

운송 (OVERWEIGHT)

2016.10.27



강성진
3777-8483
seongjin.kang@kbsec.co.kr

정혜정 (R.A)
3777-9056
hyejung.jung@kbsec.co.kr

4Q에 주목해야 할 것들

- ✓ BDI, 단기 등락 반복하겠지만 2018년까지 구조적 상승 예상
- ✓ 중단거리 국제여객 yield, 4Q16 이후 점차 약세 전환 될 것
- ✓ 한진해운, 유상증자, 자금조달에 관해 대한항공이 받는 우려는 과도

Recommendations 기준일: 2016년 10월 26일

팬오션 (028670)	투자의견: BUY (유지)
현재주가: 3,730원	목표주가: 5,200원 (유지)
대한해운 (005880)	투자의견: BUY (유지)
현재주가: 18,600원	목표주가: 29,000원 (유지)
대한항공 (003490)	투자의견: BUY (유지)
현재주가: 30,950원	목표주가: 53,000원 (유지)
아시아나항공 (020560)	투자의견: BUY (상향)
현재주가: 4,590원	목표주가: 5,400원 (유지)
제주항공 (089590)	투자의견: BUY (유지)
현재주가: 30,900원	목표주가: 44,000 (유지)
CJ대한통운 (000120)	투자의견: BUY (유지)
현재주가: 210,000원	목표주가: 245,000원 (유지)

▶ 유가 상승과 방한 중국인 축소 등 변화하는 운송업종 영업환경

지난 9월 OPEC 원유감산 협의와 최근 중국의 방한 중국인 축소 논란 등으로 운송업종에 대한 시장의 우려가 확대되고 있다. KB투자증권은 변화하는 영업환경을 고려해 운송업 투자의견을 재검토했다.

▶ 4Q16에 관심을 가져야 할 주제 – BDI, LCC 여객단가, 한진해운 분리효과

4Q16에 운송업종에서 관심을 가져야 할 주제는 다음의 세 가지다. 첫째, BDI의 급등락현상을 어떻게 이해해야할 것인가? 둘째, LCC의 주력 시장인 중단거리 국제여객의 단가 (yield)가 계속 상승할 것인가? 셋째, 한진해운 분리 이후에도 대한항공의 주가가 크게 상승하지 못하는 것은 무엇 때문인가?

KB투자증권은 BDI가 2018년까지 꾸준히 상승할 것으로 전망하지만, 짧은 주기의 BDI 등락 또한 계속 반복될 것으로 예상한다. 국제여객단가는 장거리보다는 중단거리에서 하방압력을 받을 것이다. 대한항공 주가에 반영된 각종 우려들은 과도한 수준이며, 점차 소멸될 것으로 판단한다.

▶ Top-Pick으로 팬오션 제시. 대한항공 또한 과도한 우려에서 벗어날 것

KB투자증권은 4Q16 운송업종 Top-Pick으로 팬오션을 제시한다. 대형 벌크화물 (철광석, 석탄)에 대한 중국의 수요가 증가함과 동시에 수입산에 대한 의존도도 높아지고 있다. 반면 화물을 수송할 벌크선에 대한 투자는 거의 이뤄지지 않고 있어 결국 벌크선 운임이 상승할 수밖에 없다. 팬오션의 현재주가는 2017년 말 예상 BPS 대비 0.7X로 과거 BDI 상승기 평균 PBR 1X에 크게 못미친다.

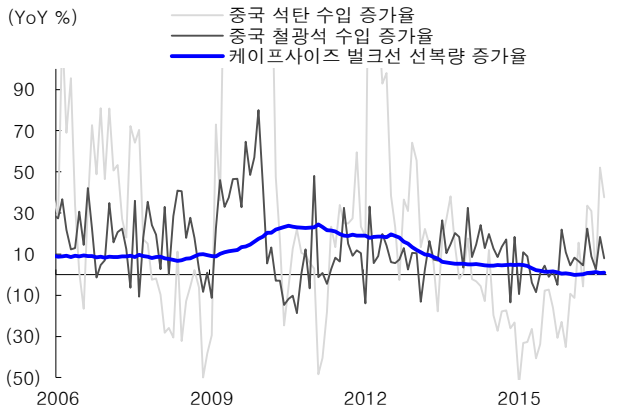
대한항공 또한 valuation 매력이 매우 크다. 최근 유가상승과 방한 중국인 축소 논란에도 불구하고, 2017년 영업이익은 7,910억원을 기록할 것으로 예상된다. 한진해운 분리는 미래 현금흐름에 대한 부담을 크게 줄여 주주가치를 보호한 중요한 조치였음에도 불구하고, 물류대란 관련 사회적 지탄에 밀려 주목받지 못한 측면이 있다.

Contents

I. Focus Charts	4
II. 업종 Review 및 투자의견	5
III. 3Q16 운송주 주가 Review	7
IV. 4Q16 운송업종 업황 판단	10
1. 벌크해운업 - 짧은 주기의 BDI 급변동은 계속되나 2018년까지는 상승국면	10
2. 항공업황 - Yield의 반등 현상, 중단거리에서는 일시적 현상에 그칠 수도	14
3. 대한항공 - 한진해운 분리 결정의 가치가 아직 주가에 충분히 반영 안됨	16
V. 종목별 실적점검과 투자의견	20
1. 팬오션 - 투자의견 BUY (유지), 목표주가 5,200원 (유지)	20
2. 대한해운 - 투자의견 BUY (유지), 목표주가 29,000원 (유지)	25
3. 대한항공 - 투자의견 BUY (유지), 목표주가 53,000원 (유지)	30
4. 아시아나항공 - 투자의견 BUY (상향), 목표주가 5,400원 (유지)	35
5. 제주항공 - 투자의견 BUY (유지), 목표주가 44,000원 (유지)	40
6. CJ대한통운 - 투자의견 BUY (유지), 목표주가 245,000원 (유지)	45
VI. Appendice: Global Peer Comparison	50

I. Focus Charts

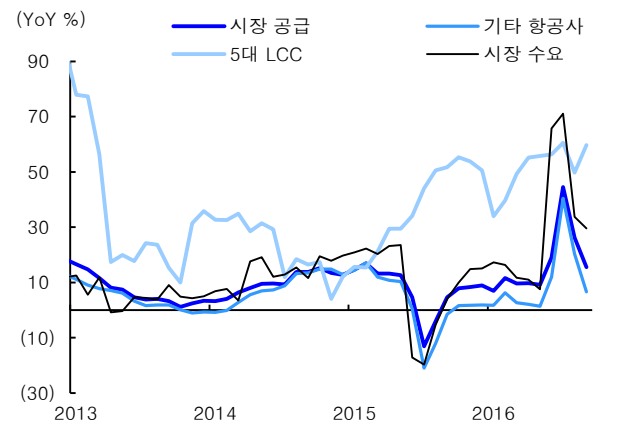
급증하는 중국의 벌크화물 수입에 벌크선 공급이 쫓아가지 못하는 모습



자료: Clarksons, KB투자증권

- 벌크선 수급 개선 진행 중. 1~9월 중국의 철광석 및 석탄 수입은 전년동기대비 각각 9.1%, 15.3% 증가. 반면 중국의 철광석 및 석탄 수입에 필요한 케이프사이즈 벌크선은 전년동기대비 1.4% 증가하는 데 그침
- 중국의 대형 벌크화물 수입이 급증하는 것은 조강 생산 및 화력 발전량이 늘어나고 있는 데다가, 국내 광산의 철광석 석탄 생산이 감소하고 있기 때문. 중국은 철광석 소비의 50~60%, 석탄 소비의 92~96%를 자국산에 의존
- 중국은 오랜기간 철광석 및 석탄 광산에 대한 투자를 줄여왔음. 단기간에 자국광산의 생산을 늘리기는 쉽지 않을 것

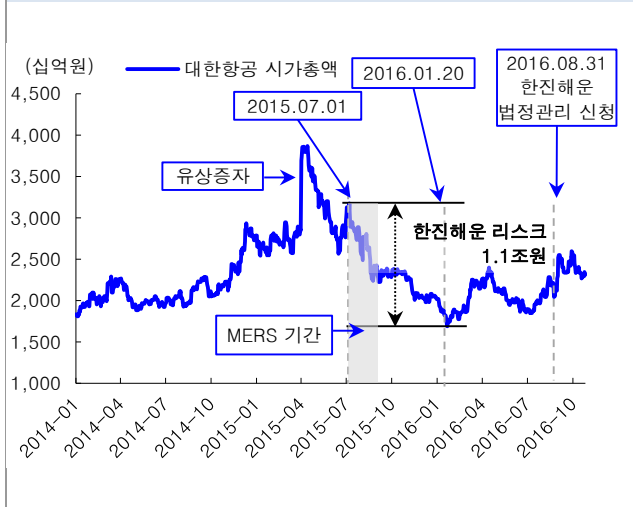
출입국 수요 증가율 둔화되면 중단거리 yield 약세 불가피



자료: 인천국제공항공사, KB투자증권

- 중단거리 노선에서 운항을 크게 늘리고 있는 저가항공사들이 좌석을 계속 채울 수 있는 것은 대형항공사가 운항을 크게 늘리지 않고 있는 데다가, 출입국자가 급증했기 때문임. 출입국자가 늘어난 것은 중국인의 한국 방문이 증가하고, 한국인들의 해외여행도 늘어난 것이 원인
- 만약 저비용항공사들의 공급증가가 계속되는 가운데 중국인 입국 또는 한국인 출국 증가가 둔화되는 경우 yield 하락은 불가피. 3Q16의 경우 1년전 MERS로 낮아진 기저를 바탕으로 yield가 상승할 수 있었을 것으로 판단.
- 상대적으로 장거리 노선의 수급은 양호, 공급증가율이 4.6% 수준으로 낮아 일회성 요인이 없더라도 수급이 개선되는 상황.

대한항공 주가, 한진해운 분리효과 및 반영



자료: Bloomberg, KB투자증권

- 8월 31일 한진해운의 법정관리 신청에도 불구하고 대한항공 주가는 크게 반등하지 못함. 원인은 1) 한진해운 추가 지원에 대한 우려, 2) 부채비율을 낮추기 위한 유상증자 우려, 3) 회사채 발행여건 악화에 따른 유동성 우려 등이 이유로 손꼽힘
- 이러한 우려는 과도함. 한진해운 법정관리 신청이후 대한항공이 부담한 추가지원은 사실상 없으며, 추가로 인식할 손실도 없음. 3Q16 실적 호조로 부채비율은 크게 낮아졌으며, 장기간 유지되고 있는 회사채 발행 악조건에서도 자금 상황은 순조롭게 이뤄지고 있음.
- 차입금 규모가 크고, 변동성이 큰 사업에 투자하고 있는 것은 대한항공 주가 할인요인임. 이러한 관점에서 사회적 파장을 별론으로 하더라도, 대한항공이 한진해운과 절연함으로써 리스크를 축소한 것은 충분히 가치를 인정받아야 함

II. 업종 Review 및 투자 의견

KB투자증권은 4Q16 운송업종 Top-Pick으로 팬오션을 제시하고, 목표주가 5,200원을 유지한다. 대한항공, 대한해운 등에 대해서도 투자 의견 BUY와 목표주가 53,000원, 29,000원을 그대로 유지한다. CJ대한통운과 제주항공에 대해서는 BUY의견을 유지하지만, 각각 규제완화에 따른 장기 경쟁심화 가능성, MERS 기저효과가 사라진 이후에도 yield가 계속 회복할지의 여부를 지켜볼 필요가 있다는 판단이다. 아시아나항공에 대해서는 5,400원의 목표주가를 그대로 유지하지만, 그간의 주가 하락을 반영해 투자 의견은 BUY로 상향한다.

- 4Q 운송업 3대 문제
1) BDI 상승 국면 진입?
2) LCC 여객 yield 상승 계속?
3) 한진해운 분리의 가치

4Q16 운송업종에서는 세 개의 문제에 대해 판단해야 한다. 첫째는 BDI가 상승 사이클로 진입한 것이 맞는지의 문제이며, 둘째는 항공사들의 여객 yield가 4Q 이후에도 계속 상승할 것인가의 문제이다. 마지막 이슈는 한진해운 분리가 대한항공 주가에 충분히 반영되었느냐는 것이다.

단기 등락 반복되겠지만
BDI는 2년간 상승할 것

KB투자증권은 BDI가 상승 사이클에 진입했으며, 업황 개선국면은 2018년까지 이어질 것으로 판단한다. 중국의 벌크화물 수요 증가와 수입 의존도 상승, 그간 투자가 거의 진행되지 않아 초래된 공급 제한의 결과, 벌크선 수급이 점진적으로 개선될 것으로 보기 때문이다. 다만 계절에 따라 집중되는 화물 수요 또는 국제 철광석 가격 변화에 좌우되는 중국 철광 수입 등 무의미한 변수에 따라 BDI가 급변하면서 계속해서 투자자에게 혼란을 줄 수 있다.

중단거리 여객 yield 하락 가능

한편 4Q16 이후 중단거리 항공노선에서는 국제여객 yield가 하락 전환할 수도 있다. 3Q16에는 전년동기 MERS 사태에 따른 기저효과로 yield가 상승하는 모습을 보였다. 그러나 중단거리 노선의 경우 지금과 같은 저비용항공사들의 확장이 계속될 경우 yield를 낮추지 않고는 충분한 승객확보가 쉽지 않을 것이다.

3Q 실적 발표 이후
대한항공 주가는 한진해운 분리의
효과를 반영하게 될 것

대한항공에 대한 의구심은 3Q16 실적 발표 이후 점차 소멸될 것이다. 한진해운 회생절차 신청 이후 대한항공 추가지원은 사실상 없었다고 볼 수 있으며, 잠재 손실을 3Q16 중 비용으로 모두 반영했다. 대한항공의 재무구조에 대한 시장의 우려는 크지만, 대한항공은 만기가 돌아오는 차입금들을 순조롭게 상환하면서 시장성 차입금을 줄여나가고 있다 (항공기 금융리스 차입금은 제외한 고려). 한진해운 분리는 미래 현금흐름에 대한 리스크를 크게 줄여 대한항공 주주들의 가치를 보호하는 중요한 조치였음에도 물류대란에 대한 사회적 지탄으로 인해 충분히 평가를 받지 못한 측면이 있다.

표 1. 운송 유니버스 투자 의견

(단위: 원, %)	투자 의견	목표주가	현재주가	상승여력	긍정적 요인	부정적 요인
팬오션	BUY	5,200	3,730	39.4	벌크선 수급 개선	곡물사업 투자 확대 우려
대한해운	BUY	29,000	18,600	55.9	전용선 규모 증가 삼선로직스 M&A	3Q16 실적 부진 가능성
대한항공	BUY	53,000	30,950	71.2	한진해운 절연 항공업황 호조	업황 둔화 우려 유상증자 우려
아시아나항공	BUY	5,400	4,590	17.6	항공업황 호조	업황 둔화 우려 금호타이어 인수 참여 우려
제주항공	BUY	44,000	30,900	42.4	항공업황 호조	업황 둔화 우려 경쟁 LCC의 공격적 확장
CJ대한통운	BUY	245,000	210,000	16.7	이익 성장	경쟁 심화

자료: KB투자증권

팬오션 (TP 5,200원)
BDI 구조적 상승의 수혜주
단기 BDI 약세 구간에서 매수 추천

대한항공 (TP 53,000원)
유가 상승 반영하더라도
상승여력 71.2%
한진해운과 관련된 각종 우려는 과도

4Q16 Top-Pick으로 팬오션을 제시하며, BDI 조정 시 매수할 것을 권고한다. BDI 급등에도 불구하고 하반기 영업이익 규모는 상반기와 크게 다르지 않을 것으로 판단한다. BDI는 가파르게 상승했지만 높아진 운임이 실적에 반영된 기간이 충분하지 않았을 것이고, 탱커 등 비벌크선 부문의 업황이 악화되었기 때문이다. 그러나, 2017년 BDI가 전년대비 32.5% 상승할 것이라는 가정하에 팬오션의 영업이익은 55.4% 증가할 것으로 예상된다. 다만 벌크선 시황을 대표하는 BDI는 급등락을 반복하면서 꾸준히 상승할 것으로 보이므로, BDI가 급등할 때보다는 오히려 단기 하락해 팬오션에 대한 관심이 줄어들 때 매수하는 것이 유리할 것이다.

유가상승, 방한 중국인 축소 논란 등을 감안하더라도 대한항공의 현 주가 수준은 매우 매력적이다. 대한항공의 2016년 영업이익은 1.1조원으로 사상 최고 수준이 될 전망이다, 유가상승 등을 반영하더라도 2017년 영업이익 또한 7,910억원에 달할 것으로 예상된다. 적정 EV/EBITDA 7.6X와 15조원의 순차입금을 고려할 때, 현재의 주가에서는 71.2%의 상승여력이 있다. 이렇게 valuation 매력이 높은 이유는 1) 한진해운 지원에 대한 우려, 2) 높은 부채 비율에 따른 증가 가능성, 3) 낮은 신용등급으로 인한 회사채 상환 문제 등으로 투자자들이 기피하기 때문이다. 현실점에서는 이러한 우려들은 모두 실현가능성이 매우 낮다는 판단이다.

표 2. 3Q16 운송업종의 영업실적 추정

(단위: 십억원, %)	3Q16E	컨센서스	Diff. %	3Q15	YoY %	이익 증가요인 (YoY)	이익 감소요인 (YoY)
팬오션	46	43	8.0	61	(24.3)	선대규모 확대	벌크선 운임 하락, 탱커 부문 부진
대한해운	14	12	15.7	15	(8.4)	LNG부문 매출 정상화	벌크선 전용선 매출 감소
대한항공	458	437	4.7	289	58.2	유가하락, 여객 단가 (yield) 상승	화물 단가 하락
아시아나항공	145	137	5.9	69	109.8	유가하락, 여객 단가 (yield) 하락	화물 단가 하락, 금호터미널 분리
제주항공	38	36	6.6	17	126.8	유가하락, 여객 수송량 증가	고정비 증가
CJ대한통운	61	62	(2.6)	52	17.6	전부문의 매출 성장, M&A 증가	한진해운 사태 여파

자료: KB투자증권

컨센서스 대비 3Q 예상 영업이익
상회: 항공업종, 대한해운
부합: 팬오션, CJ대한통운

3Q16 실적에 대한 전망은 대체로 양호하다. 유류헷지 손실의 소멸과 여객 수요 회복에 힘입어 항공사들의 영업이익은 시장 컨센서스를 넘어설 것으로 전망한다. 대한해운 또한 영업이익 규모는 시장의 기대를 웃돌 것으로 추정한다. 팬오션, CJ대한통운은 시장 컨센서스 수준의 이익을 달성할 수 있을 것으로 판단한다.

항공은 여객 호조 + 화물 개선

4Q16 이후의 업황 전망 또한 세부 업종별로 다르다. 항공사들은 여객 부문의 호조가 이어지는 가운데, 화물 역시 개선되는 모습을 보이고 있어 4Q16 영업환경이 매우 양호할 것이다. 현재까지의 유가상승은 항공사 실적에 결정적 영향을 줄 정도는 아니다. 벌크선 수급은 개선되고 있으나, 당장 하반기부터 벌크해운 업체들의 실적에 영향을 미치지 않을 것이다. 다만 전용선 규모가 꾸준히 늘어나고 있는 대한해운은 매분기 영업이익이 증가하는 모습이 예상된다.

III. 3Q16 운송주 주가 Review

표 3. 최근 주가흐름

(단위: %)	KOSPI	운송	운송 유니버스	대한항공	아시아나 항공	제주항공	팬오션	대한해운	CJ 대한통운	한진해운	현대상선	타워이 홀딩스	한진	현대 글로벌
절대상승률	1.7	6.3	2.6	19.0	4.8	(2.1)	2.3	8.1	(3.7)	(51.7)	(41.6)	(12.8)	(7.4)	3.5
KOSPI 대비	0.0	4.5	0.9	17.1	3.1	(3.7)	0.6	6.3	(5.3)	(52.5)	(42.6)	(14.2)	(8.9)	1.8
업종 대비	0.0	0.0	0.0	16.0	2.1	(4.6)	(0.3)	5.4	(6.1)	(52.9)	(43.1)	(15.0)	(9.8)	0.8

자료 : KB투자증권

주 : 모든 주가상승률은 2016년 07월 01일~2016년 10월 26일 기준

운송 유니버스는 KB투자증권 운송 유니버스, 짚은 음영표시 종목은 유니버스 외

현대상선 주가 상승률은 7:1 무상감자 반영한 수치

2016년 7월 이후 운송업종 시가총액은 KOSPI를 4.5% outperform했다. KB투자증권 운송업종 유니버스의 시가총액은 2.6% 증가했고, KOSPI 수익률을 0.9% 상회했다. 대한항공사와 벌크 해운 업체들의 주가가 시장 평균을 상회하는 양호한 수익률을 기록했던 반면, 저가항공사와 CJ대한통운은 부진한 모습을 보였다.

대한해운: KOSPI 대비 +6.3%
신규 전용선 계약 추가
삼선로직스 지분 취득 긍정적

대한해운 주가는 2016년 7월 이후 8.1% 상승했고, KOSPI 대비로는 6.3% 상승했다. 차례로 신규 전용선 계약이 개시되면서 주가는 꾸준히 상승했다. 8월 말 삼선로직스 지분을 추가 취득하여 연결대상기업으로 편입한 것도 실적 개선 기대감에 주가 상승 요인으로 작용했다.

팬오션: KOSPI대비 +0.6%
BDI 상승에 따른 주가 상승

같은 기간 동안 팬오션 주가는 2.3% 상승하면서 KOSPI를 0.6% outperform했다. 팬오션 주가에 큰 영향을 미치는 BDI 지수는 중국의 석탄 영업일수 제한으로 인한 석탄 수입 수요 급증과 철강재 가격 상승에 따른 철광석 수요 증가로 8월 중순부터 상승했다. 9월 말에는 연내 최고 수준인 934 pt를 기록하면서 팬오션 주가도 함께 급등하기도 했다.

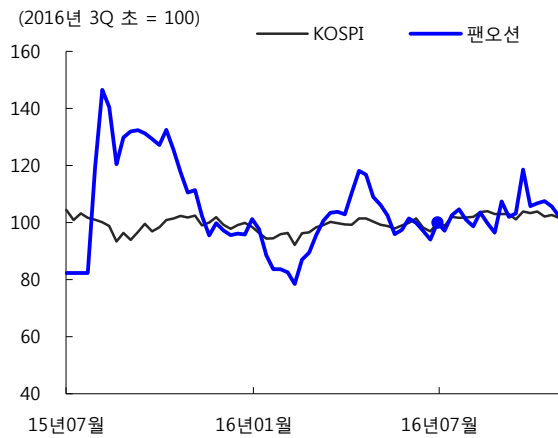
대한항공: KOSPI 대비 +17.1%
아시아나항공: KOSPI 대비 +3.1%
제주항공: KOSPI 대비 -3.7%
성수기 여객 및 화물 수요 호조
기업 개별 이슈가 주가 영향

항공주 주가는 항공여객 수요의 꾸준한 증가와 항공화물 수요 개선 등 전반적 업황 호조에 힘입어 상승했으나, 개별 기업 이슈에 따라서 방향성이 달라지는 모습을 보였다. 대한항공 주가는 8월 중순 한진해운에 대한 추가 자금지원 우려로 하락했으나, 한진해운이 9월 법정관리 절차에 돌입하면서 계열사 지원 리스크 감소로 반등했다. 그러나 최근 발행한 회사채들의 흥행 실패로 자금 조달에 대한 우려가 확대되어 주가 상승폭을 일부 반납했다. 아시아나항공은 실적개선 기대감에 큰 폭의 주가 상승률을 기록했으나, 유상증자 발표, 금호타이어 인수 지원 우려 등이 주가 하방 압력으로 작용했다. 제주항공은 높았던 2Q16 실적 기대감에 반해 실제 실적이 예상을 하회하면서 시장 수익률을 하회하는 주가 흐름을 보였다.

CJ대한통운: KOSPI 대비 -5.3%
적극적 M&A는 긍정적이거나,
유통업체와의 물류 경쟁 우려

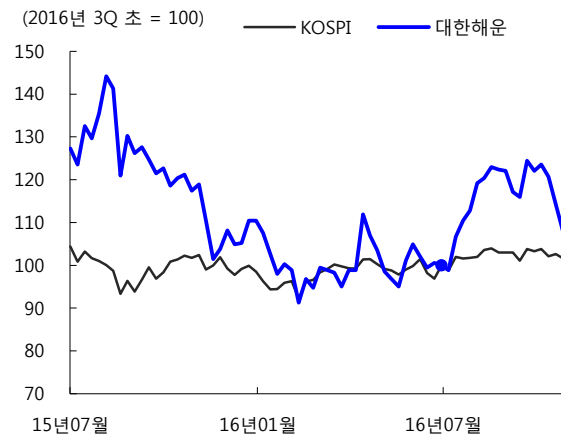
CJ대한통운은 해당 기간 동안 3.7% 하락했고, KOSPI를 5.3% underperform했다. Rokin에 이은 중국 전자회사 TLC와의 합작 물류회사 Speedex 설립, 말레이시아 물류기업 Century 지분 인수 등 적극적인 M&A 활동은 주가에 긍정적이었다. 그러나 8월 말 도입된 소형 화물차 허가제로 기존 물류업체 외의 유통업체들도 택배 시장에 진출하기 용이해짐에 따라 경쟁 심화 우려로 인해 주가에 하방 압력이 발생하면서 부진한 흐름을 보였다.

그림 1. KOSPI 대비 팬오션 주가 수익률 추이



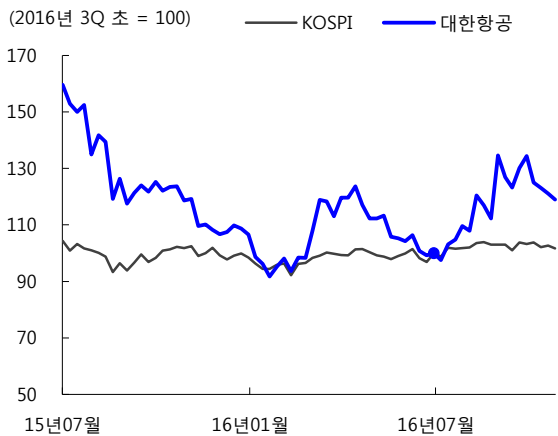
자료: KB투자증권

그림 2. KOSPI 대비 대한해운 주가 수익률 추이



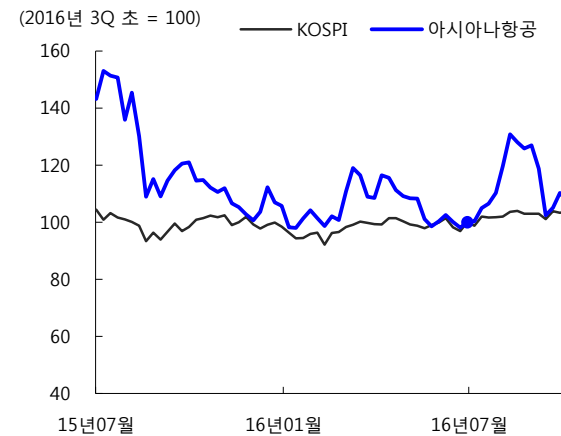
자료: KB투자증권

그림 3. KOSPI 대비 대한항공 주가 수익률 추이



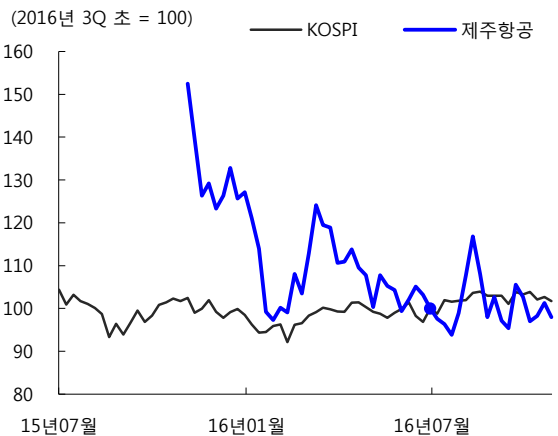
자료: KB투자증권

그림 4. KOSPI 대비 아시아나항공 주가 수익률 추이



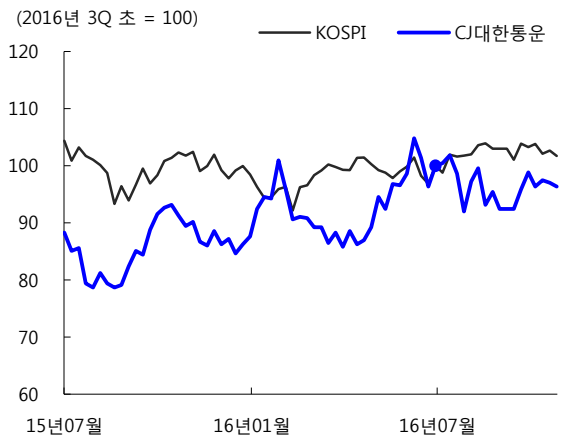
자료: KB투자증권

그림 5. KOSPI 대비 제주항공 주가 수익률 추이



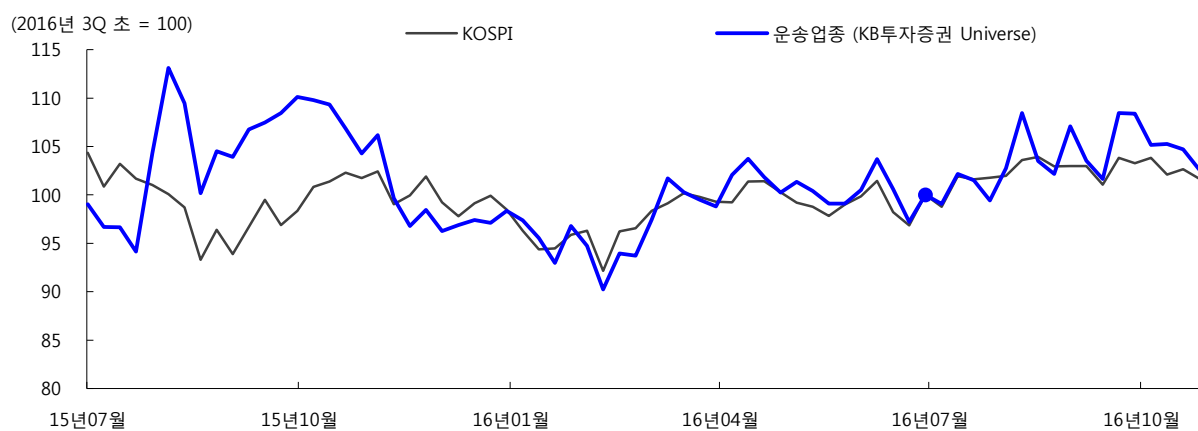
자료: KB투자증권

그림 6. KOSPI 대비 CJ대한통운 주가 수익률 추이



자료: KB투자증권

그림 7. KOSPI 대비 운송 유니버스 주가 추이



자료: KB투자증권

IV. 4Q16 운송업종 업황 판단

4Q16 운송업종에서 주목해야 할 지표들은 벌크선 운임 (BDI)와 항공사들의 여객단가 (yield)다. 중국의 대형 벌크화물 수입은 계속 증가할 전망이다. 화물을 실어나를 벌크선 투자는 부족했기 때문에 결국 벌크선 운임이 상승할 것이다. 한편 3Q16 국제여객 yield는 전년동기대비 상승한 것으로 보이나, 이는 1년 전 메르스에 따른 기저효과를 반영했음을 간과해서는 안 된다. 중단거리 노선의 운항 회수가 빠르게 늘어나고 있어 출입국자 증가속도가 둔화될 경우 yield를 높일 수 있는 상황은 아니다. 지표들과는 별도로 살펴볼 이슈는 대한항공의 한진해운 분리 효과다. 사회적 파장은 별론으로 하더라도, 한진해운 분리는 미래 현금흐름의 부담을 제거함으로써 대한항공 주주들의 가치를 보호한 조치인데, 물류대란의 책임논란 속에 충분히 평가되지 못했다.

