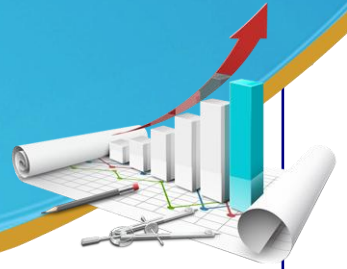


2017년 하반기 산업별 전망

운송



비중확대 (유지)

[Analyst]

박광래 ☎ 02) 3772-1513
책임연구원 ✉ krpark@shinhan.com

조용민 ☎ 02) 3772-1564
연구원 ✉ ym.cho@shinhan.com

물동량 증가 추세는 지속된다

‘비중확대’ 유지, Top Picks: 대한항공, 예림당

운송의 하위 업체인 항공, 해상운송, 육상운송 모두에서 올해 하반기 물동량의 증가가 예상되는 바 운송업에 대한 투자의견 ‘비중확대’를 유지한다. 운송업종 Top pick으로 대한항공(003490), 중소형주 Top pick으로는 예림당(036000)을 선정한다.

하반기 전망: Q 증가로 경기 회복 기대감↑, 운임은 상반기 수준 예상

올해 하반기 우리나라 항공 국제 여객 수송량은 4,200만명(+9.5% YoY), 항공 화물 수송량은 153만톤(+7.3% YoY)을 전망한다. 택배 물동량은 하반기에 전년 동기 대비 14.7% 증가한 12.3억 박스를 기록하겠다. 해상운송은 올해 연간 글로벌 물동량이 컨테이너는 4.1%, 건화물이 2.5% 증가가 예상된다. 늘어나는 물동량과는 달리 하반기 운임은 공급 과잉 및 경쟁 심화로 인해 상반기와 비슷한 수준을 유지할 전망이다.

증장기 전망: ‘나비 효과’에 따른 연쇄적 변화 전망

항공의 경우 수출금액 증가로 화물 뿐만 아니라 여객 부문의 실적도 개선이 기대된다. 고부가가치 제품 비중이 높은 항공 수출의 증가로 개인의 소득이 오르고 국제 여객 수요 증가로 이어지는 선순환 고리가 만들어지기 때문이다. 꾸준한 수요 성장에도 불구하고 오랜 운임 하락을 겪고 있는 택배는 2017년 하반기부터 업체별 차별화된 전략 수립으로 1위 업체와 2위권 업체가 win-win할 수 있는 시장 내 변화를 전망한다.

운송은 하위 업태마다 물동량 승수(경제 성장률 대비 물동량 증감률)가 다르다. 4차 산업 혁명은 국제 무역 구도에 변화를 불러일으켜 물동량 승수 흐름을 바꿔놓을 전망이다. 특히 ‘스마트 팩토리’의 확산은 완성품 교역 비중이 높은 컨테이너선 물동량 승수를 하락시키는 요인이 되겠다. 운송 품목 내 상품(commodity) 비중이 높은 건화물선은 컨테이너선과 달리 물동량 승수가 현재 수준을 유지할 전망이다.

Top Picks

종목명	투자의견	현재주가 (5월 15일, 원)	목표주가 (원)	상승여력 (%)
대한항공 (003490)	매수	32,200	43,500	35.1
예림당 (036000)	매수	6,350	8,500	33.9

자료: 신한금융투자 추정

Contents

03 I. Investment Summary

08 II. Valuation: 돌보이는 항공업의 밸류에이션 매력

13 III. 하반기 전망: 물동량 증가에 지속 전망

1. 항공 여객: 2017년 하반기 전국 공항 국제 여객 수송 4,200만명(+9.5% YoY) 전망
2. 항공 화물: 2017년 하반기 인천공항 화물 수송 153만톤(+7.3% YoY) 전망
3. 택배: 2017년 하반기 국내 택배 물동량 12.3억 박스(+14.7% YoY) 전망
4. 해운: 2017년 하반기 건화물(Dry bulk) 수요 증가, 컨테이너는 공급 과잉 지속

20 IV: 중장기 전망: 나비 효과에 따른 연쇄적 변화 전망

1. 항공: 화물에 이어 여객에도 이어질 수출 증가의 온기(溫氣)
2. 택배: 업체별 전략 차별화가 가져다 줄 상위 업체들의 수익성 개선
3. 해운: '스마트 팩토리'의 확산으로 물동량 증가 승수의 감소 불가피

27 V. 이슈 분석: UPS의 로젠택배 인수

29 VI. Company analysis

대한항공 (003490) - 매수 (유지), 목표주가: 43,500원 (상향)

예림당 (036000) - 매수 (유지), 목표주가: 8,500원 (유지)

I. Investment Summary

1. Valuation: 운송업에 대한 투자의견 '비중확대' 유지

하반기 물동량 증가 추세
지속 전망, 운송업에 대한
투자의견 '비중확대' 유지

물동량(物動量)은 대표적인 경기 선행지표다. 특정 경제 구역 내 물자 이동의 증가는 개별 경제 주체들의 경제적 활동이 많아짐을 의미하기 때문이다. 운송의 하위 업태인 항공, 해상운송, 육상 운송 모두 올해 하반기 물동량의 증가가 예상되는 점은 하반기 세계 경기 회복에 대한 기대감을 높이게 하는 요소다. 1) 항공, 육운, 해운 모두 2017년 하반기까지 물동량 증가세가 유지되고, 2) 국제유가가 연초에 우려했던 수준보다 낮은 수준의 상승이 예상되는 점을 들어 운송업에 대한 투자의견 '비중확대'를 유지한다.

2017년 하반기 우리나라 항공 국제 여객 수송량은 4,200만명(+9.5% YoY), 항공 화물 수송량은 153만톤(+7.3% YoY)을 전망한다. 육상운송으로 분류되는 택배의 경우 국내 물동량이 하반기에 전년 동기 대비 14.7% 증가한 12.3억 박스를 기록하겠다.

해상운송은 올해 연간 글로벌 물동량이 컨테이너는 4.1%, 건화물이 2.5% 증가가 예상된다. 늘어나는 물동량과는 달리 하반기 운임은 공급 과잉 및 경쟁 심화로 인해 상반기와 비슷한 수준을 유지할 전망이다.

2017년 하반기 운송업 Top picks로 대한항공(003490), 예림당(036000)을 선정한다.

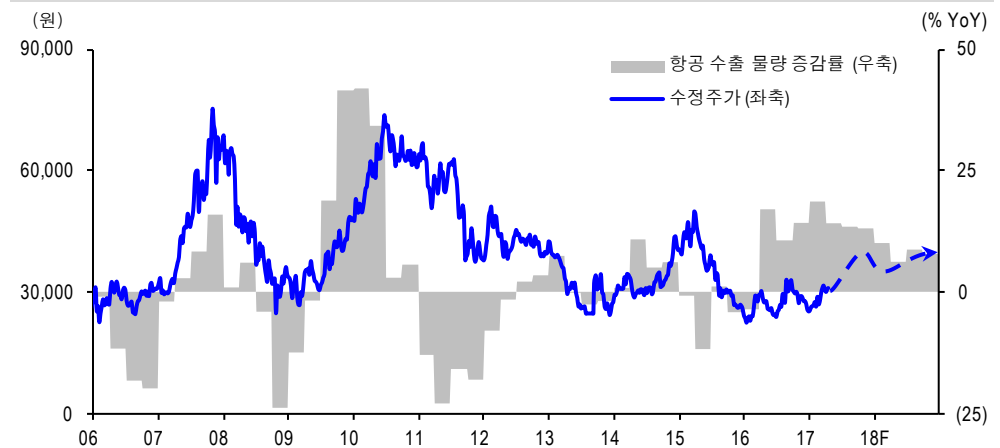
대한항공(매수)
목표주가 43,500원

1) 연료유류비 감소와 국제 여객 부문에서의 Yield 상승으로 호실적을 달성했던 2016년 하반기의 역기저효과에도 불구하고 올해 하반기 영업이익 6,696억원(+4.9% YoY) 전망, 2) 우리나라 수출 증가에 따라 하반기 FTK(화물톤킬로) 4.6% 상승 예상, 3) 높은 밸류에이션 매력(2017년 예상 ROE 40.1% 대비 현재 PBR은 0.9배)을 이유로 목표주가 43,500원으로 4.6% 상향, 투자의견 '매수'를 유지한다.

예림당(매수)
목표주가 8,500원

1) 하반기 운항 항공기는 20대(+25.0% YoY)로 늘어나면서 매출액 3,010억원(+20.7% YoY)을 기록할 전망이다. 2) 4월에 오픈한 격납고 운영(연간 정비비 100억원 절감 기대) 및 효과적인 비용 관리를 통해 영업이익은 264억원(+95.3% YoY, 영업이익률 8.8%) 달성 기대. 3) 높은 밸류에이션 매력(2017년 예상 ROE 23.3%, PBR 1.5배)을 근거로 목표주가 8,500원, 투자의견 '매수'를 유지한다.

대한항공의 주가와 항공 수출 물량 증감률의 추이 및 전망



자료: KITA, 신한금융투자 추정

2H17 국제 여객 수송
4,200만명(+9.5% YoY)

2H17 인천공항 화물 수송량
153만톤(+7.3% YoY)

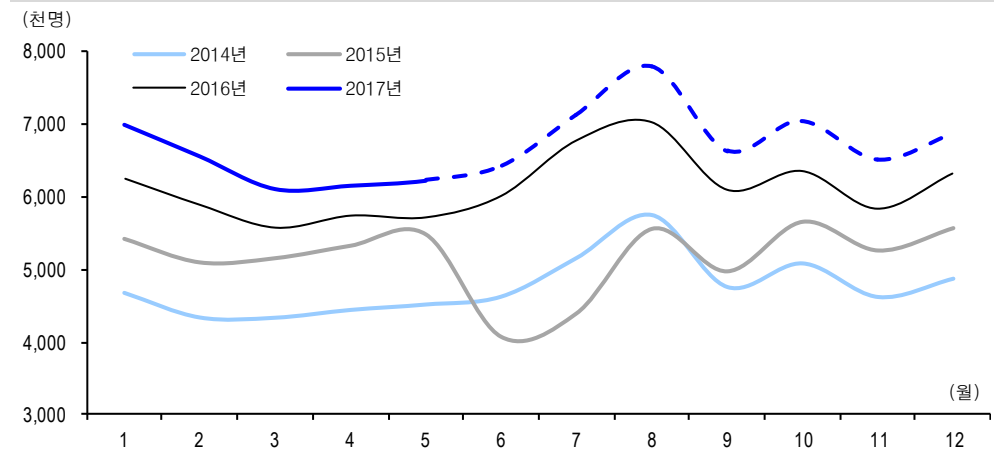
2. 하반기 전망: 물동량 증가세 지속 예상

항공 여객: 2017년 하반기 전국 공항 국제 여객 수송은 4,200만명(+9.5% YoY)을 전망한다. 1) 환율과 항공 연휴 효과로 인한 장거리 노선 여객 수송 증가와 2) 일본 노선 탑승객 증가 및 중국인 입국자 감소세 둔화가 하반기 여객 수요를 견인하겠다.

원/달러 환율과 역의 상관성을 보이는 미국 노선 여객 수송량의 경우 하반기에 전년 동기 대비 11% 증가가 예상된다. 환율 효과 뿐만 아니라 10월 초 개천절, 추석, 한글날로 이어지는 항공 연휴도 미국을 포함한 장거리 노선을 갖춘 FSC(Full Service Carrier)에 긍정적인 환경으로 작용하겠다. 단거리에서는 일본 노선이 돋보일 전망이다. 원엔 환율 하향 안정화와 지진에 대한 불안감 완화로 올해 하반기 일본 노선 여객 수송량은 전년 동기 대비 15% 증가가 예상된다.

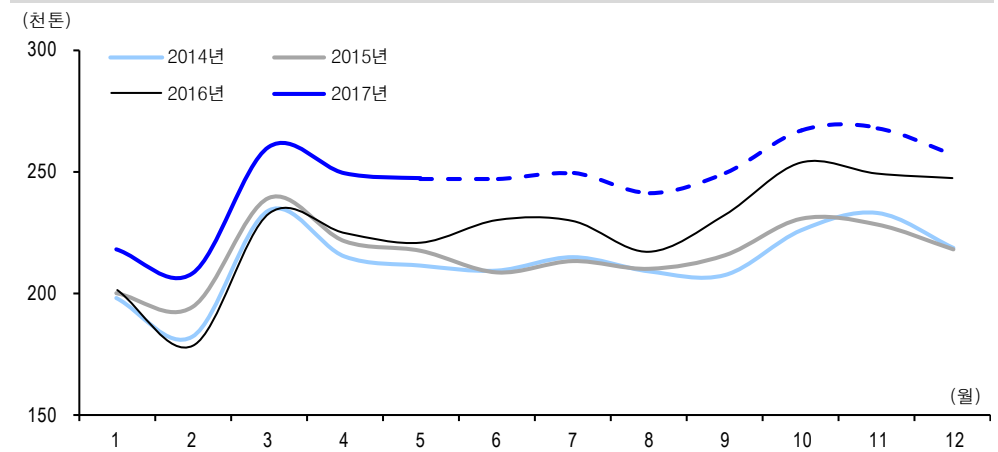
항공 화물: 반도체, 디스플레이, 핸드셋 등과 관련된 전기전자 품목의 판매 호조가 이어지며 하반기 인천공항 화물 수송량은 153만톤(+7.3% YoY)을 기록할 전망이다. IT Divergence화와 함께 반도체 Big-Cycle로 진입한 현재 IT 산업에서 높은 시장 경쟁력을 보유한 한국의 항공 화물의 가장 큰 수혜가 예상된다. IATA(국제항공운송협회)가 매 분기 항공사 CFO와 실무진을 대상으로 실시하는 Airline Business Confidence Index가 화물 부문에서 최근 상승세를 보이고 있는 점은 글로벌 항공 화물 수송량 증가를 예상케하는 점에서 긍정적이다.

