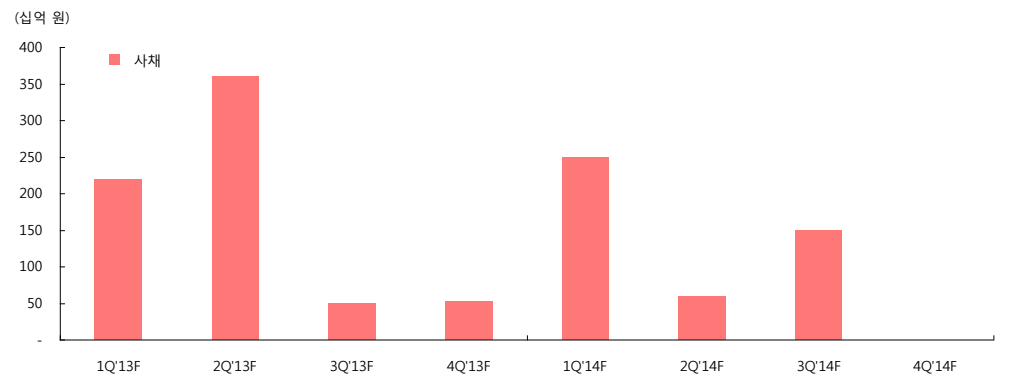


자료: 동양증권 리서치센터

한진해운 선박 발주/인도 현황				(단위: 척)		
구분	선박수	발주연도	인도일정			
			2012년	2013년	2014년	
컨테이너선	13,000TEU 급	5	2011	3	2	
	4,600TEU 급	3	2011		2	1
	소계	8		3	4	1
드라이벌크선	Capesize	2	2007, 2011	2		
	Kamsarmax	4	2007	2	2	
	Mini Capesize	2	2008	2		
	Supramax	1	2008	1		
	Handy	1	2008		1	
	소계	10		7	3	0
합계	18		10	7		1

자료: 한진해운, 동양증권 리서치센터

한진해운 회사채 만기 도래 일정



자료: 동양증권 리서치센터

D. 한진해운 2013년 영업이익 3,357억원 전망

한진해운의 2013년 영업이익은 3,357억원으로 흑자 전환할 것으로 보이지만 계속된 당기순손실이 예상된다.

2013년 영업이익이 개선되는 가장 큰 이유는 현재 운임 수준이 지난해대비 높은 상황이어서 2012년 1Q와 같은 대규모 손실은 발생하지 않을 것으로 판단하기 때문이다.

2013년 컨테이너 운임은 전년대비 2.6% 상승할 것으로 보인다. 2013년에는 해운사들이 상당량의 신규건조 선박을 인도받게 됨에 따라 운임 조절을 위해서는 올해보다 더 강한 공급조절이 필요할 것으로 보인다. 잉여 Capacity가 있는 상황에서 운임이 장기간 높게 유지되기는 어려울 것이다.

한진해운 주요 지표 (단위: 십억원)

항목	2012F	2013F	2014F	1Q'12	2Q'12	3Q'12P	4Q'12F	1Q'13F	2Q'13F	3Q'13F	4Q'13F	1Q'14F	2Q'14F	3Q'14F	4Q'14F
재무지표															
매출액	10,534.7	11,051.0	11,487.5	2,264.1	2,831.7	2,920.7	2,518.3	2,494.7	2,816.6	3,007.9	2,731.8	2,681.3	2,937.2	3,073.0	2,796.0
YoY	10.6%	4.9%	4.0%	-0.5%	18.4%	18.3%	5.5%	10.2%	-0.5%	3.0%	8.5%	7.5%	4.3%	2.2%	2.4%
조정영업이익	-46.2	335.7	479.2	-218.3	79.5	88.9	3.6	0.9	91.4	184.6	58.7	34.8	129.8	221.9	92.8
YoY	적지	흑전	42.7%	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	15.0%	107.7%	1520.3%	3704.9%	41.9%	20.2%	57.9%
영업이익	-58.8	335.7	479.2	-218.4	73.9	96.8	-11.1	0.9	91.4	184.6	58.7	34.8	129.8	221.9	92.8
YoY	적지	흑전	42.7%	적지	흑전	흑전	적지	흑전	23.8%	90.7%	흑전	3704.9%	41.9%	20.2%	57.9%
EBITDA	394.8	787.9	920.3	-114.7	189.7	202.7	117.1	113.5	202.7	298.8	172.9	147.4	240.8	331.4	200.7
YoY	흑전	99.6%	16.8%	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	6.9%	47.4%	47.7%	29.8%	18.8%	10.9%	16.1%
순이익	-525.8	-43.3	110.5	-341.0	-5.6	-50.7	-128.5	-93.9	-2.7	89.8	-36.5	-59.5	36.6	130.2	3.2
YoY	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	45.0%	흑전
OPM	-0.6%	3.0%	4.2%	-9.6%	2.6%	3.3%	-0.4%	0.0%	3.2%	6.1%	2.2%	1.3%	4.4%	7.2%	3.3%
부채비율	671.5%	695.0%	604.5%	568.5%	593.5%	626.7%	671.5%	715.2%	741.4%	694.1%	695.0%	717.5%	695.3%	623.5%	604.5%
순차입금	8,774.5	8,842.1	8,288.2	8,368.6	8,756.8	8,781.7	8,774.5	8,768.6	9,030.3	8,972.2	8,842.1	8,776.6	8,671.0	8,452.0	8,288.2

영업지표

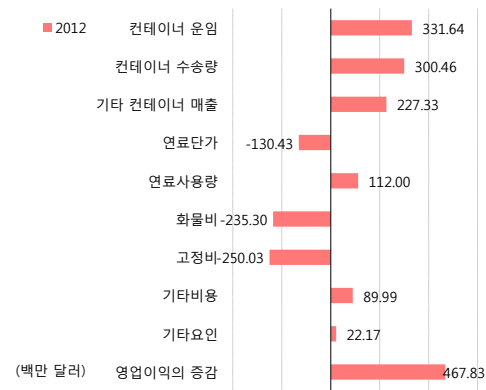
컨테이너운임	1,292	1,326	1,354	1,138	1,365	1,358	1,287	1,279	1,314	1,385	1,318	1,308	1,342	1,416	1,347
YoY	6.5%	2.6%	2.2%	-12.6%	11.4%	12.4%	14.5%	12.4%	-3.8%	2.0%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
컨테이너수송량	4,413	4,753	4,834	1,015	1,141	1,166	1,091	1,093	1,229	1,255	1,175	1,152	1,251	1,255	1,175
YoY	5.9%	7.7%	1.7%	7.4%	5.7%	6.2%	4.5%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	5.4%	1.8%	0.0%	0.0%
급유단가(\$/톤)	668	631	633	687	691	638	662	625	633	633	633	633	633	633	633
YoY	8.6%	-5.5%	0.3%	30.1%	9.9%	-1.7%	0.6%	-9.1%	-8.3%	-0.7%	-4.3%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%

Per Share

조정 EPS(원)	-4,098	-236	995	-2,707	-10	-378	-1,002	-724	7	746	-265	-448	320	1,069	54
YoY	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	9870.8%	적전	적지	흑전	233.8%	-95.0%
조정 BPS(원)	16,794	16,447	17,331	18,947	19,201	18,189	16,794	16,042	16,021	16,739	16,447	15,971	16,264	17,305	17,331
YoY	흑전	-2.1%	5.4%	-13.7%	1.3%	-5.3%	-7.7%	-4.5%	-0.1%	4.5%	-1.7%	-2.9%	1.8%	6.4%	0.2%
ROE	-36.6%	-2.2%	8.5%												

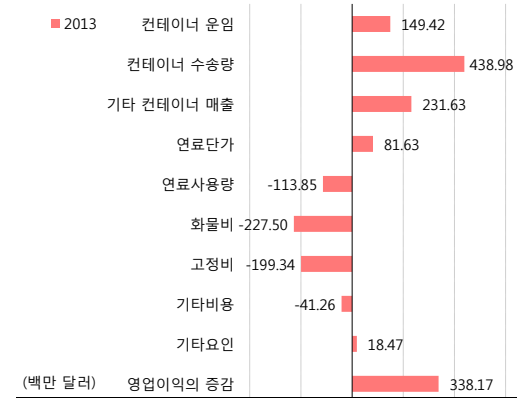
자료: 동양증권 리서치센터

한진해운 추정요소별 컨테이너영업이익 증감 기여도 (2012 년)



자료: 동양증권 리서치센터

한진해운 추정요소별 컨테이너영업이익 증감 기여도 (2013 년)



자료: 동양증권 리서치센터

한진해운 (117930) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	96,252	95,233	105,347	110,510	114,875
매출원가	85,223	95,603	101,009	102,355	105,095
매출총이익	11,029	-371	4,338	8,155	9,780
판매비	4,352	4,770	4,800	4,798	4,987
조정영업이익	6,676	-5,140	-462	3,357	4,792
기타영업손익	190	214	-126	0	0
외환관련손익	-47	68	-323	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타	238	146	197	0	0
영업이익	6,867	-4,926	-588	3,357	4,792
EBITDA	10,038	-1,011	3,822	7,879	9,203
영업외손익	-3,116	-3,227	-4,212	-3,390	-3,297
외환관련손익	-236	357	-1,029	0	0
이자손익	-2,539	-2,702	-3,267	-3,390	-3,297
관계기업관련손익	13	-529	-92	0	0
기타	-354	-352	175	0	0
법인세비용차감전순이익	3,751	-8,153	-4,800	-33	1,496
법인세비용	855	85	322	262	253
계속사업순이익	2,896	-8,239	-5,122	-295	1,243
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,896	-8,239	-5,122	-295	1,243
지배지분순이익	2,865	-8,354	-5,258	-433	1,105
포괄순이익	3,672	-9,698	-5,748	-295	1,243
지배지분포괄이익	3,637	-9,803	-5,875	-433	1,105

주: 1. 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	6,957	-1,302	2,222	3,849	5,539
당기순이익	2,896	-8,239	-5,122	-295	1,243
감가상각비	3,163	3,901	4,401	4,522	4,410
외환손익	234	-492	1,311	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	48	0	0
자산부채의 증감	-2,806	16	-193	-379	-114
기타현금흐름	3,470	3,512	1,776	0	0
투자활동 현금흐름	-9,748	-9,920	-6,386	-4,525	0
투자자산	5	1,731	-107	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-10,342	-13,869	-6,373	-4,525	0
유형자산 감소	966	3,090	341	0	0
기타현금흐름	-377	-873	-247	0	0
재무활동 현금흐름	6,345	7,432	4,386	676	-5,539
단기차입금	-926	332	914	379	114
사채 및 장기차입금	5,792	7,745	5,223	1,448	1,478
자본	2,518	2,957	0	0	0
현금배당	-6	-447	-19	0	0
기타현금흐름	-1,034	-3,155	-1,733	-1,150	-7,131
연결범위변동 등 기타	-169	193	42	0	0
현금의 증감	3,384	-3,597	263	0	0
기초 현금	7,055	10,439	6,842	7,105	7,105
기말 현금	10,439	6,842	7,105	7,105	7,105
NOPLAT	6,867	-4,978	-628	30,170	4,792
FCF	-4,676	-14,915	-2,783	29,789	8,279

자료: 동양증권

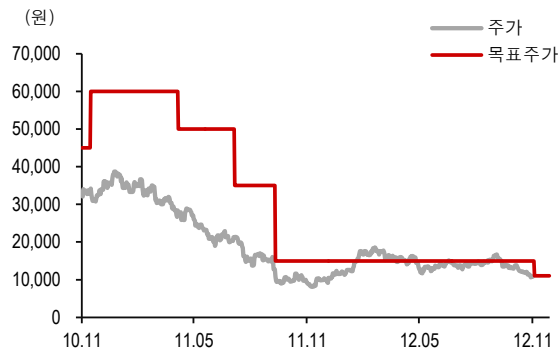
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	25,723	21,443	20,469	21,526	21,844
현금및현금성자산	10,439	6,842	7,105	7,105	7,105
매출채권 및 기타채권	8,670	7,708	8,666	9,424	9,652
재고자산	2,736	3,686	3,524	3,823	3,913
비유동자산	80,783	90,525	91,433	91,436	87,026
유형자산	67,010	79,204	80,923	80,926	76,516
관계기업 등 지분관련자산	789	897	1,025	1,025	1,025
기타투자자산	3,887	1,527	1,767	1,767	1,767
자산총계	106,505	111,968	111,903	112,962	108,870
유동부채	20,709	24,008	26,272	25,195	27,303
매입채무 및 기타채무	8,445	7,810	7,996	8,674	8,877
단기차입금	24	346	1,275	1,653	1,767
유동성장기부채	11,732	15,160	16,808	14,674	16,465
비유동부채	58,514	67,709	71,126	73,557	66,113
장기차입금	18,625	15,125	13,046	21,227	27,914
사채	14,661	16,495	16,998	12,398	5,398
부채총계	79,223	91,718	97,398	98,752	93,417
지배지분	27,021	19,879	14,010	13,577	14,682
자본금	4,250	6,250	6,250	6,250	6,250
자본잉여금	13,730	14,799	14,338	14,338	14,338
이익잉여금	2,546	-6,292	-11,450	-11,883	-10,778
비지배지분	261	372	495	633	771
자본총계	27,282	20,251	14,505	14,210	15,453
순차입금	36,831	43,714	45,357	46,205	44,867
총차입금	49,327	52,223	54,512	55,360	54,022

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	3,562	-8,703	-4,206	-346	884
BPS	31,794	15,907	11,211	10,865	11,749
EBITDAPS	12,479	-1,053	3,057	6,304	7,362
SPS	119,665	99,207	84,278	88,408	91,900
DPS	500	0	0	0	0
PER	8.9	-2.6	-2.6	-31.2	12.2
PBR	1.0	1.4	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.2	-63.4	15.5	7.7	6.4
PSR	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	540.8	-1.1	10.6	4.9	4.0
영업이익 증가율 (%)	-671.1	-171.7	-88.1	-670.8	42.7
조정영업이익 증가율 (%)	-655.3	-177.0	-91.0	-826.1	42.7
지배순이익 증가율 (%)	-578.7	-391.6	-37.1	-91.8	-355.2
매출총이익률 (%)	11.5	-0.4	4.1	7.4	8.5
영업이익률 (%)	7.1	-5.2	-0.6	3.0	4.2
조정영업이익률 (%)	6.9	-5.4	-0.4	3.0	4.2
지배순이익률 (%)	3.0	-8.8	-5.0	-0.4	1.0
EBITDA 마진 (%)	10.4	-1.1	3.6	7.1	8.0
ROIC	7.8	-6.4	-0.7	35.6	4.8
ROA	3.0	-7.6	-4.7	-0.4	1.0
ROE	12.4	-35.6	-31.0	-3.1	7.8
부채비율 (%)	290.4	452.9	671.5	695.0	604.5
순차입금/자기자본 (%)	136.3	219.9	323.8	340.3	305.6
영업이익/금융비용 (배)	2.3	-1.6	-0.2	0.8	1.2

한진해운 (117930) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2012-11-19	HOLD	11,000
2012-10-15	HOLD	15,000
2012-08-03	HOLD	15,000
2012-07-23	HOLD	15,000
2012-05-14	HOLD	15,000
2012-04-23	HOLD	15,000
2012-02-02	HOLD	15,000
2012-01-31	HOLD	15,000
2012-01-25	HOLD	15,000
2011-11-23	HOLD	15,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



공부해서 남 주는 애널리스트 **강성진**입니다.

(02)3770-3592

seongjin.kang@tongyang.co.kr

동양증권

현대상선 (011200)

2013년 경영권 관련 이슈 집중된다



Why This Report

현대상선의 주가는 해운 주가라고 보기엔 너무 높은 PBR 을 가지고 있습니다. 따라서 기업의 펀더멘털을 고민하는 투자자들이라면 선뜻 손이 나가기 어려운 것이 당연합니다. 그러나 현대상선의 주가가 높게 평가받고 있는 배경에는 현대상선의 특별한 지배구조가 있습니다. 과거 지배구조에 관련된 이슈가 발생하는 경우에는 현대상선 주가가 급변동하는 경우가 있어왔습니다. 그리고 2012년말~2013년말도 지배구조 관련해서 유심히 봐야하는 시기로 판단됩니다.

투자의견: HOLD (M)

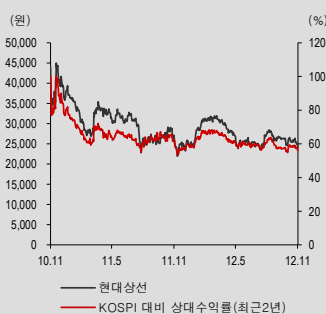
목표주가: 32,000원 (M)

해운

주가	24,200원
자본금	8,714억원
시가총액	34,672억원
주당순자산	6,863원
부채비율	725.37%
총발행주식수	154,273,229주
60일 평균 거래대금	37억원
60일 평균 거래량	139,938주
52주 고	31,956원
52주 저	21,960원
외인지분율	13.46%
주요주주	현대엘리베이터 외 21인
	27.37%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(4.0)	(12.9)	(12.2)
상대	(2.8)	(4.4)	(0.8)
절대(달러환산)	(1.9)	(9.5)	(9.0)



자료: Datastream

Investment Point

2012년말~2013년초, 현대상선의 지배구조 관련된 이슈 집중

- ▶ 2012년말~2013년초는 현대상선이 유상증자가 예정되어있음. 또, 이 시기는 대주주인 현대엘리베이터와 우호주주간의 파생상품계약 3건이 만료하는 시기이기도 함
- ▶ 대주주인 현대엘리베이터는 현대상선에 대한 직접 보유지분을 늘려야할 입장으로 추정되며 이 상황에서는 현대상선 주가가 낮을수록 대주주는 유리. 또 유상증자의 실권주가 새로운 파생상품계약으로 이어질 경우 새로운 파생상품계약에서 기초자산(현대상선)의 기준가격이 낮을수록 파생상품 손실을 줄일 수 있음
- ▶ 그러나 유상증자가 끝난 이후에는 현대상선의 주가가 오를수록 파생상품축소에 도움이 되기 때문에 대주주에게 유리함

차기 정부 수립 이후 대북정책 변화의 수혜가 예상됨

- ▶ 대선후보들은 대북관계 개선을 공언하는 상황. 사회사인 현대아산의 실적 개선 예상. 유동성 투입도 줄 것
- ▶ 대북사업에서 현대그룹의 중요성이 재부각될 것이라는 점이 더 중요함

투자의견 HOLD, 목표주가 32,000원 유지

- HOLD의견을 유지하지만 12월에는 좋은 주가 흐름 예상. Trading관점으로 접근 가능
- 유상증자와 대선과정 등에서의 뉴스플로우에 유의할 필요

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	81,242	74,208	81,863	85,948	96,208
매출액증가율	17.1	-8.7	10.3	5.0	11.9
영업이익	5,896	-4,146	-2,978	1,994	3,394
조정영업이익	5,702	-3,384	-3,473	1,994	3,394
지배주주귀속 순이익	5,863	-5,245	-7,102	-1,623	-201
지배주주 귀속 EPS	4,316	-3,661	-4,912	-1,052	-130
증가율	-170.5	-184.8	34.2	-78.6	-87.6
PER	7.8	-8.2	-4.9	-23.0	-185.5
PBR	2.0	2.4	3.4	4.0	4.1
EV/EBITDA	10.2	-60.6	-1,313.2	19.7	15.6
ROA	6.6	-5.9	-7.8	-1.7	-0.2
ROE	24.7	-24.7	-51.6	-16.8	-2.3

자료: 동양증권

A. 2013년 현대상선 투자의견 - HOLD(유지), 목표주가 32,00원 (유지)

현대상선에 대해 HOLD의견을 유지하지만 2012년 12월 이후 단기 관심종목으로 선정한다.