1. 벌크해운업 – 짧은 주기의 BDI 급변동은 계속되나, 2018년까지는 상승국면

벌크해운업은 2016년 상반기에 기록한 역대 최악의 상황에서 일단 탈출한 모습이다. 중국의 대형 벌크화물 수요 증가 및 수입 의존도 상승, 벌크선 투자 부족 등이 벌크선 수급을 점차 개선시키고 있다.

최근 BDI 상승을 주도한 것은
케이프사이즈급 대형 선박

올해 BDI 상승을 주도한 것은 대형 (Capesize) 벌크선이다. 10월 21일 기준 BDI는 842pt로 연초 대비 76.2% 상승했다. 연중 저점이었던 290pt 대비로는 190.3%나 상승했다. 같은 기간 BCI (Baltic Capesize Index)는 연초 대비 235.1%, 연중 저점 대비 무려 878.3% 상승했다. 가장 작은 (Handysize) 벌크선 운임 지표인 BHSI의 상승률은 연초 대비 58.1%, 연중 저점 대비 13.3%로 상대적으로 작았다.

세계 철광석 물동량의 69%를 차지한
중국의 철광석 수입은
1~9월누적 9.1% 증가 (YoY)

대형 벌크선의 운임을 급등시킨 것은 중국의 견조한 벌크선 수요다. 1~9월 중국의 철광석 수입은 전년동기대비 각각 9.1% 증가했고, 3Q16에도 전년동기대비 9.2% 증가했다. 철광석 물동량에서 중국이 차지하는 비중은 절대적이다. 중국의 철광석 수입량은 전체 철광석 물동량의 68.9%를 차지한다 (2015년 기준).

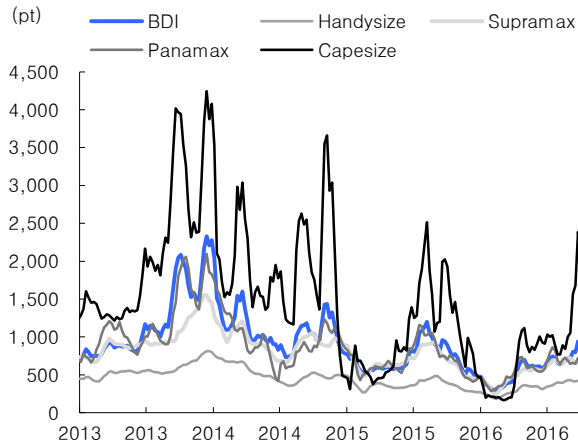
세계 석탄 물동량의 최대 교란요인인
중국의 석탄 수입은
1~9월누적 15.3% 증가 (YoY)

중국의 석탄 수입이 전세계 석탄 물동량에서 차지하는 비중은 철광석 대비 낮지만, 그 중요성은 떨어지지 않는다. 중국의 석탄 수입량은 전세계 석탄 물동량에서 14.2%에 불과하다. 유럽 (19.8%), 일본 (20.4%), 인도 (19.2%), 한국 (10.1%) 등과 비슷한 비중이다. 다만 수입량의 변동폭은 매우 크다. 지난해 전세계 석탄 물동량은 전년대비 6.5% 감소했는데, 그 중 6.2%p가 중국에서 발생했다. 1~9월 중국의 석탄 수입은 전년동기대비 15.3% 증가했고, 3Q에도 전년동기대비 27.8% 증가했다. 이는 유럽에서 나타나고 있는 석탄 수입 감소 (Clarksons 전망에 따르면 연간 14% 감소)를 충분히 커버하고 남는 수준이다.

철광석 석탄 수요 증가에도 불구하고
중국의 철광석과 석탄 생산은 부진

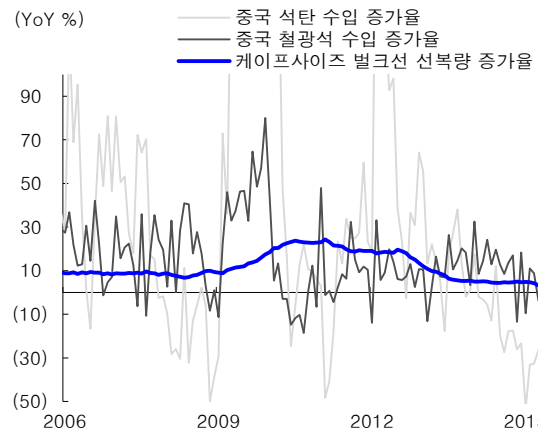
철광석과 석탄 관련 중국의 전방산업 지표는 계속 양호하다. 중국의 조강생산은 올해 계속 1년전 대비 증가하고 있으며 화력발전량도 전년동기대비 6월 이후로는 계속 증가하고 있다. 그럼에도 불구하고 중국의 자국산 철광석과 석탄의 생산은 줄고 있다. 3Q16 중국의 철광석과 석탄 생산은 각각 8.3%와 11.1% 줄어들었다.

그림 8. BDI 및 하부지수 추이



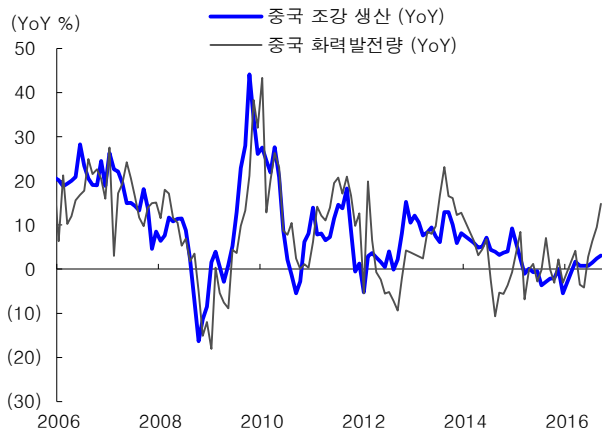
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 9. 주요 대형 벌크선 수급 지표 추이



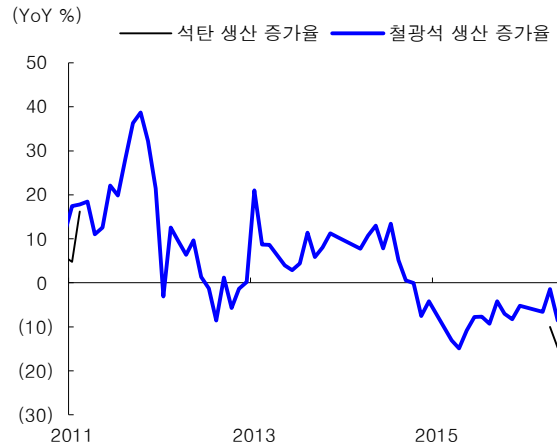
자료: CEIC, Clarksons, KB투자증권

그림 10. 중국 조강생산 및 화력발전량 증감률



자료: CEIC, KB투자증권

그림 11. 중국 철광석 및 석탄 생산 증감률



자료: CEIC, KB투자증권

표 4. 2015년 세계 철광석 및 석탄 해상 물동량 (수입국 기준)

(단위: 백만톤, %)	물동량				비중			
	철광석	석탄	제련용 석탄	발전용 석탄	철광석	석탄	제련용 석탄	발전용 석탄
세계	1,363.0	1,135.0	249.0	886.0	100.0	100.0	100.0	100.0
유럽	120.5	194.9	49.2	145.7	8.8	17.2	19.8	16.4
중국	939.7	163.6	35.3	128.3	68.9	14.4	14.2	14.5
일본	131.0	184.8	50.9	133.9	9.6	16.3	20.4	15.1
인도	10.6	214.2	47.7	166.5	0.8	18.9	19.2	18.8
한국	73.3	126.1	25.2	100.9	5.4	11.1	10.1	11.4
기타 아시아	34.9	160.5	18.6	141.9	2.6	14.1	7.5	16.0
기타 국가	53.0	90.9	22.1	68.8	3.9	8.0	8.9	7.8

자료: Clarksons, KB투자증권

운송 (OVERWEIGHT)

광산 투자를 지속 줄여온 결과 중국의 철광석, 석탄 큰 증산 어려워

중국의 철광석과 석탄 생산량이 줄어들고 있는 것은 계속된 광산투자 부진 때문이다. 중국은 환경문제, 인권문제 등을 이유로 신규 광산 개발 허가를 줄여왔다. 그간의 광산 투자 부진을 감안할 때 당분간 중국의 철광석, 석탄 생산이 크게 늘어나지는 못할 것이라는 판단이다.

중국은 철광석의 절반 이상과 석탄의 대부분을 자국산에 의존
자국생산 감소로 수입의존도
탄력적으로 높아질 수밖에 없음

중국의 철광석 및 석탄 관련 수입의존도는 점점 높아질 전망이다. 명목소비대비 자국산이 차지하는 비중은 철광석이 50~60%, 석탄이 92~96% 수준이다. 두 광물에 대한 중국의 소비가 늘어나는 반면 중국 내 생산이 계속 위축된다면 중국은 수입 광물에 크게 의존할 수 밖에 없게 된다. 특히 자국산에 대한 의존도가 높았던 석탄의 경우 중국의 높은 수입 증가율이 유지될 것이라 판단한다.

그간 중국으로 광물을 실어 나를 벌크선에 대한 투자는 거의 전무했음

이와 같은 수입 호조에도 불구하고 철광석과 석탄을 중국으로 수송하는 벌크선 투자는 거의 실종된 상황이다. 벌크선 발주는 지난해 이미 14년 만에 가장 적은 수준으로 추락한 바 있다. 더 나아가 2016년 1~9월 세계 벌크선 발주량은 2015년 동기 대비 32.2% 급감했다. 3Q 발주량은 전년동기대비 98.4% 감소해 완전히 사라졌다고 보아도 무방할 정도다. 그 결과 10월 초 기준 세계 벌크선의 선복량은 전년동기대비 2.0%, 대형선박인 케이프사이즈급의 선복량은 전년동기대비 1.4% 증가에 그치고 있다.

2018년까지 벌크선 수급 개선 국면
BDI는 2017년 32.5% 상승 예상 (YoY)

이와 같은 수급상황을 고려할 때 적어도 2018년까지 벌크선 수급 개선될 전망이다. 여전히 벌크선 발주가 거의 전무하다는 점을 고려할 때, 2017년 말까지 벌크선 Capacity가 크게 증가할 가능성은 낮아보인다. KB투자증권은 2017년의 평균 BDI가 2016년 대비 32.5% 상승할 것이라는 전망을 내놓은 바 있는데, 이는 여전히 유효하다.

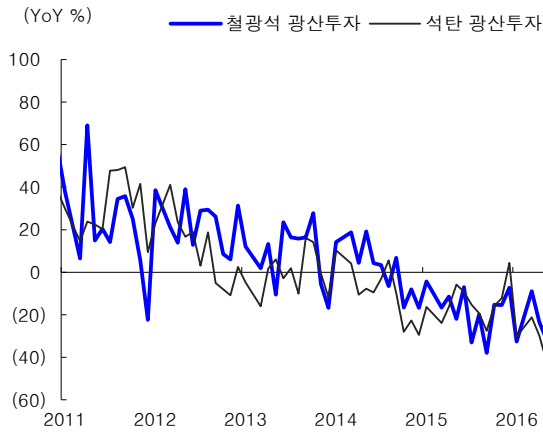
최근 BDI의 급등락 현상은
중국의 철광석 가격 스프레드에 따른
일시적 현상

다만 BDI는 위와 같은 벌크선 수급 변동만이 아니라 무의미한 요인에 의해서도 움직인다. 중국에서 측정되는 자국산 철광석 가격과 수입산 철광석 가격의 스프레드는 연초 이후 크게 확장되었다. 이러한 상황에서 중국의 철광석 수요자들은 수입산을 더 많이 찾게 되므로 철광석 수입에 필요한 대형벌크선의 운임이 급등하게 된다. 실제로 8월 8일 631pt였던 BDI는 9월 23일에는 941pt까지 높아졌다. 45일만에 49.1% 상승한 것이다. 당시 BCI (Baltic Capesize Index; 케이프사이즈 벌크선 운임지수)의 상승률은 206.7%에 달했다. 최근 BCI 조정 또한 철광석 가격 스프레드를 보면 충분히 설명이 가능하다.

BDI 단기 급변동은 펀더멘털과 무관
팬오션 실적에 크게 영향 못미쳐
당분간 벌크선 수급 개선이 유효하다면
BDI 하락기가 오히려 적절한 진입시점

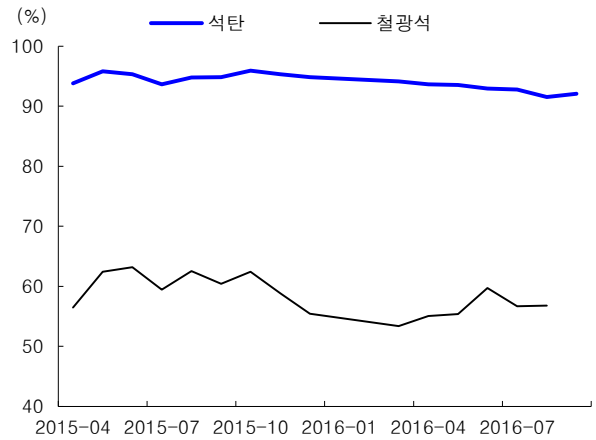
따라서 벌크선 투자 시에는 단기 등락 사이클을 구분해 대응할 필요가 있다. 이 스프레드는 시간을 두고 확장과 수축을 반복하므로 벌크선의 장기적 시황 변화와는 무관하다. 곡물수확이 시작되고 끝날 때마다 반복되는 중소형 벌크선의 운임 변동도 크게 의미를 둘 수 있는 것은 아니다. BDI의 단기급등은 벌크해운업체의 실적에 큰 영향을 미치지 못하기 때문이다.

그림 12. 중국 철광석 및 석탄 광산투자 증감률



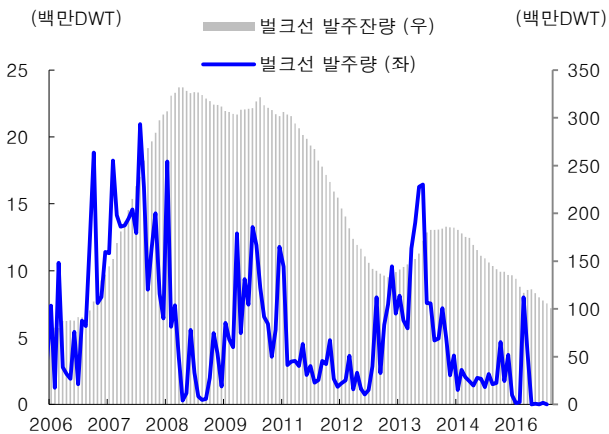
자료: CEIC, KB투자증권

그림 13. 중국 철광석, 석탄 자국 생산 의존도



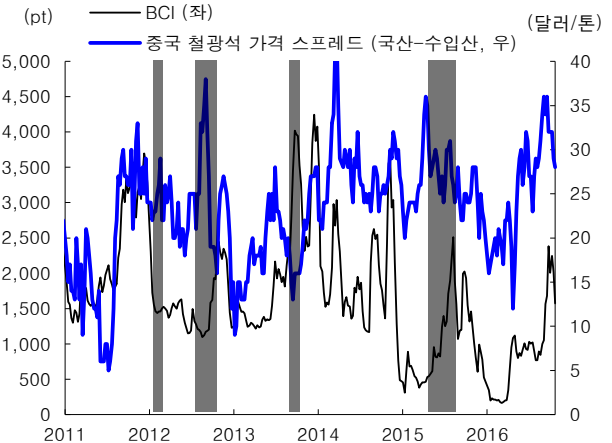
자료: CEIC, KB투자증권

그림 14. 세계 벌크선 발주 및 발주잔고 추이



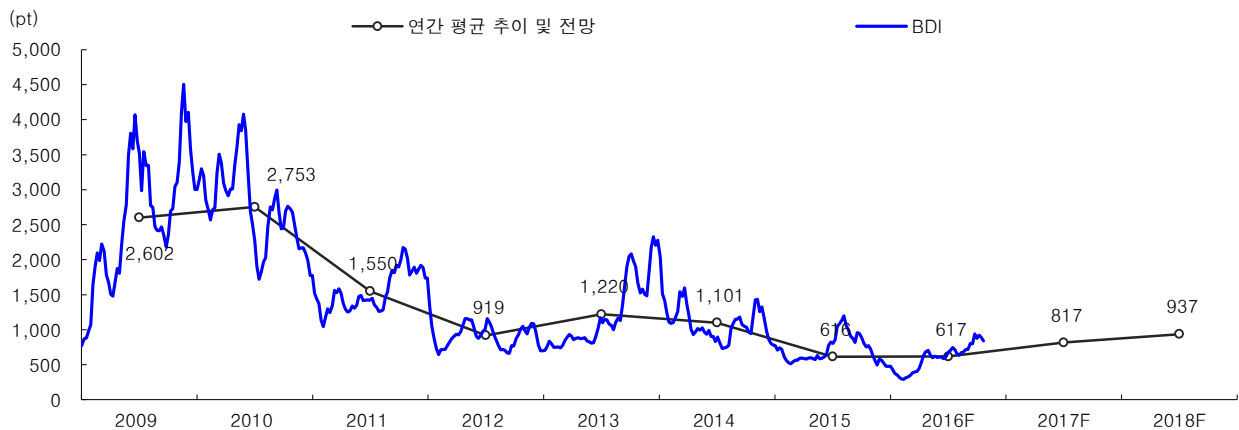
자료: Clarkson, KB투자증권

그림 15. 대형 벌크선 단기 수급 지표 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 16. 장기 BDI 추이 및 전망



자료: Bloomberg, KB투자증권

2. 항공업황 – Yield의 반등, 중단거리에서는 일시적 현상에 그칠 수도

지난해 급락했던 국제여객 yield,
2016년 들어서는 반등했고,
3Q16에는 대부분 상승했을 것 (YoY)

지난해 급락했던 주요 항공사들의 국제여객 단가 (yield)는 2016년 들어 안정화되었다. 3Q16에는 진에어를 제외한 주요 항공사들의 yield는 전년동기대비 상승했을 것으로 추정한다. 진에어의 경우 과거 yield의 하락폭이 다른 항공사보다 훨씬 컸지만, 진에어의 업황만 나빠졌다고 단정하기는 어렵다. 진에어의 경우 2015년 12월부터 하와이에 취항하고 있다. 비행거리가 긴 노선일수록 단위당 비용 (연료사용량 등)이 절감되어 yield도 낮아지는 경향이 있다.

3Q16 국제여객 yield는
MERS 기저효과로 상승했을 것

3Q16 여객 yield가 상승한 것은 수급이 개선되었기 때문이다. 국제여객 yield는 항공여행 수요, 공급, 유가 등 비용의 영향을 받는다. 3Q16 누적 중단거리 운항회수는 전년동기대비 22.3% 늘어났다. 그러나 3Q16 인천공항 승객 (환승객 제외)은 MERS 기저효과에 힘입어 전년동기대비 35.0% 늘어났고, 빈좌석을 채우는 데는 문제가 없었던 것으로 판단한다. 대한항공, 아시아나항공, 제주항공의 국제여객 탑승률은 역대 최고수준인 각각 80.9%, 84.3%, 62.9%까지 높아졌을 것으로 추정된다. 1년 전 대비 yield를 높여 받을 수 있는 환경이 조성된 것으로 판단한다.

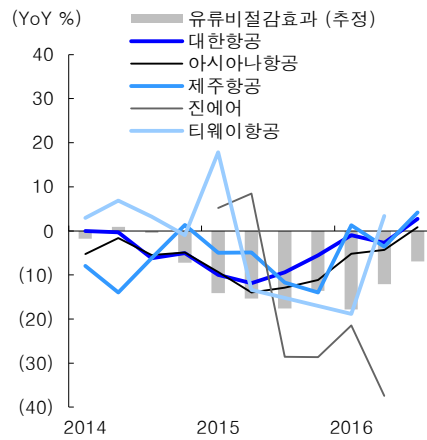
앞으로 방한 중국인 및
한국인 출국자 증가율이 둔화될 경우
yield 하락은 불가피

그러나 4Q16 이후 국제여객 yield는 하방 압박을 받을 것이다. 3Q16 출입국자가 급증한 것은 중국인 한국 여행수요가 MERS의 충격에서 회복했고, 유가가 낮아지고 엔화 등 주요 여행지 화폐 대비 원화가 강세를 보이면서 한국인 해외여행이 늘어났기 때문이다. 이미 방한 중국인이 크게 늘어나 있고, 유가도 이미 낮아진 상황이어서 출입국자 증가속도는 떨어질 것이다. 향후 방한 중국인 축소가 사실이 될 경우 출입국자 성장을 제약하는 요인이 될 것이다. KB투자증권은 특별한 외부요인이 없을 때 (국내 GDP 성장률이 3% 수준일 경우 가정) 한국 출입국자수는 7% 가량 증가하는 것으로 판단하고 있다.

Yield의 하락 압력은
장거리보다 중단거리에서 강할 것

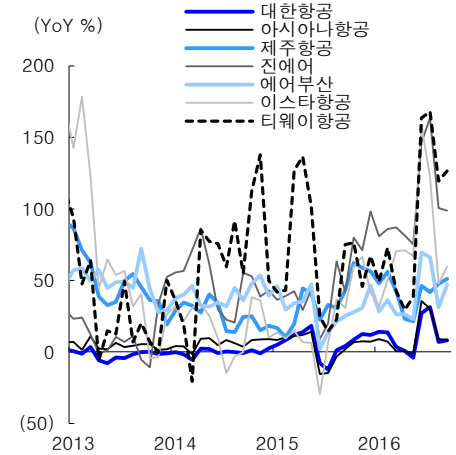
국제선 yield는 장거리노선보다 중단거리노선에서 더 많은 하락 압박을 받을 것으로 보인다. 중단거리노선에서의 1~6월 누적 운항회수 증가속도는 10.9%에 이른다 (7월 이후는 MERS 관련 기저효과가 반영되었으므로 분석에서 제외). 반면 장거리 1~6월 누적 운항회수는 전년동기대비 4.6%에 불과하다. 항공사들이 중단거리 노선에서의 늘리고 있는 좌석을 채워 넣기 위해서는 yield를 낮춰야 하지만, 장거리에서는 이러한 필요성이 없다.

그림 17. 항공사별 국제여객 Yield 변동률 추이 (YoY %)



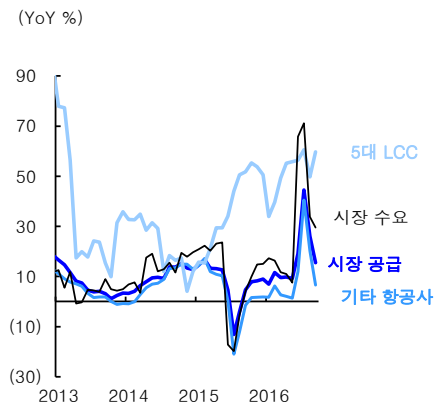
자료: 각 사, KB투자증권

그림 18. LCC 승객 수 증가율 추이



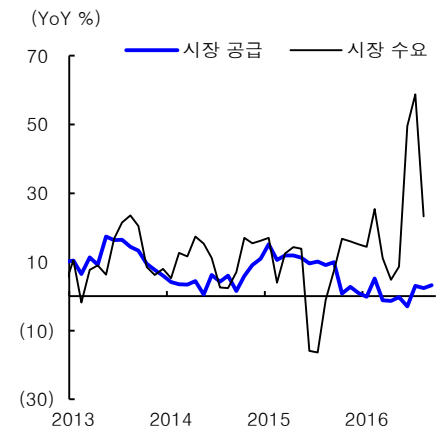
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, KB투자증권

그림 19. 주요 중단거리 국제여객 수급 지표 변동률 추이



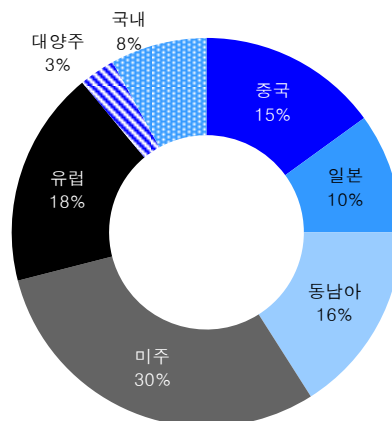
자료: 한국관광공사, 인천국제공항공사, 한국공항공사, KB투자증권

그림 20. 주요 장거리 국제여객 수급 지표 변동률 추이



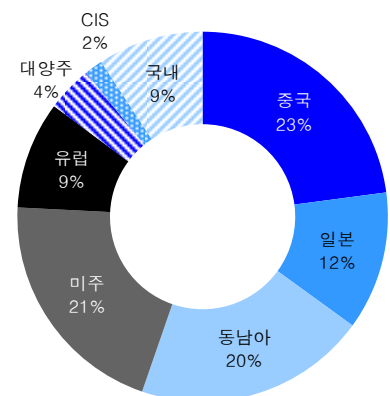
자료: 인천공항공사, KB투자증권

그림 21. 대한항공 노선별 매출 비중 (2Q16 기준)



자료: 대한항공, KB투자증권

그림 22. 아시아나항공 노선별 매출 비중 (2Q16 기준)



자료: 아시아나항공, KB투자증권

3. 대한항공 - 한진해운 분리 결정의 가치가 아직 주가에 충분히 반영 안 됨

한편 대한항공의 주가는 한진해운의 분리 (법정관리 신청) 이후에도 크게 반등하지 못했는데 이는 1) 한진해운 추가 지원에 대한 우려, 2) 부채비율 상승에 따른 유상증자 우려, 3) 회사채 발행여건 악화에 따른 유동성 확보 우려 등을 원인으로 판단한다. 그러나 이러한 우려들은 실상과는 차이가 있어 주가를 계속 누르지 못할 것으로 판단한다..

한진해운 지원리스크 소멸

우선, 한진해운에 대한 추가지원은 발생하지 않았다. 지난달 600억원의 자금투입이 있었지만 이는 한진해운을 회생시키기 위함이 아니라 한진해운의 화주들을 위한 것이었다. 그나마 충분한 담보를 설정한 관계로 대한항공의 부담은 사실상 없다. 게다가 3분기 중 한진해운 관련된 손실을 모두 인식함으로써 향후 추가 비용에 대한 불확실성도 완전히 제거했다.

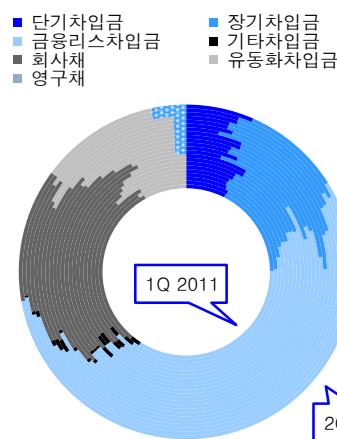
부채비율은 이미 전분기 대비 100%p 이상 낮아져

다음으로 부채비율에 대한 우려도 과도하다. 한진해운 관련 발생할 수 있는 손실의 최대치인 3,833억원을 모두 반영했음에도 대한항공은 3Q16에만 별도기준 4,280억원의 순이익을 냈다. 이에 따라 별도기준 부채비율은 917.3%로 낮아졌다 (2Q16 1082.2%).