전국 공항 월별 국제 여객 수송 추이 및 전망



자료: 한국공항공사, 인천공항, 신한금융투자 추정

인천공항 월별 항공 화물 수송량 추이 및 전망



자료: 인천공항, 신한금융투자 추정

2H17 택배 물동량 12.3억 박스(+14.7% YoY)

택배: 2017년 국내 택배 물동량은 상반기 11.2억 박스(+14.8% YoY), 하반기 12.3억 박스(+14.7% YoY)를 전망한다. 2016년의 12.7%보다 높은 14% 후반대의 시장 성장을 예상한다. 이유는 1) 온라인 쇼핑 거래 성장의 지속과 2) 유통 소비자들의 구매 행태의 변화다.

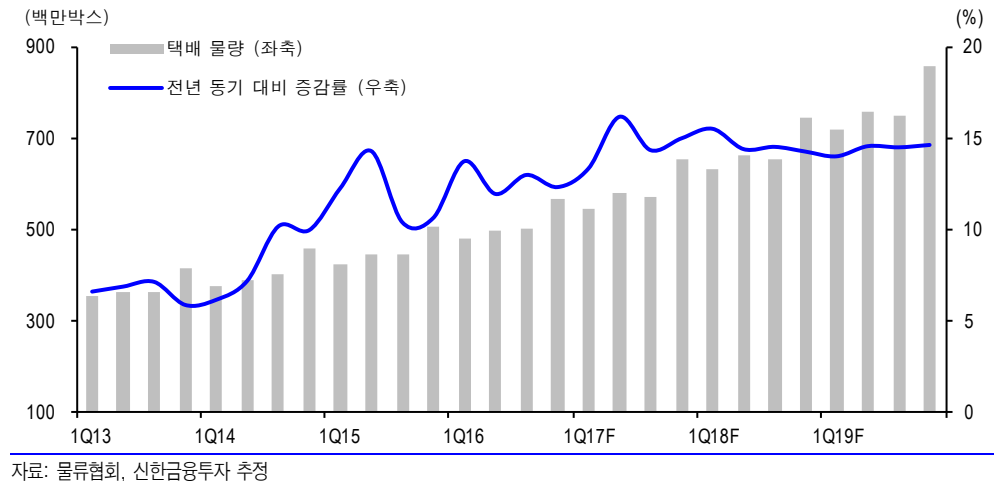
2017년 온라인쇼핑 거래액은 전년 대비 23% 증가를 예상한다. 2017년 2월 기준 58%인 온라인 내 모바일 쇼핑 거래 비중도 2017년 말에는 60%까지 상승할 전망이다. 생활필수품을 온라인으로 주문하는 소비 패턴의 변화도 택배 수요에 긍정적이다. 다른 품목 대비 1) 생활필수품은 구매 횟수가 빈번하고, 2) Lock-in 효과가 크기 때문이다.

건화물 물동량 +2.5% YoY 컨테이너 물동량 +4.1% YoY

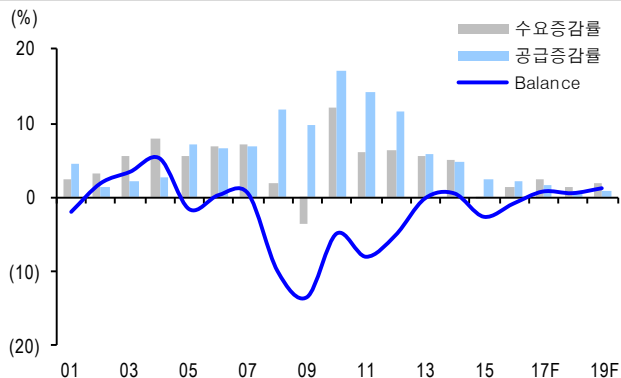
해운: 글로벌 철강 생산량 증가에 따른 철광석 및 원료탄 물동량 증가(각각 +5.4%, +2.6% YoY)와 신흥국 수요 증가에 따른 연료탄 물동량 증가(+1% YoY)로 전체 건화물 시장 물동량은 전년 대비 2.5% 증가를 시현하겠다.

컨테이너 시장은 선진국의 경기 회복세가 가시화될 것으로 보여 주요 노선의 물동량 증가율이 2016년 수준(+3.5%)보다 높은 4.1%를 기록할 전망이다. 그러나 계선율이 높은 수준에 머물러 있어 시황 상승을 제한하는 요인으로 작용하겠다.

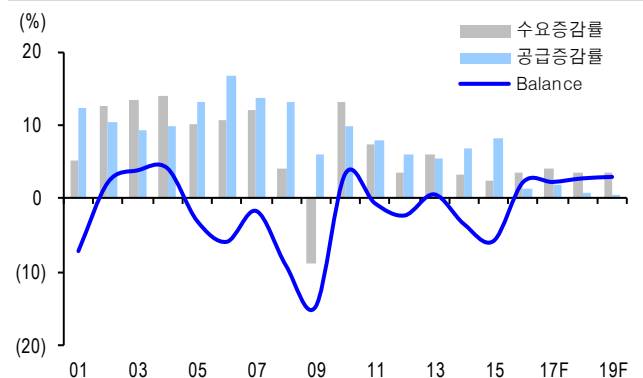
국내 택배물량 추이 및 전망



글로벌 건화물 해상 운송 시장의 수급 추이 및 전망



글로벌 컨테이너 해상 운송 시장의 수급 추이 및 전망



3. 중장기 전망: '나비 효과'에 따른 연쇄적 변화 전망

수출 증가에 따른 GDP 성장이 항공 여객 수요 견인

항공: 수출의 증가는 FSC의 화물 부문 실적 뿐만 아니라 우리나라 전체 항공 여객 수요에도 긍정적인 요소로 작용할 전망이다. 수출의 증가가 GDP 성장을 견인하고 이에 따라 개선된 구매력이 항공 수요 증가로 이어지는 선순환의 고리 형성을 예상한다.

해상보다 항공으로 운송되는 품목의 평균단가가 높기 때문에(해상 2,544달러/톤, 항공 227,120달러/톤) 항공 수출의 증가가 해상보다 국내총생산 증가 기여도가 높다. 때문에 항공 수요 증가에 더 직접적인 영향을 미치는 것으로 판단한다. 1990년부터 2016년까지의 연간 국내총생산과 항공/해상 수출액의 다중 회귀분석 결과를 봐도 항공 수출액의 유의도는 높은 반면 해상 수출액은 유의도가 낮음을 확인할 수 있다.

수출 증가로 FSC의 화물 부문 실적 개선 뿐만 아니라 GDP 성장에 따른 국내 총 항공 여객 수요 성장도 기대할 수 있다. 2017년 2.7%, 2018년 2.8% 경제성장률을 가정했을 때 국내 항공 여객 총 수요는 2017년 1.50억명(+9.8% YoY), 2018년 1.64억명(+9.6% YoY) 달성이 가능할 전망이다. 삼성전자를 비롯한 국내 전기전자 업체들의 수출 증가와 함께 항공 산업으로의 운기 전달이 지속될 전망이다.

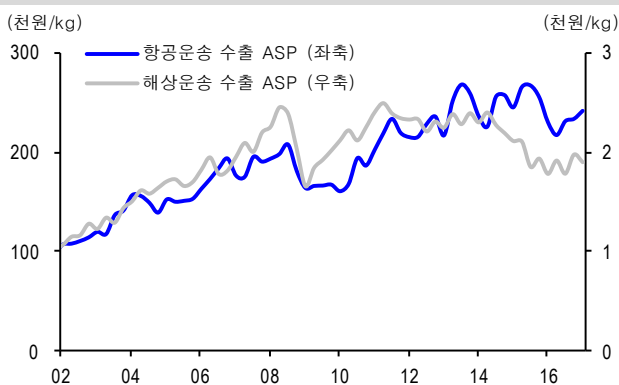
저단가 물량 한진과 롯데 (↑): 매출 증가 CJ대한통운 (↓): 수익성 개선

택배: 시장 평균 택배 단가(운임)는 하락세에서 벗어나지 못하고 있다. 연간 기준으로는 13년 연속(일시적인 상승을 보였던 2011년을 제외할 경우), 분기로는 2013년 3분기 이후 14개 분기 연속 전년동기 대비 단가 하락세가 지속 중이다.

단가 하락으로 이익률 저하가 지속되는 가운데 업체별 대응 전략은 2017년부터 차별화가 예상된다. 우선 2위권인 한진과 롯데는 지금 수준보다 물량을 늘려 단위당 비용을 낮출 것으로 보인다. 두 업체 모두 CJ대한통운(4Q16 기준 박스당 2,031원)보다 택배 단가가 높아 예년보다 조금 더 적극적인 단가 인하 정책을 펼쳐 물량 확보에 나설 전망이다.

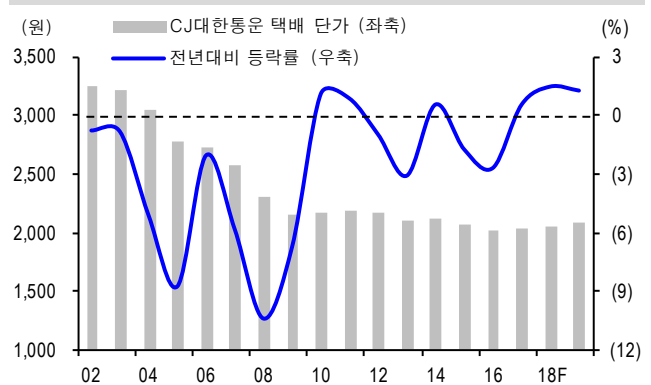
반면 1위 업체인 CJ대한통운은 저단가 물량 비중을 줄여 수익성을 개선시키는 전략을 펼칠 전망이다. 하반기에 전년 동기 대비 1% 수준의 택배 단가 상승이 가능하겠다. 물량과 택배 단가 간 영업이익 민감도 계산 결과를 보면 물량이 1% 늘어날 때보다 같은 비율 단가가 상승할 때 영업이익 개선 폭이 크기 때문에 오히려 긍정적이다.

수송 수단별 수출 단가의 추이



자료: KITA, 신한금융투자

CJ대한통운의 택배 단가의 추이 및 전망



자료: CJ대한통운, 물류협회, 신한금융투자 추정

스마트 팩토리 확산에 따른 리쇼어링 가속화로 물동량 상승 감소 불가피

로젠택배와 상위 업체들은
타겟 시장이 다름
로젠택배: C2C
상위 업체: B2C

해운: 4차 산업혁명의 태동으로 제조업의 효율성이 향상될 전망이다. IoT, 빅데이터 기술의 집적으로 나타난 '스마트 팩토리'를 통해 단위당 비용을 절감할 수 있기 때문이다. 스마트 팩토리 확산과 이에 따른 리쇼어링의 가속화는 물동량 상승(=물동량 증가율/GDP 성장률) 측면에서 해상 운송 업체들에 중장기적으로 부정적인 영향을 미칠 전망이다. 공산품 비중이 높은 컨테이너선의 물동량 상승은 장기적으로 하락이 예상된다. 반면 철광석, 석탄, 곡물 등 상품(Commodity)의 비중이 높은 건화물(Dry bulk)은 글로벌 중간재의 수요 증가가 예상되어 건화물의 물동량 상승은 현재 수준의 유지가 점쳐진다.

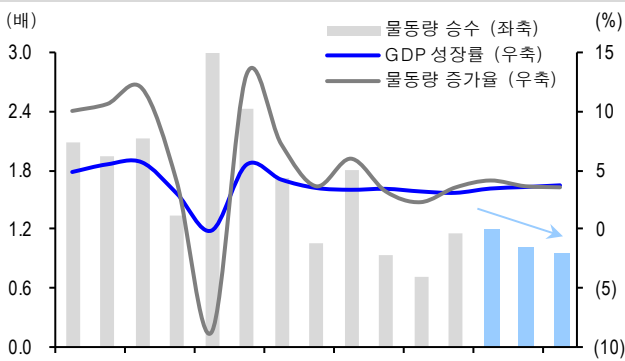
4. 이슈 분석: UPS의 로젠택배 인수, 상위 업체로의 영향은 제한적

UPS(United Parcel Service)가 로젠택배 지분 100%를 인수하기 위해 홍콩 사모펀드 베어링 프라이빗에쿼티아시아(PEA)와 협상 중이다. 인수금액은 2,700억원으로 알려졌다. UPS의 로젠택배 인수가 상위 택배업체에 미치는 영향은 제한적일 전망이다.

UPS의 로젠택배 인수로 발생할 수 있는 시너지 효과는 장기적으로 볼 때 UPS의 국제특송서비스를 활용해 직구/역직구 시장에 침투하는 것이다. 국내 택배 수요 성장을 이끌고 있는 온라인 쇼핑에서 해외직구 비중은 3~4%에 불과하다. 따라서 로젠택배가 UPS의 해외직구 물량에 대한 라스트마일(Last mile) 서비스를 진행하더라도 국내 택배 시장에 미치는 영향은 제한적이다.