현대상선의 투자포인트는 다음과 같다

첫째, 연말연초 현대엘리베이터(현대상선의 대주주)와 우호주주간의 계약 3건의 만료가 임박함에 따라, 현대상선 주가가 상승하는 것이 대주주에게 유리한 상황이 전개된다. 대주주의 입장에서는 현대상선의 주가가 오르면, 만기가 돌아오는 우호주주들에게 정산해줘야하는 손실금이 줄어들 뿐만 아니라, 유지되고 있는 계약에서 발생하는 파생손실도 줄게 된다. 파생손실이 줄어들면 현대그룹은 현대엘리베이터의 2대주주인 선들의 공세도 피해갈 수 있다.

둘째, 차기 정부가 들어서고 대북관광사업이 재개되면, 현대아산의 영업실적이 개선되고 북한에 동결되어있는 현대아산의 자산이 재평가 받을 것이다. 현대상선은 현대아산의 63%의 지분을 보유하고 있다. 또, 대북협력이 재개될 경우 대북사업의 노하우를 보유하고 있는 현대그룹의 위상도 제고될 것이다.

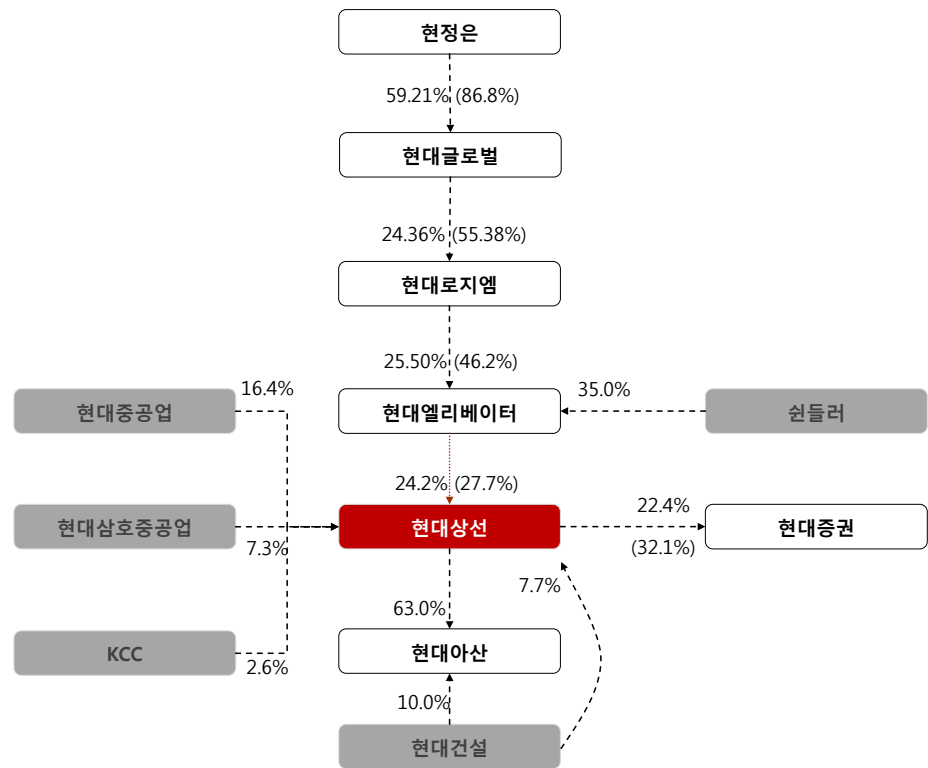
현대상선 Implied PBR					(단위: 십억원)
항목	4Q 2012	1Q 2013	2Q 2013	3Q 2013	비고
순자산 (A)	991.5	902.4	860.7	886.6	
조정 주식수 (B)	141,469	141,469	141,469	141,469	
발행주식수	143,273	143,273	143,273	143,273	천 주
자기주식수	1,805	1,805	1,805	1,805	천 주
BPS (A) / (B)	7,008	6,379	6,084	6,267	
Implied PBR	4.6	5.0	5.3	5.1	배
적정주가	32,000	32,000	32,000	32,000	원, PBR 0.7
발행주식수	24000	24000	24000	24000	천 주
자기주식수	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	천 주

자료: 동양증권 리서치센터

B. 지배구조 관련된 이슈가 집중된다.

2012년 말에는 현대상선 주가가 상승하는 것이 대주주(현대엘리베이터)에게 유리한 상황이 전개된다. 대주주의 입장에서는 현대상선의 주가가 오르면, 만기가 돌아오는 우호주주들에게 정산해줘야 하는 손실금이 줄어들 뿐만 아니라, 유지되고 있는 계약에서 발생하는 파생손실도 줄게 된다. 파생손실이 줄어들면 현대그룹은 현대엘리베이터의 2대주주인 권들의 공세도 피해갈 수 있다.

현대그룹 지배구조 (현재)



자료: 동양증권 리서치센터

현대엘리베이터가 현대상선의 실질적인 대주주 지위를 유지할 수 있는 것은 우호주주와의 관계 때문이다. 현대엘리베이터(계열사, 특수관계인, 공동보유자 등 포함)는 현대상선 지분 38.7%를 보유하고 있지만, 당사가 파악한 바에 따르면 현대엘리베이터가 실질적으로 행사할 수 있는 현대상선 의결권은 최대 52.1%에 달하는 것으로 보인다. 그중 현대엘리베이터와 의결권공동행사계약 또는 주식공동보유계약을 맺은 Cape Fortune, Nexgen Capital, 대신증권, NH 농협증권, 대우조선해양 등(이하 우호주주들)이 행사하는 의결권은 17.3%에 달한다. 따라서, 이러한 우호주주들을 통해 우호적으로 행사하는 의결권을 제외한 현대그룹의 의결권(현대그룹 + 우리사주 + 親현대그룹)은 34.8%에 불과하다. 반면, 현대중공업 및 현대자동차 그룹 등으로 대표되는 이른바 범현대가가 결집할 경우 이미 37.3%의 의결권을 행사할 수 있는 상황이다. 따라서 현대엘리베이터와 우호주주의 관계가 상실되면 현대그룹은 현대상선에 대한 경영권을 위협받는다.

현대상선 지분 현황			(단위: 주)
주주구분	주식보유량	지분율	의결권*
범현대그룹	73,637,277	51.4%	52.1%
현대그룹	39,732,343	27.7%	28.1%
우호주주	24,437,636	17.1%	17.3%
우리사주	1,994,401	1.4%	1.4%
親현대그룹	7,472,897	5.2%	5.3%
범현대가	52,813,908	36.9%	37.3%
기타	16,822,044	11.7%	10.6%

자료: 동양증권 리서치센터 * 의결권은 현대상선의 자사주(의결권 없음)를 제외한 나머지 지분에 대한 비중

현대상선 지배구조 관련 계약 목록					(단위: 주)
현대그룹 주주	주식보유량	지분율	의결권	계약시작	계약종료
Cape Fortune (1)	2,924,576	2.04%	2.07%	2011-12-30	2014-12-31
Cape Fortune (2)	3,011,798	2.10%	2.13%	2011-12-30	2014-12-31
Nexgen Capital (1)	4,000,000	2.79%	2.83%	2011-04-13	2016-04-13
Nexgen Capital (2)	2,700,000	1.88%	1.91%	2010-09-17	2014-09-17
Nexgen Capital (3)	432,174	0.30%	0.31%	2010-09-17	2014-09-17
대신증권	2,303,405	1.61%	1.63%	2010-12-30	2012-12-28
NH 농협증권 (1)	1,871,402	1.31%	1.32%	2011-01-07	2013-01-17
NH 농협증권 (2)	2,185,817	1.53%	1.55%	2010-12-29	2012-12-29
NH 농협증권 (3)	2,143,000	1.50%	1.51%	2012-06-01	2014-06-01
대우조선해양	2,865,464	2.00%	2.03%	2011-08-23	2014-08-23
합계	24,437,636	17.06%	17.27%		

자료: 동양증권 리서치센터

현대엘리베이터 파생손실 내역				(단위: 십억원)
대상기관	계약구분	만기일	계약내용	당반기말 평가금액
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 1	2014.04.08	현대상선 보통주 2,000,000주 차액정산	4.3
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 2	2013.12.04	현대상선 보통주 2,000,000주 차액정산	5.1
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 3	2012.06.11	현대상선 보통주 2,000,000주 차액정산	-
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 4	2014.04.08	현대상선 보통주 900,000주 차액정산	-19.8
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 5	2014.10.20	현대상선 보통주 900,000주 차액정산	-16.6
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 6	2015.05.06	현대상선 보통주 900,000주 차액정산	-12.1
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 7	2014.04.08	현대상선 보통주 144,058주 차액정산	-0.8
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 8	2014.10.20	현대상선 보통주 144,058주 차액정산	-0.8
Nexgen Capital Ltd.	Transaction 9	2015.05.06	현대상선 보통주 144,058주 차액정산	-0.7
NH 농협증권(주)	TRS 1	2012.12.28	현대상선 보통주 1,871,402주 차액정산	-26.1
NH 농협증권(주)	TRS 2	2013.01.07	현대상선 보통주 2,185,817주 차액정산	-20.7
NH 농협증권(주)	TRS 3	2014.06.11	현대상선 보통주 2,143,000주 차액정산	-3.4
대신증권(주)	TRS	2013.01.07	현대상선 보통주 2,303,405주 차액정산	-21.8
Cape Fortune	옵션	2014.12.31	현대상선 보통주 3,011,798주 차액정산	-45.6
대우조선해양	1,500,000	2014.12.18	풋옵션 매도	-2.4
대우조선해양	1,365,464	2014.12.18	풋옵션 매도	-4.7
합산				-166.1

자료: 현대엘리베이터 2012년 상반기 반기보고서, 동양증권 리서치센터

현대상선 유상증자 계획			(단위: 억원)
유상증자개요 (2012.1.4)	단위	내용	
발행주식수	주		11,000,000
발행가액 (2차, 할인율 20%)	원		20,400
(최종발행가액은 2012년 12월 6일 결정)			
모집금액	십억원		224.4
신주배정기준일			2012-11-02
신주인수권상장			2012-11-26~30
우리사주배정	주		2,200,000
우리사주청약			2012-11-08
기존주주청약			2012-12-11~12

자료: 동양증권 리서치센터

그런데 최근 현대엘리베이터와 우호주주간의 관계에 변동이 발생할 수 있는 상황이 감지되고 있다. 현대엘리베이터는 현대상선 주가의 변화에 따라 우호주주에게 발생하는 시가차익 또는 손실을 떠안는 파생상품계약을 맺고 있다. 최근 들어 현대상선의 주가가 지속하락함에 따라 이들 파생계약에 누적된 손실은 1,661억원에 달한다. 이 손실은 계약기간 만료시 현금으로 정산되어야한다. 현대엘리베이터의 2대주주인 선들러는 최근 현대엘리베이터의 파생손실과 관련된 회계장부 및 의사회의 사록을 공개하라는 소송을 제기했다. 경제민주화에 대한 요구가 높아지고 있는 상황에서 그룹의 이해가 반영된 이러한 계약들은 소수주주의 정당한 권리를 침해하는 것으로 판단될 가능성도 있다.

우리는 현대그룹이 우호주주들과의 관계를 유지하기 위해 맺은 계약을 10건으로 분류하고 있는데, 우선 2012년 말을 전후로 계약 만기를 맞이하는 3건이 문제가 될 것으로 보인다. 이 3건의 계약에 묶여있는 의결권은 총 4.5% (636만주)에 해당된다. 현대엘리베이터는 이들 계약의 만료 전에 새로운 파생계약을 맺거나 파생계약을 연장이 어려워질 경우 현대상선 지분을 직접 추가 확보해야한다. 이러한 시점에서 현대상선의 유상증자가 발표되었다. 현대엘리베이터는 현대상선의 유상증자에 참여해 현대상선에 대한 지분을 늘리는 한편, 실권주를 새로운 우호주주에게 넘기고자 할 것이다. 2010년 현대상선의 유상증자시에는 당시 실권주들을 NH 농협증권, 대신증권 등이 인수하면서 새로운 우호주주가 된 바 있다.

C. 이상의 경영권 이슈가 주가에 미치는 영향은?

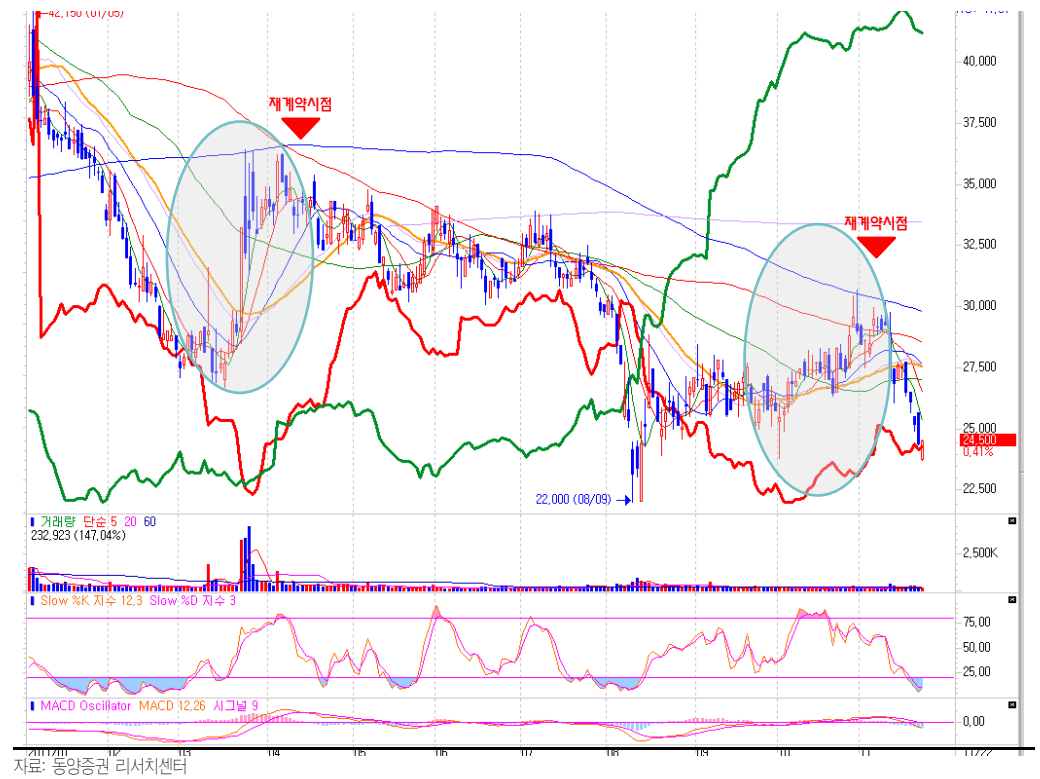
현대상선의 대주주들의 입장을 고려할 때, 우리는 현대상선의 주가가 2012년 12월 중 강세를 보이는 것이 유리하다고 판단한다.

유상증자를 앞두고 있는 현 상황에서, 현대상선의 대주주인 현대엘리베이터는 현대상선의 주가가 낮게 유지되는 것이 선호할 가능성이 높다. 왜냐하면 현대상선의 주가가 낮을수록 적은 금액으로 현대상선의 지분을 확보할 수 있고, 우호주주에게 실권주를 넘길 경우 새로운 파생계약의 기준가가 낮을수록 향후 발생할 수 있는 파생손익에 유리하기 때문이다.

반면, 2012년 12월 6일 현대상선의 유상증자기준가격이 결정되면, 현대상선 주가가 상승할수록 현대엘리베이터에게 유리하다. 현대상선 주가가 강세가 되면, 현대엘리베이터는 1) 만기가 도래하는 3건의 우호주주들과의 계약에서 정산해야하는 금액이 줄어들게 되고, 2) 새로운 우호주주와의 계약에서 파생이익이 발생함으로써 기존에 누적된 파생손실을 상쇄할 수 있기 때문이다.

대주주들의 의도가 반드시 주가에 반영된다고 볼 수는 없으나, 12월 19일 대선 이후 대북관계 변화에 따른 현대아산 실적 개선, 유상증자에 따른 안정적 유동성 확보 등은 주가에 긍정적인 영향을 줄 것이다. 참고로, 2011년 Nexgen Capital 과 현대엘리베이터간의 계약이 종료되는 시점의 주가는 긍정적이었다.

2011년 현대엘리베이터와 Nexgen Capital의 파생계약 종료시점을 앞둔 현대상선의 주가 움직임은 긍정적이었다.