회사채 만기 상환 현재까지 순조롭게 진행

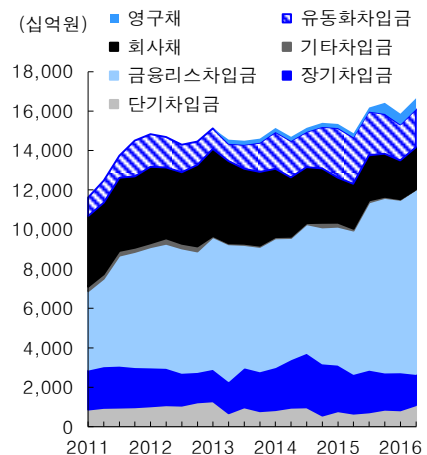
마지막으로, 대한항공의 회사채 발행 여건이 유리하지 않은 것은 오래된 사실이다. 그러나 대한항공의 차입금 상환은 무리 없이 진행되고 있다. 이는 2015년 이후 대한항공의 현금창출능력 (EBITDA + 순이자손익)이 2조원을 상회하는 등 영업활동에서의 현금 창출능력이 강화되었기 때문이다. 지난 5년간 대한항공은 항공기도입금용을 제외한 다른 시장성 차입금 (회사채, 은행차입금, 유동화차입금)은 줄여왔다. 은행차입금은 원활하게 roll-over되고 있으며 일부 회사채는 ABS로 상환되고 있다.

그림 23. 대한항공 차입금 구성비율 추이



자료: 대한항공, KB투자증권

그림 24. 대한항공 차입금 추이



자료: 대한항공, KB투자증권

표 5. 대한항공 Cash Flow 및 차입금 추이

(단위: 십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016 1H
현금수요 (A)	4,045.1	4,483.0	3,883.6	5,150.2	4,295.9	2,638.9
투자	621.4	727.3	1,018.4	1,211.6	1,249.4	491.4
항공기도입	3,015.7	1,503.9	1,522.1	1,588.3	2,198.8	1,601.9
항공기금융리스 (-)	3,015.7	1,503.9	1,522.1	1,588.3	2,198.8	1,601.9
유형자산투자 (항공기외)	621.4	725.6	1,011.0	806.6	1,258.7	496.6
지분자산투자	-	1.6	7.4	405.0	(9.3)	(5.2)
차입금상환	3,423.7	3,755.7	2,865.3	3,938.6	3,046.5	2,147.6
사채	1,333.2	1,156.0	648.8	1,299.3	200.0	594.2
항공기도입 리스 상환	765.5	994.8	956.4	984.9	1,093.4	651.7
장기차입금 상환 (B)	1,009.9	953.3	644.3	996.9	1,068.2	480.9
자산유동화차입금 상환	304.4	641.0	605.0	646.8	674.3	415.4
기타차입금상환	10.7	10.7	10.7	10.7	10.7	5.3
현금창출 (C)	1,229.4	1,294.6	1,210.9	1,576.7	2,162.9	1,141.6
EBIT (+)	394.1	271.6	(18.0)	372.5	859.2	456.2
감가상각비 (+)	1,304.3	1,486.3	1,638.5	1,577.1	1,632.0	863.5
순이자비용 (-)	469.0	463.3	409.6	372.9	328.3	178.1
차입수요 (D) = (A) - (C)	2,815.7	3,188.4	2,672.7	3,573.4	2,133.0	1,497.3
장기차입금 롤오버 시 차입수요 (E) = (D) - (B)	2,146.0	2,645.9	1,255.8	1,894.2	1,676.1	1,260.5
자금조달 (F)	3,238.4	2,502.1	3,013.2	3,803.5	2,530.4	1,138.9
회사채발행	1,412.1	1,735.2	531.7	449.8	289.0	486.9
자산매각	48.3	224.4	154.4	402.7	1,184.5	84.5
단기차입금	-	-	-	-	-	-
장기차입금	669.7	542.5	1,416.9	1,679.2	456.9	236.8
유동화차입금	1,108.2	-	910.1	1,271.9	600.0	330.6
유상증자	-	-	-	-	-	-
기말 차입금 잔액	14,505.0	14,459.0	14,393.2	15,194.9	15,856.4	16,092.1
단기차입금	985.6	1,234.0	786.0	563.3	862.4	1,092.0
장기차입금	2,038.0	1,540.9	2,023.9	2,645.8	1,886.4	1,583.6
금융리스차입금	5,836.2	6,107.5	6,303.8	6,893.3	8,850.0	9,346.7
기타차입금	212.1	255.9	62.2	232.4	54.7	9.3
회사채	3,606.4	4,135.1	3,734.8	2,764.3	2,181.4	2,136.7
유동화차입금	1,826.6	1,185.6	1,482.5	2,095.7	2,021.5	1,923.9
영구채	-	-	208.9	208.9	561.4	557.8

자료: KB투자증권

주가에 재무리스크 과도하게 반영
현재주가에서 상승여력 71.2%

이상의 상황을 종합할 때, 대한항공의 재무리스크는 주가에 과도하게 반영되었다. 대한항공은 재무 레버리지가 높고 차입금 만기 부담이 존재하지만, 단기간 내 재무적인 위험이 가시적인 기업이라고 볼 수는 없다. 2017년 기준 EBITDAR 7.6X 적용 시 적정 시가 총액은 4조원, 적정주가는 53,000원으로 71.2%의 상승 매력이 있는데, 이를 상쇄할 만한 리스크 요인은 보이지 않는다.

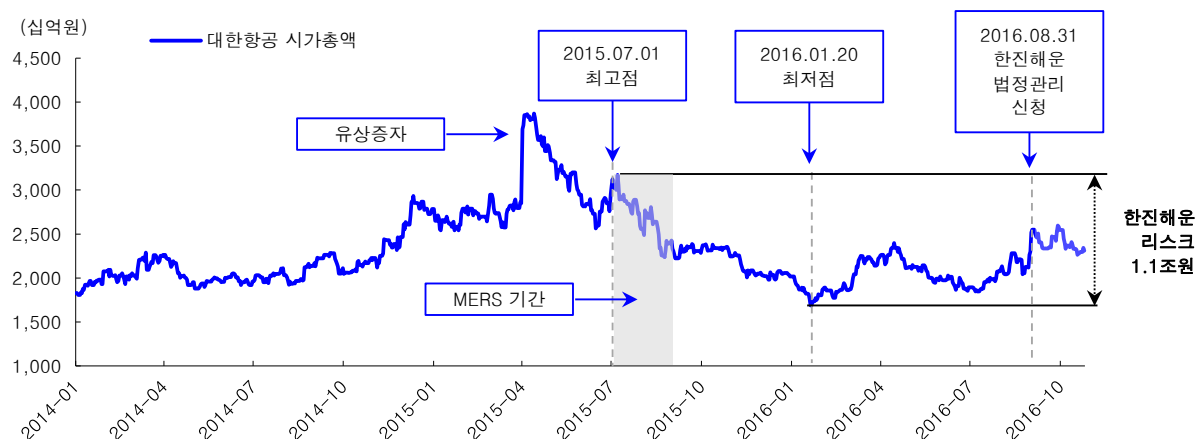
대한항공이 주가의 할인요인을
제거하기 위해서는 투자와
차입금을 조절할 필요

물론, 대한항공은 높은 재무레버리지를 일으켜 변동성 높은 사업에 투자하고 있고, 이는 기업 가치의 할인요인이다. 즉, 대한항공은 항공기 및 지분자산 등에 대한 막대한 투자로 차입금이 늘어나고 있는데, 주력사업인 항공산업은 대외 환경 변화에 크게 노출되어 있다. 따라서 기업의 리스크 축소를 위해서는 투자 규모와 차입금 규모를 조절할 필요가 있다.

한진해운 분리를 통해
미래 현금 유출을 줄이고,
주주가치를 보호했으나,
주가에는 제대로 반영 안돼

이러한 관점에서 대한항공이 한진해운을 분리한 선택은, 그 사회적 파장을 별론으로 살펴보아야 하더라도, 대한항공 주주들을 위해서는 그 가치를 충분히 인정받아야 하는 선택이다. 대한항공이 한진해운을 계속 지원했다면 2017년까지 1조원 이상의 현금 유출이 필요했고, 이렇게 유출된 현금의 회수가능성은 낮았을 것이다. 대한항공의 재무 안정성을 위해서 대규모 유상증자도 필요했을 것이라는 판단이다. 그러나 한진해운 지원을 최소화함으로써 대한항공은 주주 가치를 보호할 수 있게 되었다. 그럼에도, 이러한 기업의 선택은 아직 주가에 충분히 반영되지 않았다

그림 25. 대한항공 시가총액 추이



자료: Quantwise, KB투자증권

표 6. 대한항공 목표주가 산출

(단위: 십억원, 원)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EV (+)	20,024	23,567	21,694	22,188	22,809	23,555
EBITDAR	2,711	3,106	2,860	2,925	3,007	3,105
EBIT (별도)	859	1,080	749	775	853	893
감가상가비	1,632	1,771	1,861	1,900	1,903	1,962
임차료	219	256	250	250	250	250
EV/EBITDAR (X)	7.4	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
조정순차입금 (-)	17,250	17,082	17,643	17,122	17,422	17,635
순차입금	14,682	14,583	15,144	14,623	14,923	15,136
임차료 차입금	2,568	2,500	2,499	2,499	2,499	2,499
우선주 (-)	7	7	7	7	7	7
신종자본증권(-)	561	886	886	886	886	886
투자자산 (+)	619	827	827	827	827	827
기업가치	3,393	6,418	3,984	4,999	5,321	5,853
조정주식수 (천주)	72,840	72,840	72,840	72,840	72,840	72,840
연도별 적정주가	46,575	88,117	54,694	68,628	73,051	80,359
목표주가			53,000			
현재주가			30,950			
상승여력 (%)			71.2			

자료: KB투자증권

V. 종목별 실적점검과 투자의견

1. 팬오션 – 투자의견 BUY (유지), 목표주가 5,200원 (유지)

3Q 영업이익 462억원 예상
시장 컨센서스 상회할 것

팬오션의 3Q16 매출액은 4,576억원 (-6.9% YoY, +3.3% QoQ)을, 영업이익은 462억원 (-24.3% YoY, +12.2% QoQ)을, 당기순이익은 377억원 (-27.8% YoY, +57.8% QoQ)을 각각 기록할 것으로 추정된다. 예상 영업이익의 규모는 시장 컨센서스를 8.0% 상회하지만, KB투자증권 기존 전망치는 17.6% 하회한다.

벌크선 시황악화로
전년동기대비 영업이익 감소 예상

팬오션의 3Q16 영업이익이 전년동기대비 감소할 것으로 판단하는 이유는 시황 악화다. 3Q16 팬오션의 벌크선 운임은 13.6달러/톤으로 전년동기대비 27.1% 하락할 것으로 예상된다. 이는 극도로 부진했던 상반기 시황이 3Q16 운임에도 이연되어 영향을 미칠 것으로 예상하기 때문이다. 다만, 벌크선 운임이 전분기 대비로는 17.3% 상승했을 것으로 판단한다.

벌크 시황 개선되었으나
탱커 업황 악화되어
이익 개선 지연

팬오션은 여전히 BDI 상승 시 이익이 증가하는 구조이나, 비벌크선 업황으로부터도 영향을 받는다. 2Q16 말 보유하고 있던 56척의 벌크선 사선 중 30척은 선박관련 원가는 고정되어있는 반면, 매출은 시황에 따라 유동적이다. 따라서 BDI 상승으로 이 선박들의 이익이 개선되었을 것이다. 다만 탱커선 업황이 악화되면서 탱커선 매출은 전년동기대비 3.7% 감소할 것으로 판단한다. 컨테이너선과 곡물사업 등 기타사업 매출은 전년동기 대비 증가하는 것으로 추정하나, 이익 기여는 미미할 것으로 추정한다.

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 5,200원 (유지)

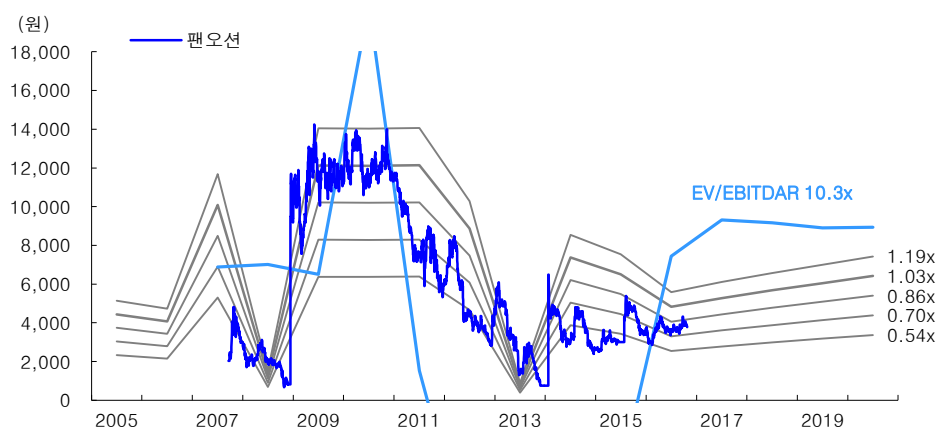
팬오션에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 5,200원으로 유지한다. 최근 중국의 수입 호조에 힘입어 대형 벌크화물 (철광석 및 석탄) 가격이 상승하고 있다. KB투자증권은 BDI가 2018년까지 상승 사이클에 진입한 것으로 판단한다. 그러나 BDI의 단기 변동은 계절적 화물 수요 변동 및 중국에서의 철광석 가격 스프레드 (국산-수입산) 등 무의미한 변수에 의해 좌우되는 경향이 있다. 따라서 단기 BDI 변동은 투자판단에서 무시하는 것이 오히려 바람직하다. 따라서 매크로환경의 큰 변화가 없는 한, BDI의 단기 급등시기보다는 그 이후의 BDI의 되돌림 현상이 나타날 때 팬오션을 매수할 것을 추천한다.

표 7. 3Q16 팬오션 실적 추정치 변경 및 각종 비교

(단위: 십억원, %)	3Q16E	전년동기대비		직전분기대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		3Q15	YoY %	2Q16	QoQ %	컨센서스	Diff. %	3Q16E	Diff. %
매출액	458	492	(6.9)	443	3.3	485	(5.6)	451	1.6
영업이익	46	61	(24.3)	41	12.2	43	8.0	56	(17.6)
세전이익	38	52	(27.1)	25	50.7	35	9.2	32	19.1
지배주주 순이익	38	52	(27.8)	24	57.8	43	(12.5)	31	19.2
영업이익률	10.1	12.4		9.3		8.8		12.4	
세전이익률	8.3	10.6		5.7		7.2		7.1	
지배주주 순이익률	8.2	10.6		5.4		8.8		7.0	

자료: KB투자증권

그림 26. 팬오션 EV/EBITDAR 및 조정 PBR Band Chart



자료: KB투자증권

표 8. 팬오션 목표 주가 산출내역

(단위: 십억원, 천주)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
자본총계	2,406	2,522	2,755	2,965	3,158	3,352
조정주식수	379,389	536,285	536,285	536,285	536,285	536,285
발행주식수	364,387	524,425	524,425	524,425	524,425	524,425
자기주식수	393	524	524	524	524	524
추가 출자전환 주식 (확정)	4,012	753	—	—	—	—
잠재 출자전환 대기 물량 (추정)	15,395	12,384	12,384	12,384	12,384	12,384
BPS (원)	6,342	4,703	5,137	5,528	5,888	6,250
적정 PBR (X)	0.86	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03
ROE (%)	1.9	7.0	8.5	7.1	6.1	5.8
연도별 적정주가 (원)	5,483	4,828	5,274	5,676	6,046	6,417
목표주가 (원)			5,200			
현재주가 (원)			3,730			
상승여력 (%)			39.4			

자료: KB투자증권

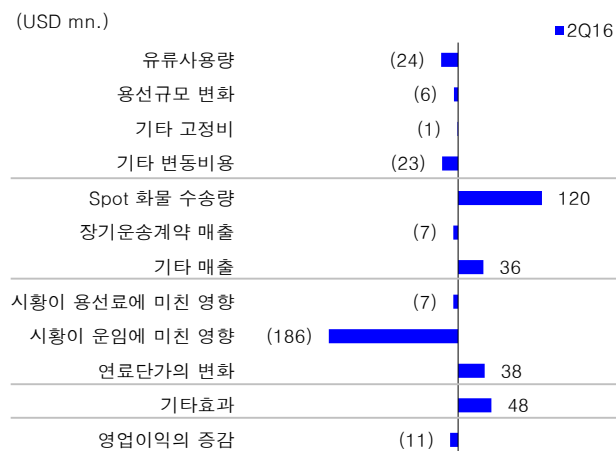
주: 목표주가는 2017년 BPS에 과거 평균 PBR 1.03배를 적용해 산출

표 9. 팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	400	416	492	512	453	443	458	527	575	599	596	619	1,819	1,880	2,389
벌크매출액	339	364	424	451	378	302	333	417	485	487	485	511	1,577	1,429	1,967
벌크 운임 (\$/ton)	23.7	19.8	18.7	16.8	12.9	11.6	13.6	14.9	16.7	16.6	16.4	16.6	19.2	13.3	16.6
벌크 수송량 (천톤)	13,012	16,809	19,374	23,181	24,449	22,361	21,786	24,809	25,689	25,938	26,115	27,300	72,375	93,406	105,042
컨테이너매출액	20	22	21	45	45	40	48	52	52	50	59	60	108	186	220
탱커매출액	40	44	53	70	48	47	51	52	47	47	50	51	207	198	194
기타 및 내부거래 매출액	2	(15)	(6)	(54)	(64)	5	(23)	(43)	(57)	(33)	(46)	(51)	(73)	(124)	(187)
영업비용	338	365	431	456	413	402	411	478	512	522	526	555	1,590	1,704	2,116
연료비	87	97	108	99	86	74	90	130	156	160	163	167	391	380	646
기타변동비	73	81	91	96	108	99	93	102	104	104	105	110	342	402	423
운선료	76	75	118	129	88	95	107	118	123	126	129	145	398	408	523
감가상각비	39	40	42	42	45	42	40	39	38	38	38	38	163	166	153
기타고정비	49	52	51	54	56	57	54	53	52	52	52	52	206	220	207
기타영업비용	14	19	20	36	30	34	27	36	39	42	39	42	90	128	162
영업이익	61	51	61	56	40	41	46	49	63	76	70	64	229	176	274
영업이익률	15.4	12.3	12.4	10.9	8.8	9.3	10.1	9.3	10.9	12.8	11.8	10.4	12.6	9.4	11.5
영업외손익	52	(220.6)	(9)	(4)	36	(16)	(8)	(10)	(10)	(9)	(9)	(9)	(182)	2	(37)
이자손익	(27)	(13)	(15)	(17)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(9)	(9)	(72)	(40)	(37)
외환손익	(1)	1	(0)	(1)	(0)	(1)	2	0	0	0	0	0	(2)	1	0
기타영업외손익	80	(209)	7	14	46	(5)	0	0	0	0	0	0	(108)	41	0
지배주주 중단사업손익	(1)	0	(0)	(0)	0	0	0	0	0	0	0	0	(1)	0	0
지배주주 당기순이익	112	(169)	52	51	76	24	38	39	52	66	60	55	46	175	233
매출액 (YoY %)	(3.1)	7.5	26.2	12.2	13.2	6.5	(6.9)	2.9	27.1	35.2	30.3	17.4	10.6	3.3	27.1
벌크매출액 (YoY %)	2.6	10.8	26.1	14.9	11.6	(17.1)	(21.5)	(7.6)	28.3	61.3	45.8	22.5	13.7	(9.4)	37.6
벌크 운임 (YoY %)	(22.9)	(30.7)	(34.1)	(44.0)	(45.6)	(41.2)	(27.1)	(11.5)	29.8	43.3	20.7	11.4	(34.5)	(31.0)	24.9
벌크 수송량 (YoY %)	29.4	49.9	68.0	92.8	87.9	33.0	12.5	7.0	5.1	16.0	19.9	10.0	61.5	29.1	12.5
컨테이너매출액 (YoY %)	6.1	(24.6)	(26.8)	59.5	133.0	81.2	125.0	15.0	14.1	25.9	22.2	14.3	2.9	71.5	18.8
탱커매출액 (YoY %)	3.4	20.5	54.9	85.1	19.8	6.3	(3.7)	(25.5)	(2.0)	(1.2)	(2.6)	(2.3)	40.5	(4.4)	(2.1)
기타거래 매출액 (YoY %)	(93.9)	적지	적지	적지	적전	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적전	적지	적지
영업비용 (YoY %)	(6.8)	13.7	23.8	14.7	22.0	10.2	(4.5)	4.7	24.1	30.0	27.9	16.0	11.2	7.2	24.2
연료비 (YoY %)	(28.3)	(16.7)	(14.1)	(24.7)	(2.0)	(23.1)	(16.8)	31.0	82.8	114.9	80.3	29.1	(21.0)	(2.9)	70.2
기타변동비 (YoY %)	67.0	43.1	45.2	23.4	47.9	22.1	1.3	6.3	(3.8)	4.9	13.7	7.3	41.6	17.6	5.2
운선료 (YoY %)	70.6	44.9	117.6	60.4	15.9	27.0	(9.3)	(8.8)	39.1	32.7	20.6	23.0	72.3	2.5	28.1
감가상각비 (YoY %)	(2.8)	1.7	11.4	3.0	13.5	5.9	(5.0)	(6.8)	(13.9)	(8.7)	(4.3)	(1.6)	3.2	1.7	(7.4)
기타고정비 (YoY %)	2.3	10.3	9.9	17.9	15.3	8.0	7.3	(2.2)	(7.5)	(8.7)	(4.3)	(1.7)	10.0	6.9	(5.6)
기타영업비용 (YoY %)	(78.6)	104.0	(2.3)	67.6	117.4	75.8	34.6	0.8	28.9	22.6	43.0	16.2	(23.2)	42.8	26.6
영업이익 (YoY %)	24.2	(22.7)	45.5	(4.5)	(35.3)	(19.6)	(24.3)	(12.1)	57.9	85.4	52.2	31.1	6.2	(23.2)	55.4
영업이익률 (YoY %p)	3.4	(4.8)	1.6	(1.9)	(6.6)	(3.0)	(2.3)	(1.6)	2.1	3.5	1.7	1.1	(0.5)	(3.2)	2.1
영업외손익 (YoY %)	흑전	적전	적전	적전	(31.4)	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적전	흑전	적전
지배주주 중단손익 (YoY %)	적전	흑전	적지	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	흑전
지배주주 당기순이익 (YoY %)	208.8	적전	(73.2)	(76.5)	(32.6)	흑전	(27.8)	(24.4)	(30.7)	176.1	61.0	41.9	(94.2)	285.0	32.9

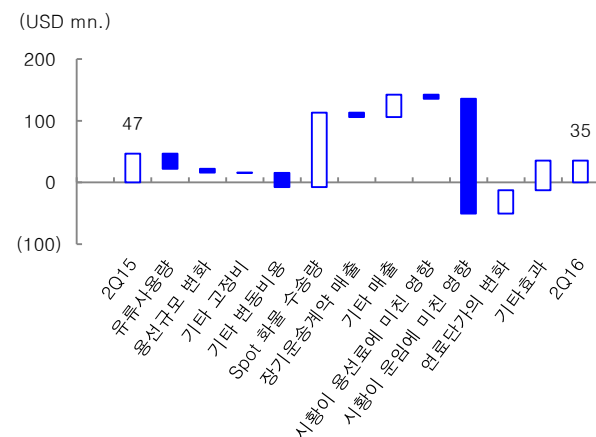
자료: 팬오션, KB투자증권

그림 27. 2Q16 요소별 이익 증감 기여 (YoY)



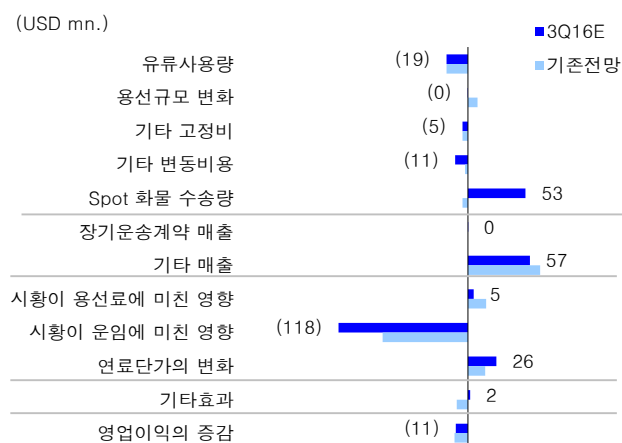
자료: 팬오션, KB투자증권

그림 28. 2Q16 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



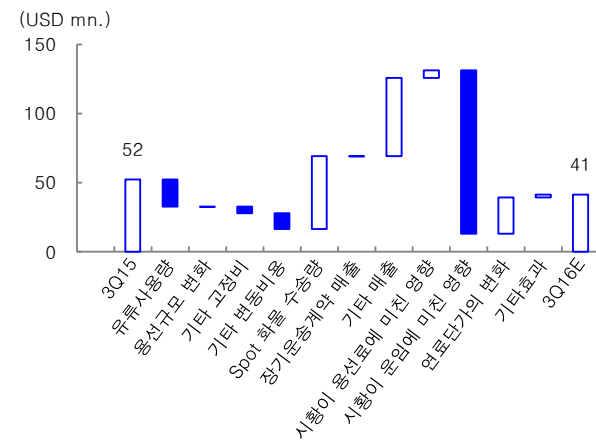
자료: 팬오션, KB투자증권

그림 29. 3Q16 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



자료: 팬오션, KB투자증권

그림 30. 3Q16 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



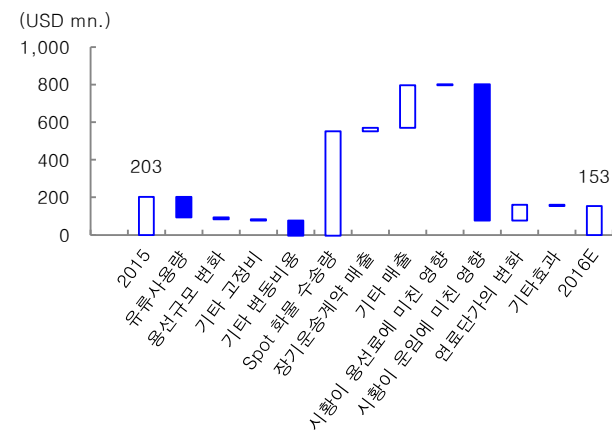
자료: 팬오션, KB투자증권

그림 31. 2016 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



자료: 팬오션, KB투자증권

그림 32. 2016 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



자료: 팬오션, KB투자증권

손익계산서	(십억원)				
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,646	1,819	1,880	2,389	2,634
증감률 (YoY %)	(38.6)	10.6	3.3	27.1	10.2
매출원가	1,381	1,532	1,642	2,037	2,302
판매 및 일반관리비	48	58	62	79	87
기타	0	0	0	0	(0)
영업이익	216	229	176	274	245
증감률 (YoY %)	흑전	6.2	(23.2)	55.4	(10.6)
EBITDA	375	392	347	443	415
증감률 (YoY %)	흑전	4.6	(11.6)	27.8	(6.2)
이자수익	5	6	1	1	1
이자비용	111	76	21	38	33
지분법손익	(18)	(1)	0	0	0
기타	698	(111)	21	0	0
세전계속사업손익	790	48	178	237	213
증감률 (YoY %)	흑전	(94.0)	271.7	33.2	(10.0)
법인세비용	1	1	2	4	3
당기순이익	786	46	175	233	210
증감률 (YoY %)	흑전	(94.2)	285.1	32.9	(10.0)
순손익의귀속					
지배주주	786	46	175	233	210
비지배주주	(0)	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	13.1	12.6	9.4	11.5	9.3
EBITDA 마진	22.8	21.6	18.4	18.5	15.8
세전이익률	48.0	2.6	9.4	9.9	8.1
순이익률	47.8	2.5	9.3	9.8	8.0

현금흐름표	(십억원)				
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업현금	387	305	281	183	107
당기순이익	786	46	175	233	210
자산상각비	159	163	170	169	171
기타비현금성손익	(533)	193	(52)	(208)	(265)
운전자본증감	55	(30)	10	(12)	(8)
매출채권감소 (증가)	124	(23)	(10)	(22)	(15)
재고자산감소 (증가)	27	22	(2)	(7)	(5)
매입채무증가 (감소)	(79)	8	16	18	12
기타	(18)	(37)	6	0	0
투자현금	307	(39)	(197)	(203)	(201)
단기투자자산감소 (증가)	0	0	(2)	(3)	0
장기투자증권감소 (증가)	0	0	0	0	0
설비투자	42	55	178	200	200
유무형자산감소 (증가)	314	(0)	7	(0)	(0)
재무현금	(503)	(417)	(119)	21	94
차입금증가 (감소)	(369)	(345)	(119)	21	94
자본증가 (감소)	(2)	794	(0)	(0)	(0)
배당금지급	2	0	0	0	0
현금 증감	177	(123)	(35)	0	0
총현금흐름 (Gross CF)	413	401	294	195	115
(-) 운전자본증가 (감소)	(80)	86	(12)	12	8
(-) 설비투자	(42)	(55)	(178)	(200)	(200)
(+) 자산매각	314	(0)	7	(0)	(0)
Free Cash Flow	848	370	491	382	306
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	848	370	491	382	306

자료: FnGuide, KB투자증권

재무상태표	(십억원)				
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
자산총계	4,558	4,314	4,244	4,308	4,358
유동자산	972	626	580	612	633
현금성자산	613	293	255	258	258
매출채권	83	121	150	172	188
재고자산	59	40	42	49	54
기타	217	173	132	132	132
비유동자산	3,586	3,688	3,664	3,696	3,725
투자자산	59	39	71	71	72
유형자산	3,521	3,640	3,583	3,614	3,644
무형자산	6	9	10	10	10
부채총계	3,135	1,883	1,697	1,528	1,368
유동부채	789	499	487	526	632
매입채무	93	100	135	152	164
유동성이자부채	454	275	261	281	375
기타	242	124	92	92	92
비유동부채	2,346	1,384	1,210	1,002	737
비유동이자부채	2,088	1,247	1,111	903	637
기타	258	137	99	99	99
자본총계	1,423	2,431	2,547	2,780	2,990
자본금	215	524	532	532	532
자본잉여금	1,329	1,913	1,933	1,933	1,933
이익잉여금	(353)	(308)	(133)	100	310
자본조정	231	277	190	190	190
지배주주지분	1,421	2,406	2,522	2,755	2,965
순차입금	1,930	1,229	1,116	926	754
이자지급성부채	2,543	1,522	1,371	1,184	1,013

주요 투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Multiples (X, %, 원)					
PER	0.5	25.0	11.5	8.6	9.6
PBR	0.4	0.8	0.8	0.7	0.7
PSR	0.2	0.6	1.1	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.6	8.1	9.0	6.6	6.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	8,029	147	330	438	394
BPS	9,898	4,572	4,725	5,163	5,557
SPS	16,807	5,891	3,538	4,494	4,954
DPS	0	0	0	0	0
수익성지표 (%)					
ROA	16.7	1.0	4.1	5.5	4.8
ROE	95.1	2.4	7.1	8.8	7.3
ROIC	7.2	6.5	4.8	7.3	6.5
안정성지표 (% , X)					
부채비율	220.4	77.4	66.6	55.0	45.8
순차입비율	135.7	50.6	43.8	33.3	25.2
유동비율	123.1	125.5	119.0	116.5	100.2
이자보상배율	2.0	3.3	8.8	7.4	7.7
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.3	0.4	0.4	0.6	0.6
매출채권회전율	11.5	17.9	13.9	14.8	14.6
재고자산회전율	23.1	36.7	45.8	52.2	50.7
자산/자본구조 (%)					
투자자본	83.2	91.6	91.8	91.8	91.9
차입금	64.1	38.5	35.0	29.9	25.3

주: EPS는 완전회석 EPS

2. 대한해운 - 투자의견 BUY (유지), 목표주가 29,000원 (유지)

3Q 영업이익 141억원 예상
컨센서스 상회할 것

대한해운의 3Q16 매출액은 1,263억원 (+4.5% YoY, -0.9% QoQ)을, 영업이익은 141억원 (-8.4% YoY, +91.8% QoQ)을, 당기순이익은 69억원 (-35.4% YoY, +46.2% QoQ)을 각각 기록할 것으로 예상된다. 영업이익 전망치는 KB투자증권 기존 전망 대비 25.5% 작고, 시장 컨센서스보다 15.7% 많은 것이다.