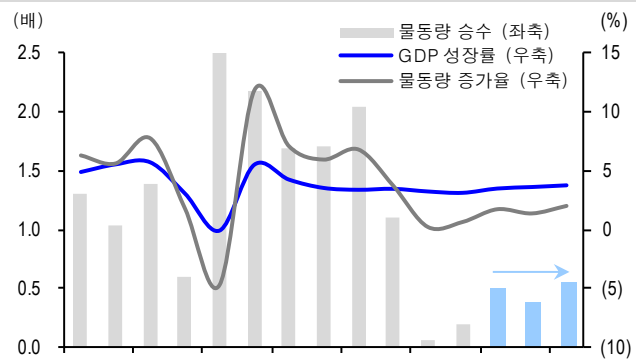
상위 업체와 로젠택배는 타겟팅하는 시장이 다르다. 상위 업체들은 B2C, 로젠은 C2C 위주의 물량을 처리한다. 개별사업자인 택배기사들과 화주 간 연결 수수료가 로젠의 매출로 인식된다. 설령 UPS가 택배 Sorting 개과 투자에 나서 기존 B2C 택배업체들과 경쟁을 시작한다 하더라도 현재 시장에서 형성되어 있는 로젠택배의 박스당 단가는 시장 평균 및 상위 업체들과 격차가 크게 나 운임 경쟁력이 떨어지기 때문에 대규모 주문을 내는 화주 확보가 어려울 수 밖에 없다.

컨테이너 해상 운송 물동량 증가율과 물동량 상승의 추이 및 전망



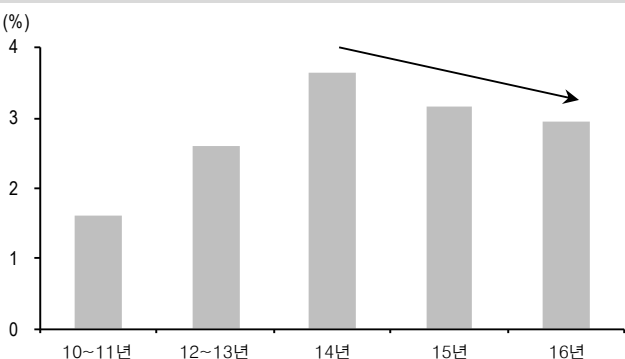
자료: Clarkson, IMF, 신한금융투자 추정

건화물 해상 운송 물동량 증가율과 물동량 상승의 추이 및 전망



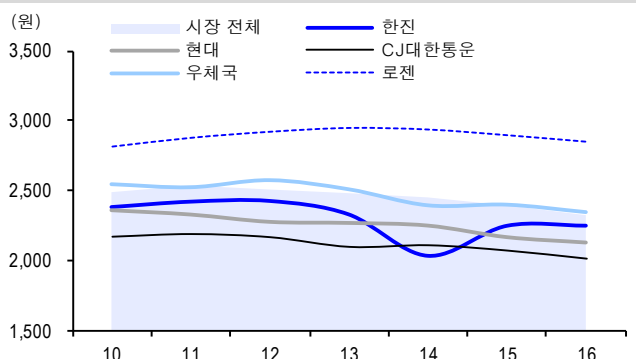
자료: Clarkson, IMF, 신한금융투자 추정

국내 온라인쇼핑 거래액 대비 해외직구 비중



자료: 통계청, 한국온라인쇼핑협회

박스당 택배 단가 추이



자료: 물류협회, 신한금융투자

II. Valuation: 돋보이는 항공업의 밸류에이션 매력

밸류에이션 기준으로
육운, 해운 대비 항공업의
투자 매력도가 더 높음

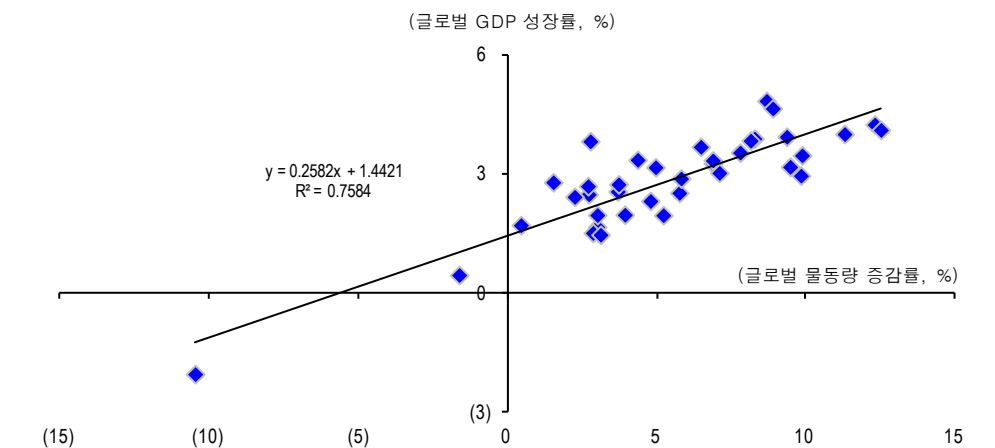
물동량(物動量)은 대표적인 경기 선행지표다. 특정 경제 구역 내 물자 이동의 증가는 개별 경제 주체들의 경제적 활동이 많아짐을 의미하기 때문이다. 운송의 하위 업태인 항공, 해상운송, 육상운송 모두 올해 하반기 물동량의 증가가 예상되는 점은 하반기 세계 경기 회복에 대한 기대감을 높이게 하는 요소다.

2017년 하반기 우리나라 항공 국제 여객 수송량은 4,200만명(+9.5% YoY), 항공 화물 수송량은 153만톤(+7.3% YoY)을 전망한다. 육상운송으로 분류되는 택배의 경우 국내 물동량이 하반기에 전년 동기 대비 14.7% 증가한 12.3억 박스를 기록하겠다.

해상운송은 올해 연간 글로벌 물동량이 컨테이너는 4.1%, 건화물이 2.5% 증가가 예상된다. 늘어나는 물동량과는 달리 하반기 운임은 공급 과잉 및 경쟁 심화로 인해 상반기와 비슷한 수준을 유지할 전망이다.

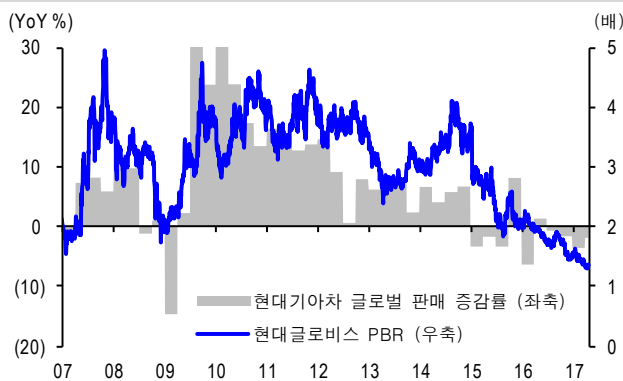
개별 업체들의 밸류에이션을 놓고 보면 육운과 해운 대비 항공업의 투자 매력도가 높다. 현대글로비스(086280)는 지배구조 개편 관련한 프리미엄이 소멸된 현재 주가 상승을 위해서는 현대기아차 판매량 회복이 우선되어야 한다. CJ대한통운은 2018년부터 가시화된 국내 택배 시장에서의 변화는 긍정적이나 PBR-ROE 측면에서 밸류에이션 매력도가 매우 높은 편은 아니다.

글로벌 GDP 성장률과 물동량 증가율의 추이



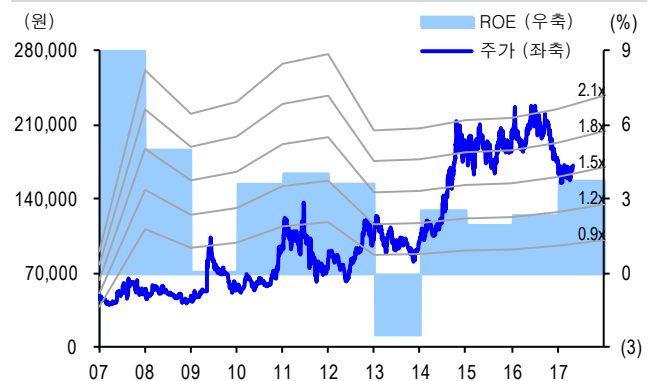
자료: IMF, 신한금융투자

현대기아차 글로벌 판매 증감률과 현대글로비스 PBR의 추이



자료: 현대차, 기아차, 현대글로비스, 신한금융투자

CJ대한통운의 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Bloomberg, 신한금융투자

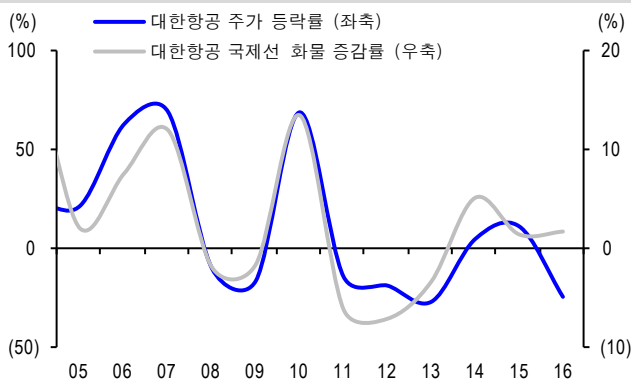
대한항공은 원/달러 환율 하락, 항공 화물 물동량 증가의 수혜주

대한항공(003490)의 주가는 원/달러 환율과 항공 화물 물동량 추이에 영향을 받는다. 항공기 도입 등의 이유로 미화 차입금 81억 달러, 엔화를 포함한 기타통화 차입금 15억불을 보유하고 있어 원/달러 환율 하락 시 수혜를 본다. 항공 화물 물동량 증가 시에는 화물 부문 적재율 상승에 따른 영업이익률 상승이 가능하다. 2017년 하반기에는 원/달러 환율 하락과 항공 화물 물동량 증가 추세의 지속을 예상하는 바 대한항공의 주가 상승이 돋보일 전망이다. 글로벌 경쟁사 대비 높은 밸류에이션 매력도 투자 포인트 중 하나다.

예림당은 올해 순이익 195% 증가 전망, PER은 2.3배

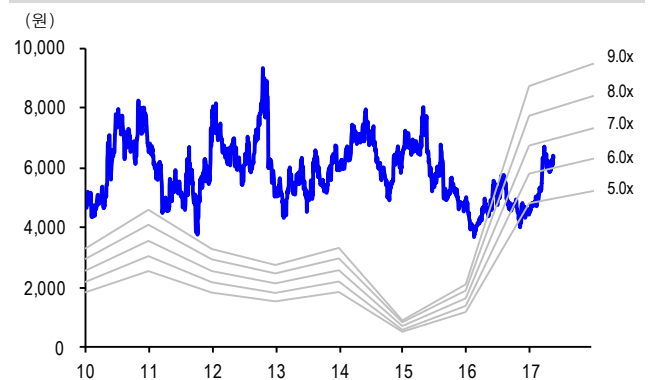
예림당(036000)은 항공기 규모 확장을 통한 영업이익 증가가 예상된다. 운항 항공기는 3분기와 4분기에 각각 2대(3대 도입, 1대 반납), 1대 늘어날 전망이다. 연말까지 총 20대(+25.0%)를 운항할 예정이다. 상대적으로 성장여력이 높고 경쟁 강도가 낮은 대구공항에서의 입지 강화로 하반기 국제 여객 수송량 증가가 기대된다. 올해 예상되는 313%의 순이익 증가 대비 PER(주가 수익비율)은 6.6배로 최근 주가 상승에도 불구하고 여전히 밸류에이션 매력도도 높다.

대한항공 주가 등락률과 국제선 화물 증감률의 추이



자료: 인천공항, QuantiWise, 신한금융투자

예림당 12개월 선행 PER 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자

커버리지 종목 실적, Valuation 추이 및 전망

			연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	ROE (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)
대한항공 (003490)	투자이건	매수	2016	11,731.9	1,120.8	(564.9)	(7,171)	22,352	(27.2)	(3.6)	6.0	1.2
	목표주가 (원)		2017F	12,082.3	1,029.4	973.1	10,524	32,815	39.6	3.0	5.9	1.0
	상승여력 (%)		2018F	12,765.2	1,006.8	605.0	6,305	38,809	17.6	5.0	5.6	0.8
예림당 (036000)	투자이건	매수	2016	452.8	19.2	5.4	234	3,946	6.1	19.6	3.4	1.2
	목표주가 (원)		2017F	584.2	51.1	22.3	968	4,348	23.3	6.2	2.0	1.4
	상승여력 (%)		2018F	645.1	58.4	24.2	1,050	4,245	24.4	5.7	1.8	1.4
현대글로비스 (086280)	투자이건	매수	2016	15,340.6	728.8	505.6	13,483	92,725	15.4	11.5	7.4	1.7
	목표주가 (원)		2017F	16,087.1	781.5	589.2	15,713	104,642	15.9	9.3	6.8	1.4
	상승여력 (%)		2018F	16,488.1	821.1	632.0	16,853	118,409	15.1	8.7	6.3	1.2
CJ대한통운 (000120)	투자이건	매수	2016	6,081.9	228.4	55.8	2,446	102,843	2.4	73.2	16.4	1.7
	목표주가 (원)		2017F	6,777.6	259.8	92.2	4,044	106,212	3.9	41.3	16.0	1.6
	상승여력 (%)		2018F	7,476.2	313.3	140.3	6,150	111,371	5.7	27.2	13.8	1.5
한진 (001430)	투자이건	Trading BUY	2016	1,764.8	(15.3)	39.6	3,304	63,079	5.4	8.7	29.1	0.5
	목표주가 (원)		2017F	1,776.1	43.9	62.0	5,179	67,859	7.9	5.1	10.6	0.4
	상승여력 (%)		2018F	1,913.1	58.3	23.8	1,984	69,443	2.9	13.2	9.2	0.4