D. 대북관계 개선시 손해가 예상된다.

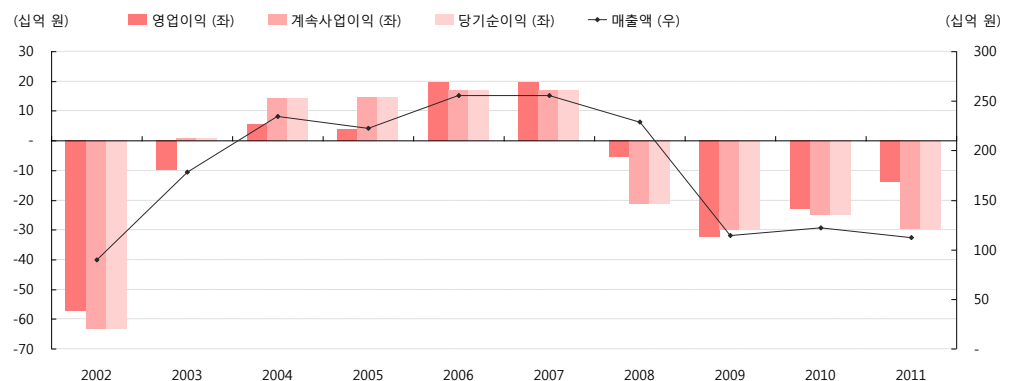
이른바 유력한 대권주자들은 하나같이 집권 이후 대북관계를 개선할 것이라고 말하고 있다. 현대상선은 정권교체 이후 대북관계 개선시 자회사인 현대아산을 통한 손해가 예상된다.

현대상선은 현대아산의 지분 63%를 보유하고 있는 최대주주이다. 현대아산의 북한관광이 중단된 2008년 이후 2011년까지 1,060억원의 순손실이 누적되었다. 2009년말 기준 현대아산의 북한내 자산은 1,245억원이다.

2008년 이후 현대아산은 2009년 200억원, 2010년 유상증자를 통해 자금을 조달했다. 현대상선은 현대아산 지분 63.0%를 보유하고 있는 최대주주로써 지난 3회의 유상증자를 통해 현대아산에 310억원을 추가 투자했다. 현재 현대아산도 유상증자를 진행중이며 현대상선은 130억원을 추가 투입할 것으로 예상된다.

대북사업이 재개되는 과정에서 현대아산이 정상화되면 현대상도 수혜를 입을 것으로 보인다. 과거 현대아산은 연간 200억원 이내의 영업이익을 기록했기 때문에, 현대상선의 연결이익 기여는 크지 않을 수 있다. 그러나, 더 중요한 것은 현대그룹의 정치적 중요성도 재부각될 것이라는 점이다. 대북사업이 재개되면 현대아산의 역할이 커질 수 밖에 없고, 현대아산의 투자를 뒷받침하고있는 현대상선에 우호적인 환경이 조성될 가능성도 기대해 볼 수 있다.

현대아산 실적 추이



자료: 동양증권 리서치센터

E. 2013년 현대상선 영업이익 1,994억원 (흑자전환)

현대상선의 2013년 영업이익은 1,994억원으로 흑자 전환할 것으로 보이지만 계속된 당기순손실 예상된다.

2013년 영업이익이 개선되는 가장 큰 이유는 현재 운임 수준이 지난해대비 높은 상황이어서 2012년 1Q와 같은 대규모 손실은 발생하지 않을 것으로 판단하기 때문이다.

2013년 컨테이너 운임은 전년대비 1.6% 상승할 것으로 보인다. 2013년에는 해운사들이 상당량의 신규건조 선박을 인도받게 됨에 따라 운임 조절을 위해서는 올해보다 더 강한 공급조절이 필요할 것으로 보인다. 잉여 Capacity가 있는 상황에서 운임이 장기간 높게 유지되기는 어려울 것이다.

현대상선 주요 지표												(단위: 십억원)			
항목	2012F	2013F	2014F	1Q'12	2Q'12	3Q'12F	4Q'12F	1Q'13F	2Q'13F	3Q'13F	4Q'13F	1Q'14F	2Q'14F	3Q'14F	4Q'14F

재무지표

매출액	8,186.3	8,594.8	9,620.8	1,864.2	2,123.9	2,121.5	2,076.8	2,015.3	2,112.4	2,346.3	2,120.7	2,145.7	2,395.8	2,679.3	2,400.0
YoY	10.3%	5.0%	11.9%	9.8%	14.4%	12.2%	5.2%	8.1%	-0.5%	10.6%	2.1%	6.5%	13.4%	14.2%	13.2%
조정영업이익	-347.3	199.4	339.4	-217.0	-86.4	-23.5	-20.4	-4.3	52.2	118.0	33.4	18.3	87.3	168.6	65.2
YoY	적지	흑전	70.3%	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	67.4%	42.9%	94.9%
영업이익	-297.8	199.4	339.4	-203.1	-122.6	28.6	-0.8	-4.3	52.2	118.0	33.4	18.3	87.3	168.6	65.2
YoY	적지	흑전	70.3%	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	312.2%	흑전	흑전	67.4%	42.9%	94.9%
EBITDA	-7.5	497.1	624.4	-138.1	-52.7	106.6	76.7	72.0	127.1	191.8	106.1	89.9	158.7	240.2	135.6
YoY	적지	흑전	25.6%	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	80.0%	38.3%	24.9%	24.8%	25.2%	27.8%
순이익	-710.2	-162.3	-20.1	-265.9	-187.9	-124.3	-132.2	-89.1	-41.7	25.9	-57.5	-70.6	-3.8	77.8	-23.5
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	200.6%	적지
OPM	-4.1%	2.4%	3.6%	-11.2%	-6.1%	0.1%	0.0%	-0.2%	2.6%	5.2%	1.6%	0.9%	3.8%	6.4%	2.8%
부채비율	767.0%	856.5%	844.5%	488.3%	626.3%	693.2%	767.0%	827.2%	858.9%	833.2%	856.5%	922.9%	936.5%	856.9%	844.5%
순차입금	6,332.9	6,177.7	6,012.8	6,239.4	6,239.4	6,309.2	6,332.9	6,342.6	6,303.7	6,198.4	6,177.7	6,226.9	6,232.5	6,071.3	6,012.8

영업지표

컨테이너운임	1,270	1,291	1,321	1,168	1,330	1,322	1,253	1,246	1,279	1,349	1,283	1,273	1,307	1,378	1,311
YoY	3.2%	1.6%	2.3%	-4.7%	0.5%	8.3%	8.3%	6.7%	-3.9%	2.0%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
컨테이너수송량	3,059	3,320	3,988	708	761	781	809	782	817	907	814	856	1,008	1,119	1,004
YoY	3.4%	8.5%	20.1%	1.0%	4.4%	2.4%	5.4%	10.5%	7.3%	16.2%	0.6%	9.5%	23.4%	23.4%	23.4%
급유단가(\$/톤)	681	631	633	695	710	660	662	625	633	633	633	633	633	633	633
YoY	9.5%	-7.3%	0.4%	30.1%	12.3%	1.0%	0.2%	-10.1%	-10.8%	-4.0%	-4.3%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%

Per Share

조정 EPS(원)	-5,020	-1,147	-142	-1,880	-1,328	-878	-934	-630	-294	183	-406	-499	-27	550	-166
YoY	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전	적전
조정 BPS(원)	4,988	3,840	4,063	8,339	6,800	5,922	4,988	4,358	4,063	4,246	3,840	3,341	3,314	3,864	3,698
YoY	흑전	-23.0%	5.8%	-17.0%	-18.5%	-12.9%	-15.8%	-12.6%	-6.8%	4.5%	-9.6%	-13.0%	-0.8%	16.6%	-4.3%
ROE	-71.6%	-19.6%	-2.5%												

자료: 동양증권 리서치센터

현대상선 (011200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	81,242	74,208	81,863	85,948	96,208
매출원가	71,780	73,699	81,531	80,068	88,464
매출총이익	9,463	509	333	5,879	7,744
판매비	3,761	3,893	3,806	3,886	4,350
조정영업이익	5,702	-3,384	-3,473	1,994	3,394
기타영업손익	195	-761	494	0	0
외환관련손익	104	-272	524	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타	91	-489	-30	0	0
영업이익	5,896	-4,146	-2,978	1,994	3,394
EBITDA	8,335	-1,565	-75	4,971	6,244
영업외손익	-346	-956	-3,516	-2,821	-2,775
외환관련손익	-428	747	-815	0	0
이자손익	-2,066	-2,149	-2,714	-2,741	-2,687
관계기업관련손익	2,568	504	36	-81	-88
기타	-421	-58	-22	0	0
법인세비용차감전순이익	5,550	-5,101	-6,494	-828	619
법인세비용	-81	247	367	448	448
계속사업순이익	5,631	-5,348	-6,861	-1,276	171
중단사업순이익	133	5	0	0	0
당기순이익	5,764	-5,343	-6,861	-1,276	171
지배지분순이익	5,863	-5,245	-7,102	-1,623	-201
포괄순이익	5,671	-7,234	-6,928	-1,276	171
지배지분포괄이익	5,772	-7,135	-7,172	-1,623	-201

주: 1. 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	2,978	389	-2,354	1,663	2,351
당기순이익	5,764	-5,343	-6,861	-1,276	171
감가상각비	2,439	2,581	2,903	2,977	2,850
외환손익	-1,101	-742	406	0	0
종속, 관계기업관련손익	-705	-368	-7	81	88
자산부채의 증감	-3,080	2,189	-192	-119	-758
기타현금흐름	-338	2,073	1,396	0	0
투자활동 현금흐름	3,618	-2,664	-2,275	-230	-1,460
투자자산	-77	-451	-200	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,611	-1,825	-2,591	-230	-1,460
유형자산 감소	252	427	212	0	0
기타현금흐름	5,053	-815	304	0	0
재무활동 현금흐름	-2,398	-3,784	5,677	-1,433	-891
단기차입금	-72	883	-678	119	758
사채 및 장기차입금	272	-1,433	6,707	-1,036	-2,484
자본	3,260	0	550	0	0
현금배당	-678	-729	0	0	0
기타현금흐름	-5,181	-2,504	-902	-516	835
연결범위변동 등 기타	-128	-48	-124	0	0
현금의 증감	4,070	-6,106	924	0	0
기초 현금	8,830	12,900	6,794	7,718	7,718
기말 현금	12,900	6,794	7,718	7,718	7,718
NOPLAT	5,983	-4,346	-3,146	3,073	3,394
FCF	3,730	-1,401	-3,026	5,702	1,569

자료: 동양증권

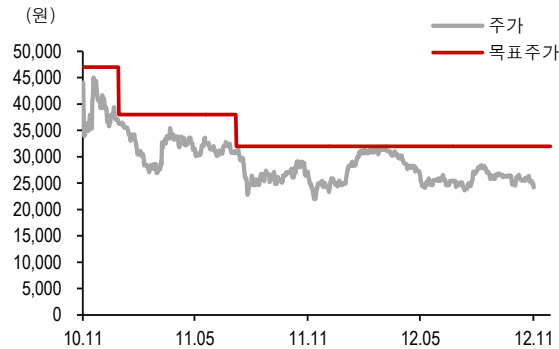
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	27,922	23,404	26,422	26,713	28,564
현금및현금성자산	12,900	6,794	7,718	7,718	7,718
매출채권 및 기타채권	6,908	8,770	9,770	9,976	11,281
재고자산	2,725	4,127	4,060	4,146	4,692
비유동자산	60,802	64,590	68,064	65,316	63,926
유형자산	39,026	41,244	44,813	42,065	40,675
관계기업 등 지분관련자산	7,321	8,516	8,301	8,301	8,301
기타투자자산	3,939	2,867	2,956	2,956	2,956
자산총계	88,724	87,994	94,485	92,029	92,490
유동부채	16,235	18,479	23,060	20,351	23,802
매입채무 및 기타채무	5,559	7,594	8,179	8,351	9,444
단기차입금	146	900	3,269	3,388	4,147
유동성장기부채	8,466	9,555	11,019	8,020	9,619
비유동부채	46,610	52,051	59,978	61,506	58,345
장기차입금	22,639	29,041	37,089	42,917	44,169
사채	19,469	17,839	14,260	10,396	5,060
부채총계	62,845	70,530	83,038	81,857	82,148
자배지분	25,381	17,072	10,465	8,841	8,640
자본금	8,164	8,164	8,714	8,714	8,714
자본잉여금	9,312	9,311	9,311	9,311	9,311
이익잉여금	7,941	1,894	-5,268	-6,891	-7,092
비지배지분	498	392	983	1,330	1,703
자본총계	25,879	17,465	11,448	10,172	10,343
순차입금	39,073	51,655	63,321	61,888	60,997
총차입금	53,397	60,503	72,986	71,553	70,662

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	4,316	-3,661	-4,912	-1,052	-130
BPS	16,559	12,241	7,085	6,033	5,902
EBITDAPS	5,442	-1,063	-52	3,222	4,047
SPS	53,039	50,407	56,618	55,711	62,362
DPS	500	0	0	0	0
PER	7.8	-8.2	-4.9	-23.0	-185.5
PBR	2.0	2.4	3.4	4.0	4.1
EV/EBITDA	10.2	-60.6	-1,313.2	19.7	15.6
PSR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	17.1	-8.7	10.3	5.0	11.9
영업이익 증가율 (%)	-202.3	-170.3	-28.2	-166.9	70.3
조정영업이익 증가율 (%)	-198.9	-159.4	2.6	-157.4	70.3
지배순이익 증가율 (%)	-173.0	-189.5	35.4	-77.1	-87.6
매출총이익률 (%)	11.6	0.7	0.4	6.8	8.0
영업이익률 (%)	7.3	-5.6	-3.6	2.3	3.5
조정영업이익률 (%)	7.0	-4.6	-4.2	2.3	3.5
지배순이익률 (%)	7.2	-7.1	-8.7	-1.9	-0.2
EBITDA 마진 (%)	10.3	-2.1	-0.1	5.8	6.5
ROIC	11.2	-8.9	-6.0	5.7	1.8
ROA	6.6	-5.9	-7.8	-1.7	-0.2
ROE	24.7	-24.7	-51.6	-16.8	-2.3
부채비율 (%)	242.8	403.8	725.4	804.8	794.3
순차입금/자기자본 (%)	153.9	302.6	605.1	700.0	706.0
영업이익/금융비용 (배)	1.9	-1.4	-0.9	0.6	1.1

현대상선 (011200) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2012-11-19	HOLD	32,000
2012-10-15	HOLD	32,000
2012-08-13	HOLD	32,000
2012-07-23	HOLD	32,000
2012-05-08	HOLD	32,000
2012-04-23	HOLD	32,000
2012-02-07	HOLD	32,000
2012-01-25	HOLD	32,000
2012-01-05	HOLD	32,000
2011-11-23	HOLD	32,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~-20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



공부해서 남먹는 애널리스트 **강성진**입니다.

(02)3770-3592

seongjin.kang@tongyang.co.kr

동양증권

STX팬오션 (028670)

2013년 업황 개선 가시화... 유동성만 확인하자

투자의견: **BUY (M)**

목표주가: **7,900원 (D)**

해운

주가	3,120원
자본금	2,059억원
시가총액	6,423억원
주당순자산	9,571원
부채비율	279.57%
총발행주식수	205,858,417주
60일 평균 거래대금	52억원
60일 평균 거래량	1,383,773주
52주 고	8,460원
52주 저	3,090원
외인지분율	2.06%
주요주주	STX 외 9 인 36.08%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(13.6)	(24.4)	(50.5)
상대	(4.2)	(5.0)	0.3
절대(달러환산)	(12.4)	(21.5)	(48.5)



자료: Datastream



Why This Report

2012년을 힘차게 출발했던 STX 팬오션은 지속된 실적 부진으로 인해 운송 유니버스 종목중 가장 나쁜 성적을 냈습니다. 한편, STX 팬오션의 주가 하락과정을 돌아켜 보면 그룹 리스크, 웅진사태 등, STX 팬오션 외부에서 발생한 충격이 많았던 점은 아쉽습니다. 2013년을 앞두고 STX 팬오션에 대한 투자의견을 다시 정리해보았습니다. 2013년은 벌크선 운임이 반등국면으로 진입할 가능성이 매우 높습니다. 유동성문제만 확인되면 상승여력이 가장 큰 종목입니다.

Investment Point

2013년 벌크선 수급 상황 개선에 따른 실적 개선 예상

- ▶ 2013년 벌크선 공급 증가율 2.6%로 낮아질 것. 건조는 많았지만 발주는 없었기 때문
- ▶ 2013년 벌크선 수요 증가율이 5.3%에 불과하더라도 수급 개선이 가능한 상황
- ▶ 2012년 영업이익은 소폭이나마 흑자 전환하게 될 것으로 예상

유동성 확보계획 진행 중 - 2013년 3월 사채 상환하면 큰 어려움 없을 것

- ▶ 4Q STX팬오션은 선박매각, 주니어론 등을 활용해 총 6,000억원의 가용현금을 확보할 것으로 예상
- ▶ 3Q말 현금 보유액은 3,764억원 ... 연말까지 3,500억원의 현금을 유지할 것

현재주가는 PBR 0.4배 수준에 불과. 유동성 우려 반영된 주가

- ▶ 2013년 3월 회사채 2천억원 상환되면 유동성 우려 상당부분 불식 될 것. 상승여력은 매우 큼

투자의견 BUY, 목표주가 7,900원으로 하향조정

- 2013년 벌크선 수급상황 개선 가능성 높고 이에 따른 수혜 기대됨
- 유동성 확보 계획대로 진행중 ... 2013년 3월 회사채 상환하면 우려는 크게 완화

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	64,693	57,422	52,876	53,865	55,913
매출액증가율	40.1	-11.2	-7.9	1.9	3.8
영업이익	1,033	-230	-2,777	167	702
조정영업이익	941	-1,233	-2,359	40	694
지배주주귀속 순이익	784	-228	-3,743	-1,457	-1,092
지배주주 귀속 EPS	381	-111	-1,818	-708	-530
증가율	-185.4	-129.1	1,537.8	-61.1	-25.1
PER	32.0	-74.9	-1.7	-4.4	-5.9
PBR	1.0	0.7	0.3	0.3	0.4
EV/EBITDA	19.2	37.6	-49.9	25.3	19.8
ROA	1.4	-0.3	-5.2	-1.9	-1.3
ROE	3.2	-0.9	-17.1	-7.7	-6.2

자료: 동양증권

A. STX 팬오션 - 투자의견 BUY, 목표주가 7,900원(하향)

STX팬오션에 대해 BUY의견을 유지한다 STX팬오션의 투자포인트와 리스크는 다음과 같다

긍정적 : 벌크선 수급상황의 개선에 따른 운임 상승이 기대된다는 점은 긍정적이다. 2013년 벌크선의 선복량 증가율은 2.6%로 예상된다. 반면 벌크선에 대한 수요는 5.3% 증가하면서 BDI는 2012년 대비 +17.4% 상승할 것으로 보인다.