국내 석탄 발전소 건설 지연으로
석탄 전용선 매출이 기대만큼
늘지 않았을 가능성

영업이익의 규모가 기존 기대치를 하회하고, 전년동기대비 감소할 것이라고 보는 이유는 벌크선 매출의 GPM이 충분히 회복되지 않았기 때문이다. 3Q16 벌크선 매출 GPM은 11.2%로 전년동기대비 1.8%p 낮았을 것으로 추정한다. 이는 국내 신규 석탄화력 발전소의 가동이 지연되면서 관련된 전용선의 석탄 수송이 예상만큼 진행되지 않을 가능성을 반영한 것이다. 2016년 3월과 7월 가동예정이던 GS동해전력의 석탄화력 발전소는 예정보다 약 6개월 이상 지연되어 각각 2016년 10월 및 2017년 3월 중에 가동될 전망이다. 당초 상반기 중 완공될 예정이던 한국남부발전의 삼척그린파워 발전소의 가동시기가 연말 및 연초로 연기되고, 한국남동발전의 여수 1호기도 3개월 가량 지연되어 가동되었다.

투자의견 BUY (유지)
목표주가 29,000원 (유지)

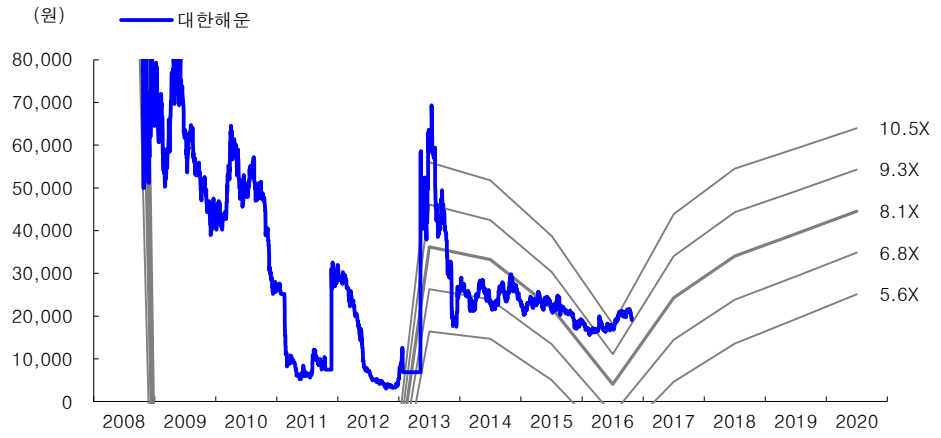
대한해운에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 29,000원을 유지한다. 3Q16 영업이익 예상치를 하향조정하지만, 대한해운의 투자매력은 여전히 충분하다. 3Q16 영업이익 전망치는 기존 KB투자증권 기대치보다 25.5% 작은 것이나, 전분기대비 91.8% 증가한 것이다. 일부 전용선 계약 이행이 지연된다 하더라도 2017년까지 전용선 추가에 따른 이익 증가 국면은 당분간 계속 이어질 것이다.

표 10. 3Q16 대한해운 실적 추정치 변경 및 각종 비교

(단위: 십억원, %)	3Q16E	전년동기대비		직전분기대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		3Q15	YoY %	2Q16	QoQ %	컨센서스	Diff. %	3Q16E	Diff. %
매출액	126	121	4.5	127	(0.9)	136	(7.1)	119	6.0
영업이익	14	15	(8.4)	7	91.8	12	15.7	19	(25.5)
세전이익	7	11	(30.6)	5	46.2	0	흑전	12	(39.5)
지배주주 순이익	7	11	(35.4)	5	46.2	0	흑전	11	(39.5)
영업이익률	11.2	12.8		5.8		9.0		15.9	
세전이익률	5.9	8.8		4.0		0.0		10.3	
지배주주 순이익률	5.5	8.8		3.7		0.0		9.6	

자료: KB투자증권

그림 33. 대한해운 EV/EBITDA Band Chart



자료: 대한해운, KB투자증권

표 11. 대한해운 목표주가 산출

(단위: 십억원)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	비고
EV	1,342	1,116	1,561	1,630	1,587	1,546	
EBITDA	167	139	194	202	197	192	
EBIT	83	52	100	112	112	112	
감가상각비	81	86	94	91	85	80	
적정 EV/EBITDA (X)		8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	
순차입금	808	1,016	969	798	627	458	
삼선로직스 지분가치		86	86	86	86	86	
적정 시가총액	535	186	679	918	1,045	1,174	
발행주식수 (천주)		24,416	24,416	24,416	24,416	24,416	
연도별 적정주가 (원)		7,612	27,794	37,600	42,806	48,093	
목표주가 (원)			29,000				
현재주가 (원)			18,600				
상승여력 (%)			55.9				

자료: KB투자증권

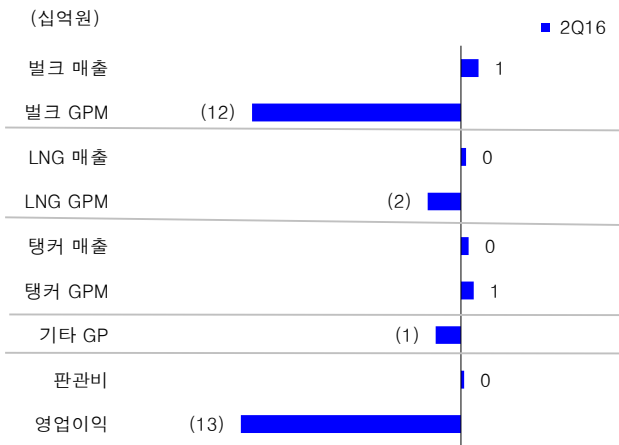
주: 목표주가는 2017년 EBITDA에 적정 EV/EBITDA 8.1배를 적용해 EV를 산출한 뒤 순차입금 및 투자자산 가치를 가감해 산출

표 12. 대한해운 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	138	127	121	114	108	127	126	128	130	128	151	150	500	490	560
벌크매출액	90	94	84	75	75	100	87	87	89	87	86	85	343	349	347
LNG매출액	37	24	31	36	30	26	36	38	38	38	59	59	128	130	193
탱커매출액	9	3	4	3	2	1	2	2	2	2	5	5	20	7	15
기타매출액	1	6	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	9	0	0
매출총이익	35	23	19	17	13	10	17	23	25	26	31	31	94	63	112
벌크 매출총이익	16	19	11	6	5	7	10	14	15	16	16	16	52	35	64
LNG 매출총이익	10	4	6	10	8	3	6	8	9	9	13	13	30	26	44
탱커 매출총이익	9	(1)	1	1	0	0	0	0	0	0	1	1	10	1	3
기타 매출총이익	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0
매출총이익률	25.6	18.4	15.3	14.7	12.5	8.0	13.3	17.6	18.9	20.1	20.5	20.6	18.8	12.9	20.1
벌크 매출총이익률	17.5	19.7	13.0	8.4	6.4	7.2	11.2	15.6	17.0	18.8	18.8	19.0	15.0	10.1	18.4
LNG 매출총이익률	26.9	17.5	19.5	27.0	27.2	9.9	18.0	22.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.3	19.7	23.0
탱커 매출총이익률	99.9	(28.8)	28.4	22.2	15.1	22.8	19.0	20.9	19.9	20.4	20.1	20.3	52.4	19.0	20.2
기타 매출총이익률	17.0	27.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	25.1	n/a	n/a
판매비	3	3	3	1	3	3	3	3	3	3	3	3	10	11	13
영업이익	32	20	15	16	10	7	14	20	21	23	28	28	83	52	100
영업외손익	(17)	(14)	(5)	(9)	(4)	(2)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(46)	(20)	(29)
세전이익	15	6	11	6	6	5	7	13	14	16	20	21	38	32	71
당기순이익	15	6	11	6	6	5	7	12	13	14	19	19	38	30	66
당기순이익률	10.6	4.9	8.8	5.5	5.3	3.7	5.5	9.5	10.3	11.3	12.6	12.8	7.6	6.0	11.8
매출액 (YoY %)	6.9	(11.7)	(14.2)	(24.6)	(21.7)	0.0	4.5	12.4	20.6	0.7	19.8	17.4	(11.5)	(2.1)	14.4
벌크매출액 (YoY %)	2.8	1.9	(10.7)	(24.7)	(16.4)	5.7	3.8	16.5	18.2	(12.7)	(1.6)	(2.1)	(8.1)	1.8	(0.6)
LNG매출액 (YoY %)	(1.6)	(46.5)	(16.5)	(8.4)	(18.4)	7.4	16.1	6.7	25.5	45.8	63.4	53.6	(19.6)	1.8	48.2
탱커매출액 (YoY %)	166.1	8.1	18.4	3.3	(76.4)	(51.8)	(50.3)	(45.9)	(16.7)	17.6	196.5	195.6	52.8	(62.2)	96.3
기타매출액 (YoY %)	n/a	74.6	(68.7)	(97.2)	n/a	(100.0)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(53.4)	(99.0)	(100.0)
매출총이익 (YoY %)	29.6	(13.5)	(15.1)	(41.6)	(61.9)	(56.6)	(9.0)	34.9	82.6	153.6	84.3	37.2	(10.3)	(32.9)	78.2
벌크 매출총이익 (YoY %)	(13.8)	6.7	(1.9)	(63.9)	(69.2)	(61.1)	(10.5)	115.3	212.7	126.7	65.8	19.1	(19.8)	(31.3)	80.5
LNG 매출총이익 (YoY %)	81.8	(52.6)	(15.2)	39.3	(17.4)	(38.8)	7.0	(12.9)	6.2	237.3	108.8	60.6	5.0	(14.1)	73.1
탱커 매출총이익 (YoY %)	167.2	적지	(33.0)	(50.8)	(96.4)	흑전	(66.8)	(49.2)	10.2	5.3	214.9	187.2	66.6	(86.3)	108.2
기타 매출총이익 (YoY %)	흑전	29.5	(74.5)	(97.7)	(90.6)	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	(61.6)	(99.1)	흑전
매출총이익률 (YoY %p)	4.5	(0.4)	(0.2)	(4.3)	(13.1)	(10.4)	(2.0)	2.9	6.4	12.1	7.2	3.0	0.2	(5.9)	7.2
벌크 GPM (YoY %p)	(3.4)	0.9	1.2	(9.2)	(11.0)	(12.4)	(1.8)	7.2	10.6	11.5	7.7	3.4	(2.2)	(4.9)	8.3
LNG GPM (YoY %p)	12.3	(2.2)	0.3	9.2	0.3	(7.5)	(1.5)	(5.0)	(4.2)	13.1	5.0	1.0	5.5	(3.6)	3.3
탱커 GPM (YoY %p)	0.4	(13.2)	(21.8)	(24.4)	(84.8)	51.6	(9.4)	(1.4)	n/a	n/a	n/a	n/a	4.3	(33.4)	1.2
기타 GPM (YoY %p)	n/a	(9.4)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(5.4)	n/a	n/a
판매비 (YoY %)	26.3	(6.8)	흑전	(60.5)	(5.1)	(6.4)	(11.7)	180.4	(6.7)	0.7	21.8	25.6	75.6	9.2	9.3
영업이익 (YoY %)	29.9	(14.4)	(36.2)	(39.9)	(68.1)	(64.0)	(8.4)	26.3	111.7	211.6	96.4	38.7	(15.5)	(38.2)	93.5
영업외손익 (YoY %)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익 (YoY %)	5.4	(72.7)	(19.2)	135.9	(56.8)	(19.5)	(30.6)	107.8	128.4	206.8	175.5	57.0	(28.2)	(15.8)	122.4
당기순이익 (YoY %)	5.4	(84.6)	(19.2)	135.9	(60.9)	(25.0)	(35.4)	93.5	135.0	206.8	175.5	57.0	(46.2)	(22.0)	123.7
당기순이익률 (YoY %)	(0.2)	(23.3)	(0.5)	3.8	(5.3)	(1.2)	(3.4)	4.0	5.0	7.6	7.1	3.2	(4.9)	(1.5)	5.8

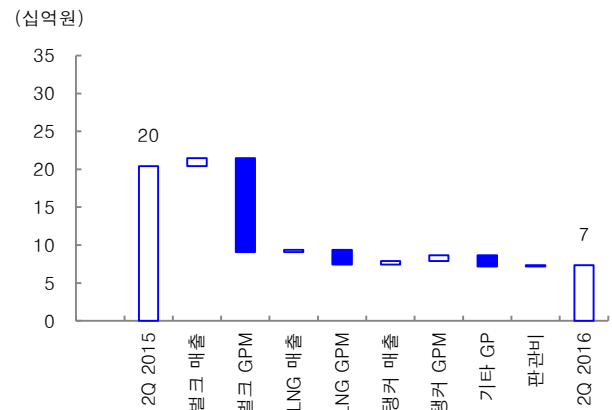
자료: 대한해운, KB투자증권

그림 34. 2Q16 요소별 이익 증감 기여 (YoY)



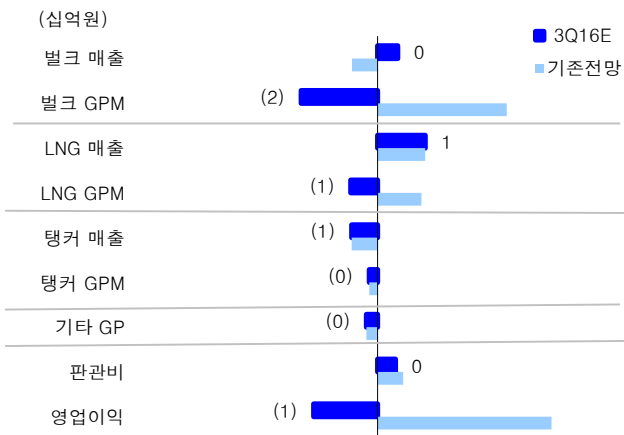
자료: 대한해운, KB투자증권

그림 35. 2Q16 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



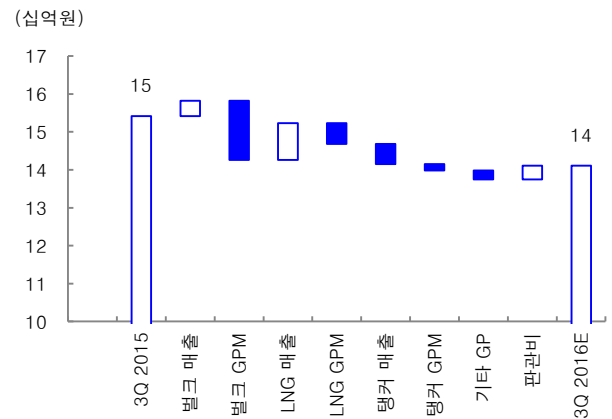
자료: 대한해운, KB투자증권

그림 36. 3Q16 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



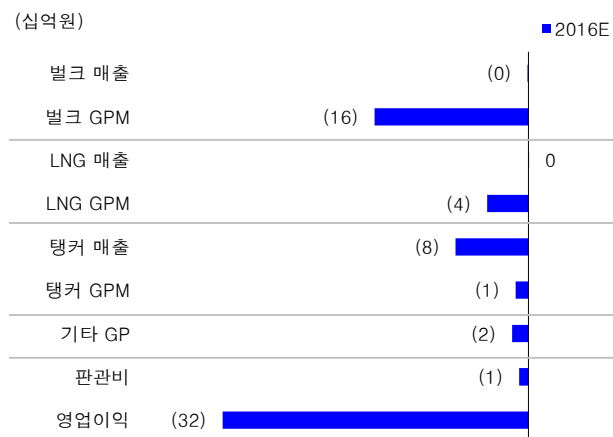
자료: 대한해운, KB투자증권

그림 37. 3Q16 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



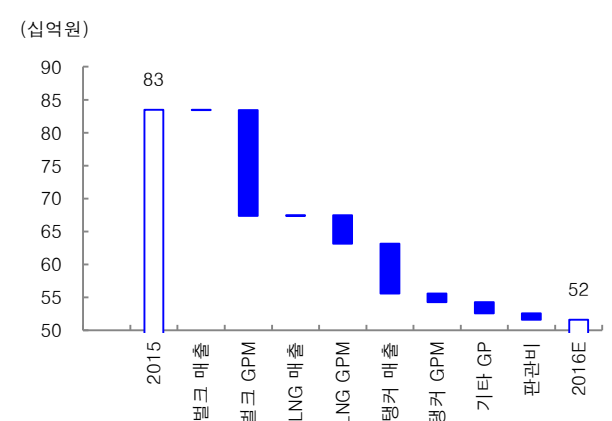
자료: 대한해운, KB투자증권

그림 38. 2016 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



자료: 대한해운, KB투자증권

그림 39. 2016년 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



자료: 대한해운, KB투자증권

손익계산서

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	565	500	490	560	604
증가율 (YoY, %)	5.6	(11.5)	(2.1)	14.4	7.8
수출비중(%)	12.4	21.6	28.0	36.3	47.0
매출총이익	105	94	63	112	125
판매 및 일반관리비	6	10	11	13	13
영업이익	99	83	52	100	112
증가율 (YoY, %)	(2.5)	(15.5)	(38.2)	93.5	12.0
EBITDA	185	167	139	194	202
증가율 (YoY, %)	(4.8)	(9.7)	(16.8)	39.9	4.4
영업외손익	(46)	(46)	(20)	(29)	(25)
순이자수익	(54)	(30)	(19)	(29)	(25)
외화관련손익	4	3	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	4	(19)	(1)	0	0
세전계속사업손익	53	38	32	71	87
증가율 (YoY, %)	(86.3)	(28.2)	(15.8)	122.4	21.9
법인세비용	(18)	0	2	5	6
당기순이익	70	38	30	66	81
증가율 (YoY, %)	(81.6)	(46.2)	(22.0)	123.7	21.9
이익률(%)					
매출총이익률 (%)	18.5	18.8	12.9	20.1	20.7
영업이익률(%)	17.5	16.7	10.5	17.8	18.5
EBITD마진(%)	32.7	33.3	28.3	34.6	33.5
세전이익률 (%)	9.3	7.6	6.5	12.7	14.3
순이익률 (%)	12.5	7.6	6.0	11.8	13.3

현금흐름표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업현금	174	140	103	107	96
당기순이익	70	38	30	66	81
자산상각비	86	83	87	94	91
기타비현금성손익	1	30	(4)	(43)	(75)
운전자본증감	16	(11)	(10)	(10)	(0)
매출채권감소 (증가)	33	2	(11)	(10)	(0)
재고자산감소 (증가)	2	(7)	(8)	(7)	(0)
매입채무증가 (감소)	6	(4)	6	7	0
기타	(26)	(2)	3	0	0
투자현금	(108)	(254)	(296)	(151)	(85)
단기투자자산감소 (증가)	0	0	0	(49)	(85)
장기투자증권감소 (증가)	3	0	0	0	0
설비투자	110	287	338	102	0
유무형자산감소 (증가)	0	32	41	0	0
재무현금	(89)	114	193	45	(11)
차입금증가 (감소)	(14)	35	136	45	(11)
자본증가 (감소)	0	0	(0)	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(33)	13	(3)	0	0
총현금흐름 (Gross CF)	157	151	113	117	96
(-) 운전자본증가 (감소)	(10)	(11)	15	10	0
(-) 설비투자	(110)	(287)	(338)	(102)	0
(+) 자산매각	0	32	41	0	0
Free Cash Flow	278	482	477	209	96
(-) 기타투자	(3)	0	0	0	0
잉여현금	281	482	477	209	96

자료: FnGuide, KB투자증권

재무상태표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
자산총계	1,287	1,506	1,747	1,821	1,816
유동자산	156	154	172	238	324
현금성자산	43	56	52	101	187
매출채권	61	48	57	67	67
재고자산	28	36	43	50	51
기타	24	15	19	19	19
비유동자산	1,130	1,352	1,575	1,583	1,492
투자자산	39	32	60	60	60
유형자산	1,088	1,318	1,514	1,522	1,432
무형자산	4	2	1	1	1
부채총계	794	944	1,159	1,168	1,082
유동부채	257	235	217	232	221
매입채무	40	37	40	47	47
유동성이자부채	199	182	157	165	154
기타	18	17	20	20	20
비유동부채	537	710	942	936	861
비유동이자부채	504	701	924	918	843
기타	33	9	18	18	18
자본총계	492	562	587	654	734
자본금	122	122	122	122	122
자본잉여금	37	37	37	37	37
이익잉여금	70	108	137	203	284
자본조정	263	295	291	291	291
순차입금	660	826	1,029	982	811
이자지급성부채	704	882	1,082	1,083	997

주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Multiples (X, %, 원)					
PER	8.0	12.3	15.8	7.1	5.8
PBR	1.2	0.8	0.8	0.7	0.6
PSR	1.0	0.9	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.7	7.7	10.8	7.5	6.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	2,908	1,551	1,209	2,705	3,298
BPS	20,009	22,925	23,993	26,698	29,996
SPS	23,331	20,482	20,053	22,932	24,711
DPS	0	0	0	0	0
수익성지표 (%)					
ROA	5.6	2.7	1.8	3.7	4.4
ROE	15.7	7.2	5.1	10.6	11.6
ROIC	6.5	4.8	3.2	5.8	6.6
안정성지표 (% X)					
부채비율	161.3	168.0	197.4	178.7	147.4
순차입비율	134.1	146.9	175.2	150.2	110.4
유동비율	60.9	65.7	79.0	102.6	146.3
이자보상배율	1.8	2.8	2.7	3.5	4.4
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	8.5	9.2	9.4	9.0	9.0
재고자산회전율	20.8	15.7	12.5	12.0	11.9
자산/자본구조 (%)					
투하자본	93.3	93.9	93.4	90.9	86.1
차입금	58.8	61.1	64.8	62.4	57.6

주: EPS는 완전회색 EPS

3. 대한항공 - 투자의견 BUY (유지), 목표주가 53,000원 (유지)

* 대한항공의 3Q16 별도 실적은 10월 25일 발표되었음 (영업이익 4,476억원, 순이익 4,276억원). 아래 내용은 연결 실적에 대한 전망이다.

3Q 영업이익 4,578억원 예상
시장 컨센서스 상회 예상

대한항공의 연결 기준 3Q16 매출액은 3.1조원 (+4.8% YoY, +10.5% QoQ)을, 영업이익은 4,578억원 (+58.2% YoY, +187.6% QoQ)을, 당기순이익은 4,525억원 (흑자전환 YoY, 흑자전환 QoQ)을 각각 기록할 것으로 예상된다. 영업이익 전망치는 시장 컨센서스를 4.7% 상회하고, KB투자증권 기준 전망치보다는 14.3% 높은 것이다.

금유단가 하락으로
전년동기대비 영업이익 급증 예상

대한항공의 3Q16 영업이익이 전년동기대비 58.2%, 1,684억원 증가할 것으로 예상하는 이유는 적용되는 금유단가의 하락이다. 이로 인해 발생한 유류비 절감효과로 영업비용은 전년동기 대비 2,070억원 감소했을 것으로 추정한다. 유가하락에 따른 비용절감의 일부분 (590억원)은 화물단가 (yield) 하락으로 이어졌을 것이다. 그러나 국제여객단가 (yield)는 유가하락에도 불구하고, MERS의 기저효과에 힘입어 전년동기대비 2.8% 상승해 460억원의 추가 매출에 기여했을 것으로 추정한다. 따라서 3Q16 영업호조는 여객부문의 충분한 수요와 유류비의 절감이 결합된 결과다.

한진해운 손실을 모두 반영하고도
부채비율 100%p 이상 낮춰

대한항공의 3Q16 연결 부채비율은 914.8%로 직전 분기 (1082.2%) 대비 크게 낮아질 전망이다. 4,578억원의 영업이익 이외에도 환율 하락에 따른 외화환산 이익 5,959억원 등이 반영된 결과다. 특히, 3Q16 실적에는 한진해운과 관련된 모든 잠재 손실이 반영되었다. 연말 부채비율 조정을 위한 유상증자 필요성은 매우 낮다.

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 53,000원 (유지)

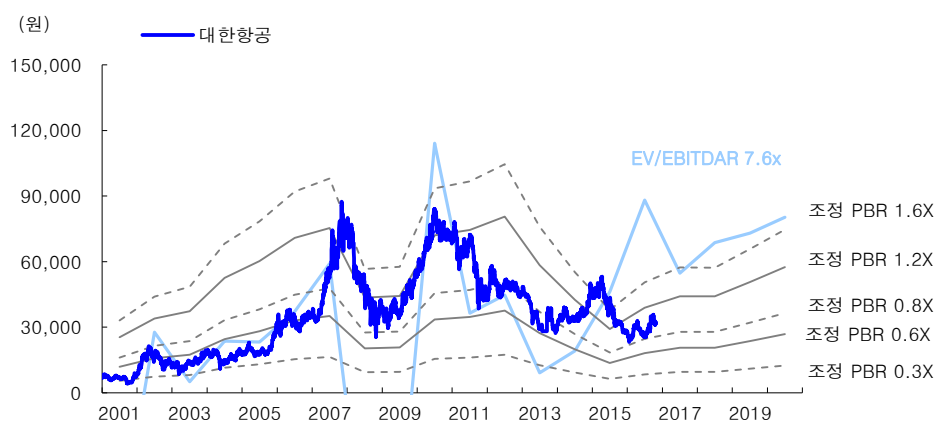
대한항공에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가도 53,000원으로 유지한다. 1) 한진해운에 대한 추가 지원문제가 사라졌다는 점, 2) 부채비율 급락으로 증자의 필요성도 사라진다는 점, 3) 만기도래 회사채는 ABS로 무리 없이 차환되고 있다는 점 등을 감안할 때, 현재의 주가는 매우 낮다. 물류대란 상황에서 한진해운 지원에 대한 기우로 주가 모멘텀이 훼손된 점은 아쉽지만, valuation 매력은 매우 높은 상황이다.