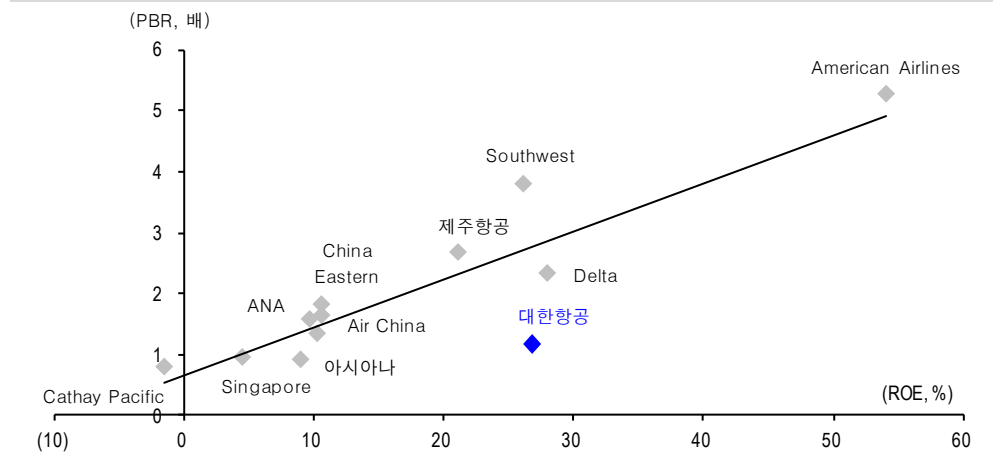
자료: 신한금융투자

글로벌 항공사 Peer Group Valuation 비교

업체명 Ticker		Southwest Airlines LUV US	Delta Air Lines DAL US	Japan Airlines 9201 JT	대한항공 020560 KS	아시아나항공 089590 KS	제주항공 089590 KS
매출액 (십억원)	2016	23,708.3	46,010.9	13,687.2	11,731.9	5,763.6	747.6
	2017F	24,209.9	46,106.7	13,545.4	12,208.4	5,982.0	947.5
	2018F	25,466.9	47,532.6	13,824.8	12,647.7	6,130.9	1,125.0
영업이익 (십억원)	2016	4,364.4	8,069.5	1,808.7	1,121.4	256.5	58.4
	2017F	4,358.7	6,897.4	1,802.2	944.2	221.9	78.6
	2018F	5,061.3	7,278.3	1,878.8	1,002.9	233.5	100.2
영업이익률 (%)	2016	18.4	17.5	13.2	9.6	4.5	7.8
	2017F	18.0	15.0	13.3	7.7	3.7	8.3
	2018F	19.9	15.3	13.6	7.9	3.8	8.9
순이익 (십억원)	2016	2,604.7	5,075.9	1,743.3	(564.9)	49.3	53.0
	2017F	2,635.4	4,192.6	1,430.7	679.5	75.3	62.8
	2018F	3,120.6	4,547.4	1,480.6	418.8	71.1	82.1
순이익률 (%)	2016	11.0	11.0	12.7	(4.8)	0.9	7.1
	2017F	10.9	9.1	10.6	5.6	1.3	6.6
	2018F	12.3	9.6	10.7	3.3	1.2	7.3
PER (배)	2016	13.3	9.6	7.7	-	17.0	15.9
	2017F	14.8	8.8	9.0	4.6	11.5	13.6
	2018F	12.0	7.9	8.7	7.2	11.7	10.4
PBR (배)	2016	3.8	2.6	1.3	1.3	1.0	3.1
	2017F	3.7	2.2	1.2	1.1	0.9	2.6
	2018F	3.2	1.8	1.1	0.9	0.8	2.2
EPS 증가율 (%)	2016	8.5	2.5	(5.1)	(33.7)	-	(0.9)
	2017F	(0.9)	(5.4)	(18.2)	185.1	47.9	-
	2018F	23.1	11.8	4.3	(35.2)	(1.7)	30.8
ROE (%)	2016	28.4	33.3	18.1	(26.9)	5.7	21.0
	2017F	26.0	28.0	13.8	26.7	8.3	21.1
	2018F	27.2	24.9	13.2	13.6	7.4	22.9
EV/EBITDA (배)	2016	6.6	4.8	3.7	5.9	7.7	4.6
	2017F	6.6	4.9	3.5	6.5	8.2	5.4
	2018F	5.9	4.6	3.4	6.4	8.1	4.3

자료: Bloomberg consensus, 신한금융투자

글로벌 항공업체 PBR – ROE 비교

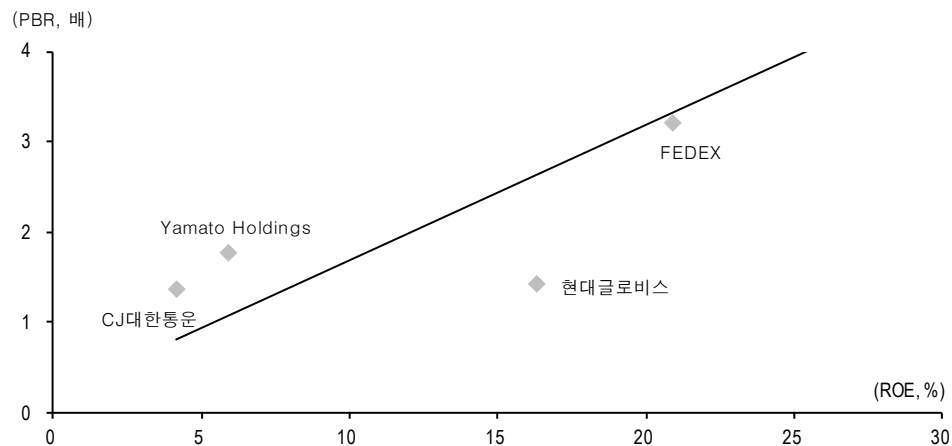


글로벌 종합물류업체 Peer Group Valuation 비교

업체명 Ticker		Fedex FDX US	Deutsche Post DPW GY	Yamato Holdings 9064 JP	Japan Express 9062 JP	CJ대한통운 000120 KS	한진 002320 KS
매출액 (십억원)	2016	58,849.9	73,639.2	15,576.1	18,415.7	6,081.9	1,764.8
	2017F	68,158.4	72,437.9	15,451.5	18,745.1	6,819.5	1,799.6
	2018F	71,568.9	76,334.6	16,008.5	19,104.8	7,521.1	1,922.6
영업이익 (십억원)	2016	3,595.4	4,478.7	370.4	528.4	228.4	(15.3)
	2017F	6,079.2	4,655.3	600.8	566.2	259.5	35.1
	2018F	6,833.1	4,997.8	697.1	586.6	305.2	60.2
영업이익률 (%)	2016	6.1	6.1	2.4	2.9	3.8	(0.9)
	2017F	8.9	6.4	3.9	3.0	3.8	1.9
	2018F	9.5	6.5	4.4	3.1	4.1	3.1
순이익 (십억원)	2016	2,126.6	3,389.5	191.7	344.0	55.8	39.6
	2017F	3,615.3	3,309.0	364.6	370.7	104.6	67.5
	2018F	4,108.1	3,543.5	422.2	385.6	137.6	60.4
순이익률 (%)	2016	3.6	4.6	1.2	1.9	0.9	2.2
	2017F	5.3	4.6	2.4	2.0	1.5	3.8
	2018F	5.7	4.6	2.6	2.0	1.8	3.1
PER (배)	2016	15.3	15.0	53.5	18.3	52.6	9.1
	2017F	16.0	15.0	26.5	16.1	33.2	5.4
	2018F	14.0	13.9	22.4	15.4	25.3	6.0
PBR (배)	2016	3.2	3.6	1.8	1.1	1.3	0.5
	2017F	3.2	3.3	1.7	1.1	1.3	0.4
	2018F	2.8	3.0	1.6	1.1	1.2	0.4
EPS 증가율 (%)	2016	78.1	72.4	(53.0)	37.6	2.0	(60.5)
	2017F	6.5	(5.3)	92.3	11.6	105.3	-
	2018F	14.2	8.0	18.2	4.3	30.9	(10.4)
ROE (%)	2016	12.6	23.9	3.4	7.0	2.4	5.4
	2017F	20.9	22.3	6.5	7.2	4.3	8.6
	2018F	20.5	21.9	7.5	7.3	5.3	7.1
EV/EBITDA (배)	2016	9.5	8.3	10.8	7.2	13.9	27.1
	2017F	7.4	8.4	8.9	7.6	14.2	11.1
	2018F	6.8	7.9	8.1	7.4	12.5	9.3

자료: Bloomberg consensus, 신한금융투자

글로벌 종합물류업체 PBR – ROE 비교

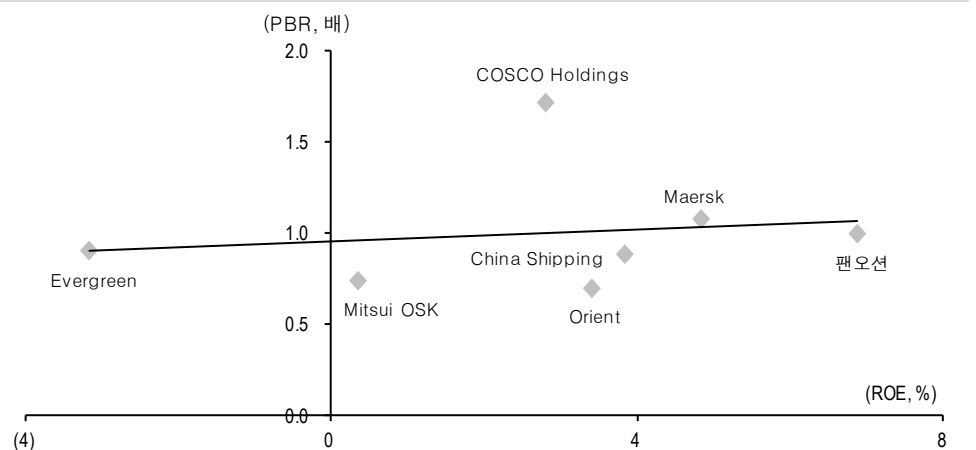


자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 해운사 Peer Group Valuation 비교							
업체명		AP MOLLER- MAERSK	COSCO SHIPPING	HAPAG- LLOYD	팬오션	D/S NORDEN	PACIFIC BASIN
Ticker		MAERSKB DC	601919 CH	HLAG GR	028670 KS	DNORD DC	2343 HK
매출액 (십억원)	2016	41,164.8	12,207.3	9,933.7	1,874.0	1,452.3	1,262.2
	2017F	42,218.1	12,751.3	11,801.8	2,269.1	1,397.8	1,681.6
	2018F	43,300.8	13,681.0	12,961.2	2,670.7	1,498.7	1,932.9
영업이익 (십억원)	2016	(371.4)	(908.3)	133.6	167.9	(74.9)	(59.4)
	2017F	4,158.9	76.8	549.0	235.6	11.3	17.6
	2018F	4,629.2	268.7	781.1	293.4	66.7	79.3
영업이익률 (%)	2016	(0.9)	(7.4)	1.3	9.0	(5.2)	(4.7)
	2017F	9.9	0.6	4.7	10.4	0.8	1.0
	2018F	10.7	2.0	6.0	11.0	4.5	4.1
순이익 (십억원)	2016	(2,250.7)	(1,731.6)	(124.1)	97.9	(52.9)	(100.5)
	2017F	1,836.9	215.2	172.8	178.7	(5.3)	(12.7)
	2018F	2,620.8	346.7	454.2	227.6	43.4	36.6
순이익률 (%)	2016	(5.5)	(14.2)	(1.2)	5.2	(3.6)	(8.0)
	2017F	4.4	1.7	1.5	7.9	(0.4)	(0.8)
	2018F	6.1	2.5	3.5	8.5	2.9	1.9
PER (배)	2016	-	-	-	28.3	-	-
	2017F	22.0	88.7	21.9	15.6	1,818.6	-
	2018F	15.8	32.7	9.8	12.2	18.2	24.9
PBR (배)	2016	1.1	3.1	0.6	1.1	1.0	0.8
	2017F	1.1	3.1	0.6	1.0	1.0	0.8
	2018F	1.1	2.6	0.6	1.0	0.9	0.7
EPS 증가율 (%)	2016	-	(1,181.5)	-	51.2	83.9	(272.8)
	2017F	124.7	108.2	241.0	83.6	101.3	87.5
	2018F	39.6	173.0	124.4	27.6	9,627.7	329.7
ROE (%)	2016	(5.8)	(42.3)	(1.9)	3.9	(5.5)	(8.6)
	2017F	4.9	5.7	2.9	6.9	0.8	(0.8)
	2018F	6.9	10.0	5.9	8.1	6.7	4.9
EV/EBITDA (배)	2016	6.4	-	10.6	10.1	-	25.6
	2017F	6.1	25.3	7.0	10.0	12.2	10.7
	2018F	5.7	15.5	5.4	8.8	7.7	7.9

자료: Bloomberg consensus, 신한금융투자

글로벌 해상운송업체 PBR – ROE 비교



자료: Bloomberg, 신한금융투자

III. 하반기 전망: 물동량 증가세 지속 전망

항공 여객: 2017년 하반기 전국 공항 국제 여객 수송 4,200만명(+9.5% YoY) 전망

2H17 항공 여객 성장

1) 환율과 황금 연휴 효과

- 2H17F 환율: 1,100원/달러
(-3.5%)