리스크 : STX 팬오션이 단기간내에 현금 부족 문제에 부딪힐 것으로 보이지는 않지만 유동성 상황은 당분간 STX 팬오션 주가를 억누르는 요인이 되고 있다. STX 팬오션은 CB 상환요구 2,200억원(11월) 등 유동성 수요에 대응하는 계획을 수립한 바 있다. 이러한 유동성관련 이슈가 차질없이 마무리 되는 것을 확인할 필요가 있다.

STX 팬오션의 주가는 PBR 0.4배에 해당되며 이미 유동성에 대한 불안감을 반영하고 있다. 그러나 2013년 3월 2,000억원의 사채가 상환된 이후에는 유동성 우려가 상당부분 불식될 것으로 판단된다. 또, 2013년 중에는 벌크선 수급상황이 개선되면서 실적이 개선되는 상황에서는 주가의 상승여력은 매우 클 것으로 예상된다.

STX 팬오션 적정주가 (Forward 6 Months)					(단위: 십억원)
항목	4Q 2012	1Q 2013	2Q 2013	3Q 2013	비고
조정순자산가치 (A)	2,098.6	2,063.8	2,030.4	2,004.5	
장부상순자산가치	1,848.6	1,813.8	1,780.4	1,754.5	
BW 전환금액	250.0	250.0	250.0	250.0	
조정 주식수 (B)	240,547	240,547	240,547	240,547	천 주
발행주식수	205,858	205,858	205,858	205,858	천 주
자기주식수	1,128	1,128	1,128	1,128	천 주
BW 전환주식수	35,817	35,817	35,817	35,817	천 주
조정 BPS (A) / (B)	8,724	8,580	8,441	8,333	원
적정주가	7,852	7,722	7,597	7,500	원, PBR 0.9
현재주가	3120	3120	3120	3120	원
상승여력	151.7%	147.5%	143.5%	140.4%	%

자료: 동양증권 리서치센터

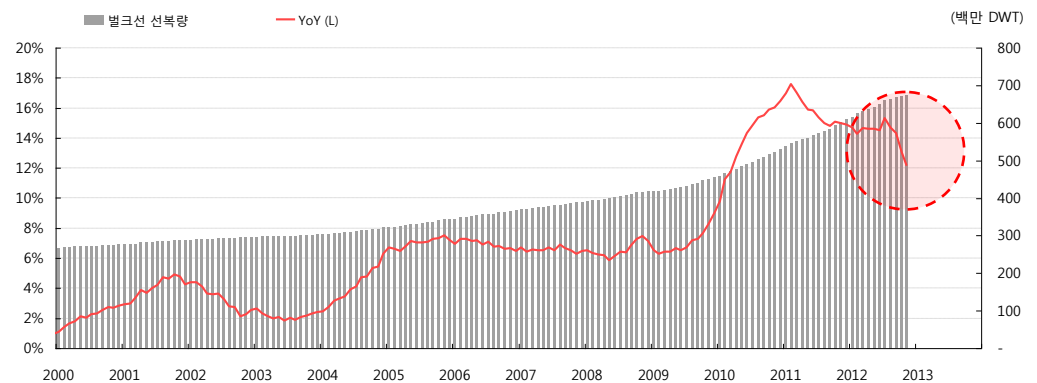
B. 투자포인트 - 벌크선 수급 상황 호전에 따른 실적 개선 예상

우리가 STX 팬오션에 대해 투자의견 BUY 를 유지하는 것은, 1) 벌크선의 선박 수급상황이 2013년부터 개선될 가능성이 매우 높아 보이고, 2) 최근 주가는 STX 그룹의 유동성문제를 반영하여 PBR 0.4배 수준까지 낮아져 있기 때문이다.

2013년 BDI는 2012년 대비 17.4% 상승한 1,139pt 를 기록할 것으로 예상된다.

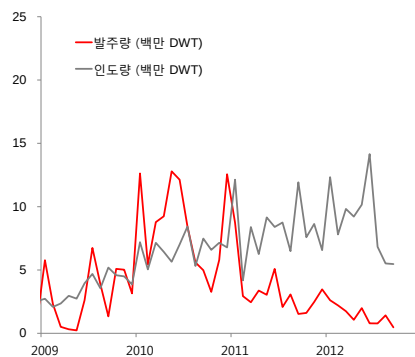
2013년 벌크선의 선박량 증가율은 2.6%로 낮아질 것으로 예상된다. 이는 최근 2년간 벌크 선박의 건조는 매우 활발하게 이뤄졌던 반면 신규발주는 거의 없었기 때문이다. 2008년 10월 79%에 달했던 벌크선의 수주잔고 비율은 지난 10월말 21.2%까지 낮아졌다. 한편 2013년에는 전체 벌크선박의 5%에 해당되는 3,393만 DWT 의 벌크선이 해체될 것으로 보인다.

세계 벌크선 공급증가율 추이 - 7 월 이후 증가율 둔화



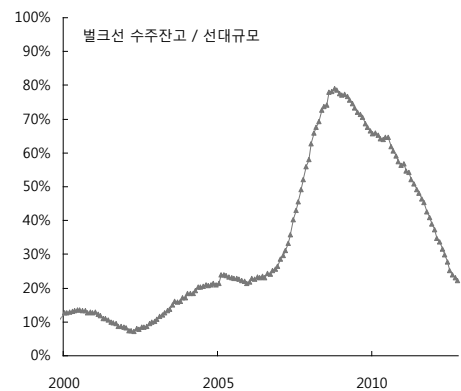
자료: 동양증권 리서치센터

벌크선 신규발주 추이와 선박인도량



자료: 동양증권 리서치센터

세계 선종별 수주잔고 비율 - 벌크선의 수주잔고 급락

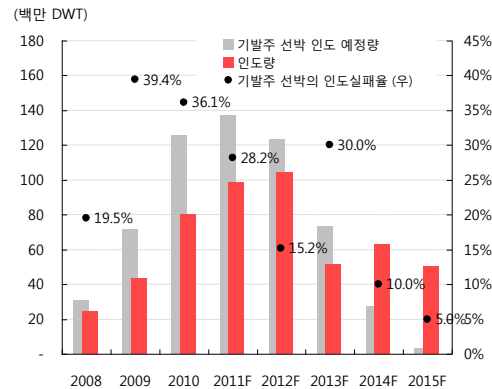


자료: 동양증권 리서치센터

한편, 2013년 벌크선에 대한 수요는 5.3% 증가할 것으로 예상된다. 이는 2013년 예상 세계 경제

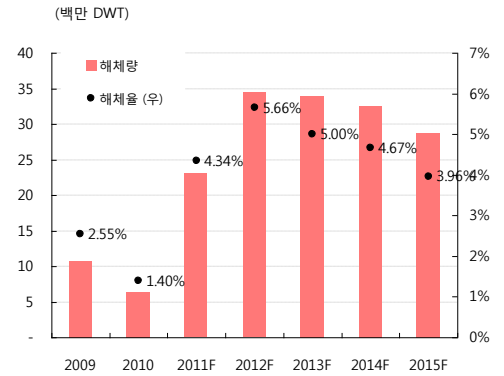
성장을 3.6% (IMF 전망)를 가정한 것이다. 철광석 수송수요가 견조한 가운데 석탄수요 증가가 수요 증가를 주도할 것으로 예상된다.

인도 예정량과 인도량 추이



자료 : Clarksons, 동양종합금융증권 리서치센터

해체량과 해체율 추이



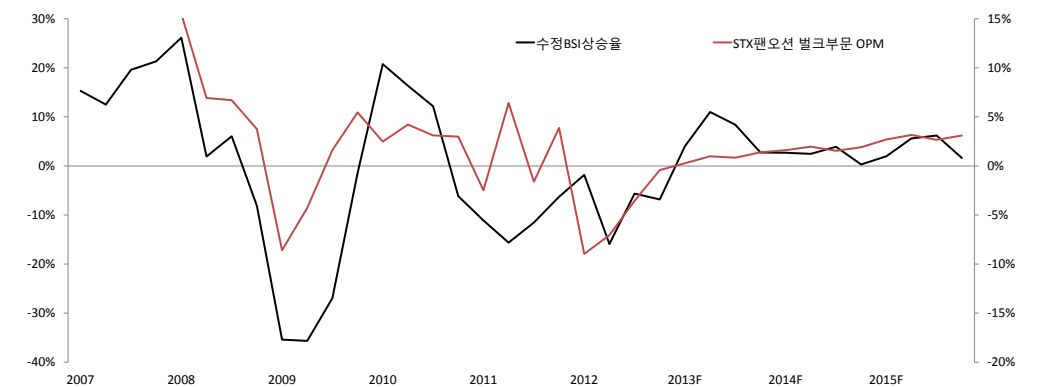
자료 : Clarksons, 동양종합금융증권 리서치센터

D. BDI가 상승하면 STX 팬오션의 실적은 개선되는 모습을 보여왔다.

2013년 STX 팬오션 영업이익은 소폭이나마 흑자전환 할 것으로 예상된다.

벌크선 수급상황이 개선됨에 따라 벌크선 운임도 회복될 것이라는 판단이다. 과거 STX 팬오션의 벌크부문 수익성은 BSI 변화율과 관련이 높았다.

벌크운임지수 상승에 따라 STX 팬오션의 OPM도 점차 높아질 것으로 예상



자료 : 동양증권 리서치센터

항목	2012F	2013F	2014F	1Q'12	2Q'12	3Q'12F	4Q'12F	1Q'13F	2Q'13F	3Q'13F	4Q'13F	1Q'14F	2Q'14F	3Q'14F	4Q'14F
재무지표															
매출액	5,287.6	5,386.5	5,591.3	1,232.3	1,445.4	1,346.5	1,263.5	1,307.8	1,337.8	1,359.5	1,381.3	1,384.3	1,404.7	1,401.1	1,401.2
YoY	-7.9%	1.9%	3.8%	-9.6%	-4.9%	0.0%	-16.4%	6.1%	-7.4%	1.0%	9.3%	5.8%	5.0%	3.1%	1.4%
조정영업이익	-235.9	4.0	69.4	-128.5	-25.0	-66.0	-16.4	-10.8	1.3	5.4	8.1	10.5	18.6	19.7	20.6
YoY	적지	흑전	1650.3	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	1330.3	262.0%	156.0%
영업이익	-277.7	16.7	70.2	-133.1	-101.2	-40.6	-2.8	-4.0	4.7	7.1	8.9	11.0	18.8	19.8	20.7
YoY	적지	흑전	320.8%	적지	적전	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	300.9%	177.3%	132.2%
EBITDA	-53.5	207.2	286.5	-86.9	20.5	-18.4	31.4	37.9	51.4	56.9	60.9	64.8	72.9	73.9	75.0
YoY	적전	흑전	38.3%	적지	-31.4%	적지	32.4%	흑전	151.0%	흑전	94.1%	70.8%	41.7%	29.9%	23.0%
순이익	-374.3	-145.7	-109.2	-118.4	-92.4	-100.7	-62.7	-41.6	-34.8	-34.4	-34.8	-33.4	-25.9	-25.3	-24.6
YoY	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
OPM	-5.5%	0.2%	1.3%	-10.5%	-7.6%	-3.7%	-0.3%	-0.5%	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	1.4%	1.5%	1.5%
부채비율	281.4%	346.3%	314.1%	222.0%	244.7%	264.8%	281.4%	298.4%	314.1%	330.0%	346.3%	354.2%	360.7%	366.7%	372.8%
순차입금	4,193.7	4,983.9	5,099.8	3,497.8	3,871.6	3,997.3	4,193.7	4,401.2	4,598.2	4,791.8	4,983.9	5,018.9	5,048.6	5,074.4	5,099.8

영업지표

BDI	976	1,148	1,251	853.5	1,021.5	836.0	1,003.0	1,119.7	1,183.3	1,110.3	1,180.0	25.4	25.4	25.4	25.4
YoY	-37.0%	17.6%	8.9%	-37.0%	-26.0%	-45.8%	-47.5%	31.2%	15.8%	32.8%	17.6%	-97.7%	-97.8%	-97.7%	-97.8%
BSI	1,010	1,333	1,453	828.2	1,075.6	970.7	1,164.6	1,300.2	1,374.0	1,289.2	1,370.1	1,416.3	1,496.7	1,404.4	1,492.5
YoY	-26.5%	32.0%	8.9%	-39.5%	-23.3%	-27.8%	-15.4%	57.0%	27.7%	32.8%	17.6%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
수송량 (천톤)	119,925	118,679	120,015	27,359	31,794	31,179	29,593	29,888	29,631	29,509	29,651	29,792	29,933	30,074	30,216
YoY	1.7%	-1.0%	1.1%	-0.2%	5.3%	8.8%	-6.4%	9.2%	-6.8%	-5.4%	0.2%	-0.3%	1.0%	1.9%	1.9%
금유단가(\$/톤)	684	632	633	751	694	661	643	629	633	633	633	633	633	633	633
YoY	5.3%	-7.6%	0.2%	31.8%	3.6%	-1.3%	-7.7%	-16.2%	-8.7%	-4.2%	-1.5%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%

Per Share

조정 EPS(원)	-1,556	-606	-454	-492	-384	-419	-261	-173	-145	-143	-145	-139	-108	-105	-102
YoY	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
조정 BPS(원)	8,146	7,540	7,086	9,379	9,097	8,407	8,146	7,973	7,828	7,685	7,540	7,401	7,294	7,189	7,086
YoY	-31.1%	-7.4%	-6.0%	-20.7%	-3.0%	-7.6%	-3.1%	-2.1%	-1.8%	-1.8%	-1.9%	-1.8%	-1.5%	-1.4%	-1.4%
ROE	-19.1%	-8.0%	-6.4%												

자료: 동양증권 리서치센터

C. 리스크 - 유동성 상황 확인 필요

STX팬오션이 단기간내에 현금 부족 문제에 부딪힐 것으로 보이지는 않으나, 유동성 보충 과정을 확인할 필요는 있다.

STX팬오션은 3Q말 기준으로 3,764억원의 현금을 보유하고 있다. 4Q 중 선박매각을 통해 1천억원의 현금 조달이 이뤄질 예정이며, 4Q중 영업에서 창출할 수 있는 현금의 약 94억원으로 추정된다. 여기에 선박금융 자담분을 활용한 주니어론을 1,200억원가량 추가 도입하는 것을 추진하고 있다. 이를 합산하면 4Q중 사용 가능한 현금의 6,058억원이다.

한편, STX팬오션이 하반기에 지급해야하는 의무는 CB만기대응 2,200억원 (11월), 선박건조 대금 300억원 등 합산 2,500억원이다. 따라서 연말까지 3,500억원 가량의 현금을 유지할 수 있을 것으로 예상된다.

STX 팬오션 현금수급 전망 (2012년 4Q)			(단위: 십억원)
항목	금액	비고	
기초현금	376.4		
선박매각 (예정)	100.0		
선박건조 자담분 리파이낸싱 (진행중)	120.0		
EBITDA - 순이자비용 (예상)	9.4		
가용현금	605.8		
CB 만기 상환 (11월)	220.0	2억달러	
선박건조자금	30.0		
필요현금	250.0		
연말 예상현금	355.8		

자료: 동양증권 리서치센터

STX 팬오션 사채 내역					(단위: 십억원)
회차	발행일	만기일	표시이자율	액면금액	
6회 무보증사채	2009-07-29	2012-07-29	7.50%	200.0	
12회 무보증 신주인수권부사채	2012-03-02	2015-03-02	3.00%	250.0	
8회 무보증사채	2010-03-12	2013-03-12	6.80%	200.0	
9회 무보증사채	2010-10-27	2013-10-27	4.90%	200.0	
10회 무보증사채	2011-02-25	2014-02-25	5.60%	200.0	
11회 무보증사채	2011-08-25	2014-08-25	5.50%	150.0	
7회 해외전환사채(*1)	2009-11-20	2014-11-20	4.50%	233.5	
13회 무보증사채	2012-04-25	2015-04-25	6.30%	100.0	
합 계				1,533.5	

자료: STX 팬오션 2012년 반기보고서, 동양증권 리서치센터

STX 팬오션 (028670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	64,693	57,422	52,876	53,865	55,913
매출원가	62,548	57,446	53,984	52,589	53,941
매출총이익	2,145	-24	-1,108	1,276	1,972
판매비	1,204	1,209	1,252	1,236	1,277
조정영업이익	941	-1,233	-2,359	40	694
기타영업손익	92	1,004	-418	127	8
외환관련손익	4	-25	6	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타	88	1,029	-424	127	8
영업이익	1,033	-230	-2,777	167	702
EBITDA	2,281	1,255	-953	2,200	2,873
영업외손익	-175	-413	-1,533	-1,499	-1,668
외환관련손익	114	259	-482	0	0
이자손익	-240	-585	-1,146	-1,499	-1,668
관계기업관련손익	-8	-42	-28	0	0
기타	-41	-46	123	0	0
법인세비용차감전순이익	859	-642	-4,310	-1,332	-966
법인세비용	69	-422	-641	23	16
계속사업순이익	790	-220	-3,669	-1,355	-982
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	790	-220	-3,669	-1,355	-982
지배지분순이익	784	-228	-3,743	-1,457	-1,092
포괄순이익	192	139	-4,411	-1,355	-982
지배지분포괄이익	169	129	-4,483	-1,457	-1,092

주: 1. 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	248	-1,787	-1,543	520	1,162
당기순이익	790	-220	-3,669	-1,355	-982
감가상각비	1,197	1,431	1,790	2,011	2,149
외환손익	82	-167	494	0	0
종속, 관계기업관련손익	8	42	28	0	0
자산부채의 증감	-1,107	-1,005	347	-158	-27
기타현금흐름	-723	-1,868	-533	22	22
투자활동 현금흐름	-1,955	-57	-3,331	-8,422	-2,322
투자자산	994	2,980	425	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,750	-5,574	-9,991	-8,400	-2,300
유형자산 감소	567	1,996	493	0	0
기타현금흐름	234	541	5,743	-22	-22
재무활동 현금흐름	990	487	3,794	7,902	1,160
단기차입금	0	0	-385	158	27
사채 및 장기차입금	1,195	691	24,977	7,744	1,133
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-205	-205	-164	0	0
기타현금흐름	0	0	-20,635	0	0
연결범위변동 등 기타	-115	58	-166	0	0
현금의 증감	-832	-1,300	-1,246	0	0
기초 현금	7,142	6,310	5,010	3,764	3,764
기말 현금	6,310	5,010	3,764	3,764	3,764
NOPLAT	1,033	-230	-2,777	170	714
FCF	-2,659	-5,173	-10,183	-6,356	559