표 13. 3Q16 대한항공 실적 추정치 변경 및 각종 비교

(단위: 십억원, %)	3Q16E	전년동기대비		직전분기대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		3Q15	YoY %	2Q16	QoQ %	컨센서스	Diff. %	3Q16E	Diff. %
매출액	3,114	2,973	4.8	2,818	10.5	3,128	(0.5)	3,117	(0.1)
영업이익	458	289	58.2	159	187.6	437	4.7	400	14.3
세전이익	582	(599)	흑전	(289)	흑전	289	101.6	495	17.6
지배주주 순이익	453	(495)	흑전	(253)	흑전	298	51.9	384	17.7
영업이익률	14.7	9.7		5.7		14.0		12.8	
세전이익률	18.7	(20.1)		(10.3)		9.2		15.9	
지배주주 순이익률	14.5	(16.7)		(9.0)		9.5		12.3	

자료: KB투자증권

그림 40. 대한항공 EV/EBITDAR 및 조정 PBR Band Chart



자료: 대한항공, KB투자증권

표 14. 대한항공 목표주가 산출

(단위: 십억원, 원)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EV (+)	20,024	23,567	21,694	22,188	22,809	23,555
EBITDAR	2,711	3,106	2,860	2,925	3,007	3,105
EBIT (별도)	859	1,080	749	775	853	893
감가상기비	1,632	1,771	1,861	1,900	1,903	1,962
임차료	219	256	250	250	250	250
EV/EBITDAR (X)	7.4	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
조정순차입금 (-)	17,250	17,082	17,643	17,122	17,422	17,635
순차입금	14,682	14,583	15,144	14,623	14,923	15,136
임차료 차입금	2,568	2,500	2,499	2,499	2,499	2,499
우선주 (-)	7	7	7	7	7	7
신종자본증권(-)	561	886	886	886	886	886
투자자산 (+)	619	827	827	827	827	827
기업가치	3,393	6,418	3,984	4,999	5,321	5,853
조정주식수 (천주)	72,840	72,840	72,840	72,840	72,840	72,840
연도별 적정주가	46,575	88,117	54,694	68,628	73,051	80,359
목표주가			53,000			
현재주가			30,950			
상승여력 (%)			71.2			

자료: KB투자증권

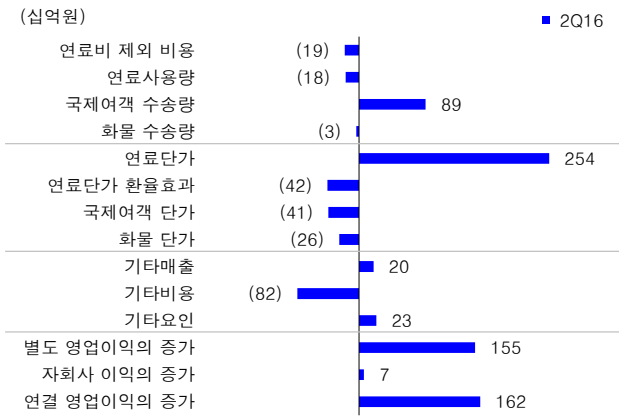
주: 목표주가는 유가 상승이 온기 반영되는 2017년 EBITDAR에 과거 평균 EV/EBITDAR 7.6배를 적용해 EV를 산출한 뒤 순차입금 및 투자자산 가치를 가감해 산출

표 15. 대한항공 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	2,871	2,786	2,973	2,915	2,867	2,818	3,114	2,946	2,926	2,932	3,315	3,090	11,545	11,744	12,263
국제여객 매출액	1,502	1,480	1,665	1,530	1,610	1,525	1,856	1,538	1,636	1,552	1,949	1,616	6,178	6,530	6,753
국제여객 Yield (U.S. Cent)	90.7	87.9	92.4	88.6	89.7	85.5	94.9	86.8	88.7	85.4	97.0	87.2	89.9	89.4	89.7
RPK	16,654	16,880	18,084	17,331	18,006	17,894	19,620	17,780	18,517	18,227	20,164	18,608	68,949	73,301	75,516
국제여객 L/F (%)	76.4	76.3	79.2	76.3	77.1	78.1	80.9	77.5	77.1	78.1	80.9	77.5	77.1	78.4	78.4
항공화물 매출액	717	624	618	656	561	594	574	688	571	631	609	718	2,615	2,417	2,528
항공화물 Yield (U.S. Cent)	336.6	301.1	313.4	313.5	299.6	288.4	283.5	319.2	293.2	285.4	289.7	320.5	316.3	298.0	297.5
FTK	2,130	2,071	1,973	2,093	1,872	2,060	2,025	2,156	1,947	2,211	2,103	2,239	8,267	8,113	8,500
항공화물 L/F (%)	79.9	77.6	76.2	77.8	74.8	76.7	75.4	77.3	75.1	76.8	75.8	77.7	77.9	76.1	76.4
자회사 매출액	160	164	166	182	174	175	173	173	173	173	173	173	671	694	691
영업비용	2,681	2,789	2,683	2,509	2,544	2,658	2,656	2,764	2,764	2,864	2,926	2,919	10,662	10,622	11,472
연료비 (별도)	789	754	732	406	475	536	568	614	635	651	680	662	2,681	2,194	2,627
연료단가 (\$/배럴)	87.4	84.0	76.2	71.1	45.3	55.7	58.0	64.7	67.0	67.0	67.0	67.0	79.6	56.0	67.0
연료사용량 (천 배럴)	7,960	8,060	8,260	8,190	8,119	8,250	8,717	8,387	8,371	8,579	8,957	8,720	32,470	33,474	34,628
인건비 (별도)	352	376	360	368	354	364	374	371	362	370	382	385	1,456	1,463	1,499
임차료 (별도)	46	51	59	64	66	66	61	62	63	63	62	62	219	256	250
감가상각비 (별도)	390	390	402	414	423	424	439	452	449	453	462	466	1,596	1,739	1,829
정비비 (별도)	63	151	53	113	101	108	72	104	96	102	85	103	380	384	386
영업이익	190	(3)	289	406	323	159	458	182	162	68	389	171	883	1,122	791
영업외손익	(147)	(238)	(888)	(96)	(497)	(448)	124	(366)	(89)	(93)	(95)	(95)	(1,369)	(1,187)	(371)
순이자손익	(88)	(81)	(80)	(82)	(87)	(92)	(88)	(92)	(92)	(93)	(95)	(95)	(331)	(360)	(375)
외화관련손익	(7)	(166)	(596)	274	155	(125)	596	(274)	0	0	0	0	(495)	352	0
기타손익	(52)	8	(213)	(288)	(565)	(231)	(383)	0	4	0	0	0	(544)	(1,178)	4
영업이익률 (%)	6.6	(0.1)	9.7	13.9	11.3	5.7	14.7	6.2	5.5	2.3	11.7	5.5	7.6	9.6	6.5
법인세차감전이익	43	(241)	(599)	310	(173)	(289)	582	(184)	74	(25)	295	77	(486)	(65)	420
당기순이익 (지배주주)	(131)	(168)	(495)	230	(178)	(253)	453	(146)	55	(22)	228	58	(565)	(124)	319
매출액 (YoY %)	0.9	(1.8)	(6.6)	(2.2)	(0.1)	1.1	4.8	1.1	2.1	4.0	6.5	4.9	(2.6)	1.7	4.4
국제여객 매출액 (YoY %)	(9.5)	(5.6)	(13.0)	(3.2)	7.2	3.0	11.5	0.5	1.6	1.8	5.0	5.1	(8.1)	5.7	3.4
국제여객 Yield (YoY %)	(10.0)	(12.1)	(15.1)	(10.4)	(1.0)	(2.7)	2.8	(2.0)	(1.2)	(0.1)	2.2	0.4	(12.1)	(0.6)	0.4
RPK (YoY %)	1.0	7.3	2.3	8.1	8.1	6.0	8.5	2.6	2.8	1.9	2.8	4.7	4.6	6.3	3.0
국제여객 L/F (YoY %p)	(0.2)	0.4	(1.4)	1.4	0.7	1.8	1.7	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	(0.0)
항공화물 매출액 (YoY %)	9.3	(10.6)	(7.8)	(14.2)	(21.8)	(4.7)	(7.2)	4.9	1.8	6.2	6.1	4.3	(6.3)	(7.6)	4.6
항공화물 Yield (YoY %)	(7.6)	(14.9)	(8.8)	(14.4)	(11.0)	(4.2)	(9.5)	1.8	(2.1)	(1.1)	2.2	0.4	(11.4)	(5.8)	(0.2)
FTK (YoY %)	18.3	5.0	1.1	0.2	(12.1)	(0.5)	2.6	3.0	4.0	7.3	3.9	3.9	5.8	(1.9)	4.8
항공화물 L/F (YoY %p)	5.7	(0.9)	(0.4)	(0.9)	(5.2)	(0.9)	(0.7)	(0.4)	0.3	0.1	0.3	0.3	0.9	(1.8)	0.3
자회사 매출액 (YoY %)	(32.9)	62.3	62.3	11.3	8.7	6.5	4.3	(5.0)	(0.5)	(0.9)	(0.0)	0.0	11.0	3.4	(0.4)
영업비용 (YoY %)	(10.4)	(3.5)	(11.2)	(15.4)	(5.1)	(4.7)	(1.0)	10.2	8.7	7.7	10.2	5.6	(10.2)	(0.4)	8.0
연료비 (별도, YoY %)	(28.4)	(28.9)	(35.0)	(61.8)	(39.7)	(28.8)	(22.4)	51.2	33.6	21.4	19.6	7.7	(38.4)	(18.1)	19.7
연료단가 (\$/배럴, YoY %)	(34.5)	(32.1)	(39.8)	(44.5)	(48.1)	(33.7)	(23.9)	(8.9)	47.8	20.3	15.5	3.5	(37.8)	(29.6)	19.6
연료사용량 (YoY %)	4.3	5.8	3.0	3.7	2.0	2.4	5.5	2.4	3.1	4.0	2.8	4.0	4.2	3.1	3.4
인건비 (별도, YoY %)	(6.7)	14.0	8.6	14.6	0.6	(3.2)	3.9	0.8	2.3	1.5	2.2	3.8	7.1	0.5	2.5
임차료 (별도, YoY %)	2.1	13.3	32.1	42.4	43.9	29.9	3.3	(1.8)	(5.2)	(5.6)	2.3	0.1	22.4	16.5	(2.2)
감가상각비 (별도, YoY %)	(2.9)	(2.3)	(0.6)	2.4	8.6	8.8	9.1	9.3	6.1	6.6	5.3	2.9	(0.8)	9.0	5.2
정비비 (별도, YoY %)	(40.3)	217.2	(41.1)	39.4	59.5	(28.8)	36.3	(7.9)	(4.7)	(5.8)	18.1	(0.6)	17.3	1.1	0.4
영업이익 (YoY %)	흑전	적지	80.8	2,180.6	70.2	흑전	58.2	(55.2)	(49.8)	(57.4)	(14.9)	(5.8)	흑전	27.1	(29.5)
영업이익률 (YoY %p)	11.8	1.7	4.7	13.3	4.7	5.7	5.0	(7.8)	(5.7)	(3.3)	(3.0)	(0.6)	7.8	1.9	(3.1)
법인세차감전이익 (YoY %)	흑전	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전	적전	흑전	적지	(49.3)	흑전	적지	적지	흑전
당기순이익 (지배주주, YoY %)	적지	적지	적전	흑전	적지	적지	흑전	적전	흑전	적지	(49.6)	흑전	적지	적지	흑전

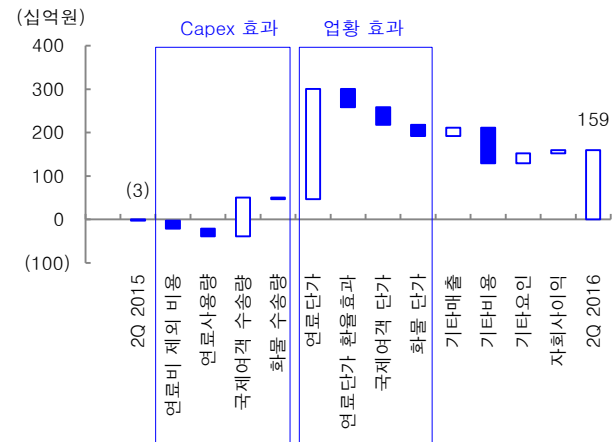
자료: KB투자증권

그림 41. 2Q16 요소별 이익 증감 기여 (YoY)



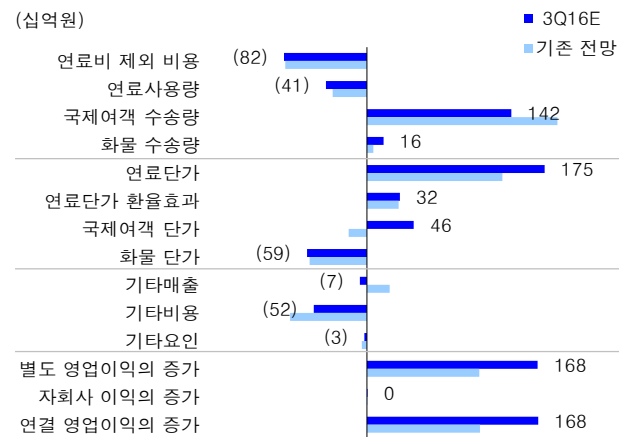
자료: 대한항공, KB투자증권

그림 42. 2Q16 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



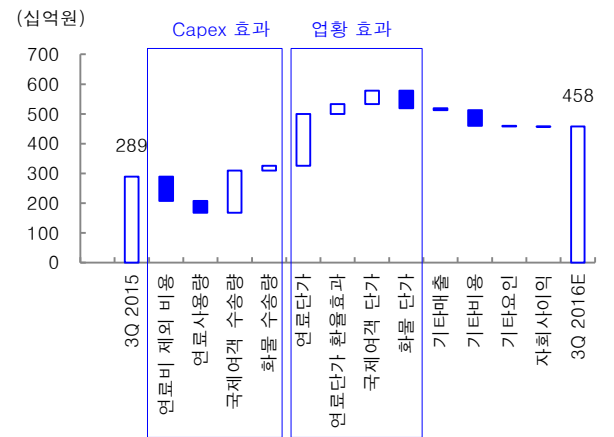
자료: 대한항공, KB투자증권

그림 43. 3Q16 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



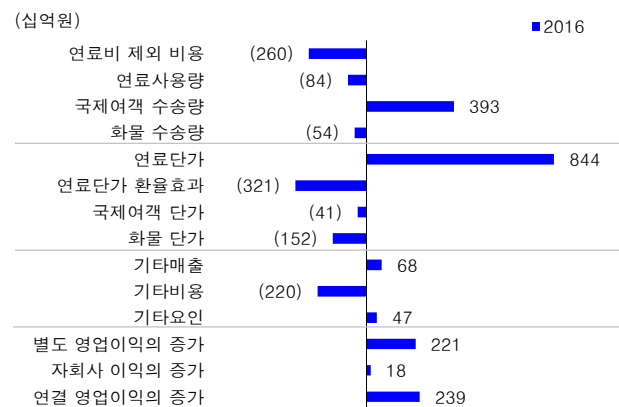
자료: 대한항공, KB투자증권

그림 44. 3Q16 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



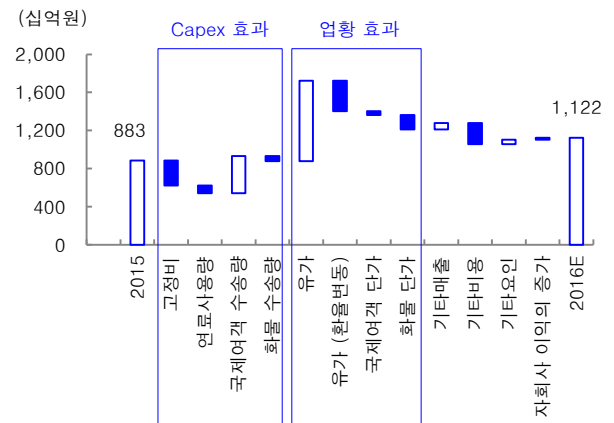
자료: 대한항공, KB투자증권

그림 45. 2016 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



자료: 대한항공, KB투자증권

그림 46. 2016 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



자료: 대한항공, KB투자증권

손익계산서	(십억원)				
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	11,910	11,545	11,744	12,263	12,730
증감률 (YoY %)	0.5	(3.1)	1.7	4.4	3.8
매출원가	10,390	9,517	9,452	10,281	10,676
판매 및 일반관리비	1,125	1,144	1,170	1,191	1,237
기타	0	0	(0)	0	0
영업이익	395	883	1,122	791	817
증감률 (YoY %)	흑전	123.4	27.1	(29.5)	3.3
EBITDA	1,988	2,534	2,913	2,670	2,731
증감률 (YoY %)	21.0	27.4	15.0	(8.3)	2.3
이자수익	43	44	38	41	41
이자비용	412	371	394	412	417
지분법손익	106	18	(371)	0	0
기타	(574)	(1,061)	(460)	0	0
세전계속사업손익	(442)	(486)	(65)	420	441
증감률 (YoY %)	적지	적지	적지	흑전	5.0
법인세비용	(157)	(85)	51	92	97
당기순이익	(613)	(563)	(115)	328	344
증감률 (YoY %)	적지	적지	적지	흑전	5.0
순손익의귀속					
지배주주	(635)	(565)	(124)	319	336
비지배주주	22	2	8	8	8
이익률 (%)					
영업이익률	3.3	7.6	9.6	6.5	6.4
EBITDA 마진	16.7	21.9	24.8	21.8	21.5
세전이익률	(3.7)	(4.2)	(0.6)	3.4	3.5
순이익률	(5.1)	(4.9)	(1.0)	2.7	2.7

현금흐름표	(십억원)				
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업현금	1,864	2,728	2,535	2,149	2,218
당기순이익	(613)	(563)	(115)	328	344
자산상각비	1,593	1,651	1,791	1,879	1,914
기타비현금성수익	1,154	1,547	638	0	0
운전자본증감	(346)	52	207	(57)	(41)
매출채권감소 (증가)	(9)	(66)	(37)	(35)	(25)
재고자산감소 (증가)	34	(59)	(53)	(27)	(19)
매입채무증가 (감소)	(154)	(130)	(9)	5	3
기타	(217)	307	306	0	0
투자현금	(1,065)	419	(2,666)	(2,685)	(1,971)
단기투자자산감소 (증가)	40	(53)	(661)	(35)	(337)
장기투자증권감소 (증가)	10	4	(5)	0	0
설비투자	1,121	1,743	2,055	2,614	1,598
유무형자산감소 (증가)	382	319	55	(36)	(36)
재무현금	(1,138)	(2,997)	356	528	325
차입금증가 (감소)	(1,932)	(4,029)	(651)	536	334
자본증가 (감소)	(14)	480	874	(8)	(8)
배당금지급	14	14	12	0	0
현금 증감	(330)	171	(151)	0	0
총현금흐름 (Gross CF)	2,134	2,635	2,314	2,206	2,258
(-) 운전자본증가 (감소)	2,252	(2,378)	(234)	57	41
(-) 설비투자	(1,121)	(1,743)	(2,055)	(2,614)	(1,598)
(+) 자산매각	382	319	55	(36)	(36)
Free Cash Flow	1,385	7,074	4,658	4,728	3,780
(-) 기타투자	(10)	(4)	5	0	0
잉여현금	1,395	7,078	4,653	4,728	3,780

자료: FnGuide, KB투자증권

재무상태표	(십억원)				
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
자산총계	23,466	24,180	25,512	26,381	26,482
유동자산	4,948	3,289	3,644	3,741	4,122
현금성자산	1,089	1,307	1,605	1,641	1,978
매출채권	870	827	839	875	900
재고자산	430	491	543	570	589
기타	2,559	665	655	655	655
비유동자산	18,518	20,891	21,868	22,640	22,360
투자자산	2,336	2,719	2,659	2,659	2,659
유형자산	15,778	17,851	18,913	19,684	19,404
무형자산	331	295	296	296	296
부채총계	21,265	21,681	22,799	23,340	23,097
유동부채	7,442	8,450	8,155	7,966	8,181
매입채무	462	451	434	438	442
유동성이자부채	5,558	6,066	5,480	5,287	5,497
기타	1,422	1,933	2,241	2,241	2,241
비유동부채	13,823	13,231	14,644	15,374	14,917
비유동이자부채	9,591	8,991	10,382	11,112	10,655
기타	4,232	4,240	4,262	4,262	4,262
자본총계	2,201	2,499	2,713	3,040	3,384
자본금	299	370	370	370	370
자본잉여금	175	603	603	603	603
이익잉여금	1,389	794	669	997	1,341
자본조정	19	70	950	942	933
지배주주지분	2,091	2,387	2,592	2,911	3,247
순차입금	14,060	13,750	14,256	14,758	14,174
이자지급성부채	15,148	15,057	15,862	16,398	16,152

주요 투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Multiples (X, %, 원)					
PER	n/a	n/a	n/a	7.1	8.4
PBR	1.6	1.0	1.0	0.9	1.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.5	6.2	5.7	6.4	6.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS	(10,286)	(7,876)	(1,696)	4,384	4,609
BPS	27,911	28,294	31,035	35,353	39,893
SPS	188,905	158,442	158,814	165,830	172,142
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
수익성지표 (%)					
ROA	(2.6)	(2.4)	(0.5)	1.3	1.3
ROE	(25.9)	(25.1)	(4.6)	11.9	11.2
ROIC	2.0	4.1	5.1	3.6	3.7
안정성지표 (% , X)					
부채비율	966.1	867.6	840.4	767.7	682.5
순차입비율	638.7	550.2	525.5	485.4	418.8
유동비율	66.5	38.9	44.7	47.0	50.4
이자보상배율	1.1	2.7	3.2	2.1	2.2
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	13.7	13.6	14.1	14.3	14.3
재고자산회전율	26.6	25.1	22.7	22.0	22.0
자산/자본구조 (%)					
투자자본	81.9	79.4	79.5	80.1	78.7
차입금	87.3	85.8	85.4	84.4	82.7

주: EPS는 완전회식 EPS

4. 아시아나항공 – 투자의견 BUY (상향), 목표주가 5,400원 (유지)

3Q 영업이익 1,506억원 추정
시장 컨센서스 모두 상회 예상

아시아나항공의 3Q16 매출액은 1.5조원 (-2.1% YoY, +9.5% QoQ)을, 영업이익 1,506억원 (+117.2 YoY, +423.2% QoQ)을, 당기순이익은 1,695억원 (흑자전환 YoY, 흑자전환 QoQ)을 각각 기록할 것으로 추정된다. 영업이익 전망치는 전년동기대비 크게 개선되고, 시장 컨센서스 및 KB투자증권 기존 추정치를 모두 상회하는 수준이다.

연료단가 하락과 RPK증가가
전년동기대비 영업이익 증가 이유

3Q16 아시아나항공의 영업이익이 전년동기대비 개선될 것으로 예상하는 것은 연료단가 하락과 여객수송량 (RPK) 증가 때문이다. 특히 편당 탑승률이 높아지면서 capacity 증대의 효과를 톡톡히 보았을 것으로 판단한다. 연료단가는 59.5달러/배럴로 전년동기대비 20.3% 하락할 것으로 판단한다. 이에 따른 비용절감효과는 838억원이다. 국제여객단가 (yield)는 전년동기대비 1.3% 하락했을 것으로 추정하나, 탑승률은 84.3%로 전년동기대비 3.9%p 높아졌을 것으로 추정한다. 국제여객수송량 증가에 따른 추가 매출증가효과는 740억원에 달해 늘어난 고정비를 충분히 커버했을 것으로 판단한다.

투자의견: BUY (상향)
목표주가: 5,400원 (유지)

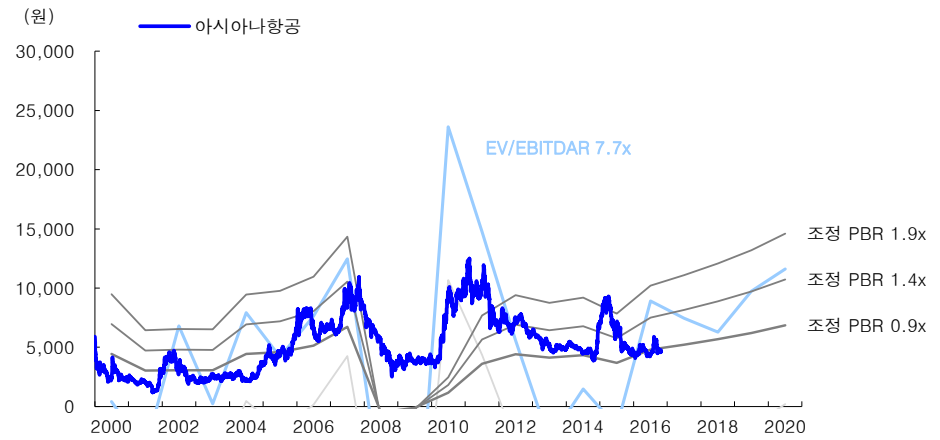
아시아나항공에 대한 투자의견을 BUY로 상향조정하고, 목표주가는 5,200원으로 유지한다. 실적호조에도 불구하고 주가가 크게 반등하지 못하는 이유는 아시아나항공의 주력 노선인 중거리 시장의 경쟁상황이 저비용항공사들의 진입으로 심화되고 있기 때문이다. 여객수요 호조와 저유가에도 불구하고 아시아나항공의 2016년 예상 영업이익이 최고 호황기였던 2010년의 절반수준에 불과하다는 점은 이러한 경쟁심화의 결과다. 한편, 한진해운 및 대우조선해양 사태 이후 나타난 항공업종에 대한 기피현상 또한 주가 부진의 영향으로 판단한다.

표 16. 3Q16 아시아나항공 실적 추정치 변경 및 각종 비교

(단위: 십억원, %)	3Q16E	전년동기대비		직전분기대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		3Q15	YoY %	2Q16	QoQ %	컨센서스	Diff. %	3Q16E	Diff. %
매출액	1,506	1,539	(2.1)	1,374	9.5	1,541	(2.3)	1,483	1.5
영업이익	151	69	117.2	29	423.2	137	9.7	115	31.4
세전이익	162	(68)	흑전	(12)	흑전	136	19.1	97	66.9
지배주주 순이익	170	(63)	흑전	(15)	흑전	91	85.8	74	130.2
영업이익률	10.0	4.5		2.1		8.9		7.7	
세전이익률	10.8	(4.4)		(0.9)		8.8		6.6	
지배주주 순이익률	11.3	(4.1)		(1.1)		5.9		5.0	

자료: KB투자증권

그림 47. 아시아나항공 EV/EBITDAR 및 조정 PBR Band Chart



자료: 아시아나항공, KB투자증권

표 17. 아시아나항공 목표주가 산출

(단위: 십억원)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	비고
조정 자본총계	810	1,098	1,230	1,383	1,558	1,778	
자본총계	830	990	1,089	1,208	1,348	1,535	
IFRS 조정 (+)	294	294	294	294	294	294	
항공기 재평가 차이 (-)	(221)	(187)	(153)	(119)	(85)	(51)	
금호리조트 재평가 차이 (-)	(93)						
조정주식수 (천 주)	195,101	195,101	195,101	195,101	195,101	195,101	
조정 BPS (원)	4,151	5,628	6,305	7,089	7,985	9,116	
ROE (%)	(15.7)	17.0	8.4	9.1	9.6	11.2	
PBR (X)			0.9	0.9	0.9	0.9	
연도별 적정주가 (원)			5,589	6,284	7,078	8,080	
적정주가 (원)			5,400				
현재주가 (원)			4,590				
상승여력 (%)			17.6				