2) 일본 노선 탑승객 증가 및 중국인 입국자 감소세 둔화

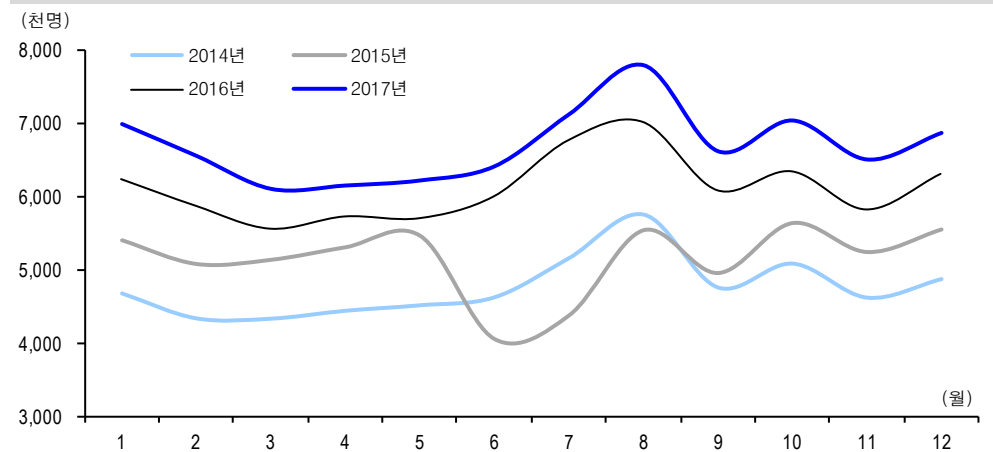
항공 여객 수요는 2017년 하반기에도 견조한 성장을 예상한다. 전국 공항의 2017년 1~3월 누적 여객 수송은 1,968만명으로 전년 동기 대비 11.2% 증가했다. 2017년 하반기에도 사상 최고치 여객 수송 경신이 예상된다. 2017년 하반기 전국 공항 국제 여객 수송은 4,200만명(+9.5% YoY)을 전망한다. 1) 환율과 황금 연휴 효과로 인한 장거리 노선 여객 수송 증가와 2) 일본 노선 탑승객 증가 및 중국인 입국자 감소세 둔화가 하반기 여객 수요를 견인하겠다.

2017년 1분기 평균 원/달러 환율은 1,154원을 기록했다. 한국의 무역수지 흑자 지속과 달러화 가치 약세 등으로 인해 하반기에는 원/달러 환율이 하향 안정화될 전망이다(상반기 1,140원, 하반기 1,100원 전망)이다.

중국, 일본, 동남아 등 근거리 목적지 위주로의 여객 패턴이 변화하면서 국제 여객 수송량이 예전만큼 원/달러 환율의 영향을 크게 받지 않는다. 그러나 미국 노선에만 국한해서 볼 경우 여객 수송량의 증가와 원/달러 환율의 움직임은 전체적으로 역의 상관성을 보여준다. 따라서 원/달러 환율 하향 안정화는 미국 노선을 포함한 장거리 노선을 운영하고 있는 FSC(Full Service Carrier)에 긍정적인 환경으로 작용하겠다.

10월 초 개천절, 추석, 한글날로 이어지는 황금 연휴(10월 2일 휴가를 쓰게 될 경우 최대 10일)에 미주, 유럽 노선의 여객 수요 증가가 예상되는 바 하반기에는 단거리 뿐만 아니라 장거리 노선에서도 수송량 증가를 기대해볼 수 있겠다.

전국 공항 월별 국제 여객 수송 추이 및 전망



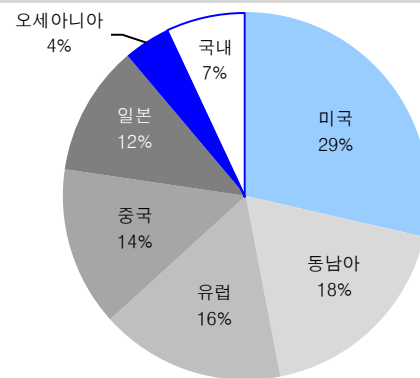
자료: 한국공항공사, 인천공항, 신한금융투자 추정

원/달러 환율과 미국 노선 여객 수송량 증감률의 Z-Score 추이



자료: Bloomberg, 인천공항, 신한금융투자

대한항공의 노선별 매출 비중 (2016년 기준)



자료: 대한항공, 신한금융투자

2H17 일본 노선 수요 증가

1) 엔화 약세 및 지진 불안감 완화 - 17F 환율: 100엔당 996원(-6.7%)

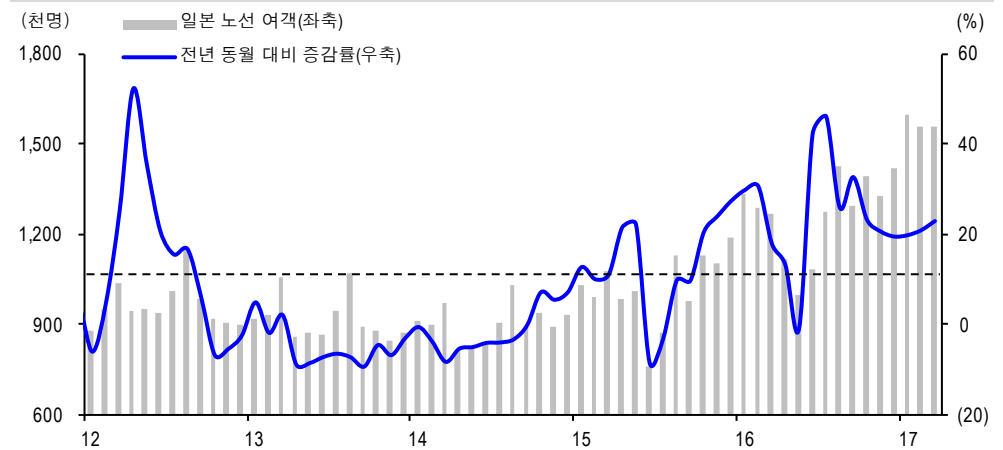
2) 방한 일본인 관광객 증가

전국 주요 공항 2017년 1~3월 누적 기준으로 가장 높은 국제 여객 수송 비중을 차지하고 있는 노선은 일본이다. 일본 노선의 여객 수송량은 471.4만명(+21.1% YoY)으로 전체의 24.0%를 차지하고, 중국 노선은 416.8만명(-5.6% YoY)으로 21.2%의 점유율을 기록했다. 2017년 하반기 일본 노선 수요는 1) 엔화 약세 및 지진 불안감 완화에 따른 출국자 증가와, 2) 방한 일본인 관광객 증가세 등이 긍정적으로 작용하며 성장세를 이어갈 전망이다.

2017년과 2018년 평균 원엔 환율은 각각 100엔당 996원(-6.7% YoY), 923원(-7.3% YoY)으로 전망된다. 2016년 3분기를 고점으로 엔화는 약세를 보이며 일본을 찾는 한국인 방문객이 늘어나기 시작했다. 2016년 4월에 발생한 구마모토 대지진에 대한 불안감 완화도 수요에 긍정적으로 작용한 것으로 보인다.

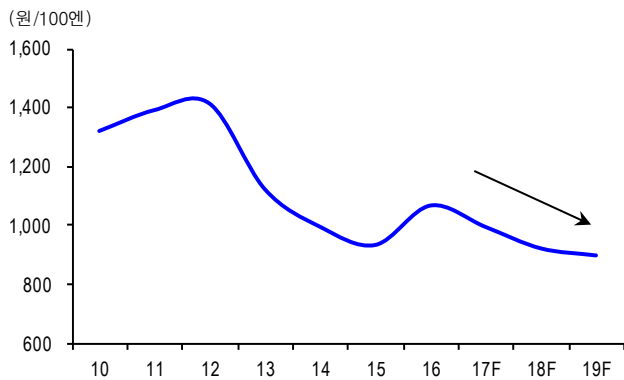
일본인 입국자는 2016년 2월 14.4만명을 기록하며 42개월만에 처음으로 전년 동월 대비 증가했다. 2016년 3분기에는 전년 동기 대비 60.0% 증가하면서 빠른 회복세를 보였다. 2016년 4분기와 2017년 1분기에도 각각 두 자리 수 증가를 시현했다. 냉각됐던 한일 외교 관계가 개선되면서 일본인 입국자 수는 2018년까지 연평균 10.8% 늘어날 전망이다.

전국 공항 일본 노선의 여객 수송량 추이



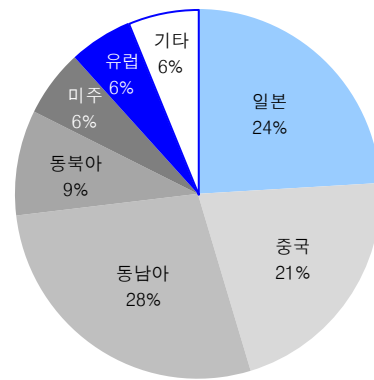
자료: 한국공항공사, 인천공항, 신한금융투자

원/엔 환율 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한금융투자

노선별 여객 수송 비중 (2017년 1~3월 기준)



자료: 한국공항공사, 인천공항, 신한금융투자

항공 화물: 2017년 하반기 인천공항 화물 수송 153만톤(+7.3% YoY) 전망

항공 화물 수송 증가

1) IT 산업의 수출 증가세

- 17F +11.0% YoY

2) 글로벌 인프라 투자 확대

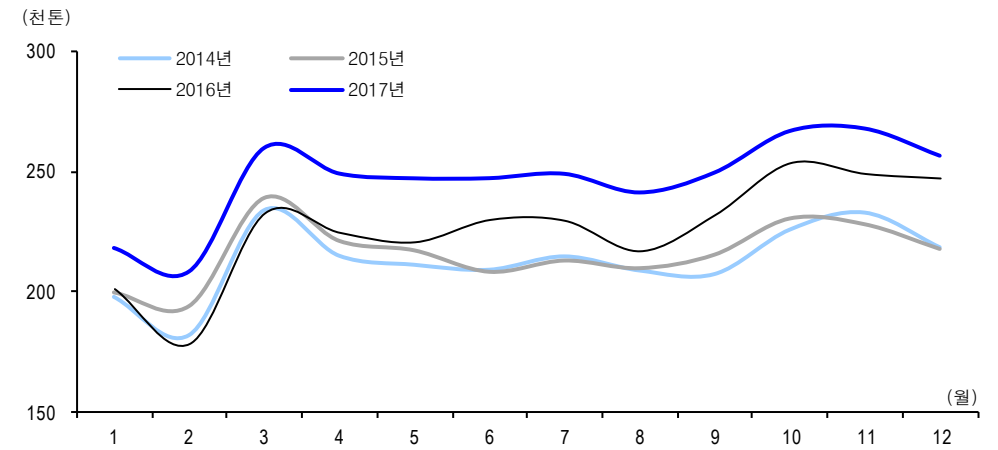
- 17F +11.1% YoY

인천공항의 2017년 1~3월 누적 화물 수송은 68.6만톤으로 전년동기 대비 12.2% 증가했다. 반도체, 디스플레이, 핸드셋 등과 관련된 전기전자 품목의 항공 수출입 물량이 증가하며 항공 화물 수송량에 영향을 미쳤다. 하반기에도 해당 품목들의 판매 호조가 이어지며 항공 화물 수송량 증가를 견인하겠다.

특히 반도체의 주요 원재료로 사용되는 실리콘의 글로벌 출하량이 2016년 4분기에 전년동기 대비 플러스 전환에 성공했다. 올해에도 성장이 지속될 것으로 해당 산업 분석 기관들이 전망하는 바 글로벌 반도체 및 관련 장비 관련 품목의 항공 수송량 증가를 예상한다. IT 산업에서 높은 시장 경쟁력을 보유한 한국의 항공 화물의 가장 큰 수혜가 예상되는 대목이다.

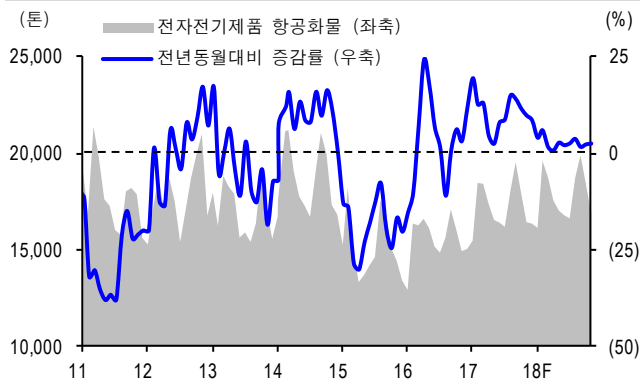
전기전자제품 외에도 글로벌 인프라 투자 확대에 따라 기계 수출이 2016년에 이어 2017년에도 증가세를 보일 전망이다. 화학공업제품의 수출 증가 지속도 항공 화물에 긍정적인 영향을 미치겠다. 2017년 하반기 인천공항 화물 수송량은 전년동기 대비 7.3% 증가한 153만톤을 기록할 전망이다.