자료: 동양증권

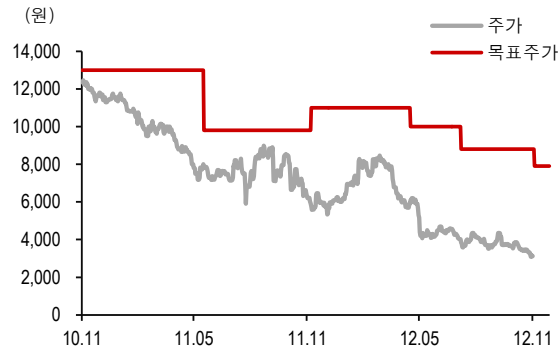
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	19,903	17,018	14,039	14,427	14,493
현금및현금성자산	6,310	5,010	3,764	3,764	3,764
매출채권 및 기타채권	5,645	6,688	3,424	3,743	3,797
재고자산	467	734	743	812	824
비유동자산	40,149	51,385	59,396	65,785	65,935
유형자산	38,492	49,038	56,182	62,571	62,721
관계기업등 지분관련자산	574	632	623	623	623
기타투자자산	659	614	287	287	287
자산총계	60,053	70,164	74,956	81,734	81,950
유동부채	11,481	13,287	16,822	17,860	14,576
매입채무 및 기타채무	4,949	5,541	2,471	2,702	2,740
단기차입금	1,375	2,274	1,346	1,504	1,531
유동성장기부채	3,970	4,451	8,312	8,961	5,612
비유동부채	24,218	30,377	36,290	43,384	47,867
장기차입금	2,570	3,082	25,716	38,379	46,202
사채	8,107	9,666	9,847	4,279	939
부채총계	35,698	45,876	55,208	63,341	64,539
자배지분	24,282	24,207	19,595	18,138	17,046
자본금	2,059	2,059	2,059	2,059	2,059
자본잉여금	6,888	6,888	6,731	6,731	6,731
이익잉여금	12,991	12,558	8,652	7,195	6,103
비지배지분	72	81	153	255	364
자본총계	24,354	24,288	19,748	18,393	17,410
순차입금	18,522	30,071	40,975	48,876	50,036
총차입금	29,273	36,716	45,356	53,258	54,418

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	381	-111	-1,818	-708	-530
BPS	11,911	11,874	9,634	8,926	8,396
EBITDAPS	1,108	610	-463	1,069	1,396
SPS	31,426	27,894	25,686	26,166	27,161
DPS	100	80	0	0	0
PER	32.0	-74.9	-1.7	-4.4	-5.9
PBR	1.0	0.7	0.3	0.3	0.4
EV/EBITDA	19.2	37.6	-49.9	25.3	19.8
PSR	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	40.1	-11.2	-7.9	1.9	3.8
영업이익 증가율 (%)	-174.2	-122.2	1,109.8	-106.0	320.8
조정영업이익 증가율 (%)	-164.0	-231.0	91.3	-101.7	1,650.3
지배순이익 증가율 (%)	-185.3	-129.1	1,542.9	-61.1	-25.0
매출총이익률 (%)	3.3	0.0	-2.1	2.4	3.5
영업이익률 (%)	1.6	-0.4	-5.3	0.3	1.3
조정영업이익률 (%)	1.5	-2.1	-4.5	0.1	1.2
지배순이익률 (%)	1.2	-0.4	-7.1	-2.7	-2.0
EBITDA 마진 (%)	3.5	2.2	-1.8	4.1	5.1
ROIC	2.5	-0.2	-4.2	0.3	1.1
ROA	1.4	-0.3	-5.2	-1.9	-1.3
ROE	3.2	-0.9	-17.1	-7.7	-6.2
부채비율 (%)	146.6	188.9	279.6	344.4	370.7
순차입금/자기자본 (%)	76.3	124.2	209.1	269.5	293.5
영업이익/금융비용 (배)	1.6	-0.3	-2.2	0.1	0.4

STX 팬오션 (028670) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2012-11-19	BUY	7,900
2012-10-18	BUY	8,800
2012-10-15	BUY	8,800
2012-08-16	BUY	8,800
2012-07-23	BUY	8,800
2012-05-16	BUY	10,000
2012-05-02	BUY	10,000
2012-01-25	BUY	11,000
2011-11-23	BUY	11,000
2011-11-15	HOLD	9,800

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~-20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



공부해서 남 주는 애널리스트 **강성진**입니다.

(02)3770-3592

seongjin.kang@tongyang.co.kr

동양증권

현대글로비스 (086280)

2013년 3자물류 매출비중 확대될 수 있는 이유

투자의견: BUY (M)

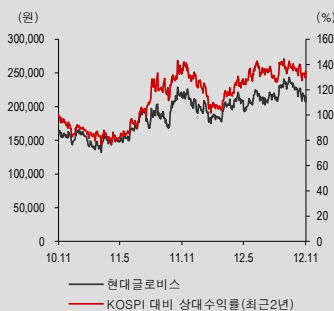
목표주가: 280,000원 (M)

요약

주가	215,000원
자본금	188억원
시가총액	80,625억원
주당순자산	47,083원
부채비율	132.69%
총발행주식수	37,500,000주
60일 평균 거래대금	178억원
60일 평균 거래량	79,349주
52주 고	243,500원
52주 저	175,000원
외인지분율	25.75%
주요주주	정의선 외 3인 52.73%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(5.3)	(0.9)	(0.9)
상대	(4.2)	(5.0)	0.3
절대(달러환산)	(4.0)	2.9	3.1



자료: Datastream



Why This Report

최근 현대글로비스의 주가는 연말연초가 되면 규제강화에 대한 우려로 주가가 하락했다가 1Q 이후 호실적으로 우려를 불식시키며 다시 도약하는 모습을 반복해왔습니다. 2012 연말은 정권교체를 앞둔 시점이어서 규제강화에 대한 우려가 더욱 강한 것으로 보입니다. 그러나, 현대글로비스는 3PL 물류의 확대를 통해 새로운 성장동력을 확보하는 한편 일감몰아주기라는 비판도 피해갈 것으로 보입니다.

Investment Point

해외자회사 매출 증대를 통한 빠른 성장 계속 될 것

- ▶ 국내외물류 → CKD → 해외자회사 → PCC → 글로벌 3PL로 이어지는 성장동력
- ▶ 해외자회사 현지공장 1대 생산 및 판매 당 매출은 평균 30만원에 불과. 국내는 110만원, 미국은 80만원

PCC 부문 매출 증가를 중심으로 3PL 비중확대를 가져 올 것

- ▶ 현대상선으로부터 현대자동차 완성차 수송사업을 넘겨받은 유코카캐리어스의 경우 매출의 50% 가량이 비 현대자동차 물량에서 발생하고 있음
- ▶ 현대글로비스의 PCC사업도 유럽, 미국동부 등 자동차 메이커가 있는 지역으로 운항 시작해 3PL 물류 처리 능력 강화됨
- ▶ 전세계에 구축된 물류망, 성장하는 중고차 시장도 현대글로비스 3자매출 증가에 기여할 것
- ▶ 순환출자구조가 해소되더라도 대주주들은 성장성 높은 현대글로비스 주식 계속 보유하려 할 것으로 예상

투자의견 BUY, 목표주가 280,000원 유지

- 해외 자회사 실적 개선, PCC 매출 증가에 따른 성장 지속
- 대주주가 지속 보유하면서도 3PL비중 높여가며 일감몰아주기 비난 피해갈 것

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	58,340	75,478	94,402	113,946	134,241
매출액증가율	82.7	29.4	25.1	20.7	17.8
영업이익	2,725	3,396	4,042	5,367	6,557
조정영업이익	2,304	3,345	4,509	5,367	6,557
지배주주귀속 순이익	2,331	3,022	4,053	4,456	5,366
지배주주 귀속 EPS	6,216	8,058	10,807	11,883	14,308
증가율	22.8	29.6	34.1	10.0	20.4
PER	21.1	21.6	19.9	18.1	15.0
PBR	4.3	4.6	4.6	3.8	3.1
EV/EBITDA	17.4	18.1	18.7	14.7	12.4
ROA	11.8	11.1	11.1	9.8	9.9
ROE	23.7	23.6	25.4	22.8	22.7

자료: 동양증권

A. 현대글로비스 - 투자의견 BUY (유지), 목표주가 280,000원 (유지)

현대글로비스에 대해 BUY의견을 유지한다. 투자포인트는 다음과 같다.

첫째, 현대글로비스는 3PL 매출이 확대되면서 새로운 성장동력을 제공할 것이다. 이는 물류용 유형 자산(자동차운반선)이 증가하고 해외 네트워크 구성 완성으로 3PL 처리 능력이 향상되었기 때문이다. 또한, 3PL 매출의 비중이 높아지면서 일감몰아주에 대한 규제도 피해갈 것으로 생각한다.

둘째, 해외자회사 성장이 지속될 것으로 보인다. 현대글로비스는 자동차 생산과정에서 조달물류, 공장내물류, 판매물류등을 담당하고 있지만 해외자회사들은 현대자동차 현지공장에서 조달물류 또는 판매물류 등 업무의 일부만 담당하는 경우가 있다. 해외자회사들의 영업영역을 확대시키면서 매출과 이익이 확대될 것이라는 생각이다.

현대글로비스는 경제민주화 이슈의 핵심에 놓여있다. 이는 순환출자구조 해소와 일감몰아주기 제한에 대한 요구가 강해질 경우 현대글로비스는 대주주들이 지분을 처분할 수도 있고, 일감 부족으로 성장이 제한될 수도 있다는 우려를 받고 있기 때문이다.

또, 현대차그룹이 순환출자 해소압박을 받는다 하더라도, 대주주들이 현대글로비스의 주식을 처분할 것으로 보고 있지는 않다. 이는 대주주들이 보유하고 있는 다른 지분들을 활용한 순환출자 해소가 가능할 것으로 보이는 상황에서 성장성이 높은 현대글로비스를 처분하지는 않을 것으로 보고 있기 때문이다.

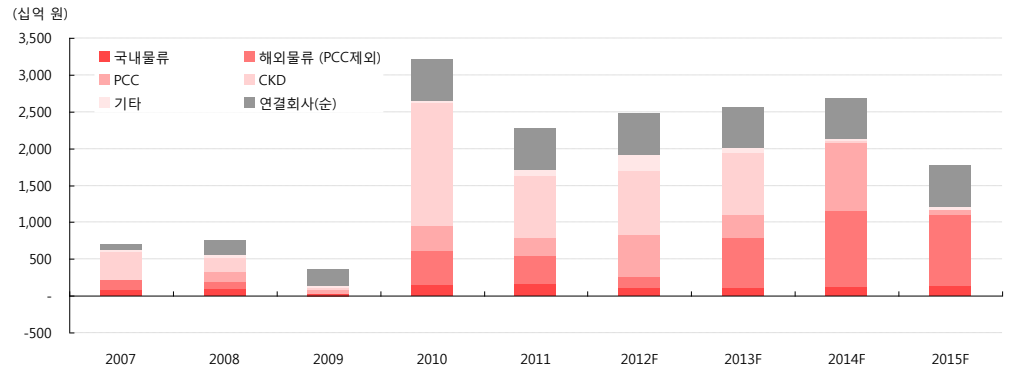
현대글로비스 적정주가 판단					(단위: 십억원)
영업자산가치 (A) = (C) - (E)	8,639.1	9,126.2	9,618.2	10,198.7	
EV (B) = (C) X (D)	8,301.8	8,699.4	9,166.3	9,651.4	
EV/EBITDA (C)	14.0	14.0	14.0	14.0	
EBITDA (D)	592.2	620.6	653.9	688.5	FWD 12m
순차입금 (단기차입금은 제외) (E)	-337.3	-426.8	-451.9	-547.3	
투자자산가치 (F)	876.2	876.2	876.2	876.2	
현대모비스	177.9	177.9	177.9	177.9	
현대그린푸드	79.5	79.5	79.5	79.5	
현대엠코	527.6	527.6	527.6	527.6	
기타	91.3	91.3	91.3	91.3	
유통주식(보통주) 가치 (G) = (A) + (F)	9,515.3	10,002.4	10,494.4	11,074.9	
조정주식수 (H)	37,500	37,500	37,500	37,500	천 주
주당가치 (G) / (H)	253,742	266,731	279,850	295,331	원
현재주가	215,000	215,000	215,000	215,000	원
상승여력	18.0%	24.1%	30.2%	37.4%	

자료: 동양증권 리서치센터

A. 해외 자회사 매출 증대를 통한 빠른 성장 계속될 것

현대글로비스의 성장동력은 현대자동차 관련 국내외 물류 → CKD(Complete Knock-down) → 해외자회사 → PCC(Pure Car Carrier; 자동차 운반선) → 글로벌 3PL로 변화되어 가고 있다.

연도별 현대글로비스 부문별 매출 증가 추이 및 전망



자료: 동양증권 리서치센터

앞으로 해외자회사들은 많은 매출을 창출해낼 수 있을 것으로 보인다.

2011년 2.1조원이었던 현대글로비스 해외자회사 매출은 2015년 4.5조원까지 성장할 것이라는 판단이다. 이는 현대자동차그룹 해외공장 자동차생산과 판매가 2011년~2015년 CAGR 각각 5.9%와 5.2% 성장하고, 1대의 자동차 생산 또는 판매당 50만원의 매출이 발생한다고 가정한 것이다.

한국을 기반으로 하고 있는 현대글로비스 본사는 지난 2011년 9.7조원의 매출을 창출했다. 현대차 그룹이 한국에서 생산하고 판매(내수+수출)한 자동차수를 단순합산하면 1.3만대였다. (생산대수 6,617, 판매대수 6,615) 현대글로비스는 현대자동차그룹의 자동차 생산 및 판매 1대를 기반으로 약 110만원의 매출을 발생시킨 셈이다.

해외자회사들의 매출을 현지 생산공장 생산 및 판매 대수와 비교해보면 여전히 더 많은 매출 창출이 가능할 것으로 보인다. 현대글로비스의 해외자회사가 지난해 창출한 매출과 각 지역 생산공장이 생산 판매한 대수를 비교해보면, 현대글로비스의 자회사들은 각 지역 생산공장의 생산판매대수 1대당 30만원의 매출밖에 발생시키지 못했다. 그중 단위당 가장 많은 매출을 창출한 곳은 미국지역으로 1대당 생산 또는 판매당 80만원의 매출을 발생시켰다.

현대글로벌비스 지역별 현지법인 매출 및 현대자동차 그룹 해외공장별 생산 판매

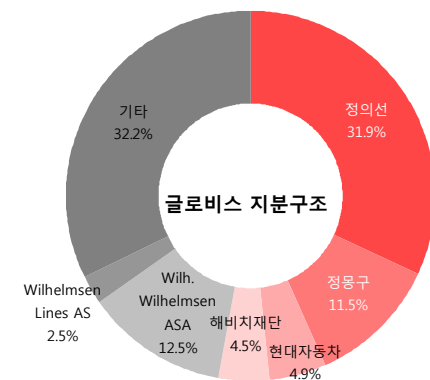
지역	단위	2006	2007	2008	2009	2010	2011
글로벌							
현대글로벌비스 현지법인 매출 합계	10억 원	2,238.0	2,957.4	3,749.8	4,085.9	7,414.6	9,655.0
생산 (현대차그룹)	천 대	3,733	3,987	4,186	4,640	5,765	6,617
판매 (현대차그룹)	천 대	3,791	3,983	4,185	4,664	5,780	6,615
매출액 / (생산량 + 판매량)	백만원/대수	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.7
대한민국							
현대글로벌비스 현지법인 매출 합계	10억 원	1,885.1	2,510.2	3,065.2	3,192.7	5,834.0	7,547.8
생산 (현대차그룹)	대	2,769	2,825	2,729	2,744	3,160	3,476
판매 (현대차그룹)	대	2,763	2,820	2,725	2,751	3,148	3,472
매출액 / (생산량 + 판매량)	백만원/대수	0.3	0.4	0.6	0.6	0.9	1.1
해외합산							
현대글로벌비스 현지법인 매출 합계	10억 원	352.9	447.2	684.6	893.2	1,580.6	2,107.3
생산 (현대차그룹)	대	965	1,162	1,457	1,896	2,605	3,141
판매 (현대차그룹)	대	1,028	1,163	1,460	1,913	2,631	3,142
매출액 / (생산량 + 판매량)	백만원/대수	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
미국							
현대글로벌비스 현지법인 매출 합계	10억 원	352.9	385.6	461.7	573.2	760.4	935.5
생산 (현대차그룹)	대	237	251	237	211	454	612
판매 (현대차그룹)	대	236	251	237	195	467	611
매출액 / (생산량 + 판매량)	백만원/대수	0.7	0.8	1.0	1.4	0.8	0.8
유럽							
현대글로벌비스 현지법인 매출 합계	10억 원	0.0	26.0	169.7	249.8	384.6	465.1
생산 (현대차그룹)	대	5	145	214	272	430	503
판매 (현대차그룹)	대	0	144	201	266	430	504
매출액 / (생산량 + 판매량)	백만원/대수		0.1	0.4	0.5	0.4	0.5
중국							
현대글로벌비스 현지법인 매출 합계	10억 원	0.0	35.5	53.2	70.2	103.0	211.1
생산 (현대차그룹)	대	406	337	439	815	1,043	1,176
판매 (현대차그룹)	대	405	333	437	812	1,036	1,172
매출액 / (생산량 + 판매량)	백만원/대수		0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
인도							
현대글로벌비스 현지법인 매출 합계	10억 원	0.0	0.0	0.0	0.0	206.7	257.7
생산 (현대차그룹)	대	299	339	486	550	600	620
판매 (현대차그룹)	대	300	327	489	560	604	616
매출액 / (생산량 + 판매량)	백만원/대수					0.2	0.2
러시아							
현대글로벌비스 현지법인 매출 합계	10억 원	0.0	0.0	0.0	0.0	59.5	157.8
생산 (현대차그룹)	대	0	0	0	0	0	139
판매 (현대차그룹)	대	0	0	0	0	0	138
매출액 / (생산량 + 판매량)	백만원/대수						0.6
터키							
현대글로벌비스 현지법인 매출 합계	10억 원	0.0	0.0	0.0	0.0	34.8	37.6
생산 (현대차그룹)	대	19	90	82	49	77	90
판매 (현대차그룹)	대	87	108	96	80	95	101
매출액 / (생산량 + 판매량)	백만원/대수					0.2	0.2

자료: 동양증권 리서치센터

현대글로벌비스는 매출을 늘려갈 뿐만 아니라 현대자동차그룹 매출 비중을 줄여가며, 즉 3PL(3PL; 비계열사물류) 비중을 높여가면서 규제를 피해갈 것으로 보인다. 과거의 현대글로벌비스는 항공기, 차량, 선박 등 물류자산에 의존하지 않는, 이른바 비자산형 물류업체로 출발했기 때문에 현대자동차 그룹 계열사에 의존하지 않고서는 고도 성장이 불가능했다. 그러나, 지금의 현대글로벌비스는 자동차 운반선이라는 물류자산을 보유하고 있고, 글로벌 물류 네트워크를 구축한 상황이어서 외부 매출을 발생시킬 능력이 갖춰졌다.