자료: KB투자증권

주: 목표주가는 2017년 말 예상 조정 BPS에 조정 PBR 0.9X 적용

표 18. 아시아나항공 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	1,408	1,334	1,539	1,515	1,369	1,374	1,506	1,395	1,394	1,387	1,530	1,382	5,795	5,644	5,692
국제여객 매출액	800	731	832	769	814	767	913	757	829	785	922	741	3,132	3,251	3,277
국제여객 Yield (U.S. Cent)	87.3	81.4	85.4	78.2	82.8	77.9	86.1	75.0	82.1	78.6	88.2	75.4	83.0	80.5	81.2
RPK	9,164	8,981	9,738	9,826	9,827	9,848	10,605	10,095	10,096	9,981	10,463	9,826	37,709	40,375	40,367
국제여객 L/F (%)	81.9	78.4	80.4	79.6	80.5	83.2	84.3	79.6	80.5	83.2	84.3	79.6	80.1	81.9	81.9
항공화물 매출액	323	289	288	313	257	275	262	325	257	280	271	330	1,213	1,119	1,139
항공화물 Yield (U.S. Cent)	328.2	290.4	297.6	299.3	271.4	258.0	250.6	310.6	271.7	262.8	259.1	315.4	303.8	272.6	277.3
FTK	984	997	966	1,046	946	1,067	1,047	1,046	946	1,067	1,047	1,046	3,993	4,106	4,106
항공화물 L/F (%)	73.1	72.6	71.7	74.9	72.4	76.8	73.5	74.9	72.4	76.8	73.5	74.9	73.1	74.4	74.4
자회사 매출액	86	100	205	200	83	94	86	86	86	86	86	86	591	349	343
영업비용	1,331	1,395	1,469	1,502	1,333	1,346	1,355	1,368	1,342	1,374	1,401	1,369	5,697	5,401	5,486
연료비 (별도)	357	369	369	363	288	294	298	317	317	330	341	332	1,458	1,197	1,320
연료단가 (\$/배럴)	81.6	82.5	74.6	71.6	58.5	59.2	59.5	63.9	66.9	68.0	68.0	68.0	77.4	60.3	67.7
연료사용량 (천 배럴)	3,993	4,116	4,329	4,376	4,109	4,305	4,519	4,442	4,241	4,340	4,486	4,374	16,814	17,376	17,441
인건비 (별도)	126	125	124	127	129	131	130	131	131	131	129	128	502	521	520
임차료 (별도)	122	124	129	136	135	137	128	133	132	133	132	130	511	532	527
감가상각비 (별도)	93	101	92	91	95	91	91	87	88	86	88	90	377	364	353
정비비 (별도)	71	105	83	92	95	90	88	90	89	89	88	87	351	362	354
영업이익	77	(61)	69	13	36	29	151	28	52	12	129	13	98	243	206
영업이익률 (%)	3	(39)	(138)	(89)	(9)	(41)	12	(54)	(31)	(27)	(30)	(30)	(263)	(92)	(118)
영업외손익	(35)	(36)	(42)	(52)	(48)	(22)	(33)	(31)	(30)	(26)	(29)	(29)	(165)	(135)	(114)
순이자손익	38	(45)	(115)	63	0	(9)	46	(21)	0	0	0	0	(59)	16	0
외화관련손익	0	42	19	(101)	39	(10)	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(39)	27	(4)
기타손익	5.5	(4.6)	4.5	0.9	2.6	2.1	10.0	2.0	3.7	0.9	8.5	0.9	1.7	4.3	3.6
법인세차감전이익	80	(101)	(68)	(76)	27	(12)	162	(27)	21	(15)	100	(17)	(164)	151	88
당기순이익 (지배주주)	60	(87)	(63)	(48)	37	(15)	170	(29)	25	(17)	110	(20)	(138)	163	98
매출액 (YoY %)	(0.9)	(2.9)	1.3	7.4	(2.8)	3.1	(2.1)	(7.9)	1.8	0.9	1.6	(1.0)	(0.7)	(2.6)	0.9
국제여객 매출액 (YoY %)	(2.0)	(2.7)	(9.0)	1.7	1.6	4.9	9.8	(1.5)	1.9	2.2	1.0	(2.1)	(5.3)	3.8	0.8
국제여객 Yield (YoY %)	(14.1)	(15.4)	(17.6)	(15.5)	(5.2)	(4.3)	0.8	(4.1)	(0.9)	0.9	2.4	0.6	(11.9)	(3.0)	0.8
RPK (YoY %)	14.1	15.0	10.5	20.3	7.2	9.6	8.9	2.7	2.7	1.4	(1.3)	(2.7)	7.5	7.1	(0.0)
국제여객 L/F (YoY %p)	4.3	1.5	0.3	3.1	(1.4)	4.8	3.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	1.8	0.0
항공화물 매출액 (YoY %)	(7.0)	(16.5)	(12.6)	(17.3)	(20.5)	(4.9)	(8.8)	3.8	0.1	1.9	3.4	1.6	(11.7)	(7.7)	1.7
항공화물 Yield (YoY %)	(4.7)	(15.5)	(10.9)	(16.2)	(17.3)	(11.1)	(15.8)	3.8	0.1	1.9	3.4	1.6	(11.5)	(10.3)	1.7
FTK (YoY %)	(2.4)	(1.2)	(1.9)	(1.4)	(3.9)	7.1	8.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.2)	2.8	0.0
항공화물 L/F (YoY %p)	(0.7)	(1.0)	(0.4)	0.6	(0.7)	4.1	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.2)	1.3	0.0
자회사 매출액 (YoY %)	33.9	53.6	222.4	197.8	(3.4)	(6.1)	(58.1)	(57.0)	3.0	(8.6)	0.0	(0.1)	108.4	(40.9)	(1.6)
영업비용 (YoY %)	(7.7)	(0.6)	0.9	4.7	0.2	(3.5)	(7.8)	(8.9)	0.7	2.1	3.4	0.1	(0.7)	(5.2)	1.6
연료비 (별도) (YoY %)	(33.6)	(27.5)	(33.2)	(31.3)	(19.3)	(20.4)	(19.1)	(12.6)	9.8	12.3	14.3	4.8	(27.2)	(17.9)	10.2
연료단가 (\$/배럴, YoY %)	(39.2)	(33.8)	(40.9)	(44.2)	(28.3)	(28.2)	(20.3)	(10.8)	14.3	14.9	14.3	6.4	(36.2)	(22.1)	12.3
연료사용량 (YoY %)	6.2	9.9	9.3	11.7	2.9	4.6	4.4	1.5	3.2	0.8	(0.7)	(1.5)	6.0	3.3	0.4
인건비 (별도, YoY %)	11.9	9.1	7.5	19.9	2.5	4.3	4.5	3.5	1.7	0.3	(0.5)	(2.3)	2.0	3.7	(0.2)
임차료 (별도, YoY %)	9.1	9.8	14.1	18.6	10.8	10.4	(0.8)	(2.3)	(2.0)	(2.8)	3.2	(2.0)	12.6	4.3	(1.0)
감가상각비 (별도, YoY %)	39.2	51.8	33.9	23.6	1.7	(9.6)	(1.0)	(4.6)	(6.8)	(5.4)	(2.8)	3.1	11.4	(3.5)	(3.1)
정비비 (별도, YoY %)	(2.7)	61.6	26.2	30.9	33.4	(14.4)	5.9	(2.5)	(5.7)	(1.1)	0.7	(3.0)	24.5	3.2	(2.3)
영업이익 (YoY %)	흑전	적지	9.3	흑전	(53.5)	흑전	117.2	106.5	44.1	(56.7)	(14.1)	(53.5)	0.2	147.0	(15.0)
영업이익률 (YoY %p)	7.0	(2.4)	0.3	2.6	(2.9)	6.7	5.5	1.1	1.1	(1.2)	(1.5)	(1.0)	0.0	2.6	(0.7)
법인세차감전이익 (YoY %)	흑전	적지	적전	적지	(66.4)	적지	흑전	적지	(22.2)	적지	(38.7)	적지	적전	흑전	(41.4)
당기순이익 (지배주주, YoY %)	흑전	적지	적전	적지	(39.0)	적지	흑전	적지	(32.9)	적지	(35.0)	적지	적전	흑전	(39.6)

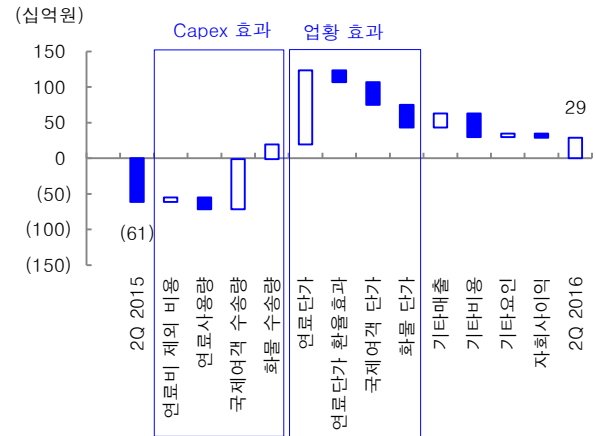
자료: 아시아나항공, KB투자증권

그림 48. 2Q16 요소별 이익 증감 기여 (YoY)



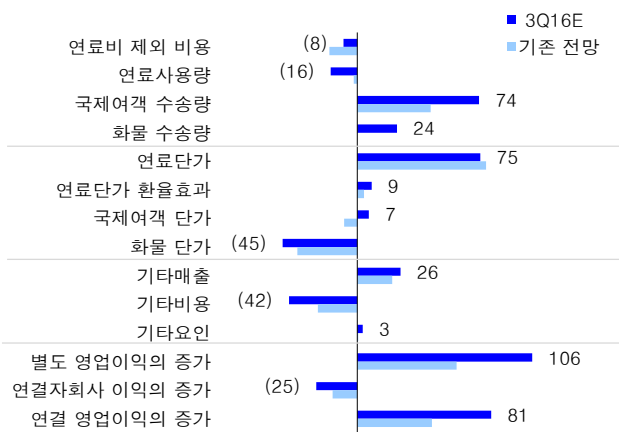
자료: 아시아나항공, KB투자증권

그림 49. 2Q16 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



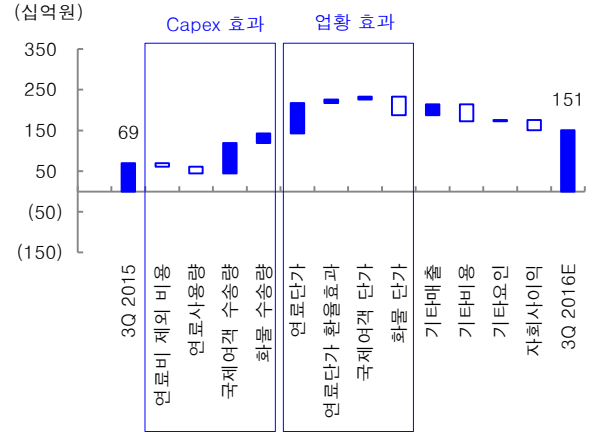
자료: 아시아나항공, KB투자증권

그림 50. 3Q16 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



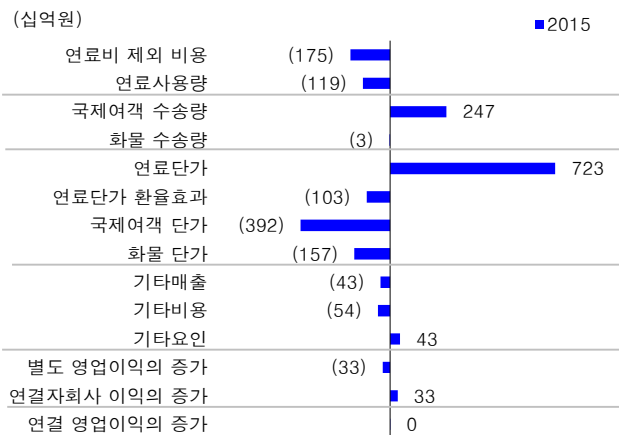
자료: 아시아나항공, KB투자증권

그림 51. 3Q16 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



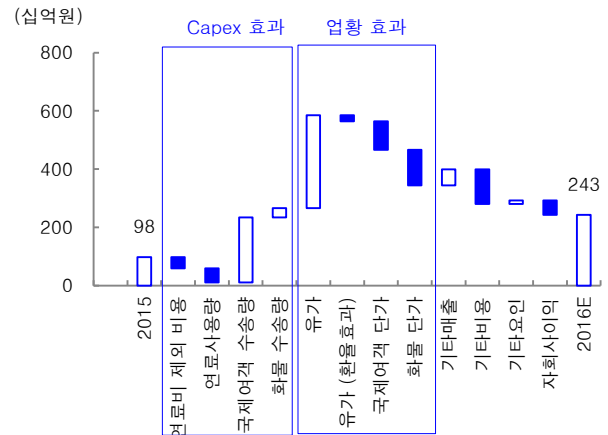
자료: 아시아나항공, KB투자증권

그림 52. 2016 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



자료: 아시아나항공, KB투자증권

그림 53. 2016 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



자료: 아시아나항공, KB투자증권

손익계산서

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,836	5,795	5,644	5,692	5,800
증감률 (YoY %)	2.0	(0.7)	(2.6)	0.9	1.9
매출원가	5,187	5,118	4,813	4,899	4,981
판매 및 일반관리비	551	579	589	587	596
기타	0	(0)	0	(0)	(0)
영업이익	98	98	243	206	222
증감률 (YoY %)	흑전	0.2	147.0	(15.2)	7.7
EBITDA	458	524	626	553	572
증감률 (YoY %)	60.1	14.3	19.4	(14.7)	3.5
이자수익	18	11	12	10	8
이자비용	153	176	147	124	120
지분법손익	158	(5)	13	0	0
기타	(81)	(93)	17	(4)	(4)
세전계속사업손익	41	(164)	151	88	106
증감률 (YoY %)	흑전	적전	흑전	(52.8)	20.2
법인세비용	(22)	(25)	13	(10)	(13)
당기순이익	63	(139)	163	99	119
증감률 (YoY %)	흑전	적전	흑전	(39.2)	21.0
순손익의귀속					
지배주주	62	(138)	163	98	119
비지배주주	1	(1)	1	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	1.7	1.7	4.3	3.6	3.8
EBITDA 마진	7.9	9.0	11.1	9.7	9.9
세전이익률	0.7	(2.8)	2.7	1.5	1.8
순이익률	1.1	(2.4)	2.9	1.7	2.1

현금흐름표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업현금	373	443	617	450	447
당기순이익	63	(139)	163	99	119
자산상각비	360	426	383	347	350
기타비현금성수익	43	296	71	0	0
운전자본증감	22	(16)	51	4	(22)
매출채권감소 (증가)	5	44	(12)	3	(17)
재고자산감소 (증가)	(2)	(22)	(15)	2	(11)
매입채무증가 (감소)	5	(75)	(37)	(1)	6
기타	14	37	114	0	0
투자현금	(390)	(851)	(340)	71	(657)
단기투자자산감소 (증가)	(99)	7	(316)	365	0
장기투자증권감소 (증가)	52	(44)	(7)	0	0
설비투자	333	287	363	294	657
유무형자산감소 (증가)	83	(1)	171	0	0
재무현금	(218)	329	46	200	607
차입금증가 (감소)	(218)	329	47	201	607
자본증가 (감소)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(236)	(80)	165	0	0
총현금흐름 (Gross CF)	467	582	613	446	469
(-) 운전자본증가 (감소)	(135)	(223)	79	(4)	22
(-) 설비투자	(333)	(287)	(363)	(294)	(657)
(+) 자산매각	83	(1)	171	0	0
Free Cash Flow	1,018	1,091	1,067	744	1,104
(-) 기타투자	(52)	44	7	0	0
잉여현금	1,070	1,047	1,061	744	1,104

자료: FnGuide, KB투자증권

재무상태표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
자산총계	8,212	9,293	8,146	7,722	8,056
유동자산	1,328	1,245	1,559	1,188	1,216
현금성자산	588	512	720	354	354
매출채권	418	384	392	388	405
재고자산	183	206	220	218	229
기타	140	143	227	227	227
비유동자산	6,883	8,048	6,586	6,534	6,840
투자자산	1,612	1,856	1,765	1,765	1,765
유형자산	4,907	5,546	4,572	4,520	4,826
무형자산	365	646	249	249	249
부채총계	7,092	8,441	7,009	6,487	6,702
유동부채	2,366	3,311	3,343	3,379	3,277
매입채무	518	454	386	385	391
유동성이자부채	1,252	1,982	1,986	2,023	1,916
기타	596	875	971	971	971
비유동부채	4,726	5,130	3,666	3,108	3,425
비유동이자부채	2,938	3,366	2,494	1,932	2,244
기타	1,788	1,764	1,173	1,176	1,180
자본총계	1,119	852	1,136	1,235	1,354
자본금	976	976	976	976	976
자본잉여금	1	1	1	1	1
이익잉여금	(19)	(167)	(10)	89	208
자본조정	48	20	23	23	22
지배주주지분	1,006	830	990	1,089	1,208
순차입금	3,602	4,836	3,760	3,601	3,806
이자지급성부채	4,190	5,348	4,480	3,955	4,161

주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Multiples (X, %, 원)					
PER	22.4	n/a	7.7	15.7	13.1
PBR	2.2	4.9	1.3	1.2	1.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	10.9	10.9	7.2	8.1	8.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	319	(708)	811	503	609
BPS	3,286	941	3,801	4,305	4,914
SPS	29,914	29,704	29,481	29,176	29,727
DPS	0	0	0	0	0
수익성지표 (%)					
ROA	0.8	(1.6)	1.8	1.2	1.5
ROE	6.6	(15.2)	13.1	5.9	6.7
ROIC	1.9	1.6	5.4	3.4	3.6
안정성지표 (% , X)					
부채비율	633.8	991.2	616.8	525.2	494.8
순차입비율	321.9	567.8	330.9	291.5	281.0
유동비율	56.1	37.6	46.6	35.2	37.1
이자보상배율	0.7	0.6	1.8	1.8	2.0
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	14.0	14.5	14.8	14.6	14.6
재고자산회전율	32.3	29.8	27.0	25.9	25.9
자산/자본구조 (%)					
투자자본	64.6	67.2	63.9	67.2	68.7
차입금	78.9	86.3	79.8	76.2	75.4

주: EPS는 완전회식 EPS

5. 제주항공 - 투자 의견 BUY (유지), 목표주가 44,000원 (유지)

3Q16 영업이익 381억원 예상
시장 컨센서스 상회할 것

제주항공의 3Q16 매출액은 2,126억원 (+27.6 YoY, +31.2% QoQ)을, 영업이익은 381억원 (+126.8% YoY, +5884.6% QoQ)을, 당기순이익은 299억원 (+137.9% YoY, +549.8% QoQ)을 각각 기록했을 것으로 추정한다. 영업이익 추정치는 시장 컨센서스 및 KB투자증권 기존 전망치보다 각각 6.6%, 7.7% 높은 것이다.

국제 여객 수요 회복이
영업이익 개선 원인

3Q16 영업이익이 전년동기대비 증가할 것은 MERS로 인한 승객 부족사태가 극복되었기 때문이다. 3Q16 국제여객 L/F는 90.8%로 전년동기대비 8.3%p 상승한 것으로 추정한다. 제주항공의 3Q16 전국공항 운항회수와 여객 수는 전년동기대비 각각 41.2%, 46.8% 증가했다. 국제여객수송량 증가에 따른 전년동기대비 매출액 증가는 385억원에 달해 연료사용량 증가 및 각종 기타비용 증가에 따른 339억원의 예상 비용 증가요인을 상쇄하고 남았을 것으로 판단한다.

국제여객 yield의 지속 상승에 대한
의구심이 주가를 누르는 모습

제주항공의 주가가 업황 호조에도 불구하고 부진한 것은 중단거리 국제선의 경쟁에 대한 우려 때문이다. 저비용항공사들의 운항회수가 모두 함께 빠르게 증가하고 있어 이 지역의 국제여객단가가 계속 상승할 수 있을지 의문이라는 것이다. 중단거리 국제여객단가 (yield)의 전년 동기대비 4.2% 상승은 MERS 기저효과를 감안한 것이다. 그러나 확장에 소극적인 대형항공사들에도 불구하고, 저비용항공사들 간의 경쟁 때문에 중단거리 시장의 yield 상승이 계속될지는 확인해 볼 필요가 있다.

투자 의견: BUY (유지)
목표주가: 44,000원 (유지)

제주항공에 대해 투자 의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 44,000원으로 유지한다. 제주항공은 빠르게 성장하고 있는 국내 저비용항공업계의 선두주자이면서도, 주가에 성장에 대한 프리미엄을 받지 못하고 있다. 4Q16 이후에도 영업이익 개선 추세가 계속될지 확인해보아야 할 것이다.

표 19. 3Q16 제주항공 실적 추정 및 각종 비교

(단위: 십억원, %)	3Q16E	전년동기대비		직전분기대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		3Q15	YoY %	2Q16	QoQ %	컨센서스	Diff. %	3Q16E	Diff. %
매출액	213	167	27.6	162	31.2	210	1.2	215	(1.1)
영업이익	38	17	126.8	1	5,884.6	36	6.6	35	7.7
세전이익	37	15	149.0	6	541.3	36	2.9	34	8.0
지배주주 순이익	30	13	137.9	5	549.8	29	3.6	28	8.0
영업이익률	17.9	10.1		0.4		17.0		16.4	
세전이익률	17.5	9.0		3.6		17.2		16.0	
지배주주 순이익률	14.0	7.5		2.8		13.7		12.9	

자료: KB투자증권

그림 54. 제주항공 EV/EBITDAR Band Chart

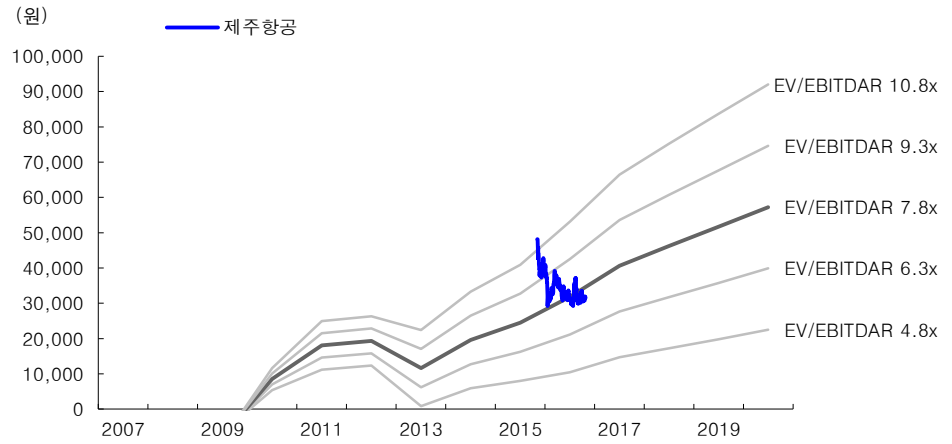


표 20. 제주항공 목표 주가 산출 내역

(단위: 십억원)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	비고
EV	1,108	1,436	1,740	1,951	2,147	2,335	
EBITDAR	142	184	223	251	276	300	
EBIT	51	66	86	94	100	107	
Depreciation & Amortization	10	14	19	22	24	26	
Rent	81	104	119	135	151	167	
적정 EV/EBITDAR (X)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	
조정 순차입금	475	612	688	753	807	852	
장부상 순차입금	(106)	(80)	(123)	(172)	(230)	(295)	
리스료 현재가치	581	692	811	925	1,037	1,147	
적정 시가총액	634	824	1,052	1,198	1,340	1,483	
유효주식수 (천주)	25,907	25,907	25,907	25,907	25,907	25,907	
연도별 적정주가 (원)	6,280	33,174	40,608	46,223	51,710	57,243	
목표주가 (원)			44,000				
현재주가 (원)			30,900				
상승여력 (%)			42.4				

자료: KB투자증권

주: 목표주가는 2017년~2019년 예상 EBITDAR에 적정 EV/EBITDAR 7.8X를 적용해 산출한 EV에서 조정순차입금을 차감해 산출

표 21. 제주항공 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	144	142	167	155	173	162	213	184	218	194	251	217	608	732	879
국내여객 매출액	42	51	58	48	42	53	56	48	49	60	64	54	199	199	227
국내여객 Yield (원)	94.8	103.4	105.9	92.7	85.2	98.1	95.4	82.5	86.5	99.8	99.2	85.4	99.4	90.4	92.8
RPK	448	489	550	516	492	544	588	578	569	600	645	631	2,003	2,201	2,445
국내여객 L/F (%)	90.9	92.4	91.2	92.0	89.3	94.1	92.1	92.0	89.3	94.1	92.1	92.0	91.6	91.9	91.9
국제여객 매출액	93	83	99	96	120	98	143	125	154	121	170	148	371	486	595
국제여객 Yield (원)	64.3	55.4	60.4	54.3	65.1	53.4	62.9	57.2	66.1	53.8	64.2	58.1	58.4	59.7	60.7
RPK	1,454	1,492	1,634	1,774	1,851	1,828	2,272	2,180	2,337	2,257	2,654	2,556	6,354	8,131	9,805
국제여객 L/F (%)	84.9	79.0	82.5	86.7	85.1	81.9	90.8	89.6	87.1	86.0	90.8	90.3	83.3	87.0	88.7
화물 및 기타 매출액	8	9	10	10	11	11	14	12	14	13	16	14	38	48	57
영업비용	123	133	150	151	158	161	175	172	192	190	209	203	557	666	794
연료비	32	38	37	35	29	34	36	38	43	43	48	47	143	138	182
추정 연료단가 (\$/배럴)	76.6	81.3	70.4	66.6	50.2	59.7	58.5	62.9	65.9	67.0	67.0	67.0	73.4	58.0	66.7
추정 연료사용량 (천 배럴)	385	426	456	458	478	494	552	538	582	572	636	617	1,725	2,062	2,408
인건비	19	19	21	21	26	26	27	26	30	30	31	31	80	105	122
임차료	18	20	22	22	25	26	26	26	29	29	30	30	81	104	119
감가상각비	2	2	3	3	3	3	4	4	5	5	5	5	10	14	20
공항관련비	21	25	27	27	31	32	35	34	38	37	41	40	101	133	155
정비비	13	13	21	21	21	21	19	20	21	22	22	23	67	81	88
영업이익	22	9	17	4	16	1	38	12	26	5	42	14	51	66	86
영업이익률 (%)	15.0	6.4	10.1	2.6	9.0	0.4	17.9	6.5	11.8	2.4	16.7	6.3	8.5	9.1	9.7
영업외손익	(1)	5	(2)	(1)	(0)	5	(1)	2	1	0	1	1	2	6	3
순이자손익	0	1	1	1	2	(1)	1	1	1	0	1	1	2	3	3
외환손익	1	1	2	(2)	(1)	2	(2)	1	0	0	0	0	2	(0)	0
기타영업외손익	(1)	3	(5)	(0)	(1)	5	0	0	0	0	0	0	(3)	3	0
법인세차감전이익	21	14	15	3	15	6	37	14	26	5	43	15	53	72	89
당기순이익 (지배주주)	21	11	13	2	12	5	30	11	21	4	34	12	47	58	71
매출액 (YoY %)	21.6	23.1	16.0	16.6	19.9	13.8	27.6	19.3	25.9	19.8	17.9	17.4	19.1	20.4	20.1
국내여객 매출액 (YoY %)	17.2	12.8	5.0	(3.1)	(1.3)	5.5	(3.8)	(0.4)	17.5	12.3	14.1	13.1	7.1	(0.1)	14.1
국내여객 Yield (YoY %)	(11.6)	(11.0)	(14.7)	(14.4)	(10.1)	(5.1)	(10.0)	(11.0)	1.6	1.8	4.1	3.5	(13.0)	(9.1)	2.7
RPK (YoY %)	32.5	26.7	23.0	13.2	9.8	11.2	6.9	11.9	15.7	10.4	9.7	9.2	23.1	9.9	11.1
국내여객 L/F (YoY %p)	(2.0)	1.2	(1.5)	1.5	(1.6)	1.7	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.1)	0.3	(0.0)
국제여객 매출액 (YoY %)	19.0	28.8	19.5	25.5	28.9	18.1	44.8	29.4	28.2	24.4	19.2	19.1	22.9	30.9	22.5
국제여객 Yield (YoY %)	(5.0)	(4.9)	(11.7)	(13.9)	1.3	(3.6)	4.2	5.3	1.6	0.8	2.1	1.5	(9.4)	2.3	1.6
RPK (YoY %)	25.2	35.4	35.4	45.9	27.3	22.5	39.0	22.9	26.3	23.5	16.8	17.3	35.6	28.0	20.6
국제여객 L/F (YoY %p)	3.0	(1.7)	(2.6)	3.7	0.2	2.8	8.3	2.9	2.1	4.2	0.0	0.8	0.6	3.7	1.7
화물 및 기타 매출액 (YoY %)	114.0	37.9	75.4	59.9	27.4	20.8	40.7	15.9	31.7	15.0	19.9	17.1	66.6	26.0	20.7
영업비용 (YoY %)	7.9	13.4	18.1	22.7	28.3	21.1	16.5	14.4	22.1	17.4	19.7	17.7	15.7	19.6	19.2
연료비 (별도, YoY %)	(20.9)	(7.8)	(13.8)	(12.7)	(11.2)	(9.6)	(3.5)	8.3	50.3	26.3	33.1	22.2	(13.8)	(4.0)	32.0
연료단가 (\$/배럴, YoY %)	(40.2)	(35.8)	(43.6)	(37.8)	(34.5)	(26.6)	(16.9)	(5.5)	31.2	12.2	14.6	6.5	(39.5)	(21.0)	15.1
연료사용량 (YoY %)	28.7	34.8	34.2	31.8	24.1	16.0	21.1	17.3	21.7	15.9	15.3	14.7	32.5	19.5	16.8
인건비 (별도, YoY %)	106.4	47.9	71.2	67.7	33.9	36.1	28.9	25.8	16.8	15.7	15.0	18.8	71.0	31.0	16.6
임차료 (별도, YoY %)	20.6	26.0	35.3	35.1	43.2	30.4	22.0	19.2	13.3	11.9	15.1	17.2	29.5	27.9	14.4
감가상각비 (별도, YoY %)	0.5	30.3	114.9	137.8	59.8	54.3	37.6	44.0	51.1	50.4	27.5	23.7	61.9	47.3	36.3
공항관련비 (별도, YoY %)	15.2	43.1	36.1	36.2	48.2	27.2	29.8	26.5	20.8	16.1	15.5	15.0	32.7	32.1	16.7
정비비 (별도, YoY %)	27.9	31.2	42.2	73.0	66.3	55.9	(7.5)	(2.5)	(0.5)	4.6	16.3	14.8	44.7	20.3	8.6
영업이익 (YoY %)	337.1	흑전	0.5	(59.7)	(27.8)	(93.0)	126.8	205.3	64.2	619.2	9.8	13.5	74.2	29.1	29.1
영업이익률 (YoY %p)	10.8	8.0	(1.6)	(4.8)	(6.0)	(6.0)	7.8	4.0	2.7	2.0	(1.2)	(0.2)	2.7	0.6	0.7
법인세차감전이익 (YoY %)	215.0	흑전	(11.7)	(69.6)	(26.9)	(59.0)	149.0	388.3	71.3	(13.4)	14.8	4.4	70.8	36.4	22.6
당기순이익 (지배주주, YoY %)	215.0	흑전	(25.7)	(75.6)	(43.0)	(59.0)	137.9	384.3	74.2	(13.0)	13.8	4.5	51.9	22.1	22.5

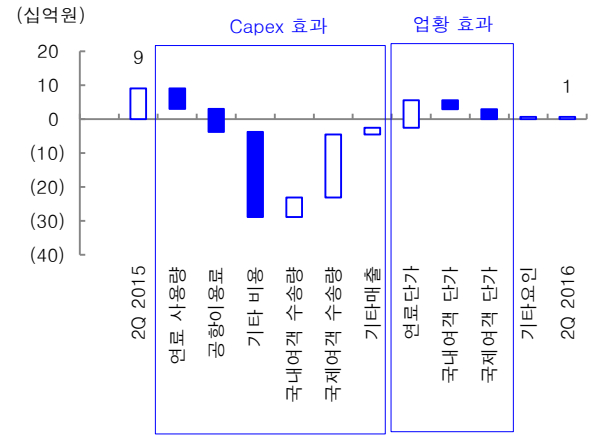
자료: KB투자증권

그림 55. 2Q16 요소별 이익 증감 기여 (YoY)