인천공항 월별 항공 화물 수송량 추이 및 전망



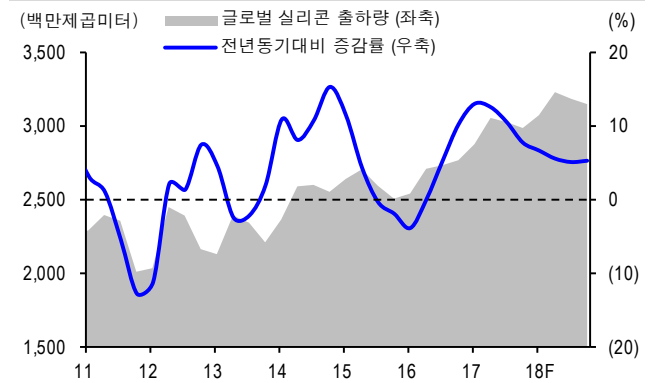
자료: 인천공항, 신한금융투자 추정

전기전자제품 항공화물 수송 추이 및 전망



자료: KITA, 신한금융투자 추정

실리콘 관련 제품 출하량의 추이 및 전망



자료: SEMI, 신한금융투자 추정

2H17 글로벌 FTK 6% 이상 성장 전망

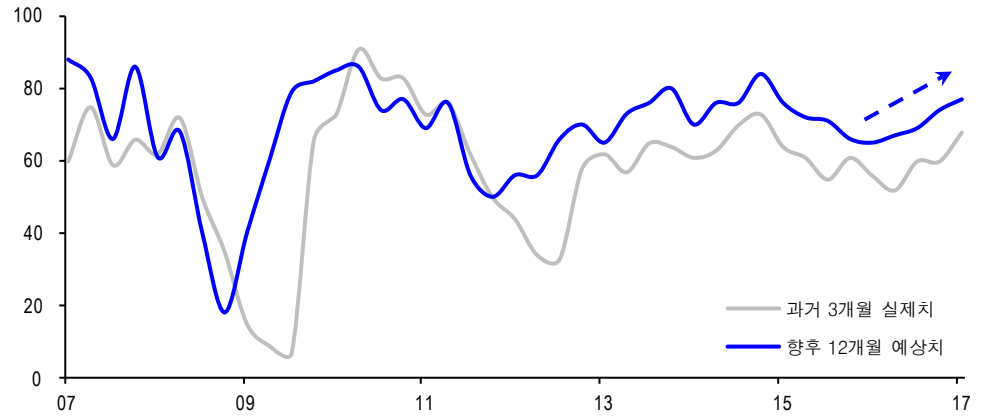
항공업 종사자들의 하반기 전망이 상향 조정되고 있는 점도 긍정적이다. IATA(국제항공운송협회)가 매 분기 항공사 CFO와 실무진을 대상으로 실시하는 항공사 기업신뢰지수(Airline Business Confidence Index)가 화물 부문에서 최근 상승세를 보이고 있다. 관련 지수가 실제 수요 증감 추이를 선행하는 모습을 꾸준히 보였기 때문에 단기 산업 전망에 있어 중요한 Survey 지표다.

향후 12개월에 대한 낙관적 견해는 주로 글로벌 경기 회복과 관련성이 높았다. 글로벌 신규 수출 수주 PMI는 글로벌 항공 화물 수요에 직접적인 영향을 주는 변수다. 2017년 1분기 글로벌 신규 수출 수주 PMI가 52.5pt로 최근 6년 내 최고치를 기록했다.

두 변수간 회귀분석을 통해 예상할 수 있는 2분기 글로벌 FTK 증가율은 7.5%로 1분기에 이어 성장세를 지속할 전망이다. 글로벌 경기 회복과 함께 하반기에는 글로벌 FTK가 6% 이상의 성장률을 기록하겠다.

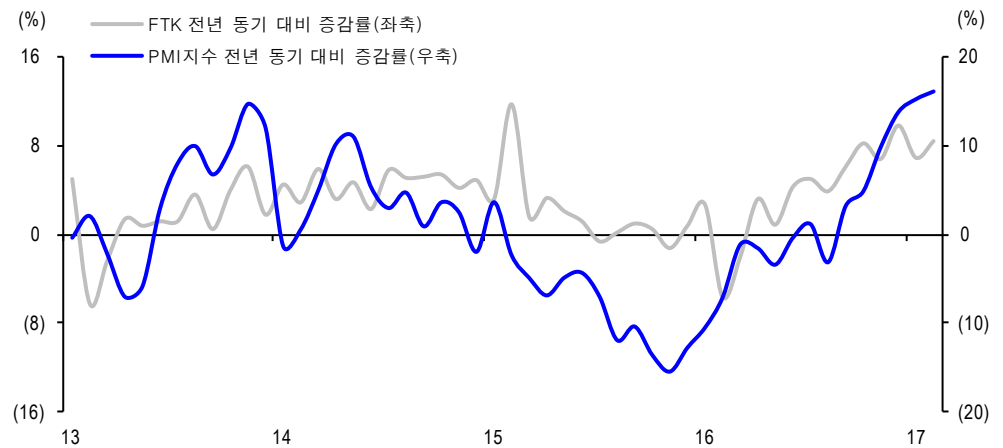
Airline Business Confidence Index 추이 (화물 부문)

(pt, 현재와 변화가 없을 경우=50)



자료: IATA, 신한금융투자

PMI와 글로벌 FTK 증감률 추이



자료: IATA, Bloomberg, 신한금융투자

택배: 2017년 하반기 국내 택배 물동량 12.3억 박스(+14.7% YoY) 전망

2H17 국내 택배 물동량 증가

- 1) 온라인 쇼핑 거래 성장 지속
- 2) 소비자들의 구매 형태 변화

2017년 국내 택배 물동량은 상반기 11.2억 박스(+14.8% YoY), 하반기 12.3억 박스(+14.7% YoY)를 전망한다. 2016년의 12.7%보다 높은 14% 후반대의 시장 성장을 예상한다. 이유는 1) 온라인 쇼핑 거래 성장의 지속과 2) 유통 소비자들의 구매 형태의 변화다.

2017년 2월 온라인쇼핑 거래액은 5.86조원으로 전년동월대비 22.9% 증가했다. 2013년 3월 이후부터 지금까지 두 자릿 수 이상의 성장세를 꾸준히 유지 중이다. 온라인 내 모바일 쇼핑 거래 비중은 2013년 11.7%에서 2017년 2월 58.0%까지 늘어나면서 온라인 쇼핑 거래 증가를 견인하고 있다.

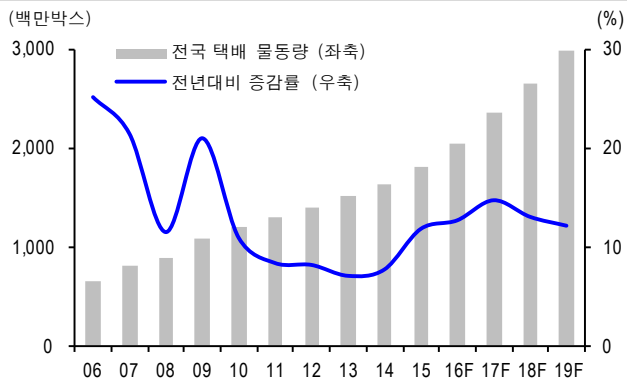
모바일 쇼핑 생활화로

택배 품목 중 생활필수품의 비중 증가

모바일 쇼핑이 생활화되면서 소비자들의 구매 품목 중 음식료와 같은 생활필수품의 비중이 증가하는 점도 국내 택배 시장 성장을 견인하겠다. 다른 품목 대비 1) 생활필수품은 구매 횟수가 빈번하고, 2) Lock-in 효과(소비자가 일단 어떤 상품 또는 서비스를 구입/이용하기 시작하면, 다른 유사한 상품 또는 서비스로의 수요 이전이 어렵게 되는 현상을 의미)가 커 한번 모바일 쇼핑을 통해 생활필수품을 구매한 소비자의 구매 경로가 모바일로 고착화되기 쉬운 이유로 안정적인 택배 수요 창출에 긍정적이다.

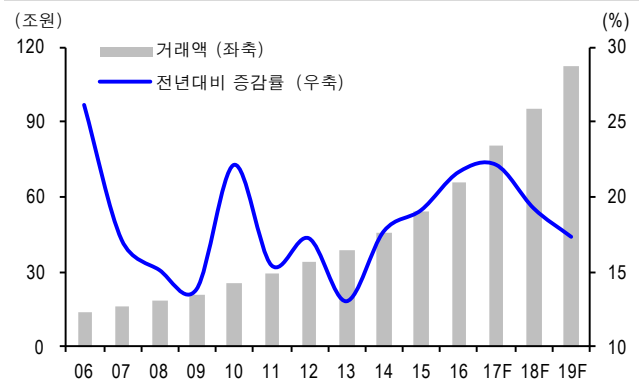
단, 생활필수품의 경우에는 배송되는 품목의 단가가 상대적으로 저렴하고 부피가 작아 택배 운임이 낮게 책정되는 경향이 있다. 2017년에는 생활필수품 위주의 택배 수요 성장이 예상되는 바 시장 전체 평균 택배 단가는 2016년과 비슷한 수준을 유지하겠다.

국내 택배물량 추이 및 전망



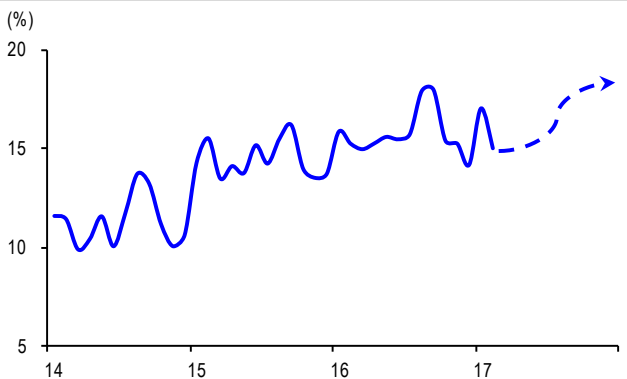
자료: 물류협회, 신한금융투자 추정

국내 온라인쇼핑물 거래액 추이 및 전망



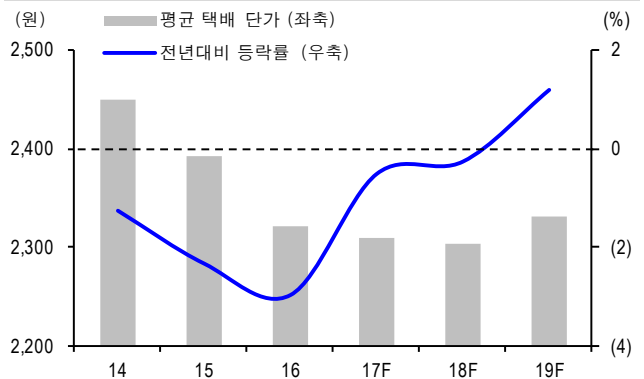
자료: 통계청, 신한금융투자 추정

모바일쇼핑 거래 내 음식료품 비중 추이



자료: 통계청, 신한금융투자

국내 택배 단가의 추이 및 전망



자료: 물류협회, 신한금융투자 추정

해운: 하반기 건화물(Dry bulk) 수요 증가, 컨테이너는 공급 과잉 지속

건화물 수요 증가

1) 중국의 호주/브라질산

철광석 수요 증가

2) 글로벌 철강 생산량에 따른

원료탄 수요 증가

2017년 3월까지의 중국의 철광석 수입은 전년 동기 대비 25% 증가했다. 예년에는 1분기에 중국의 원자재 수입이 감소하는 시기이나 올해는 호주/브라질산 철광석 수요 증가로 수입량이 늘었다.

하반기에도 중국의 철광석 수입량은 증가세를 유지할 전망이다. 1) 중국산과 호주/브라질산 철광석 가격 차이가 좁혀지지 않아 가격 경쟁력에 있어서 중국산이 열위에 있고, 2) 최근 부동산/건설 관련한 중국의 투자가 증가함에 따라 중국의 철강 수요 증가가 기대되기 때문이다. 호주 Roy Hill, 브라질 Vale社의 S11D 광산에서 생산량이 증가하면서 호주와 브라질에서의 철광석 수출이 지난해에 이어 올해에도 증가세를 유지할 것으로 보여 건화물(Dry bulk) 물동량에 긍정적이다.

석탄(물동량의 23% 비중 차지)의 경우에는 글로벌 철강 생산량 증가에 따라 원료탄의 올해 물동량은 2.6% 증가가 예상된다. 연료탄은 중국의 전력 생산량 증가가 둔화되었으나 인도를 포함한 신흥국에서의 수요 증가로 1%의 물동량 증가를 전망한다. 철광석, 석탄의 물동량 증가를 고려한 총 건화물 물동량 증가율은 올해 2.5%를 기록할 전망이다.

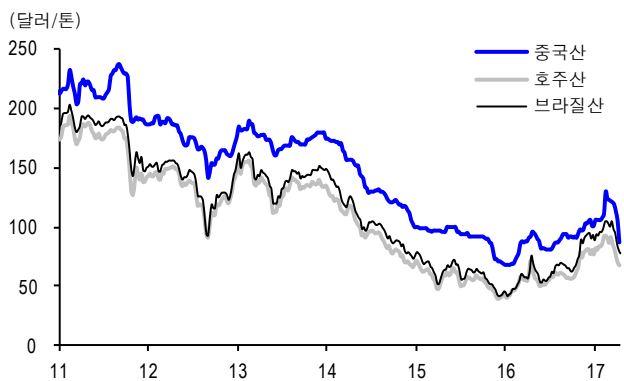
공급은 2015년과 2016년에 급감했던 발주량의 영향으로 올해에는 3,900만 DWT 인도에 그치며 선복량 증가를 제한하겠다. 폐선량은 2016년과 유사한 2,800만 DWT을 전망하며 인도량과 폐선량을 모두 고려한 2017년 선복량은 2016년 대비 1.8% 증가를 기록할 전망이다.