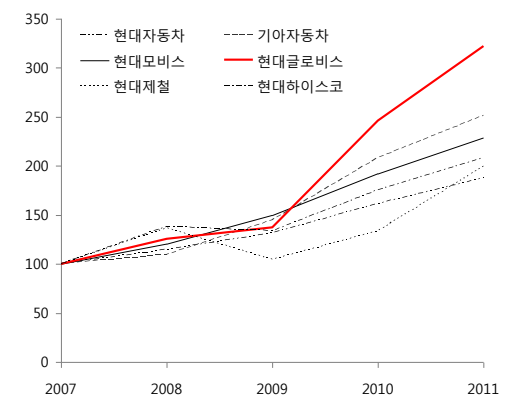
현대 글로벌비스의 계열사 매출비중이 증가한 것은 CKD 매출 증가와 관련이 있다. 2011년 현대글로벌비스의 계열사 매출비중은 87.5%에 달했다. 현대글로벌비스의 3PL비중은 2009년 16.6%까지 높아졌으나, 2010년 10.7%로 낮아졌다. 2011년에도 3PL비중은 12.5%에 불과했다. 3PL 비중이 낮아진 것은 현대자동차의 해외공장 증설이 이어지면서 계열사 매출 비중이 늘어났기 때문이다. 현대글로벌비스의 3PL 비중이 낮아진 2010년은 현대자동차그룹의 조지아, 엘라바마, 체코, 슬로바키아의 생산량이 급증하면서 현대글로벌비스의 CKD매출이 크게 늘어난 시기와 일치한다.

현대글로벌비스 지분구조



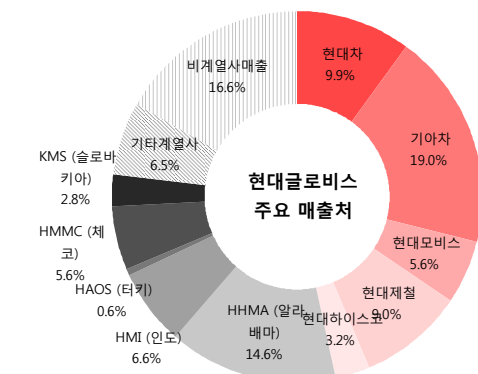
자료: 동양증권 리서치센터

대기업 지분보유 주요 업체의 상대 매출성장추이



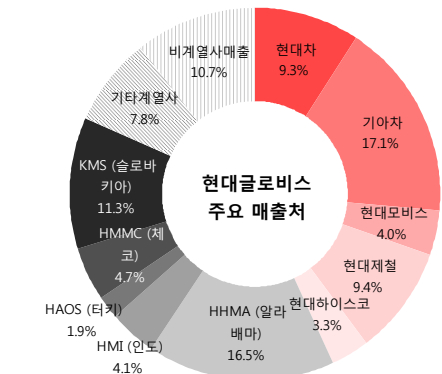
자료: 동양증권 리서치센터

현대글로벌비스 주요 매출처 비중 (2009년)



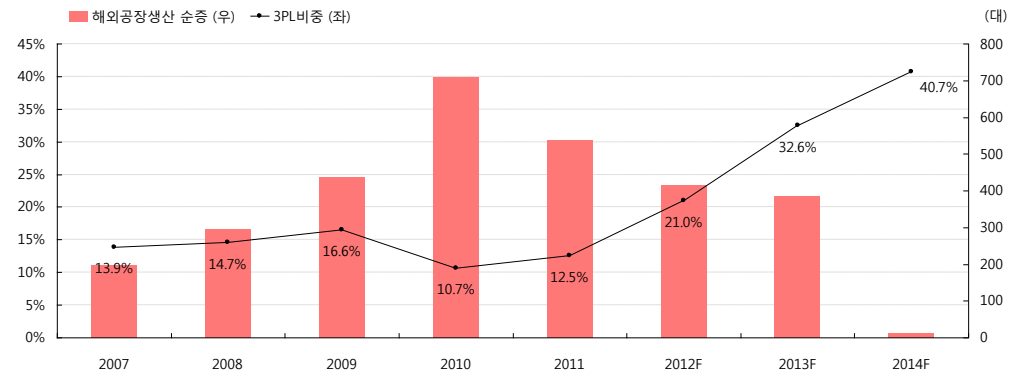
자료: 동양증권 리서치센터

현대글로벌비스 주요 매출처 비중 (2010년)



자료: 동양증권 리서치센터

현대글로벌비스 3PL 매출 비중추이



자료: 동양증권 리서치센터

2009~2010 년 현대글로벌비스 매출처별 매출 추이

(단위: 십억원)

구분	2009	2010	차이	증감율
매출총계	3,192.7	5,834.0	2,641.3	82.7%
계열사합산	2,663.6	5,211.3	2,547.7	95.6%
현대차	316.6	540.9	224.3	70.9%
기아차	606.7	995.4	388.6	64.1%
현대모비스	178.0	235.3	57.3	32.2%
현대제철	287.0	548.5	261.5	91.1%
현대하이스코	103.2	190.9	87.7	85.0%
HHMA (알라배마)	466.4	964.9	498.6	106.9%
HMI (인도)	211.5	239.2	27.7	13.1%
HAOS (터키)	17.9	110.3	92.4	516.1%
HMMC (체코)	180.0	273.8	93.8	52.1%
KMS (슬로바키아)	89.5	659.1	569.6	636.6%
기타계열사	206.8	453.1	246.3	119.1%
비계열사매출	529.1	622.6	93.6	17.7%

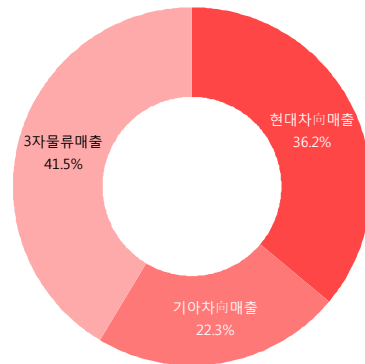
자료: 동양증권 리서치센터

B. PCC(자동차운반선)부문 매출 증가는 3PL 비중확대를 가져올 것으로 보인다.

현대글로비스의 PCC부문은 2008년 유코카캐리어스(주)의 수송물량을 재하청받으면서 시작되었으며, 2012년부터는 현대자동차그룹으로부터 전체 완성차 수출 물량의 40%를 분담받아 수송하고 있다. 유코카캐리어스(주)는 2001년 현대상선의 자동차운반선 부문이 분리되어 설립된 업체로, 현대상선에 포함되어있을때부터 현대자동차 그룹의 완성차수송을 전담해왔다.

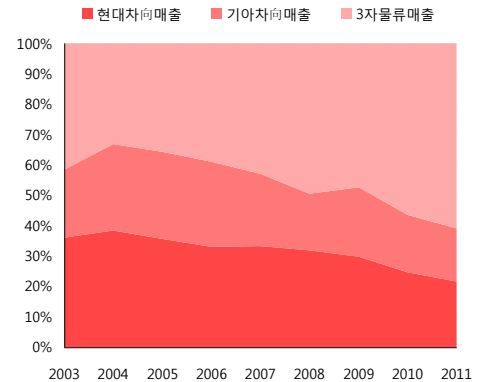
분리전 현대상선 자동차운반선 부문매출과 분리후 유코카캐리어스(주)의 매출을 살펴보면 3PL매출이 50%가량을 차지하고 있음을 알 수 있다. 이는 한국에서 출발하는 선박은 현대자동차그룹의 완성차량을 싣고 출발하지만, 한국으로 돌아올 때는 해외메이커의 완성차를 중국 등 아시아지역으로 싣고 올 수 있기 때문이다.

현대상선 자동차운반선 부문 매출 (2009년)



자료: 동양증권 리서치센터

유코카캐리어스(주) 주요 매출처 비중 추이



자료: 동양증권 리서치센터

현대글로비스 PCC부문에서도 3PL 비중의 증가가 예상된다. 현재 현대글로비스 PCC부문의 매출은 80%가량이 현대자동차 물량인것으로 알려지고 있다. 현대글로비스 PCC부문의 3PL비중이 낮은 이유는 노선의 문제로 판단되는데, 2011년까지 현대글로비스는 유럽 등 주요 자동차 메이커가 있는 지역으로의 운항을 하지 않았다. 그러나, 2012년부터는 국내외 비 현대계열 자동차 메이커의 물량도 증가하고 있는 것으로 파악되며, 이는 북유럽지역에 대한 취향이 시작되면서 해외 물량을 선적하는 것이 용이해졌기 때문으로 보인다.

현대글로벌비스 PCC 선 운항 현황

노선	운영형태	항차수	투입선형	주요기항지
한국 - 북미서안	직접 운항	월 4~6 항차	4,000 ~ 5,000 CEU PCC	뉴웨스트, 민스터, 타코마, 포틀랜드, 리치몬드, 와이네미
한국 - 북미동안	직접 운항 / 선복 임차	월 1~2 항차	5,000 ~ 6,000 CEU PCTC	잭슨빌, 볼티모어, 필라델피아,
한국 - 중미	직접 운항	월 1 항차	5,000 CEU PCC	푸에르토케탈, 아카후틀라, 산 로렌조, 코린토, 푸에르토칼데라, 발보아
한국 - 남미서안	직접 운항	월 2~3 항차	6,000 CEU PCTC	부에나벤츄라, 에스메랄다스, 갈라오, 이키케, 샌안토니오,
한국 - 아시아	선복 임차	월 2 항차	2,000 ~ 3,000 CEU PCC	타이츄, 바탕가스, 싱가포르, 포트켈랑
한국 - 중국	직접 운항	싱가 : 월 3 항차 황푸 : 월 1 항차	1,500 CEU PCC	싱가, 황푸
한국 - 호주	선복 임차	동안 : 월 2~3항차 서안 : 월 1 항차	투입선형: 2,400 ~ 3,500 CEU PCC	브리즈번, 시드니, 멜버른, 아들레이드, 프레맨틀, 퍼스
한국 - 뉴질랜드 / 태평양 도서국가	선복 임차	뉴질랜드 : 월 1항차 태평양도서국가 : 월 2~3항차	뉴질랜드 : 2,000 CEU PCC 태평양 도서국가 : 세미컨테이너	오클랜드, 빌라, 누메아, 수바, 아피아, 파고파고
한국 - 중동	직접 운항	월 5~7 항차	투입선형: 4,000 ~ 5,000 CEU PCC/PCTC	포트솔탄, 카부스, 제벨알리, 도하, 바레인, 담맘, 쿠웨이트, 반다라아바스
한국 - 아프리카	직접 운항	월 2~3 항차	4,000 ~ 6,000 CEU PCTC	더반, 루안다, 라고스, 테마
한국 - 홍해	직접 운항	월 2~3 항차	6,000 CEU PCTC	포트수단, 제다, 아카바,
한국 - 유럽	직접 운항	월 2 항차	5,000 ~ 6,000 CEU PCTC	피레우스, 코퍼, 제노아, 바르셀로나

자료: 동양증권 리서치센터

현대글로벌비스 PCC 노선도 (2012년)



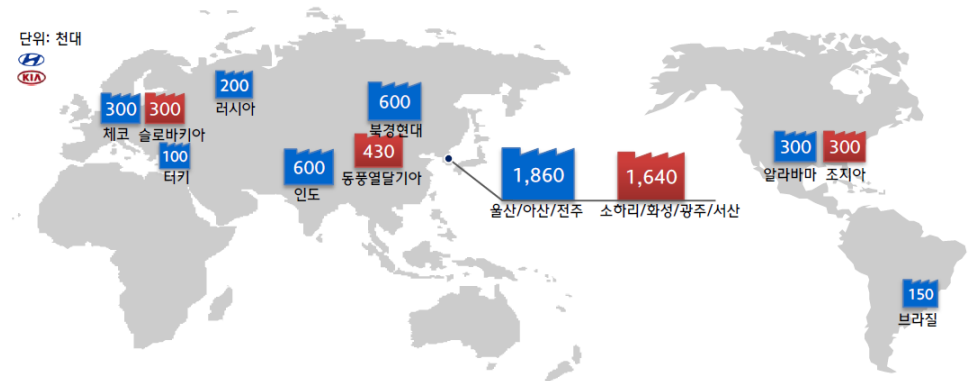
자료: 동양증권 리서치센터

PCC이외의 부문에서도 3PL 신규매출 수주는 지속적으로 증가할 것이라는 전망이다.

현대글로비스는 미국, 유럽 등 선진국 지역과 중국, 인도, 러시아, 브라질 등 신흥국 지역에서 현대자동차 그룹의 물류를 담당하고 있으며, 여기서 축적된 물류 노하우와 인적네트워크를 바탕으로 글로벌 3PL 매출을 확대해나갈 것으로 예상된다.

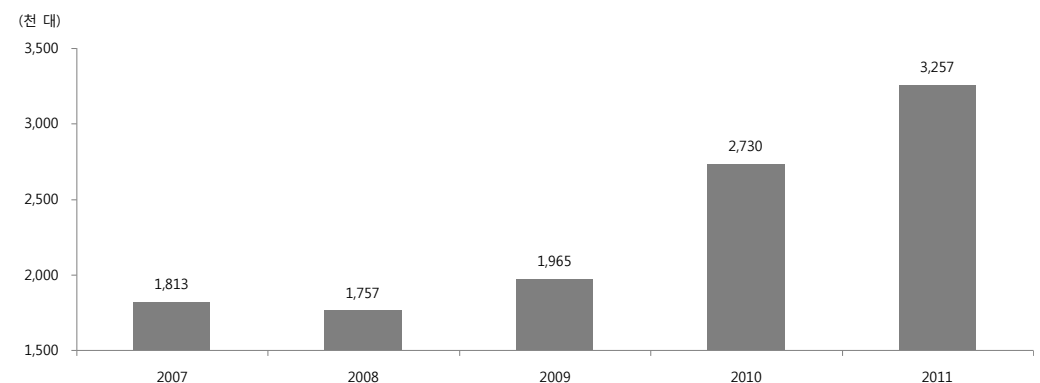
빠르게 성장하고 있는 중고차시장에서의 매출증대도 기대된다. 현대글로비스는 시화, 분당에 이어 양산에 제 3 자동차 경매장을 개장하였다. 국내 중고차 거래대수는 지난 4년간 CAGR 15.8%의 속도로 빠르게 성장하고 있어 3PL 매출 증대에 기여할 것으로 보인다.

현대자동차 글로벌 네트워크



자료: 동양증권 리서치센터

국내 중고차 거래건수 - 급증



자료: 국토해양부 동양증권 리서치센터

현대글로비스 주요 지표

(단위: 십억원)

항목	2012F	2013F	2014F	1Q'12	2Q'12	3Q'12F	4Q'12F	1Q'13F	2Q'13F	3Q'13F	4Q'13F	1Q'14F	2Q'14F	3Q'14F	4Q'14F
재무지표															
매출액	9,440.2	11,394.	13,424.	2,236.1	2,376.5	2,339.0	2,488.5	2,595.6	2,827.8	2,899.7	3,071.5	3,072.6	3,358.9	3,412.6	3,580.0
YoY	25.1%	20.7%	17.8%	37.3%	28.0%	20.2%	17.5%	16.1%	19.0%	24.0%	23.4%	18.4%	18.8%	17.7%	16.6%
조정영업이익	450.9	536.7	655.7	109.0	121.8	100.2	119.8	121.0	132.5	135.2	148.0	147.3	163.8	167.0	177.6
YoY	34.8%	19.0%	22.2%	50.2%	50.8%	9.0%	34.5%	11.0%	8.8%	34.9%	23.5%	21.7%	23.6%	23.5%	20.0%
영업이익	457.8	536.7	655.7	111.4	115.1	112.2	119.1	121.0	132.5	135.2	148.0	147.3	163.8	167.0	177.6
YoY	34.8%	17.2%	22.2%	45.4%	28.4%	31.8%	35.1%	8.6%	15.1%	20.5%	24.2%	21.7%	23.6%	23.5%	20.0%
EBITDA	507.2	592.2	719.9	121.8	127.1	124.9	133.4	134.2	146.3	148.7	163.1	162.5	179.6	183.3	194.4
YoY	35.9%	16.8%	21.6%	44.8%	30.5%	32.6%	36.8%	10.2%	15.1%	19.1%	22.2%	21.1%	22.8%	23.3%	19.2%
순이익	405.2	445.6	536.6	91.7	114.2	98.3	101.0	102.2	112.7	107.7	123.0	122.3	136.9	131.6	145.8
YoY	34.1%	10.0%	20.4%	29.7%	52.8%	45.7%	13.1%	11.4%	-1.4%	9.6%	21.8%	19.7%	21.5%	22.1%	18.5%
OPM	4.8%	4.7%	4.9%	5.0%	4.8%	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%	4.8%	4.8%	4.9%	4.9%	5.0%
부채비율	132.7%	132.4%	125.5%	147.2%	134.4%	130.9%	132.7%	130.5%	137.5%	133.5%	132.4%	126.1%	132.2%	127.4%	125.5%
순차입금	622.2	548.1	348.7	441.3	602.1	647.6	622.2	578.0	651.2	586.3	548.1	438.3	509.4	412.2	348.7

영업지표

현대차그룹 국내 자동차생산 (대)	3,425	3,368	3,360	912	930	702	881	856	842	820	850	842.1	838.6	837.6	842.0
YoY	-1.5%	-1.6%	-0.2%	13.9%	4.2%	-12.8%	-10.0%	-6.1%	-9.5%	16.9%	-3.5%	-1.6%	-0.4%	2.1%	-0.9%
현대차그룹 국내 자동차수출 (대)	2,257	2,325	2,395	638	634	462	598	583	569	553	576	570.3	567.1	566.6	570.0
YoY	3.0%	3.0%	3.0%	25.9%	7.4%	-11.8%	-9.3%	-8.6%	-10.3%	19.8%	-3.7%	-2.2%	-0.4%	2.5%	-1.0%
현대차그룹 7대해외공장 생산 (대)	1,636	1,926	1,939	400	419	396	421	475	484	483	484	485.3	484.9	484.3	484.7
YoY	21.7%	17.7%	0.7%	28.9%	23.6%	19.9%	15.4%	18.7%	15.5%	22.0%	15.0%	2.2%	0.2%	0.3%	0.1%

Per Share

조정 EPS(원)	14,686	17,213	21,551	3,467	3,955	3,515	3,750	4,127	4,272	4,079	4,735	5,165	5,392	5,125	5,869
YoY	36.6%	17.2%	25.2%	55.4%	40.6%	36.8%	19.5%	19.0%	8.0%	16.1%	26.3%	25.1%	26.2%	25.6%	23.9%
조정 BPS(원)	47,064	56,947	50,794	38,937	41,868	45,203	47,064	49,790	50,794	53,667	56,947	60,208	61,858	65,367	69,255
YoY	23.5%	21.0%	-10.8%	21.1%	18.4%	24.5%	23.5%	27.9%	21.3%	18.7%	21.0%	20.9%	21.8%	21.8%	21.6%
ROE	23.0%	20.9%	20.7%												

자료: 동양증권 리서치센터

C. 순환출자구조 해소가 이뤄지더라도 대주주는 현대글로비스 지분 유지하려 할 것

현대자동차 그룹의 순환출자구조 해소는 오랫동안 시장의 관심을 받아왔다. 현대글로비스는 그룹의 순환출자구조 해소시 대주주의 지분을 보강하는 용도로 사용될 것이라는 예상도 널리 인식되어있는 상황이다. 그러나, 우리는 현대자동차 그룹이 순환출자구조에 착수한다 하더라도, 대주주들이 반드시 현대글로비스 지분을 처분하지는 않을 것으로 생각한다. 우리는 대주주들이 보유하고 있는 기타 계열사 지분들의 가치를 활용해 현대모비스의 지분을 취득하는 방식을 통해 순환출자구조를 끊을 것으로 예상하고 있으며, 현대글로비스의 주식은 향후 경영권 승계가 필요한 상황에서 활용될 것으로 전망한다.