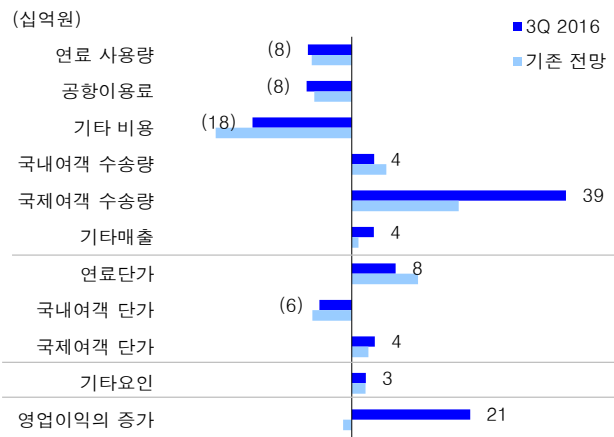
자료: 제주항공, KB투자증권

그림 56. 2Q16 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



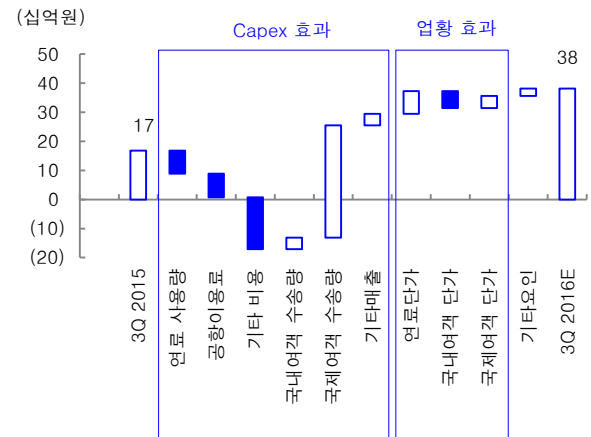
자료: 제주항공, KB투자증권

그림 57. 3Q16 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



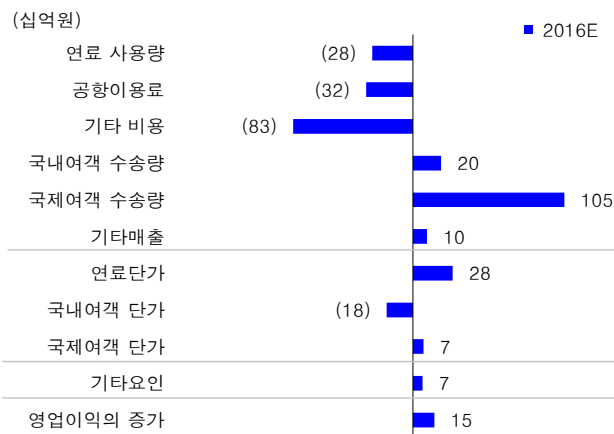
자료: 제주항공, KB투자증권

그림 58. 3Q16 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



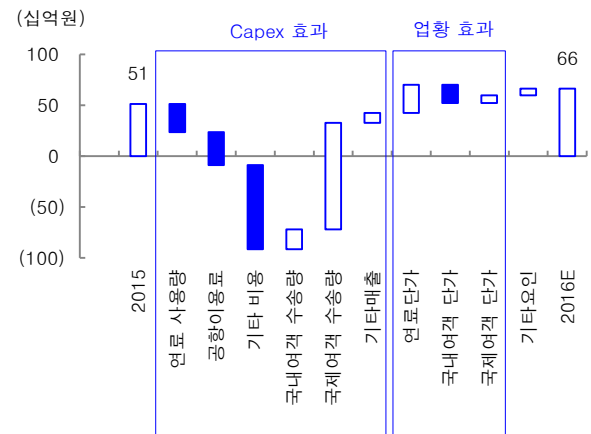
자료: 제주항공, KB투자증권

그림 59. 2016 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



자료: 제주항공, KB투자증권

그림 60. 2016 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



자료: 제주항공, KB투자증권

손익계산서

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	511	608	732	879	996
증가율 (YoY, %)	17.6	19.1	20.4	20.1	13.2
수출비중(%)	(5.8)	2.2	8.3	13.8	18.5
매출총이익	87	122	154	191	213
판매 및 일반관리비	58	71	87	105	119
영업이익	30	51	66	86	94
증가율 (YoY, %)	73.4	74.2	29.1	29.1	9.3
EBITDA	38	61	81	105	116
증가율 (YoY, %)	52.9	61.3	31.8	30.0	10.5
영업외손익	2	2	6	3	4
순이자수익	4	2	4	3	4
외화관련손익	1	3	(1)	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(2)	(4)	2	0	0
세전계속사업손익	32	53	72	89	97
증가율 (YoY, %)	62.9	65.6	36.4	22.6	9.6
법인세비용	0	6	15	18	24
당기순이익	32	47	58	71	74
증가율 (YoY, %)	62.9	47.3	22.1	22.5	4.4
이익률(%)					
매출총이익률 (%)	17.1	20.1	21.0	21.7	21.3
영업이익률(%)	5.8	8.5	9.1	9.7	9.4
EBITDA마진(%)	7.4	10.1	11.0	11.9	11.6
세전이익률 (%)	6.3	8.7	9.9	10.1	9.8
순이익률 (%)	6.3	7.8	7.9	8.0	7.4

현금흐름표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업현금	60	72	94	78	85
당기순이익	32	47	58	71	74
자산상각비	8	10	14	19	22
기타비현금성손익	2	16	2	(7)	(7)
운전자본증감	15	5	20	(4)	(4)
매출채권감소 (증가)	4	(13)	2	(5)	(4)
재고자산감소 (증가)	(1)	(1)	(3)	(2)	(1)
매입채무증가 (감소)	9	8	10	12	11
기타	3	12	11	(9)	(8)
투자현금	(5)	(152)	(144)	(101)	(107)
단기투자자산감소 (증가)	6	(118)	(105)	(59)	(65)
장기투자증권감소 (증가)	0	0	(1)	0	0
설비투자	4	41	28	28	28
유무형자산감소 (증가)	(2)	16	(2)	(3)	(3)
재무현금	0	127	2	23	23
차입금증가 (감소)	0	19	12	23	23
자본증가 (감소)	0	108	(10)	0	(0)
배당금지급	0	0	10	10	10
현금 증감	57	48	(47)	0	0
총현금흐름 (Gross CF)	43	73	73	82	88
(-) 운전자본증가 (감소)	(15)	(31)	(27)	4	4
(-) 설비투자	(4)	(41)	(28)	(28)	(28)
(+) 자산매각	(2)	16	(2)	(3)	(3)
Free Cash Flow	60	161	127	102	109
(-) 기타투자	0	0	1	0	0
잉여현금	60	161	126	102	109

자료: FnGuide, KB투자증권

재무상태표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
자산총계	264	478	577	676	775
유동자산	178	355	426	500	579
현금성자산	107	272	332	391	456
매출채권	17	30	28	33	38
재고자산	5	6	9	11	12
기타	50	47	56	65	74
비유동자산	86	122	152	175	196
투자자산	46	69	83	94	106
유형자산	32	41	58	70	79
무형자산	8	12	11	11	11
부채총계	184	246	298	326	352
유동부채	136	200	242	270	296
매입채무	38	40	48	61	71
유동성이자부채	3	24	29	45	60
기타	95	135	165	165	165
비유동부채	48	46	56	56	56
비유동이자부채	0	0	4	11	19
기타	48	46	52	45	37
자본총계	80	232	279	350	423
자본금	110	130	147	147	147
자본잉여금	0	88	175	175	175
이익잉여금	(30)	14	61	121	185
자본조정	(0)	1	(104)	(94)	(84)
순차입금	(104)	(248)	(299)	(335)	(377)
이자지급성부채	3	24	33	56	79

주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Multiples (X, %, 원)					
PER	12.4	21.9	14.0	11.2	11.0
PBR	5.5	4.7	2.9	2.3	2.0
PSR	0.8	1.7	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.7	12.9	6.3	4.5	3.7
배당수익률	0.0	1.0	1.3	1.3	1.3
EPS	1,483	1,827	2,205	2,764	2,887
BPS	3,351	8,499	10,502	13,266	16,153
SPS	23,658	23,563	28,058	34,474	39,030
DPS	0	400	400	400	400
수익성지표 (%)					
ROA	14.4	12.7	10.9	11.3	10.1
ROE	49.6	30.2	22.5	22.4	19.1
ROIC	0.0	0.0	0.0	0.0	240.1
안정성지표 (% , X)					
부채비율	229.2	106.1	106.9	93.3	83.2
순차입비율	(129.5)	(107.1)	(107.3)	(95.8)	(89.0)
유동비율	131.0	177.7	175.6	185.2	195.6
이자보상배율	(8.2)	(21.4)	(15.2)	(28.9)	(26.6)
활동성지표 (회)					
총자산회전율	2.3	1.6	1.4	1.4	1.4
매출채권회전율	27.6	26.1	25.2	28.7	28.2
재고자산회전율	114.2	108.5	94.3	86.0	84.6
자산/자본구조 (%)					
투자자본	(18.3)	(5.0)	(5.4)	2.8	7.5
차입금	3.7	9.5	10.6	13.8	15.7

주: EPS는 완전회석 EPS

6. CJ대한통운 - 투자 의견 BUY (유지), 목표주가 245,000원 (유지)

3Q 영업이익 607억원 예상
시장 컨센서스 부합 예상

CJ대한통운의 3Q16 매출액은 1.5조원 (+16.8% YoY, -2.0% QoQ), 영업이익은 607억원 (+17.6% YoY, +1.8% QoQ), 당기순이익은 243억원 (+39.9% YoY, -3.8% QoQ)을 각각 기록할 것으로 추정된다. 예상 영업이익의 규모는 시장 컨센서스에 부합하나, 기존 KB투자증권 전망치를 12.8% 상회하는 것이다.

택배부문: 1) 물동량 증가
2) 택배 마진 개선

택배부문과 글로벌 부문이 이익성장을 주도했을 것으로 판단한다. 택배부문의 3Q16 물동량은 전년동기대비 20% 성장해 77억원의 매출총이익 증가효과를 낸 것으로 판단한다. 택배 박스당 단가가 21원 (-1.0% YoY) 하락했지만, 박스당 원가가 57원 하락하면서 마진 개선에 따른 매출총이익 개선 효과도 79억원에 달했을 것으로 추정한다.

Rokin 매출 반영으로 이익 증가
신규 M&A 이익 기여는 추후 발생

글로벌 부문의 이익도 증가했을 것으로 판단한다. Rokin의 가세로 매출액이 전년동기대비 27.4% 증가했을 것으로 판단한다. 다만, Speedex, Century 등에 의한 이익 기여는 아직 반영하지 않은 상황이다. 한편 한진해운에서 촉발된 물류대란으로 CJ대한통운이 부담하게 될 비용은 20억원으로 가정하여 영업외손익에 반영하였다.

투자 의견: BUY (유지)
목표주가: 245,000원 (유지)

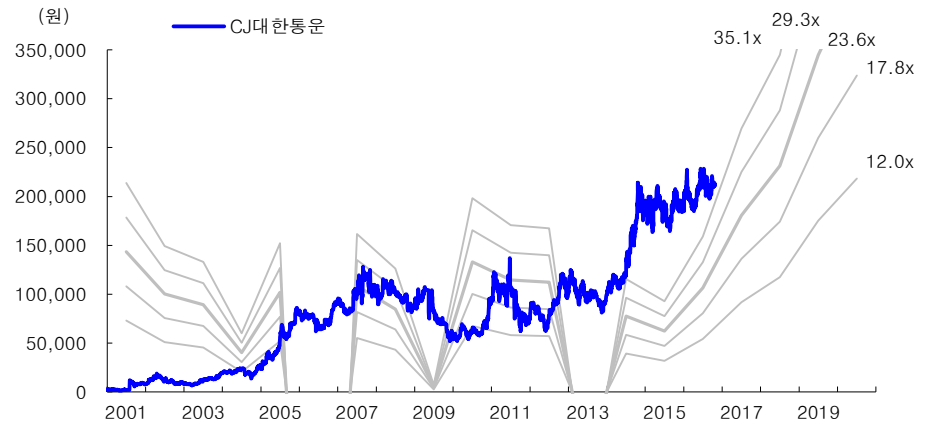
CJ대한통운에 대한 투자 의견 BUY을 유지하고, 목표주가는 245,000원으로 유지한다. CJ대한통운은 국내 택배시장에서 가격 경쟁을 바탕으로 순조롭게 시장 점유율을 높여가고 있다. 그러나 소형차량에 대한 허가제 폐지가 예정됨에 따라 향후 택배업계는 규모의 경제, 재고관리 등의 강점을 앞세운 유통업체의 물류사업부문과 경쟁을 피하기 어려울 것이라는 판단이다.

표 22. 3Q16 CJ대한통운 실적 추정치 변경 및 각종 비교

(단위: 십억원, %)	3Q16E	전년동기대비		직전분기대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		3Q15	YoY %	2Q16	QoQ %	컨센서스	Diff. %	3Q16E	Diff. %
매출액	1,483	1,270	16.8	1,514	(2.0)	1,516	(2.1)	1,507	(1.6)
영업이익	61	52	17.6	60	1.8	62	(2.6)	54	12.8
세전이익	32	28	15.2	37	(13.5)	42	(24.3)	24	35.3
지배주주 순이익	24	17	39.9	25	(3.8)	28	(14.0)	17	46.6
영업이익률	4.1	4.1		3.9		4.1		3.6	
세전이익률	2.2	2.2		2.5		2.8		1.6	
지배주주 순이익률	1.6	1.4		1.7		1.9		1.1	

자료: KB투자증권

그림 61. CJ대한통운 PER Band Chart



자료: CJ대한통운, KB투자증권

표 23. CJ대한통운 목표주가 산출

(단위: 십억원)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
조정 당기순이익	46	103	175	224	334	416
M&A전 순이익	46	103	118	161	265	340
M&A에 따른 순이익 조정	0	0	57	63	69	76
조정 주식수 (천 주)	17,424	22,812	22,812	22,812	22,812	22,812
유통주식수 (천 주)	17,424	17,424	17,424	17,424	17,424	17,424
발행주식수 (천 주)	22,812	22,812	22,812	22,812	22,812	22,812
자기주식수 (천 주)	5,389	5,389	5,389	5,389	5,389	5,389
M&A에 활용되는 자기주식 가치	0	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140
자기주식 주당 매각 가격 (원)	211,500	211,500	211,500	211,500	211,500	211,500
M&A에 활용되는 자기주식수 (천 주)	0	5,389	5,389	5,389	5,389	5,389
예상 조정 EPS (원)	2,637	4,522	7,673	9,816	14,637	18,225
적정 PER (X)		23.6	23.6	23.6	23.6	23.6
연도별 적정 주가 (원)		106,499	180,722	231,185	344,732	429,241
목표 주가 (원)			245,000			
현재주가 (원)			210,000			
상승여력 (%)			16.7			

자료: KB투자증권

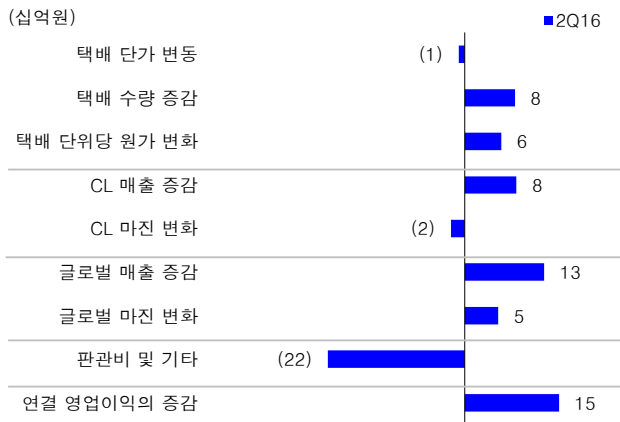
주: 목표주가는 2017~2019년 평균 EPS에 과거 평균 PER 23.6X를 적용해 산출

표 24. CJ대한통운 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	1,181	1,267	1,270	1,338	1,445	1,514	1,483	1,607	1,582	1,627	1,619	1,759	5,056	6,049	6,587
CL	435	457	464	477	568	586	580	599	618	636	630	648	1,833	2,333	2,532
항만해운	73	84	72	74									302		
택배	355	381	378	443	423	447	449	552	486	513	516	634	1,557	1,871	2,149
택배단가 (원/BOX)	2,090	2,042	2,068	2,105	2,022	1,992	2,047	2,083	2,002	1,972	2,027	2,063	2,077	2,038	2,018
택배원가 (원/BOX)	1,888	1,832	1,858	1,885	1,821	1,760	1,802	1,831	1,781	1,726	1,768	1,809	1,866	1,804	1,773
택배수송량 (백만 BOX)	170	186	183	211	209	224	219	265	243	260	254	307	750	918	1,065
글로벌 (포워딩)	319	344	356	345	454	481	454	456	479	478	474	476	1,364	1,845	1,906
매출총이익률 (%)	10.8	10.6	11.2	10.9	11.0	11.3	11.3	11.5	11.3	11.9	11.9	11.9	10.9	11.3	11.8
CL (%)	13.1	12.2	13.8	13.0	12.3	11.8	11.7	12.0	12.3	12.6	12.5	12.7	13.0	11.9	12.5
항만해운 (%)	10.1	8.8	8.3	10.5									10.2		
택배 (%)	9.7	10.3	10.1	10.5	10.0	11.6	12.0	12.1	11.0	12.5	12.8	12.3	9.4	11.5	12.2
글로벌 (포워딩) (%)	9.0	9.2	9.4	8.8	10.2	10.3	10.2	10.2	10.4	10.3	10.3	10.3	9.1	10.2	10.4
매출총이익	127	134	142	146	159	170	168	185	179	193	193	210	549	682	775
CL	57	56	64	62	70	69	68	72	76	80	79	83	239	279	317
항만해운	7	7	6.0	8									28		
택배	34	39	38	46	42	52	54	67	54	64	66	78	158	215	261
글로벌 (포워딩)	29	32	34	30	47	50	46	47	50	49	49	49	124	189	197
판매비	80	89	90	104	106	111	107	116	115	121	117	127	363	439	480
영업이익	48	45	52	43	53	60	61	69	64	73	76	83	187	243	296
영업외손익	(29)	(32)	(24)	(21)	(25)	(23)	(29)	(31)	(31)	(30)	(30)	(30)	(106)	(107)	(122)
이자손익	(12)	(13)	(12)	(13)	(12)	(13)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(51)	(56)	(59)
외환손익	(1)	1	(1)	(2)	(2)	1	0	0	0	0	0	0	(2)	(1)	0
기타영업외손익	(16)	(21)	(11)	(6)	(11)	(10)	(14)	(16)	(16)	(16)	(15)	(16)	(54)	(51)	(63)
지배주주 중단사업손익	(2)	(3)	(3)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	(8)	0	0
지배주주 당기순이익	6	4	17	18	24	25	24	30	22	29	31	36	46	103	118
매출액 (YoY, %)	9.7	13.2	12.0	8.7	22.3	19.5	16.8	20.1	9.5	7.5	9.2	9.4	10.9	19.7	8.9
CL (YoY, %)	5.0	4.9	2.4	7.5	30.5	28.0	25.1	25.6	8.7	8.6	8.6	8.3	4.9	27.3	8.5
항만해운 (YoY, %)	7.4	12.4	28.2	4.6									12.4		
택배 (YoY, %)	20.9	24.2	16.6	17.9	19.2	17.3	18.8	24.7	14.8	14.8	14.8	14.8	19.7	20.2	14.8
택배단가 (YoY, %)	(2.3)	(1.7)	(1.6)	(0.1)	(3.2)	(2.5)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.4)	(1.8)	(1.0)
택배원가 (YoY, %)	(3.1)	(2.7)	(3.5)	1.8	(3.5)	(3.9)	(3.0)	(2.8)	(2.2)	(1.9)	(1.9)	(1.2)	(1.7)	(3.3)	(1.8)
택배수송량 (YoY, %)	23.7	26.3	18.5	18.0	23.2	20.3	20.0	25.9	16.0	16.0	16.0	16.0	21.4	22.5	16.0
글로벌 (포워딩, YoY, %)	5.9	14.4	18.4	0.9	42.5	39.8	27.4	32.4	5.5	(0.7)	4.3	4.4	9.6	35.3	3.3
매출총이익률 (YoY, %p)	1.3	0.5	0.5	(0.6)	0.2	0.7	0.2	0.6	0.3	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5
CL (YoY, %)	2.0	0.1	(0.2)	0.3	(0.8)	(0.4)	(2.1)	(1.1)	(0.1)	0.8	0.8	0.8	0.5	(1.1)	0.6
항만해운 (YoY, %)	1.2	(1.2)	(2.5)	(0.1)									0.1		
택배 (YoY, %)	0.7	0.9	1.7	(1.7)	0.3	1.3	1.9	1.7	1.1	0.8	0.8	0.2	(0.4)	2.1	0.7
글로벌 (포워딩) (YoY, %)	1.2	1.2	1.2	(0.9)	1.2	1.1	0.8	1.5	0.2	0.1	0.1	0.1	0.6	1.1	0.1
매출총이익 (YoY, %)	25.0	18.6	16.9	2.6	24.6	27.4	18.6	26.6	12.9	13.4	15.0	13.2	14.8	24.3	13.6
CL (YoY, %)	23.9	5.9	1.1	10.1	23.0	24.1	6.2	15.4	8.2	15.8	16.0	15.0	9.4	16.8	13.7
항만해운 (YoY, %)	21.7	(1.3)	(1.6)	4.1									5.2		
택배 (YoY, %)	30.9	35.6	40.8	1.5	22.7	32.7	40.5	44.4	27.2	23.0	22.2	16.5	23.6	35.9	21.6
글로벌 (포워딩) (YoY, %)	21.5	31.7	35.1	(8.8)	61.5	56.6	38.6	54.5	7.1	(0.1)	5.4	5.4	17.5	52.4	4.4
판매비 (YoY, %)	7.4	20.7	12.4	24.4	32.2	24.4	19.2	11.6	8.8	9.0	9.3	9.6	16.4	21.2	9.2
영업이익 (YoY, %)	72.2	14.6	25.4	(28.0)	11.8	33.4	17.6	62.9	21.0	21.5	25.2	19.0	11.7	30.2	21.6
영업외손익 (YoY, %)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주 당기순이익 (YoY, %)	436.7	(31.8)	11.7	(47.2)	273.2	576.1	39.9	61.8	(8.5)	13.7	29.4	21.1	(19.8)	124.5	14.4

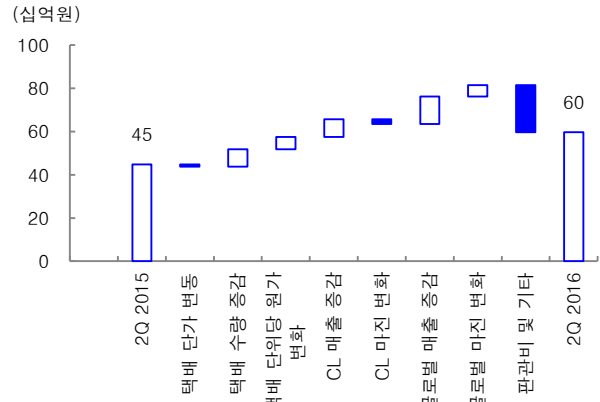
자료: CJ대한통운, KB투자증권

그림 62. 2Q16 요소별 이익 증감 기여 (YoY)



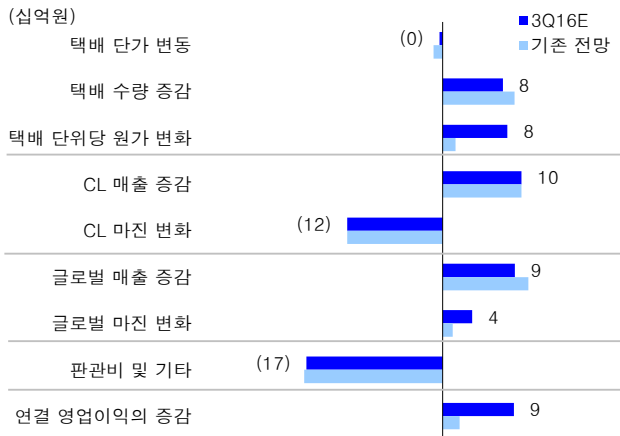
자료: CJ대한통운, KB투자증권

그림 63. 2Q16 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



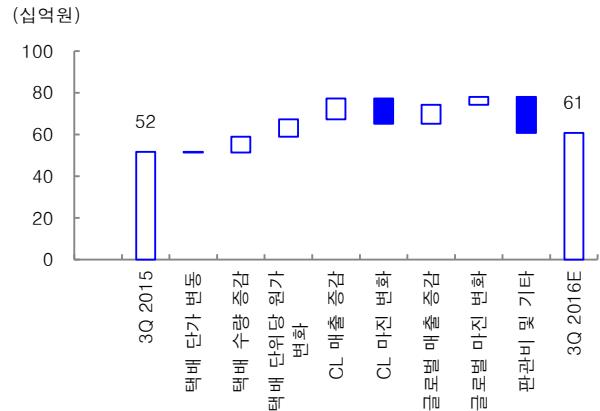
자료: CJ대한통운, KB투자증권

그림 64. 3Q16 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



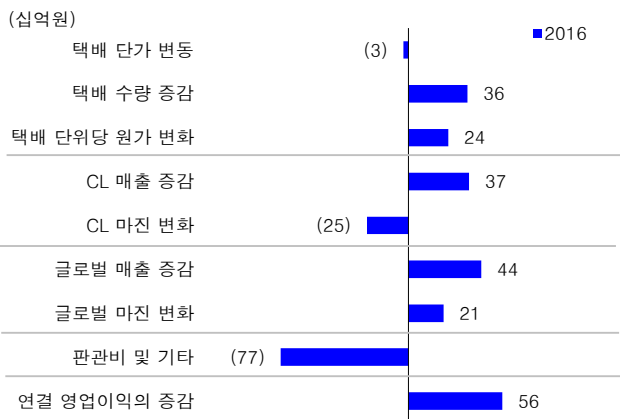
자료: CJ대한통운, KB투자증권

그림 65. 3Q16 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



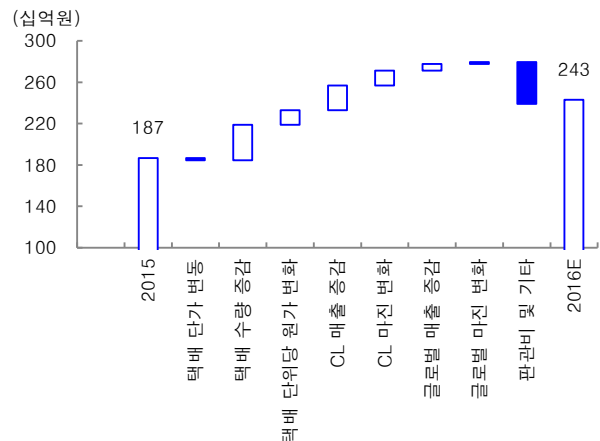
자료: CJ대한통운, KB투자증권

그림 66. 2016 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



자료: CJ대한통운, KB투자증권

그림 67. 2016 영업이익의 변동요소별 분석 (YoY)



자료: CJ대한통운, KB투자증권

손익계산서

(십억원)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	4,560	5,056	6,049	6,587	7,169
증감률 (YoY %)	20.2	10.9	19.7	8.9	8.8
매출원가	4,081	4,507	5,367	5,812	6,289
판매 및 일반관리비	312	363	439	480	525
기타	0	0	0	(0)	0
영업이익	167	187	243	296	355
증감률 (YoY %)	160.3	11.7	30.2	21.6	20.1
EBITDA	291	312	386	444	508
증감률 (YoY %)	102.3	7.3	23.8	15.0	14.5
이자수익	16	3	(0)	(0)	(0)
이자비용	66	53	29	58	58
지분법손익	2	29	16	0	0
기타	(32)	(86)	(93)	(64)	(64)
세전계속사업손익	87	80	136	174	233
증감률 (YoY %)	흑전	(7.2)	69.7	27.5	34.1
법인세비용	14	17	21	42	56
당기순이익	59	49	115	132	177
증감률 (YoY %)	흑전	(17.6)	134.6	14.5	34.1
순손익의귀속					
지배주주	57	46	103	118	161
비지배주주	2	3	12	14	15
이익률 (%)					
영업이익률	3.7	3.7	4.0	4.5	5.0
EBITDA 마진	6.4	6.2	6.4	6.7	7.1
세전이익률	1.9	1.6	2.3	2.6	3.2
순이익률	1.3	1.0	1.9	2.0	2.5

재무상태표

(십억원)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
자산총계	4,543	4,500	5,332	5,510	5,746
유동자산	1,265	1,239	1,540	1,657	1,740
현금성자산	146	132	164	182	163
매출채권	958	924	1,225	1,322	1,423
재고자산	10	10	12	13	15
기타	150	173	139	139	139
비유동자산	3,278	3,261	3,792	3,853	4,007
투자자산	548	571	575	575	575
유형자산	1,793	1,773	1,922	1,984	2,137
무형자산	937	918	1,294	1,294	1,294
부채총계	2,262	2,129	2,617	2,663	2,723
유동부채	870	1,286	1,612	1,700	1,802
매입채무	429	511	508	556	606
유동성이자부채	283	710	1,014	1,054	1,106
기타	158	64	90	90	90
비유동부채	1,392	843	1,005	963	922
비유동이자부채	1,249	697	850	808	766
기타	144	147	155	155	155
자본총계	2,281	2,372	2,715	2,846	3,023
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,238	2,249	2,241	2,241	2,241
이익잉여금	439	485	595	726	903
자본조정	(553)	(525)	(538)	(551)	(567)
지배주주지분	2,239	2,323	2,412	2,530	2,691
순차입금	1,385	1,275	1,700	1,680	1,709
이자지급성부채	1,532	1,407	1,864	1,862	1,872