글로벌 철광석 수출입 물량의 추이 및 전망

	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
철광석 수출량							
호주	579	737	767	809	876	902	906
브라질	335	344	356	364	384	410	421
우크라이나	30	32	33	38	42	42	41
기타	313	301	287	281	254	242	237
철광석 수입량							
중국	844	990	1005	1035	1055	1061	1064
한국 + 일본 + 인도	206	207	208	209	210	214	224
유럽	137	138	139	140	140	141	140
기타	70	80	90	108	151	180	177
글로벌 철광석 물동량	1257	1415	1442	1492	1556	1596	1605

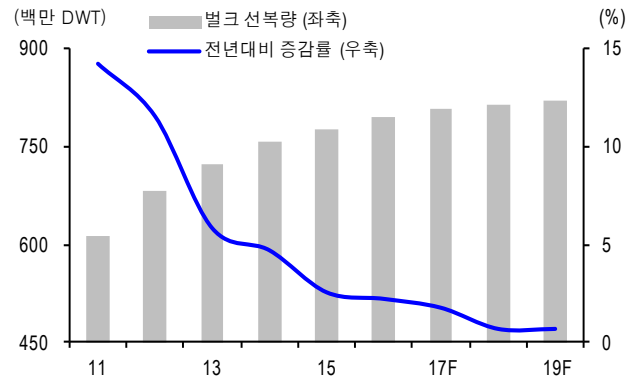
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

철광석 가격 추이(중국산, 호주산, 브라질산의 비교)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 벌크 선복량의 추이 및 전망



자료: Clarkson, 신한금융투자 추정

컨테이너 수급 개선 기대

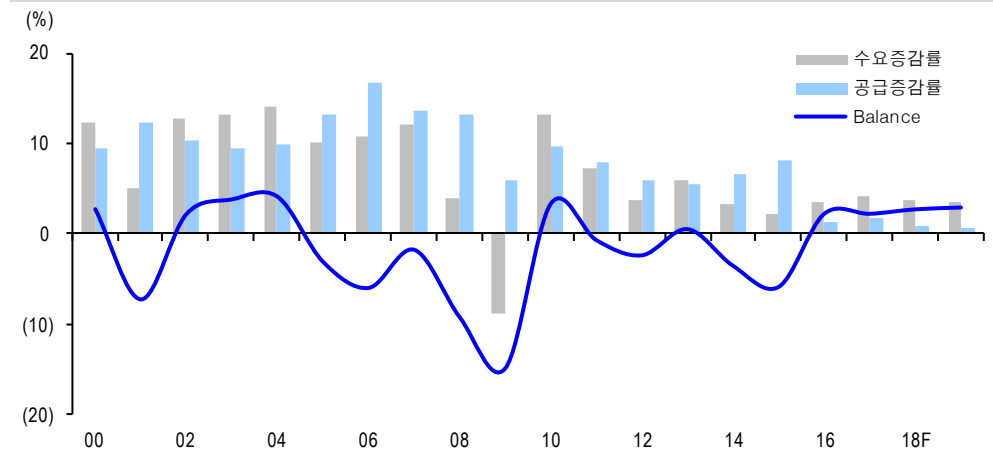
- 공급: 해체량 60만TEU 이상 지속
- 수요: 선진국 경기 회복세 가시화

2016년 하반기부터 계선량이 급증하고 한진해운이 법정관리를 신청하는 등 공급 과잉 완화에 대한 기대감으로 컨테이너 운임이 상승하기 시작했다. 중국의 국경절(2016년 10월)과 춘절(2017년 1월) 이전 밀어내기식 수출 물동량이 크게 증가한 점도 운임 상승을 이끌었다. 2016년 글로벌 컨테이너선 해상운송 시장 수급은 수요 +3.5% YoY, 공급 +1.3% YoY를 기록한 것으로 추정된다.

2016년 컨테이너선의 해체량이 65.4만 TEU로 사상 최대 수준을 기록하며 선복량 증가율 둔화에 영향을 미쳤다. 올해에도 지난해와 마찬가지로 60만 TEU 이상의 해체가 나오겠으나 신조 인도량이 111.3만 TEU(+23.0% YoY)로 다시 증가하며 선복 증가율이 2.3%로 상승할 전망이다.

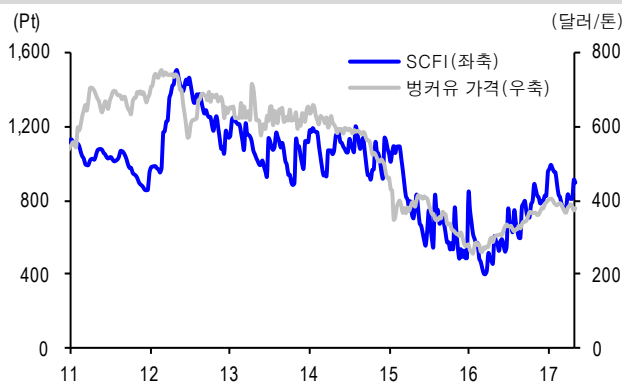
수요 측면에서는 선진국의 경기 회복세가 가시화될 것으로 보여 주요 노선의 물동량 증가율이 2016년 수준(+3.5%)보다 높은 4.1%를 기록할 전망이다. 종합해볼 때, 2017년 컨테이너선 해상운송 시장은 2016년에 이어 2년 연속 수급 밸런스 개선이 예상된다. 수급 개선과 함께 유가 상승에 따른 비용 증가도 운임의 추가 상승을 기대케 하는 요인이나 높은 수준의 계선율은 시황 상승을 제한하는 요인이 될 전망이다.

글로벌 컨테이너 해상 운송 시장의 수급 추이 및 전망



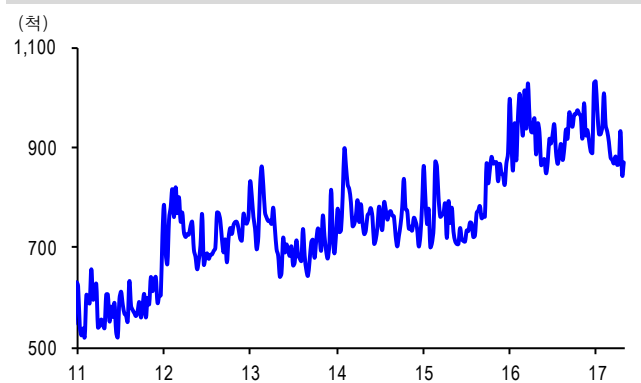
자료: Clarkson, Alphaliner, 신한금융투자 추정

컨테이너 운임 및 벙커유가의 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 컨테이너선 계선량의 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

IV. 중장기 전망: '나비 효과'에 따른 연쇄적 변화 전망

1. 항공: 화물에 이어 여객에도 이어질 수출 증가의 온기(溫氣)

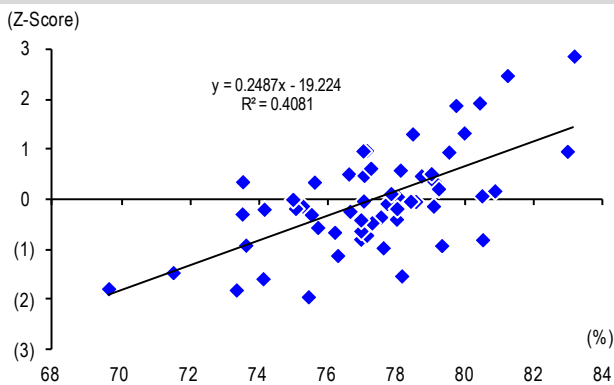
분기별 수출액과 여객 수송량
상관관계 0.91

수출의 증가는 항공 화물 물동량 증가로 이어져 여객 뿐만 아니라 화물 사업을 같이 영위하는 FSC(Full Service Carrier) 실적에 긍정적인 영향을 미친다. 수출 물량의 증가로 인한 화물 탑재율(Load Factor) 상승은 영업이익률 상승을 견인한다. 전체 수출액의 증가가 단가 상승에 의한 것이라 하더라도 운송되는 품목의 단위 가격은 운임과 양의 상관성을 보이기 때문에 화물 Yield 개선에 도움을 준다.

수출의 증가는 FSC의 화물 부문 실적 뿐만 아니라 우리나라 전체 항공 여객 수요에도 긍정적인 요소로 작용한다. 2001년 1분기부터 2016년 4분기까지의 분기별 수출액은 전국 공항 기준 여객 수송량과 높은 수준의 양의 상관성(상관관계 0.91)을 보인다. 국내선과 국제선을 비교해 보았을 때 티켓 가격이 비싼 국제선 여객 수송량이 수출액과 상관관계가 더 높다.

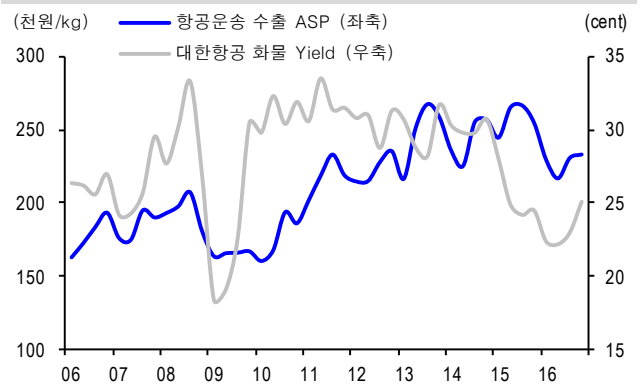
이러한 결과는 우리나라 경제의 수출 의존도가 높다는 점에서 비롯된다. 2000년 31%였던 GDP(국내총생산) 내 수출 비중은 지속적으로 상승해 2016년에는 54%를 기록했다. 수출의 증가가 GDP 성장을 견인하고 이에 따라 개선된 구매력이 항공 수요 증가로 이어지는 선순환의 고리가 형성되는 것이다.

항공 화물 적재율(LF)과 화물 부문 영업이익률 상관성 분석



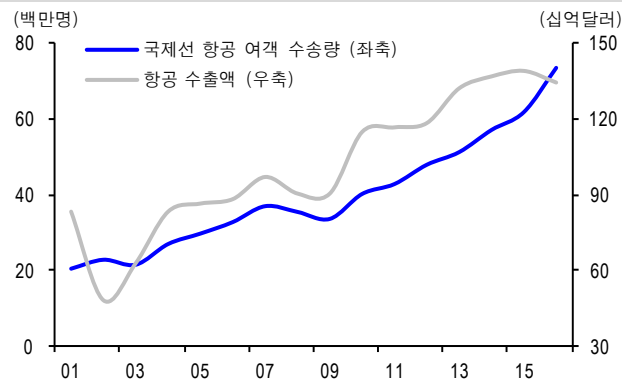
자료: IATA, 신한금융투자

항공 수출 단가와 대한항공 화물 Yield의 추이



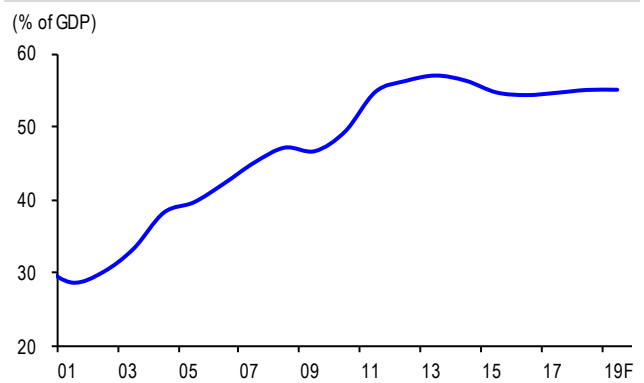
자료: KITA, 대한항공, 신한금융투자

항공 수출액과 항공 여객 수송량의 추이



자료: KITA, 인천공항, 한국공항공사, 신한금융투자

국내총생산 내 수출 비중 추이



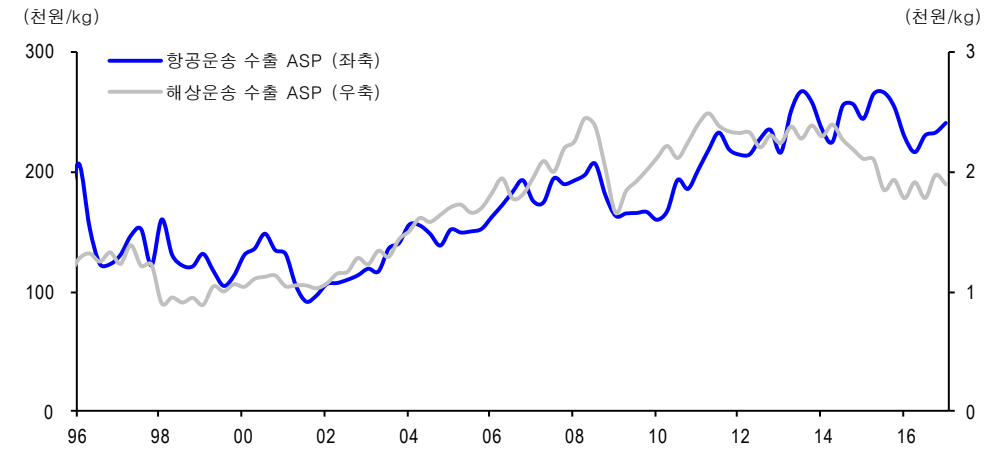
자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

전체 수출에서 항공 비중은 중량 0.3%, 금액 27%

우리나라의 수출액을 항공과 해상의 두 가지 수송 수단으로 나눠 항공 여객 수송량과 비교해보면 조금 더 유의미한 결과를 도출할 수 있다.