순환출자구조 해소 절차가 진행된다 하더라도 대주주들이 현대글로비스 지분을 처분하지는 않을 것으로 보는 이유는 다음과 같다.

우선, 우리는 현대자동차 그룹이 순환출자구조 해소에 나선다 하더라도, 지배구조 개편 과정이 단기 간내 마무리되지는 않을 것으로 보고 있다. 이는, 1) 현대자동차 그룹이 다수의 순환출자구조로 얽혀 있을 뿐만 아니라, 2) 시가총액이 큰 업체들이 많고, 3) 손자회사가 많고 지분이 분산되어있어, 이를 모두 정리하는데 많은 비용과 복잡한 과정이 소요될 것으로 예상되기 때문이다. 따라서, 경제민주화에 대한 정치권의 요구에 발맞춰 순환출자 구조 해소에 필요한 절차를 일부 진행하는 수준에 그칠 것으로 보인다.

모든 투자자에게 공통적인 사항이지만, 대주주들은 성장성이 높다고 생각되는 주식을 보유하려고 할 것이다. 현대글로비스는 대주주들이 보유하고 있는 현대자동차 그룹 계열사 중 가장 빠른 성장을 보여왔다. 앞으로도 현대자동차 3자물류 매출의 확대등으로 미래성장성도 확보하고 있다고 생각된다. 따라서, 당장 정의선 부회장이 현대자동차 그룹 핵심계열사에 대한 지배력을 강화해야하는 상황이 아니라면, 현대글로비스에 대한 지분도 좀더 보유함이 마땅할 것으로 생각된다.

현대글로벌비스 (086280) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	58,340	75,478	94,402	113,946	134,241
매출원가	53,519	69,162	86,737	104,749	123,594
매출총이익	4,821	6,316	7,665	9,196	10,647
판매비	2,517	2,971	3,156	3,830	4,091
조정영업이익	2,304	3,345	4,509	5,367	6,557
기타영업손익	421	51	-467	0	0
외환관련손익	-4	-7	-36	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타	424	58	-431	0	0
영업이익	2,725	3,396	4,042	5,367	6,557
EBITDA	2,986	3,732	4,536	5,922	7,199
영업외손익	119	346	1,038	512	522
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-53	8	-32	-75	-123
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	172	338	1,070	587	645
법인세비용차감전순손익	2,844	3,741	5,080	5,879	7,079
법인세비용	513	720	1,027	1,423	1,713
계속사업순손익	2,331	3,022	4,053	4,456	5,366
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,331	3,022	4,053	4,456	5,366
지배지분순이익	2,331	3,022	4,053	4,456	5,366
포괄순이익	2,748	3,202	3,923	4,456	5,366
지배지분포괄이익	2,748	3,202	3,923	4,456	5,366

주: 1. 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	-763	2,627	1,517	2,544	3,855
당기순이익	2,331	3,022	4,053	4,456	5,366
감가상각비	226	295	439	502	531
외환손익	-29	43	1	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-3,307	-1,217	-3,008	-2,468	-2,153
기타현금흐름	15	485	32	54	111
투자활동 현금흐름	-1,155	-1,446	-3,648	-5,023	-6,019
투자자산	-18	-50	-1	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,094	-1,325	-1,070	-1,000	-1,000
유형자산 감소	0	2	3	0	0
기타현금흐름	-43	-72	-2,580	-4,023	-5,019
재무활동 현금흐름	2,361	902	2,652	2,479	2,164
단기차입금	2,800	1,394	3,002	2,468	2,153
사채 및 장기차입금	-216	-232	-172	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-225	-263	-563	-750	-750
기타현금흐름	2	2	385	761	761
연결범위변동 등 기타	0	-1	-4	0	0
현금의 증감	443	2,083	517	0	0
기초 현금	2,420	2,864	4,947	5,464	5,464
기말 현금	2,864	4,947	5,464	5,464	5,464
NOPLAT	2,725	3,396	4,042	5,367	6,557
FCF	-1,906	537	-359	1,156	2,459

자료: 동양증권

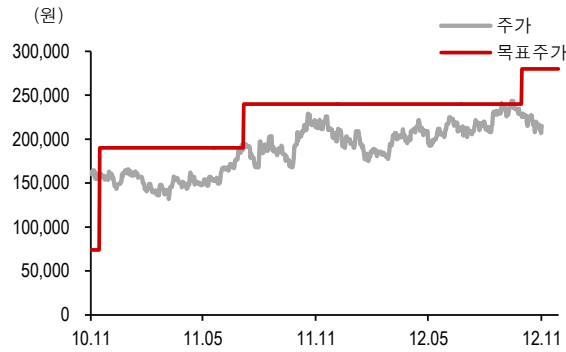
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	12,891	20,081	26,706	34,752	43,218
현금및현금성자산	2,864	4,947	5,463	5,463	5,463
매출채권 및 기타채권	7,662	10,537	13,356	16,393	19,044
재고자산	2,197	4,006	4,439	5,479	6,386
비유동자산	9,894	11,815	14,377	14,875	15,344
유형자산	4,570	5,963	8,101	8,599	9,068
관계기업 등 지분관련자산	2,245	2,291	2,293	2,293	2,293
기타투자자산	2,632	2,888	2,768	2,768	2,768
자산총계	22,786	31,896	41,083	49,628	58,562
유동부채	9,695	15,422	19,885	23,962	27,520
매입채무 및 기타채무	3,844	7,711	8,480	10,090	11,495
단기차입금	5,263	6,683	9,595	12,062	14,215
유동성장기부채	191	270	0	0	0
비유동부채	1,734	2,178	3,543	4,304	5,065
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	11,429	17,600	23,427	28,266	32,585
자본지분	11,356	14,296	17,656	21,362	25,978
자본금	188	188	188	188	188
자본잉여금	1,536	1,536	1,536	1,536	1,536
이익잉여금	8,518	11,271	14,761	18,467	23,083
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	11,356	14,296	17,656	21,362	25,978
순차입금	2,589	1,992	4,088	6,555	8,708
총차입금	5,454	6,953	9,595	12,062	14,215

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	6,216	8,058	10,807	11,883	14,308
BPS	30,283	38,123	47,083	56,966	69,274
EBITDAPS	7,961	9,953	12,096	15,793	19,197
SPS	155,573	201,274	251,739	303,855	357,977
DPS	700	1,500	0	2,000	2,000
PER	21.1	21.6	19.9	18.1	15.0
PBR	4.3	4.6	4.6	3.8	3.1
EV/EBITDA	17.4	18.1	18.7	14.7	12.4
PSR	0.8	0.9	0.9	0.7	0.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	82.7	29.4	25.1	20.7	17.8
영업이익 증가율 (%)	87.6	24.6	19.0	32.8	22.2
조정영업이익 증가율 (%)	58.6	45.2	34.8	19.0	22.2
지배순이익 증가율 (%)	22.8	29.6	34.1	10.0	20.4
매출총이익률 (%)	8.3	8.4	8.1	8.1	7.9
영업이익률 (%)	4.7	4.5	4.3	4.7	4.9
조정영업이익률 (%)	3.9	4.4	4.8	4.7	4.9
지배순이익률 (%)	4.0	4.0	4.3	3.9	4.0
EBITDA 마진 (%)	5.1	4.9	4.8	5.2	5.4
ROIC	30.3	23.4	20.0	17.9	16.6
ROA	11.8	11.1	11.1	9.8	9.9
ROE	23.7	23.6	25.4	22.8	22.7
부채비율 (%)	100.6	123.1	132.7	132.3	125.4
순차입금/자기자본 (%)	22.8	13.9	23.2	30.7	33.5
영업이익/금융비용 (배)	20.9	31.0	21.7	23.6	23.7

현대글로벌비스 (086280) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2012-11-19	BUY	280,000
2012-10-15	BUY	280,000
2012-07-30	BUY	240,000
2012-07-23	BUY	240,000
2012-04-30	BUY	240,000
2012-04-23	BUY	240,000
2012-01-30	BUY	240,000
2012-01-25	BUY	240,000
2011-11-23	BUY	240,000
2011-11-01	BUY	240,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급(Buy, Hold, Sell)과 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -100이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



공부해서 남 주는 애널리스트 **강성진**입니다.

(02)3770-3592

seongjin.kang@tongyang.co.kr

동양증권

CJ대한통운 (000120)

2013년 CJ GLS 합병과 자사주 처리방식은?

투자의견: HOLD (M)

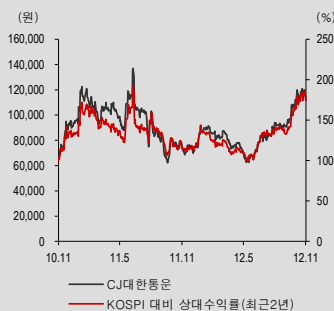
목표주가: 105,000원 (M)

요약

주가	111,500원
자본금	1,141억원
시가총액	25,436억원
주당순자산	137,289원
부채비율	64.55%
총발행주식수	22,812,344주
60일 평균 거래대금	79억원
60일 평균 거래량	77,785주
52주 고	121,000원
52주 저	62,500원
외인지분율	3.16%
주요주주	CJ 제일제당 외 1인 40.16%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(0.4)	18.6	51.1
상대	(4.2)	(5.0)	0.3
절대(달러환산)	0.9	23.2	57.2



자료: Datastream



Why This Report

CJ대한통운은 2012년 운송섹터에서 가장 높은 주가 상승율을 기록한 주식입니다. 투자여력을 바탕으로 한 국내 1위 지위 강화와, 해외 M&A 가능성이 돋보였고, 불확실한 매크로 환경에서도 비교적 안정적인 실적이 시장의 각광을 받았 습니다. 2013년 CJ대한통운의 최대 화두는 CJ GLS와의 합병과 자사주 처리 문제가 될 것으로 보입니다

Investment Point

우월한 자금 동원능력은 장기비전의 성공가능성을 뒷받침

- ▶ CJ대한통운은 8,980억원의 비영업자산을 보유하고 있으며, 비영업자산의 상당부분은 자사주 (6,047억원)
- ▶ CJ대한통운은 2020년까지 4.1조원을 투입해 Capex와 해외 M&A를 진행할 계획

자사주 처리 방식은 아직 확정된 바 없음

- ▶ CJ대한통운은 CJ GLS와의 통합을 검토중임. CJ 제일제당이 CJ대한통운의 지분을 매각하지 못할 것으로 보이므로, CJ GLS의 물류사업부문을 양수도하는 방식이 예상됨
- ▶ 이 과정에서 CJ대한통운의 자사주가 사용될 것인가는 시장의 관심. 우리는 CJ그룹이 이미 CJ대한통운 지 분 40.2%를 확보하고 있기 때문에, CJ GLS 사업부문 양수도의 대가로 CJ대한통운 주식을 받을 필요는 없을 것으로 판단.
- ▶ 자사주 처리문제는 일시적 수급의 문제일 뿐, 자사주를 투자재원으로 활용하는 방침이 정해져있다면 적정 주가에 큰 영향을 주지는 못한다는 판단

투자의견 HOLD, 목표주가 105,000원 유지

- 유휴자산을 활용한 Caepx와 M&A → 국내 1위 지위 강화하고 해외 진출하는 비전
- 장기적으로 긍정적인 성장 과정 기대되나 장기 성장성은 이미 주가에 상당부분 반영

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	24,636	25,878	28,285	31,288	34,698
매출액증가율	9.6	5.0	9.3	10.6	10.9
영업이익	1,737	1,228	1,650	1,830	2,013
조정영업이익	1,463	1,249	1,526	1,830	2,013
지배주주귀속 순이익	981	845	1,101	1,263	1,305
지배주주 귀속 EPS	4,300	3,703	4,826	5,536	5,720
증가율	3,367.7	-13.9	30.3	14.7	3.3
PER	15.0	25.3	23.1	20.1	19.5
PBR	0.6	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.3	14.1	13.7	13.1	12.5
ROA	2.7	2.3	2.9	3.1	2.9
ROE	4.9	3.9	4.8	5.2	5.1

자료: 동양증권

A. CJ 대한통운 - 투자의견 BUY, 목표주가 105,000원(유지)

CJ대한통운에 HOLD의견을 유지한다. CJ대한통운의 투자포인트와 리스크는 다음과 같다

CJ대한통운의 투자포인트는 경쟁업체들을 압도하는 자금 동원능력으로 1위 업체로서의 지위를 더욱 강화할 것이라는 점이다. 동사는 9,300억원 규모의 유희자산을 보유하고 있고, 이를 모두 유희자산이 모두 영업자산으로 전환되었다고 가정할 때, 2013년 기준 당기순이익은 23.5% 증가하게 된다.

CJ대한통운이 향후 Capex 또는 M&A를 추진할 때 활용할 유희자산의 상당부분이 자사주이기 때문에, CJ대한통운의 자사주는 어떤 방식으로든 처분될 것으로 판단된다. 이에 따라 신규 영업자산의 취득과 유통주식수의 증가는 함께 일어날 것으로 보인다. 자사주가 시장에 매각될지, 또는 대주주에게 매각될 것인지에 따라 적정주가에 큰 변화는 없다. 오버행이슈를 일으킬 것인가라는 수급적 문제만 남을 뿐이다.

우리는 CJ대한통운의 목표주가 10.5만원을 유지한다. 장기적인 성장성은 긍정적이지만, 주가는 이를 상당부분 반영했다는 판단이다.

대한통운 적정주가 판단					(단위: 십억원)
항목	4Q 2012	1Q 2013	2Q 2013	3Q 2013	비고
순자산 (A)	2,431.9	2,459.9	2,489.1	2,517.9	FWD. 6M
조정주식수 (B)	17,389	17,389	17,389	17,389	천 주
발행주식수	22,812	22,812	22,812	22,812	천 주
자사주	5,423	5,423	5,423	5,423	천 주
조정 BPS (A)/(B)	139,853	141,464	143,142	144,796	원
적정주가	106,291	107,516	108,790	110,048	원, PBR 0.8
현재주가	111,500	111,500	111,500	111,500	천 주
상승여력	-4.7%	-3.6%	-2.4%	-1.3%	천 주

자료: 동양증권 리서치센터

B. 투자포인트 - 우월한 자금 동원 능력

CJ대한통운은 우월한 자금 동원 능력을 보유하고 있으며 이를 바탕으로한 성장 잠재력이 뛰어나다.

국내 주요 물류업체 재무비율 비교								(단위: 십억 원)	
항목	단위	장부가치	유휴자산 처	제한진	동방	세방	현대로지엠	CJ GLS	5사 합산
자산총계	십억 원	3,785.2	4,334.4	1,880.5	565.7	804.9	594.9	1,532.3	5,378.3
부채총계	십억 원	1,441.1	1,441.1	1,100.3	371.0	278.9	380.0	838.5	2,968.7
자본총계	십억 원	2,344.1	2,893.3	1,084.1	426.6	279.7	214.9	693.8	2,699.1
부채비율	%	61.5%	49.8%	101.5%	87.0%	99.7%	176.8%	120.8%	110.0%

자료: 동양증권 리서치센터

CJ대한통운은 타사대비 탁월하게 우월한 재무지표를 보여주고 있으며, 이는 향후 CJ대한통운이 국내 물류업계에서 1위 지위를 굳건히하는 바탕이 될 것으로 보인다. CJ대한통운은 약 장부가 3,388억원의 비영업자산을 보유하고 있으며, 이 비영업자산의 시가는 8,980억원에 달하는 것으로 보인다. 이를 전액 영업자산으로 전환하여 매출과 이익을 발생시킨다 가정해보면 보면 2013년 당기순이익은 23.5% 증가할 여지가 있는 것으로 생각된다.

CJ대한통운은 탁월한 투자여력을 활용한 Capex를 활발하게 진행하고 있다. CJ대한통운은 2011년 700억원을 들여 대전 문평동에 신축한 허브터미널에 이어 2014년까지 1,600억원을 투자하여 경기도 광주에 수도권 물량 처리능력을 향상하기 위한 설비를 갖춘 예정이다. 이 시설이 가동되면 수도권에서 당일 배송 서비스 등 프리미엄 서비스를 강화할 수 있을 것이다.

M&A를 통한 성장도 추진되고 있다. CJ대한통운은 2020년까지 1.8조원을 해외 기업 M&A에 투자할 계획을 갖고 있으며, 동사는 연간 1조원규모의 매출을 발생시키는 2012년 美 피닉스 인터내셔널의 인수를 검토했던 바도 있다.