현금흐름표

(십억원)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업현금	260	172	384	229	277
당기순이익	72	63	115	132	177
자산상각비	124	125	143	148	153
기타비현금성손익	107	108	48	0	0
운전자본증감	29	(74)	91	(50)	(52)
매출채권감소 (증가)	(63)	(78)	(166)	(97)	(101)
재고자산감소 (증가)	8	0	1	(1)	(1)
매입채무증가 (감소)	(11)	67	152	48	50
기타	96	(64)	103	0	0
투자현금	(67)	(86)	(733)	(227)	(288)
단기투자자산감소 (증가)	0	0	(1)	(18)	19
장기투자증권감소 (증가)	0	0	0	0	0
설비투자	86	87	260	173	270
유무형자산감소 (증가)	9	1	(31)	(36)	(36)
재무현금	(179)	(101)	408	26	37
차입금증가 (감소)	(158)	(122)	231	40	52
자본증가 (감소)	0	27	(6)	(14)	(15)
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	14	(15)	44	0	0
총현금흐름 (Gross CF)	303	296	306	280	329
(-) 운전자본증가 (감소)	(84)	0	247	50	52
(-) 설비투자	(86)	(87)	(260)	(173)	(270)
(+) 자산매각	9	1	(31)	(36)	(36)
Free Cash Flow	482	384	288	366	511
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	482	384	288	366	511

자료: FnGuide, KB투자증권

주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Multiples (X, %, 원)					
PER	78.1	94.8	46.4	40.6	29.9
PBR	3.4	3.1	4.3	3.9	3.5
PSR	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	20.2	18.1	16.9	14.7	12.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	2,510	2,014	4,522	5,175	7,068
BPS	57,068	61,614	48,991	54,167	61,235
SPS	199,896	221,624	265,180	288,750	314,241
DPS	0	0	0	0	0
수익성지표 (%)					
ROA	1.3	1.1	2.3	2.4	3.1
ROE	2.7	2.1	4.9	5.3	6.8
ROIC	3.8	4.1	5.3	5.2	6.0
안정성지표 (% , X)					
부채비율	99.2	89.8	96.4	93.6	90.1
순차입비율	60.7	53.7	62.6	59.0	56.5
유동비율	145.3	96.4	95.5	97.5	96.6
이자보상배율	3.4	3.7	8.3	5.1	6.1
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3
매출채권회전율	4.8	5.4	5.6	5.2	5.2
재고자산회전율	372.0	516.7	547.1	515.2	513.6
자산/자본구조 (%)					
투자자본	83.8	83.4	85.3	85.3	86.2
차입금	40.2	37.2	40.7	39.5	38.2

주: EPS는 완전희석 EPS

VI. Appendice: Global Peer Comparison

표 1. Global Peer Comparison – Air

	대한항공	아시아나 항공	제주항공	AIR CHINA	CHINA SOUTHERN	CATHAY PACIFIC	SINGAPORE AIR	AIR ASIA	DELTA AIR	SOUTHWEST AIRLINES	해외 평균
투자의견	BUY	BUY	BUY								
목표주가	53,000	5,400	44,000								
현재주가 (원, 달러, 10/26)	30,950	4,590	30,900	1.1	0.6	1.3	7.3	0.7	41.2	42.0	
Upside (%)	71.2	17.6	42.4								
시가총액 (십억원, 백만달러)	2,254	1,048	802	12,403	9,003	5,275	8,656	1,873	30,862	26,019	
절대수익률 (%)											
1M	(6.9)	0.2	(5.6)	0.3	(0.9)	(5.1)	(2.7)	2.9	6.3	12.6	1.9
3M	14.8	0.5	5.8	(2.5)	(8.3)	(14.1)	(4.6)	(0.7)	6.4	12.6	(1.6)
12M	(4.2)	(6.5)	0.0	(18.6)	(29.7)	(30.6)	(4.1)	89.0	(18.0)	(6.5)	(2.6)
YTD	11.7	(0.9)	(22.9)	(10.8)	(24.2)	(19.8)	(5.3)	122.7	(17.7)	(1.9)	6.1
초과수익률 (%)											
1M	(5.3)	1.8	(4.0)	1.1	(0.0)	(4.2)	(1.9)	3.8	7.1	13.5	2.8
3M	15.5	1.2	6.5	(1.8)	(7.6)	(13.5)	(4.0)	(0.1)	7.0	13.2	(1.0)
12M	(2.5)	(4.8)	0.0	(24.2)	(35.2)	(36.2)	(9.6)	83.5	(23.6)	(12.0)	(8.2)
YTD	9.1	(3.5)	(25.6)	(17.6)	(30.9)	(26.5)	(12.0)	116.0	(24.4)	(8.6)	(0.6)
PER (X)											
2015	n/a	n/a	21.9	14.9	13.2	8.8	16.2	6.6	10.8	12.2	11.8
2016E	n/a	7.7	14.0	10.6	5.7	25.4	16.7	6.6	7.3	11.1	11.9
2017E	7.1	15.7	11.2	10.6	6.2	23.9	16.8	7.2	7.7	10.9	11.9
PBR (X)											
2015	1.0	4.9	4.7	1.9	1.3	1.1	1.0	0.8	3.6	3.8	1.9
2016E	1.0	1.3	2.9	1.4	0.9	0.8	0.9	1.4	2.3	2.8	1.5
2017E	0.9	1.2	2.3	1.3	0.8	0.8	0.9	1.2	1.8	2.4	1.3
ROE (%)											
2015	(25.1)	(15.2)	30.2	12.4	10.0	12.0	6.4	12.0	46.0	30.9	18.5
2016E	(4.6)	13.1	22.5	13.8	16.7	3.1	5.5	26.1	33.8	30.9	18.5
2017E	11.9	5.9	22.4	12.9	14.1	3.8	5.3	17.4	24.9	24.9	14.8
매출액성장률 (%)											
2015	(3.1)	(0.7)	19.1	0.9	0.8	(3.4)	(9.1)	(2.1)	0.8	6.5	(0.8)
2016E	1.7	(2.6)	20.4	2.5	(3.7)	(8.9)	(3.2)	(2.8)	(3.1)	3.0	(2.3)
2017E	4.4	0.9	20.1	8.3	10.5	4.8	3.9	4.5	1.7	3.6	5.3
영업이익성장률 (%)											
2015	123.4	0.2	74.2	110.1	172.9	37.3	40.2	105.3	253.7	85.0	114.9
2016E	27.1	147.0	29.1	(26.0)	(13.0)	(56.9)	(1.3)	(11.4)	(10.5)	(3.3)	(17.5)
2017E	(29.5)	(15.2)	29.1	2.2	(9.5)	12.0	5.9	(10.2)	(11.1)	(3.6)	(2.1)
순이익성장률 (%)											
2015	적지	적전	47.3	79.8	106.2	90.5	103.2	450.0	586.8	92.0	215.5
2016E	적지	흑전	22.1	18.1	63.9	(74.5)	(30.6)	130.4	(7.8)	9.4	15.6
2017E	흑전	(39.2)	22.5	1.8	(6.8)	5.7	23.6	(6.7)	(9.8)	(2.1)	0.8
영업이익률 (%)											
2015	7.6	1.7	8.5	14.9	11.8	6.3	5.2	30.9	19.2	20.8	15.6
2016E	9.6	4.3	9.1	10.8	10.7	3.0	5.3	28.2	17.7	19.5	13.6
2017E	6.5	3.6	9.7	10.1	8.8	3.2	5.4	24.3	15.5	18.1	12.2
순이익률 (%)											
2015	(4.9)	(2.4)	7.8	6.8	3.3	5.9	5.3	8.6	11.1	11.0	7.4
2016E	(1.0)	2.9	7.9	7.8	5.7	1.6	3.8	20.4	10.6	11.7	8.8
2017E	2.7	1.0	8.0	7.3	4.8	1.7	4.5	18.2	9.4	11.0	8.1

자료: KB투자증권

주: 대한항공, 아시아나항공, 제주항공의 valuation은 KB투자증권 추정치, 나머지는 블룸버그 컨센서스

표 2. Global Peer Comparison – Sea

	대한해운	팬오션	한진해운	현대상선	MAERSK	COSCO	N.Y.K	K Line	Evergreen	OOIL	Pacific Basin	해외평균
투자의견	BUY	BUY										
목표주가	29,000	5,200										
현재주가 (원, 달러, 10/26)	18,600	3,730	974	8,410	1,510.9	0.4	1.9	2.5	0.4	3.8	0.2	
Upside (%)	55.9	39.4										
시가총액 (십억원, 백만달러)	467	2,013	239	1,496	30,695	6,942	3,312	2,380	1,323	2,352	609	
절대수익률 (%)												
1M	(11.4)	(10.0)	(12.5)	5.6	3.7	(1.1)	2.6	0.0	(7.3)	4.8	17.1	1.4
3M	(0.3)	0.7	(54.9)	(23.6)	20.6	2.2	7.4	1.5	(4.0)	10.1	33.7	(0.8)
12M	(9.7)	(13.2)	(81.1)	(81.6)	6.9	(43.3)	(38.9)	(5.7)	(20.0)	(21.8)	(25.8)	(34.6)
YTD	(2.1)	1.1	(74.0)	(70.0)	18.2	(20.5)	(30.2)	2.6	(9.4)	(17.3)	(0.5)	(22.3)
초과수익률 (%)												
1M	(9.8)	(8.4)	(11.7)	6.5	4.6	(0.2)	3.4	0.8	(6.5)	5.6	18.0	2.3
3M	0.4	1.3	(54.3)	(23.0)	21.2	2.8	8.1	2.2	(3.4)	10.7	34.3	(0.1)
12M	(8.0)	(11.5)	(86.7)	(87.2)	1.3	(48.9)	(44.5)	(11.3)	(25.6)	(27.4)	(31.4)	(40.2)
YTD	(4.8)	(1.6)	(80.7)	(76.7)	11.5	(27.2)	(36.9)	(4.1)	(16.1)	(24.0)	(7.2)	(29.0)
PER (X)												
2015	12.3	25.0	n/a	n/a	35.5	79.5	27.4	9.2	41.0	10.6	n/a	33.9
2016E	15.8	11.5	n/a	n/a	24.1	n/a	n/a	n/a	n/a	67.1	n/a	45.6
2017E	7.1	8.6	n/a	n/a	15.8	n/a	50.7	n/a	n/a	13.8	154.7	58.8
PBR (X)												
2015	0.8	0.8	0.9	5.3	0.8	1.2	0.6	0.7	0.8	0.6	0.4	1.3
2016E	0.8	0.8	n/a	n/a	0.9	1.4	0.5	0.9	0.8	0.5	0.5	0.8
2017E	0.7	0.7	n/a	n/a	0.9	1.7	0.5	0.9	0.8	0.5	0.5	0.8
ROE (%)												
2015	7.2	2.4	(4.9)	(176.8)	2.1	1.2	2.3	(12.9)	(7.4)	6.0	(1.9)	(21.4)
2016E	5.1	7.1	n/a	n/a	3.7	(26.7)	(2.5)	(17.3)	(8.7)	1.4	(8.1)	(8.3)
2017E	10.6	8.8	n/a	n/a	5.1	(13.7)	1.5	(4.7)	(4.1)	3.3	(2.5)	(2.2)
매출액성장률 (%)												
2015	(11.5)	10.6	(10.6)	(14.9)	(15.3)	(15.9)	(13.7)	(16.1)	(11.4)	(8.7)	(26.7)	(14.8)
2016E	(2.1)	3.3	n/a	n/a	(10.2)	4.9	4.3	(2.5)	(3.0)	(8.0)	(10.7)	(3.6)
2017E	14.4	27.1	n/a	n/a	3.7	7.0	2.9	1.8	8.1	7.8	14.4	6.5
영업이익성장률 (%)												
2015	(15.5)	6.2	(55.0)	적지	(70.8)	119.2	(32.5)	(82.1)	적전	12.8	흑전	(18.1)
2016E	(38.2)	(23.2)	n/a	n/a	84.8	적전	적전	적전	적지	(95.6)	적전	(5.4)
2017E	93.5	55.4	n/a	n/a	19.0	흑전	흑전	적지	적지	1,534	흑전	776.5
순이익성장률 (%)												
2015	(46.2)	(94.2)	적지	적전	(84.2)	(23.3)	(65.1)	적전	적전	4.9	적지	(41.9)
2016E	(22.0)	285.1	n/a	n/a	71.7	적전	적전	적지	적지	(84.6)	적지	(6.5)
2017E	123.7	32.9	n/a	n/a	50.5	적지	흑전	적지	적지	293.3	적지	171.9
영업이익률 (%)												
2015	16.7	12.6	0.5	(4.4)	4.0	4.4	2.2	0.8	(3.1)	4.9	1.6	1.2
2016E	10.5	9.4	n/a	n/a	8.2	(8.1)	(0.3)	(2.3)	(5.4)	0.2	(2.1)	(1.4)
2017E	17.8	11.5	n/a	n/a	9.4	0.4	0.6	(0.9)	(0.4)	3.6	2.1	2.1
순이익률 (%)												
2015	7.6	2.5	(0.3)	(10.7)	2.0	0.5	0.8	(4.1)	(3.3)	4.8	(1.5)	(1.3)
2016E	6.0	9.3	n/a	n/a	3.8	(8.2)	(1.0)	(5.3)	(4.1)	0.8	(6.3)	(2.9)
2017E	11.8	9.8	n/a	n/a	5.4	(1.5)	0.3	(1.4)	(0.6)	2.9	(1.2)	0.6

자료: KB투자증권

주: 팬오션, 대한해운 valuation은 KB투자증권 추정치, 나머지는 블룸버그 컨센서스

표 3. Global Peer Comparison – Other

	CJ대한통운	현대글로비스	YAMATO HOLDINGS	NIPPON EXPRESS	UNITED PARCEL	FEDEX CORP	DEUTSCHE POST	KUEHNE & NAGEL	C.H. ROBINSON	해외평균
투자의견	BUY									
목표주가	245,000									
현재주가 (원, 달러, 10/26)	210,000	178,500	22.7	4.8	107.8	171.9	30.8	135.6	69.4	
Upside (%)	16.7									
시가총액 (십억원, 백만달러)	4,791	6,694	9,343	4,980	94,691	45,692	37,353	16,268	9,908	
절대수익률 (%)										
1M	(2.1)	(1.2)	(2.2)	(1.2)	(1.2)	(1.4)	0.4	(4.1)	(0.2)	(1.4)
3M	(3.0)	1.4	(6.7)	1.4	1.4	7.6	8.2	(1.3)	(2.3)	1.2
12M	2.4	(18.5)	(6.8)	(18.5)	(18.5)	8.7	5.8	3.8	(2.2)	(5.8)
YTD	9.9	(11.1)	(6.8)	(11.1)	(11.1)	16.2	12.2	1.7	14.0	0.5
초과수익률 (%)										
1M	(0.5)	(3.1)	(1.3)	(0.3)	(0.4)	(0.6)	1.2	(3.2)	0.6	(0.9)
3M	(2.3)	5.6	(6.1)	2.1	(0.7)	8.2	8.8	(0.7)	(1.7)	1.9
12M	4.1	(24.8)	(12.3)	(24.1)	(1.5)	3.1	0.2	(1.8)	(7.8)	(8.6)
YTD	7.3	(12.9)	(13.5)	(17.8)	7.9	9.5	5.5	(5.0)	7.3	(2.4)
PER (X)										
2015	94.8	19.2	26.7	16.1	17.7	13.8	20.4	24.4	17.6	19.5
2016E	46.4	11.9	22.6	13.7	18.5	14.1	13.7	22.6	18.9	17.0
2017E	40.6	11.1	20.8	12.9	17.5	12.7	13.0	21.1	18.1	15.9
PBR (X)										
2015	3.1	2.3	1.9	1.1	34.5	2.9	2.8	7.8	7.7	7.6
2016E	4.3	1.9	1.7	0.9	36.0	2.9	2.9	7.2	7.8	7.7
2017E	3.9	1.7	1.6	0.9	21.2	2.5	2.6	6.7	7.2	5.5
ROE (%)										
2015	2.1	12.8	7.1	6.8	210.1	12.6	15.1	29.6	46.4	42.6
2016E	4.9	17.0	7.6	7.0	145.1	20.7	21.5	32.6	43.4	36.9
2017E	5.3	15.9	7.9	7.2	197.8	21.0	20.4	33.0	41.7	43.1
매출액성장률 (%)										
2015	10.9	(1.9)	(7.5)	(9.6)	0.2	6.1	(12.6)	(9.2)	0.0	(4.3)
2016E	19.7	5.3	19.3	15.9	3.8	18.9	(3.9)	11.4	(3.6)	8.4
2017E	8.9	5.5	3.0	1.1	4.8	4.5	3.7	3.8	7.4	4.2
영업이익성장률 (%)										
2015	11.7	0.8	(9.3)	(1.7)	54.3	64.8	(32.3)	(1.4)	14.7	11.2
2016E	30.2	11.2	15.2	19.2	7.8	78.3	41.6	5.8	0.8	22.5
2017E	21.6	7.3	6.3	4.5	3.8	8.9	6.4	6.1	2.7	5.8
순이익성장률 (%)										
2015	(17.6)	(34.6)	(4.2)	23.3	59.8	73.3	(37.9)	1.5	13.3	11.8
2016E	134.6	48.5	21.1	18.9	6.4	76.0	58.7	3.2	2.9	29.5
2017E	14.5	7.6	7.1	5.4	3.5	11.0	5.3	6.8	2.6	6.2
영업이익률 (%)										
2015	3.7	4.8	4.8	2.9	13.1	6.1	4.0	5.1	6.4	5.9
2016E	4.0	5.0	4.7	3.0	13.7	9.2	6.0	4.8	6.7	6.6
2017E	4.5	5.1	4.8	3.1	13.5	9.6	6.1	4.9	6.4	6.7
순이익률 (%)										
2015	1.0	2.6	2.8	1.9	8.3	3.6	2.6	4.0	3.8	3.7
2016E	1.9	3.6	2.8	1.9	8.5	5.4	4.3	3.7	4.0	4.3
2017E	2.0	3.7	2.9	2.0	8.4	5.7	4.4	3.9	3.9	4.3

자료: KB투자증권

주: CJ대한통운 valuation은 KB투자증권 추정치, 나머지는 블룸버그 컨센서스

KB 리서치 커버리지 스타일 분류

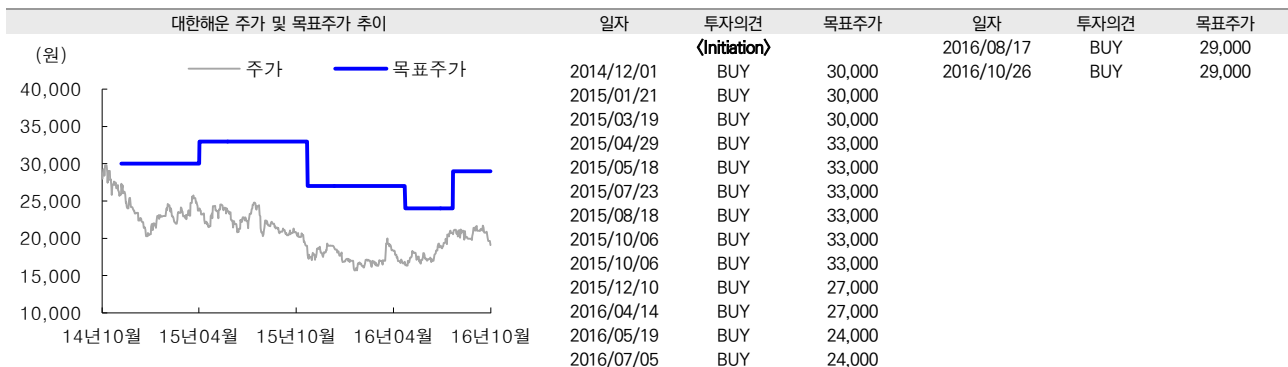
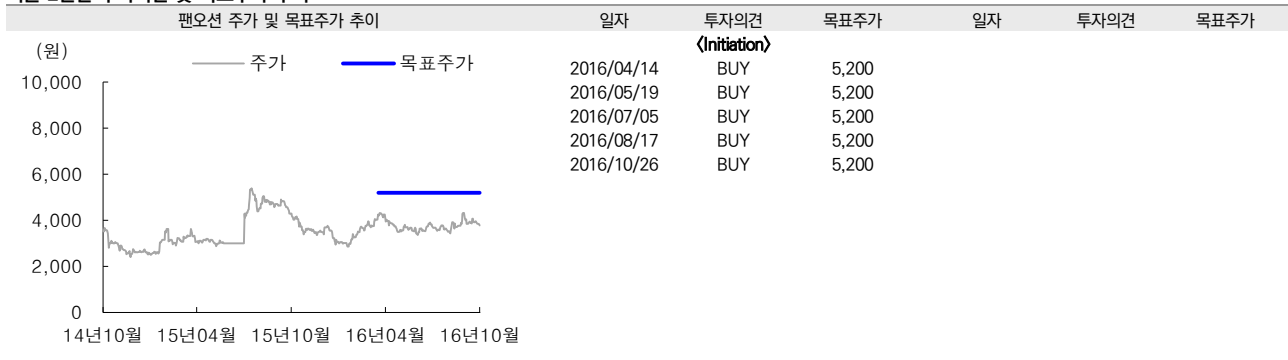
- KB투자증권 커버리지 종목에 대하여 애널리스트 의견 및 계량 분석을 통해 해당 종목의 투자기간, 스타일, 투자성향을 분류하여 제시함

구분		팬오션 (028670)	대한해운 (005880)	대한항공 (003490)	아시아나항공 (020560)	제주항공 (089590)	CJ대한통운 (000120)	기준
투자기간	단기							6개월 이내 의미 있는 추가 변동이 예상되는 종목
	장기	✓	✓	✓	✓	✓	✓	12개월 이내 의미 있는 추가 변동이 예상되는 종목
스타일	성장		✓			✓	✓	해당 기업의 매출액, 당기순이익의 3년 평균 성장률, 지속가능성장률을 중심으로 점수를 산정 후 평균 점수 이상인 종목
	가치	✓	✓	✓	✓			해당 기업의 주당순자산비율 (PBR), 주가수익비율 (PER), 배당수익률을 중심으로 상대적으로 저평가된 종목
	배당							배당의 연속성 (3년 연속 배당), 배당성장, 배당 증가 여부, 이익의 안정 및 성장 등을 종합적으로 분석하여 배당주로서 매력에 존재하는 종목
투자성향	고위험	✓				✓		주가 변동성 (수익률의 표준편차)이 상위 1/3에 포함시
	중위험		✓	✓	✓			고위험, 중위 1/3에 포함시 중위험, 하위 1/3에 포함시
	저위험						✓	저위험으로 분류함

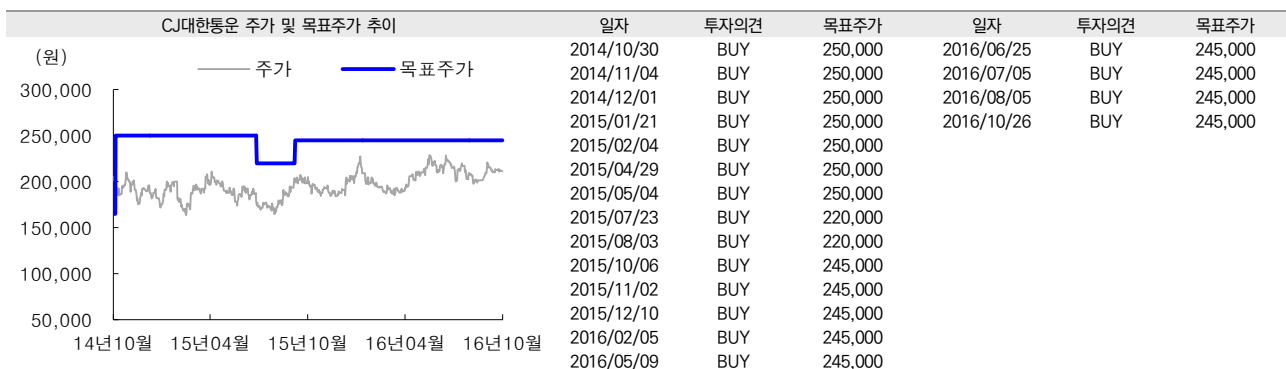
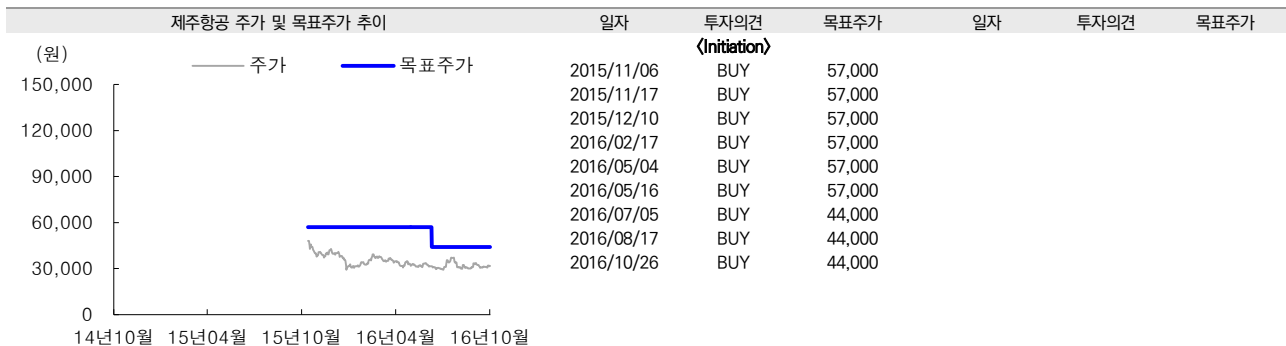
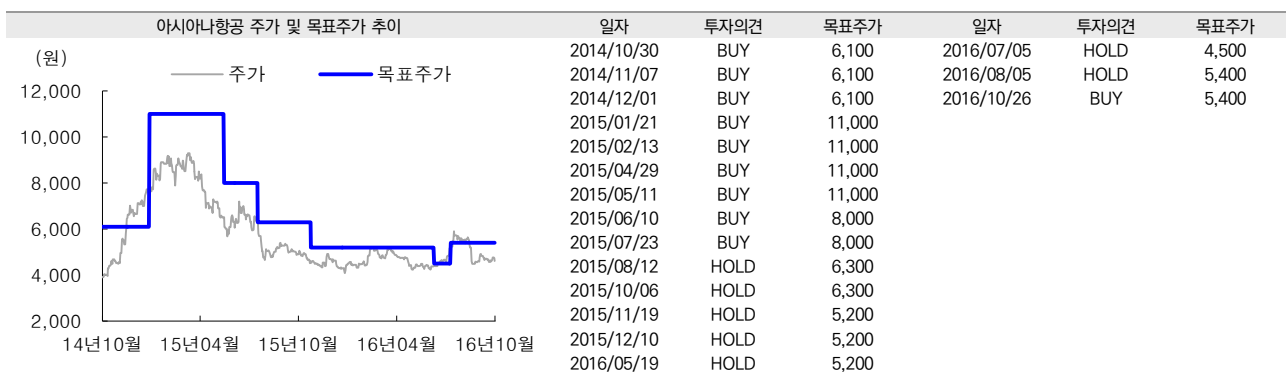
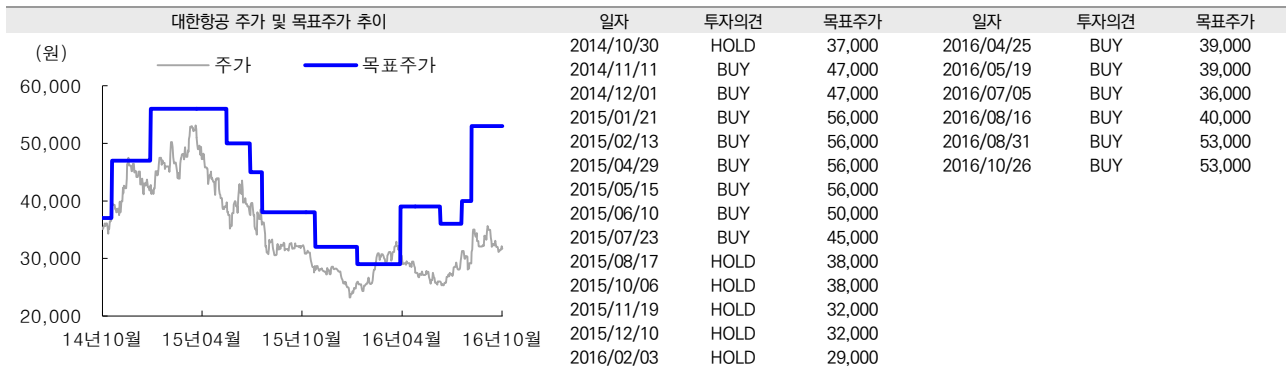
주1: 위의 커버리지 스타일은 KB투자증권의 자체 기준으로 분류한 것으로 해당 종목에 대한 절대적인 기준이 아닌 참고용 자료임

주2: 스타일은 각 Factor에 대해 상대비교에 의하여 선정되는 것으로, 일정 기준에 부합되지 않을 경우 제시되지 않을 수 있음

최근 2년간 투자이전 및 목표주가 추이



운송 (OVERWEIGHT)



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

투자의견 비율 (기준일: 2016/09/30)

투자등급	비율
BUY	90.8%
HOLD	9.2%
SELL	0.0%

[Compliance Notice]

- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 발간일 현재 동 자료의 조사분석담당자는 조사 분석 대상 법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 및 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰 할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사가 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 투자자 본인의 판단하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시 기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 이용될 수 없음을 알려드립니다. 본 저작물은 KB투자증권(주) 저작권을 보 유하고 있으며, 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.