CJ그룹은 그룹내 물류업체를 통합할 것으로 보인다. CJ대한통운은 CJ GLS와의 합병을 검토하고 있다. CJ GLS는 택배와 포워딩 사업을 주로 하는 CJ그룹의 물류업체이다. CJ대한통운은 이미 국내 택배시장 점유율 20.5%의 1위업체이지만, CJ GLS의 합산 택배 M/S는 35%에 이르고 있다. CJ대한통운과 CJ GLS는 택배 네트워크의 최적화를 통해 영업상 시너지를 창출하는 등 효율성을 높이는 조치들을 준비하고 있다.

그러나 우리가 고려해야할 점은 CJ대한통운이 보유하고 있는 유휴자산의 상당부분이 자사주로 구성되어있다는 점이다. 자사주가 처분되면 의결권, 배당권 등 권리가 회복되면서 기존 주주들의 주식 가치가 희석되는 것은 불가피하다. 그렇다고 해서 막대한 투자자금이 될 수 있는 자사주를 처분하지 않기도 어려운 일이다.

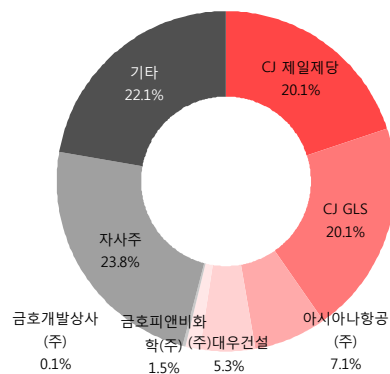
CJ 대한통운 유희자산 내역					(단위: 십억원)
항목	장부가치	공정가치	단가기준	보유주식수	증가 (11/16)
자사주		604.7	종가기준	5,423,419	111,500
POSCO	34.2	28.4	종가기준	90,000	316,000
금호산업	10.1	2.7	종가기준	1,391,506	1,940
금호타이어	53.4	63.7	종가기준	5,135,200	12,400
금호리조트	83.5	58.4	PBR0.7배적용		
투자부동산	157.5	140.0	회사측의견		
합계	338.8	898.0			

자료: 동양증권 리서치센터

C. 자사주 처리 문제는 불확실

CJ 대한통운의 자사주 542만주(23.8%)는 CJ 대한통운이 향후 투자자금을 조달하기 위한 중요한 유희자산일 뿐만 아니라, 향후 유통주식수가 크게 늘어날 수 있는 잠재원인을 제공하고 있다.

대한통운 지분구조



자료: 동양증권 리서치센터

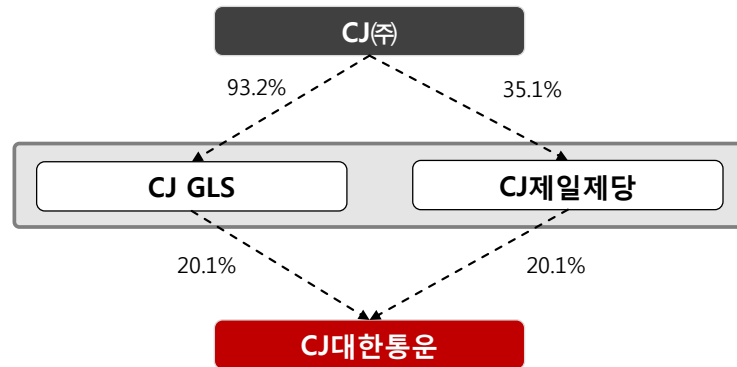
CJ 대한통운의 자사주처리는 지속적인 관심이 되고 있다. CJ 대한통운이 보유하고 있는 자사주는 542만주(23.8%)에 달하는데 그중 443만주(19.4%)는 2009년 2월 2일 CJ 대한통운의 금호렌터카 영업양수도에 의한 주식매수청구권 행사에 따라 취득했다. 이 지분은 법규상 매각기한인 3년이 이미 경과한 상황이었어서 시중에 매각될 가능성에 대한 우려가 존재해왔다.

CJ대한통운은 향후 투자를 위한 자금 조달이 필요한 상황이다. CJ 대한통운은 2020년까지 4.1조 원의 자금을 들여 Capex와 M&A에 사용한다는 계획이다. 2013년 약 3,000억원의 Capex를 집행할 것으로 보인다. 2013년 CJ대한통운의 EBITDA는 연간 2,655억원 순이자비용은 332억원으로 예상된다. 따라서 추가적인 자금조달이 필요한 상황이다.

CJ 대한통운의 자사주는 무차입투자를 일으킬 수 있는 중요한 자산이며, 동사 성장동력의 중요한 근간 중 하나다. CJ 대한통운의 8,980억원에 달하는 유희자산 중 자사주는 현재 시장가치가 6,047억원에 달해 가장 비중이 크다.

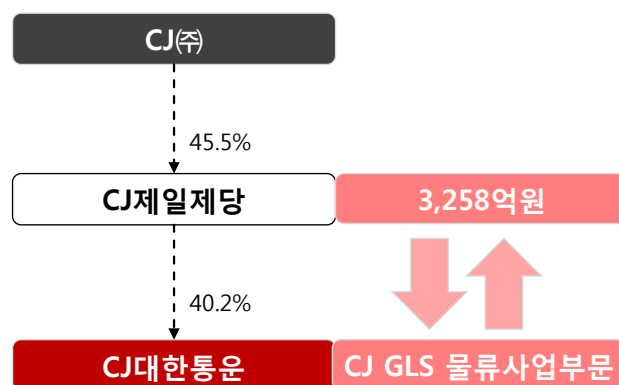
우리는 CJ 대한통운이 자사주를 자금확보의 수단으로 사용할 것이라고의 판단하며 이에 따라 유통주식수는 증가할 것이다. 자사주가 대주주(CJ, CJ GLS, CJ 제일제당) 또는 제3자에게 매각되거나, CJ GLS의 물류사업자산의 양수도의 대가로 이용되더라도 유통주식수가 늘어나는 것은 다를 바가 없다. 유통주식수가 증가하지 않으려면 자사주가 소각되어야한다. 그러나 향후 4조원의 투자를 준비하고 있는 CJ 대한통운의 입장에서 시장가치가 6,047억원에 달하는 자사주를 포기하기는 아까울 것으로 판단된다.

시나리오 1 - 1) CJ GLS와 CJ 제일제당 합병



자료: 동양증권 리서치센터

시나리오 1 - 2a) CJ 대한통운이 과거 CJ GLS의 물류사업부문 인수



자료: 동양증권 리서치센터

CJ 대한통운 영업자산 매각의 효과 - 이익증가와 유통주식수의 증가가 병행됨 (단위: 십억원)

항목	2013년	유희자산 → 영업자산 전환시	차이	증가율	단위
자산	4,271.9	4,859.8	587.8	13.8%	
부채	1,782.8	1,782.8	-	0.0%	
자본	2,489.1	3,077.0	587.8	23.6%	
매출액	3,128.8	3,843.1	714.3	22.8%	
영업이익	183.0	224.8	41.8	22.8%	
순이익	126.3	154.9	28.6	22.7%	
EBITDA	265.5	318.1	52.6	19.8%	
ROE	5.1%	5.0%			
유통주식수	17,389	22,812	5,423	31.2%	천주
적정주가	108,790	102,510			원

자료: 동양증권 리서치센터

CJ GLS의 물류자산 인수시 적정주가 (단위: 십억원)

	CJ GLS		CJ 대한통운		합병후 CJ 대한통운
	2012F	2013F	2012F	2013F	2013F
자산	643.0	674.5	3,905.5	4,271.9	4,620.7
부채	348.8	348.8	1,532.0	1,782.8	2,131.5
자본	294.2	325.8	2,373.5	2,489.1	2,489.1
매출액	1,716.8	1,913.0	2,828.5	3,128.8	5,041.8
영업이익	47.6	53.1	165.0	183.0	236.1
(OPM)	2.8%	2.8%	5.8%	5.8%	4.7%
금융수익	8.1	8.1	24.4	21.4	29.5
금융비용	29.3	29.3	47.9	54.6	83.9
지분법손익	0.7	0.7	-	-	0.7
기타영업외손익, 법	-1.0	-1.0	-31.5	-34.2	-35.1
순이익	26.1	31.5	110.1	115.7	147.2
감가상각비 및 상각	15.3	15.3	71.7	82.5	97.8
EBITDA	62.9	68.4	236.7	265.5	333.9
유통주식수			17,389	17,389	17,389
PBR			0.8	0.8	0.8
적정주가			103,734	108,790	108,790

자료: 동양증권 리서치센터

CJ 대한통운 주요 지표

(단위: 십억원)

항목	2012F	2013F	2014F	1Q'12	2Q'12	3Q'12F	4Q'12F	1Q'13F	2Q'13F	3Q'13F	4Q'13F	1Q'14F	2Q'14F	3Q'14F	4Q'14F
재무지표															
매출액	2,828.5	3,128.8	3,469.8	661.5	713.1	697.3	756.6	740.5	796.7	782.5	809.0	805.2	879.0	872.5	913.0
YoY	9.3%	10.6%	10.9%	0.3%	22.0%	11.0%	5.7%	11.9%	11.7%	12.2%	6.9%	8.7%	10.3%	11.5%	12.9%
조정영업이익	152.6	183.0	201.3	36.3	42.2	29.9	44.2	44.4	46.2	45.1	47.3	47.5	50.3	50.7	52.8
YoY	22.1%	20.0%	10.0%	30.3%	22.2%	-20.6%	77.3%	22.4%	9.6%	50.9%	6.9%	7.0%	8.7%	12.4%	11.8%
영업이익	165.0	183.0	201.3	38.2	42.7	39.9	44.2	44.4	46.2	45.1	47.3	47.5	50.3	50.7	52.8
YoY	34.4%	10.9%	10.0%	32.8%	28.0%	26.1%	52.4%	16.2%	8.2%	13.1%	6.9%	7.0%	8.7%	12.4%	11.8%
EBITDA	236.7	265.5	295.7	55.5	60.4	57.9	62.9	63.9	66.5	66.1	69.0	70.0	73.5	74.7	77.5
YoY	20.1%	12.2%	11.4%	18.7%	17.1%	15.2%	29.6%	15.1%	10.0%	14.2%	9.7%	9.6%	10.6%	12.9%	12.3%
순이익	110.0	126.3	130.5	28.1	22.8	27.1	32.0	31.8	32.0	30.6	31.8	31.4	32.9	32.5	33.7
YoY	30.3%	14.8%	3.3%	322.7%	6.7%	51.8%	-17.0%	13.2%	40.7%	12.8%	-0.6%	-1.2%	2.8%	6.2%	5.7%
OPM	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	6.0%	5.7%	5.8%	6.0%	5.8%	5.8%	5.8%	5.9%	5.7%	5.8%	5.8%
부채비율	64.5%	71.6%	78.6%	59.5%	59.7%	61.5%	64.5%	65.7%	68.6%	69.6%	71.6%	72.8%	75.7%	76.6%	78.6%
순차입금	713.6	950.2	1,189.3	606.4	637.9	638.8	713.6	763.6	837.9	887.6	950.2	1,001.5	1,078.7	1,126.4	1,189.3

영업지표

택배단가 (원/BOX)	2,145	2,145	2,145	2,221	2,148	2,151	2,076	2,221	2,148	2,151	2,076	2,221	2,148	2,151	2,076
YoY	-3.4%	0.0%	0.0%	0.8%	-9.6%	-4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
택배수송량 (천 BOX)	286,575	315,233	346,756	64,921	72,260	70,779	78,615	71,413	79,486	77,857	86,477	78,554	87,435	85,643	95,124
YoY	15.0%	10.0%	10.0%	8.7%	16.0%	20.2%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

Per Share

조정 EPS(원)	6,328	7,262	7,505	1,615	1,309	1,561	1,842	1,829	1,843	1,760	1,831	1,806.8	1,893.3	1,869.2	1,935.5
YoY	30.3%	14.8%	3.3%	322.7%	6.7%	51.8%	-17.0%	13.2%	40.7%	12.8%	-0.6%	-1.2%	2.8%	6.2%	5.7%
조정 BPS(원)	137,285	144,547	146,354	129,134	131,179	135,443	137,285	139,114	140,956	142,717	144,547	146,354	148,247	150,116	152,052
YoY	7.9%	5.3%	1.2%	3.8%	4.8%	8.3%	7.9%	7.7%	7.5%	5.4%	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
ROE	4.2%	4.8%	4.7%												

자료: 동양증권 리서치센터

CJ 대한통운 (000120) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	24,636	25,878	28,285	31,288	34,698
매출원가	22,046	23,527	25,535	28,035	31,107
매출총이익	2,591	2,352	2,749	3,253	3,591
판매비	1,128	1,102	1,224	1,422	1,577
조정영업이익	1,463	1,249	1,526	1,830	2,013
기타영업손익	274	-22	125	0	0
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타	274	-22	125	0	0
영업이익	1,737	1,228	1,650	1,830	2,013
EBITDA	2,405	1,971	2,367	2,655	2,957
영업외손익	-455	-793	-291	-304	-429
외환관련손익	-77	1	5	0	0
이자손익	-459	-359	-228	-332	-456
관계기업관련손익	17	-4	-27	0	0
기타	64	-431	-41	27	27
법인세비용차감전순손익	1,282	435	1,359	1,526	1,584
법인세비용	425	345	383	369	383
계속사업순손익	857	90	976	1,157	1,201
중단사업순손익	131	720	0	0	0
당기순이익	988	810	976	1,157	1,201
지배지분순이익	981	845	1,101	1,263	1,305
포괄순이익	1,148	581	1,625	1,157	1,201
지배지분포괄이익	1,144	617	1,750	1,263	1,305

주: 1. 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
 2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	979	1,112	1,858	1,791	1,767
당기순이익	988	810	976	1,157	1,201
감가상각비	500	570	561	667	787
외환손익	12	6	1	0	0
종속, 관계기업관련손익	-17	5	27	0	0
자산부채의 증감	-1,025	-384	-406	-190	-378
기타현금흐름	521	105	700	157	157
투자활동 현금흐름	285	788	-3,169	-4,157	-4,157
투자자산	18	-16	43	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,769	-1,399	-2,740	-4,000	-4,000
유형자산 감소	127	43	21	0	0
기타현금흐름	1,910	2,159	-493	-157	-157
재무활동 현금흐름	-559	-586	1,412	2,366	2,391
단기차입금	0	0	109	190	378
사채 및 장기차입금	-590	-576	1,322	2,176	2,013
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	31	-10	-19	0	0
연결범위변동 등 기타	0	2	-2	0	0
현금의 증감	706	1,316	98	0	0
기초 현금	286	992	2,308	2,406	2,406
기말 현금	992	2,308	2,406	2,406	2,406
NOPLAT	1,737	1,228	1,650	1,830	2,013
FCF	-965	-786	-1,245	-1,978	-1,908

자료: 동양증권

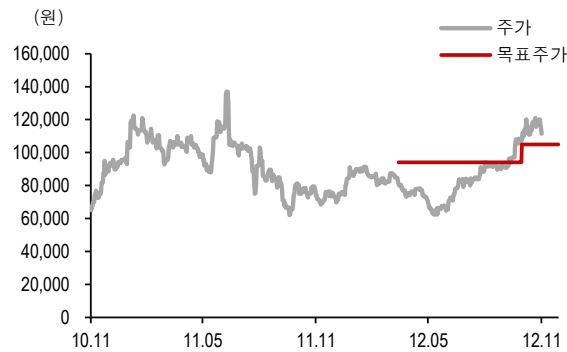
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
 4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	7,373	8,125	8,602	8,934	9,594
현금및현금성자산	992	2,308	2,406	2,406	2,406
매출채권 및 기타채권	5,582	5,083	5,326	5,647	6,285
재고자산	146	146	158	169	191
비유동자산	31,721	27,827	30,452	33,785	36,999
유형자산	17,592	15,091	17,134	20,467	23,680
관계기업 등 지분관련자산	977	981	963	963	963
기타투자자산	1,736	1,226	1,448	1,448	1,448
자산총계	39,094	35,952	39,055	42,719	46,592
유동부채	8,839	5,901	6,663	6,344	6,727
매입채무 및 기타채무	3,711	3,413	3,732	3,874	4,155
단기차입금	862	1,053	1,009	1,200	1,578
유동성장기부채	3,963	1,150	1,474	823	547
비유동부채	8,196	7,404	8,657	11,484	13,773
장기차입금	4,888	5,228	6,861	9,887	12,176
사채	995	698	199	0	0
부채총계	17,035	13,305	15,320	17,828	20,500
자본지분	21,512	22,126	23,873	25,136	26,441
자본금	1,141	1,141	1,141	1,141	1,141
자본잉여금	21,954	21,954	21,975	21,975	21,975
이익잉여금	2,886	3,668	4,763	6,026	7,331
비지배지분	547	520	-138	-244	-348
자본총계	22,059	22,647	23,735	24,891	26,092
순차입금	9,476	5,826	7,206	9,572	11,963
총차입금	10,753	8,364	9,755	12,122	14,512

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	4,300	3,703	4,826	5,536	5,720
BPS	115,324	118,018	125,674	131,209	136,930
EBITDAPS	10,542	8,641	10,377	11,638	12,964
SPS	107,994	113,441	123,990	137,153	152,102
DPS	0	0	0	0	0
PER	15.0	25.3	23.1	20.1	19.5
PBR	0.6	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.3	14.1	13.7	13.1	12.5
PSR	0.6	0.8	0.9	0.8	0.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	9.6	5.0	9.3	10.6	10.9
영업이익 증가율 (%)	15.2	-29.3	34.4	10.9	10.0
조정영업이익 증가율 (%)	-3.0	-14.6	22.1	20.0	10.0
지배순이익 증가율 (%)	2,711.7	-13.9	30.3	14.7	3.3
매출총이익률 (%)	10.5	9.1	9.7	10.4	10.3
영업이익률 (%)	7.0	4.7	5.8	5.8	5.8
조정영업이익률 (%)	5.9	4.8	5.4	5.8	5.8
지배순이익률 (%)	4.0	3.3	3.9	4.0	3.8
EBITDA 마진 (%)	9.8	7.6	8.4	8.5	8.5
ROIC	4.6	1.0	5.0	5.2	5.0
ROA	2.7	2.3	2.9	3.1	2.9
ROE	4.9	3.9	4.8	5.2	5.1
부채비율 (%)	77.2	58.7	64.5	71.6	78.6
순차입금/자기자본 (%)	44.0	26.3	30.2	38.1	45.2
영업이익/금융비용 (배)	3.3	2.5	3.7	3.4	3.0

CJ 대한통운 (000120) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~-20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.