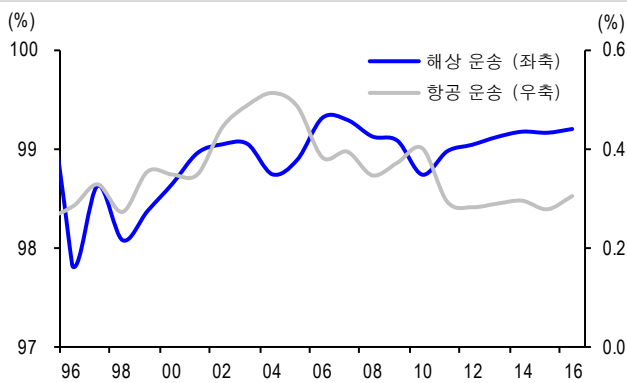
2016년 우리나라 수출 총 중량의 수송 수단별 비중은 해상 99.7%, 항공 0.3%다. 그러나 수출 금액 기준으로 보면 해상 73%, 항공 27%로 비중 차이가 좁혀진다. 이는 해상보다 항공으로 운송되는 품목의 평균단가가 높다는 점을 방증(해상 2,544달러/톤, 항공 227,120달러/톤)한다. 고부가가치 제품 비중이 높은 항공 수출의 증가가 해상보다 국내총생산 증가 기여도가 높기 때문에 항공 수요 증가에 더 직접적인 영향을 미치는 것으로 판단한다.

수송 수단별 수출 단가의 추이



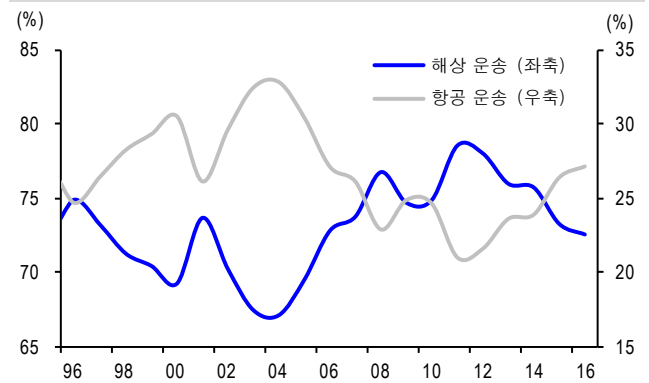
자료: KITA, 신한금융투자

수송 수단별 수출 비중 (중량 기준)



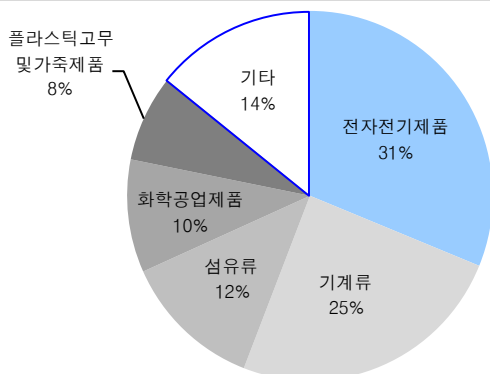
자료: KITA, 신한금융투자

수송 수단별 수출 비중 (금액 기준)



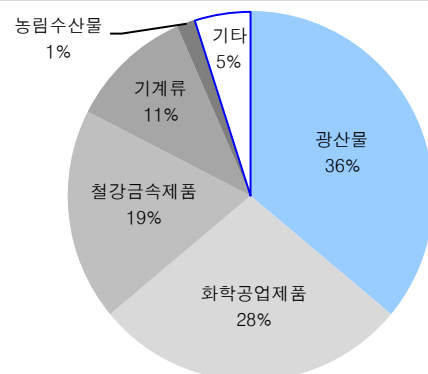
자료: KITA, 신한금융투자

항공 운송을 통해 수출되는 품목별 비중 (2017년 1분기 기준)



자료: KITA, 신한금융투자

해상 운송을 통해 수출되는 품목별 비중 (2017년 1분기 기준)



자료: KITA, 신한금융투자

항공 여객 총 수요

2017년 1.50억명(+9.8% YoY)

2018년 1.64억명(+9.6% YoY)

1990년부터 2016년까지의 연간 국내총생산과 항공/해상 수출액의 다중 회귀분석 결과를 봐도 항공 수출액의 유의도는 높은 반면 해상 수출액은 유의도가 낮음을 확인할 수 있다. 삼성전자를 비롯한 국내 전기전자 업체들의 수출 증가와 함께 항공 산업으로의 온기 전달이 지속될 전망이다.

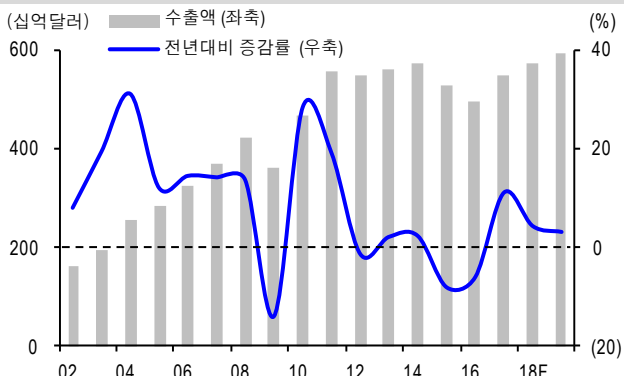
우리나라의 수출은 2015~2016년 2년 연속 감소세에서 벗어나 2017년에는 5,503억달러(+11.1% YoY), 2018년 5,740억달러(+4.3% YoY)를 기록하겠다. 수출 증가로 FSC의 화물 부문 실적 개선 뿐만 아니라 GDP 성장에 따른 국내 총 항공 여객 수요 성장도 기대해볼 수 있겠다. 2017년 2.7%, 2018년 2.8% 경제성장률을 가정했을 때 국내 항공 여객 총 수요는 2017년 1.50억명(+9.8% YoY), 2018년 1.64억명(+9.6% YoY) 달성이 가능할 전망이다.

국내총생산(증속변수)과 수출액(독립변수)의 다중회귀분석 결과

회귀분석 통계량	다중 상관계수	결정계수	조정된 결정계수	표준 오차	관측수			
	0.986	0.972	0.969	61398.120	28			
	계수	표준 오차	t 통계량	P-값	하위 95%	상위 95%	하위 95.0%	상위 95.0%
Y 절편	436345.9137	21920.1723	19.9061	7.56E-17	391200.4741	481491.3534	391200.4741	481491.3534
항공 수출액	0.0070	0.0007	9.6916	6.01E-10	0.0055	0.0085	0.0055	0.0085
해상 수출액	0.0003	0.0002	1.2694	0.2160	-0.0002	0.0008	-0.0002	0.0008

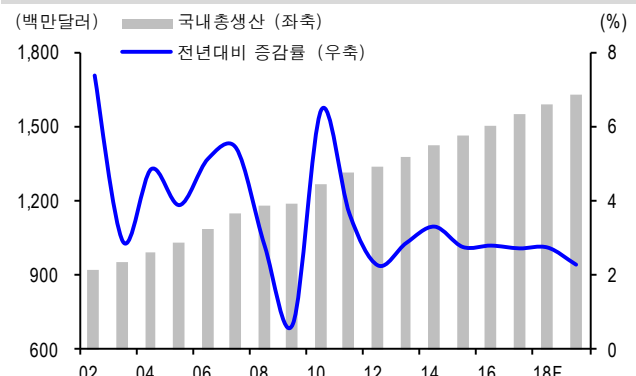
자료: 신한금융투자

한국의 수출액 추이 및 전망



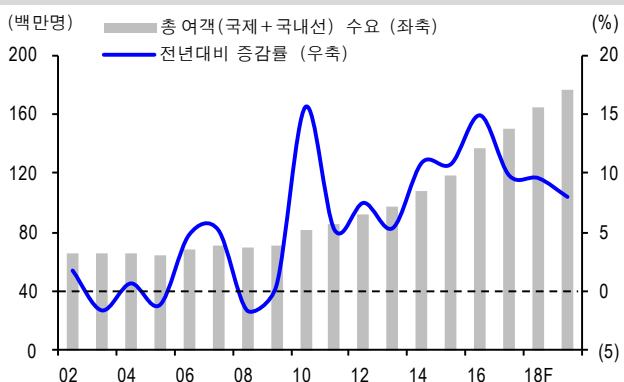
자료: KITA, 신한금융투자 추정

한국의 GDP 추이 및 전망



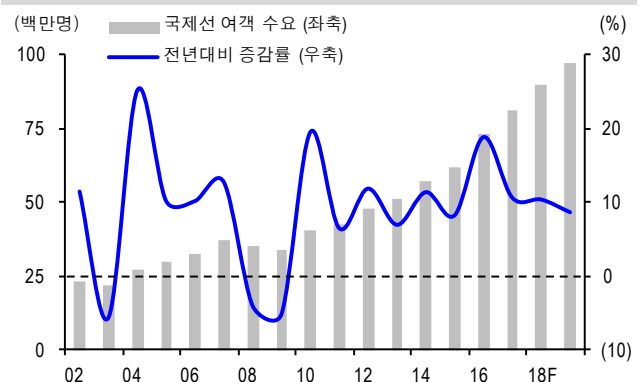
자료: 신한금융투자 추정

항공 여객(국제선+국내선) 총 수송량의 추이 및 전망



자료: 인천공항, 한국공항공사, 신한금융투자 추정

국제선 항공 여객 수송량의 추이 및 전망



자료: 인천공항, 한국공항공사, 신한금융투자 추정

2. 택배: 업체별 전략 차별화가 가져다 줄 상위 업체들의 수익성 개선

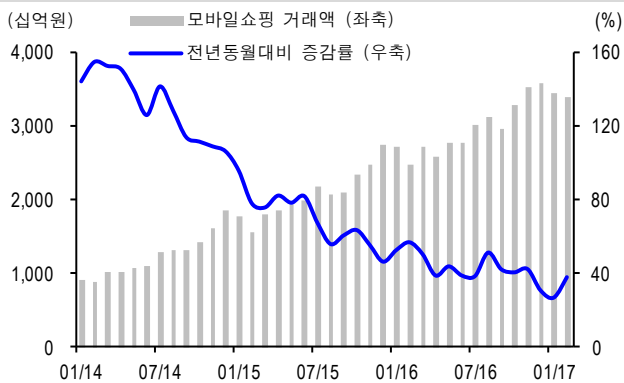
2017년 국내 택배 물동량
23.5억 박스(+14.8% YoY)

국내 택배 물동량은 2017년 23.5억 박스(+14.8% YoY)를 기록할 전망이다. 택배 시장은 2014년 +8.4%의 한 자리 수 성장을 시현해 성장이 둔화되는 듯 했다. 그러나 2015년 +11.8%, 2016년 +12.7%로 성장률이 확대되었고 2017년에는 +14.8%로 성장의 모멘텀이 강화되겠다. 소비자들의 구매 패턴 변화로 증가하는 모바일 쇼핑 거래(모바일 쇼핑 거래 비중: '13년 11.7% → '17년 60% 예상)가 택배 수요를 견인하겠다. 온라인 쇼핑(특히 모바일) 품목 내 생활필수품 비중이 늘면서 재구매율이 올라가 안정적인 택배 수요가 창출될 전망이다.

물동량 증가와는 달리 시장 평균 택배 단가(운임)는 하락세에서 벗어나지 못하고 있다. 연간 기준으로 13년 연속(일시적인 상승을 보였던 2011년을 제외할 경우), 분기로는 2013년 3분기 이후 14개 분기 연속 전년동기 대비 단가 하락세가 지속 중이다. 1) 상대적으로 단가가 낮은 생활필수품의 비중이 늘어나고 있고, 2) 물량 확보를 위한 업체 간 단가 인하 경쟁이 심화되고 있는 점이 주된 이유다.

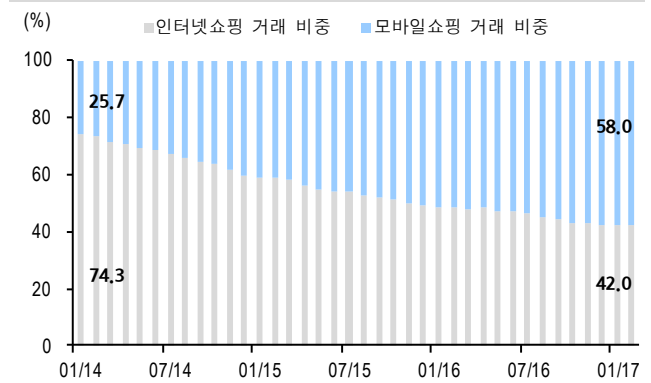
단가 하락은 업체들의 수익성 악화로 이어졌다. 2016년과 2015년 영업이익률을 비교해봤을 때, 40% 이상 시장을 점유하며 경쟁사 대비 단위당 비용 수준이 낮은 CJ대한통운은 전년대비 0.1%p 하락으로 선방했다. 그러나 한진은 1.6%p, 롯데(舊 현대택배)는 2.0%p 영업이익률이 낮아졌다.

모바일 쇼핑 거래액 추이



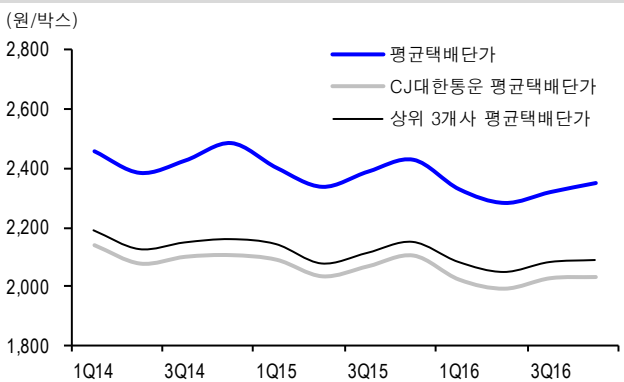
자료: 통계청, 신한금융투자

온라인 내 인터넷/모바일 쇼핑 거래 비중 추이



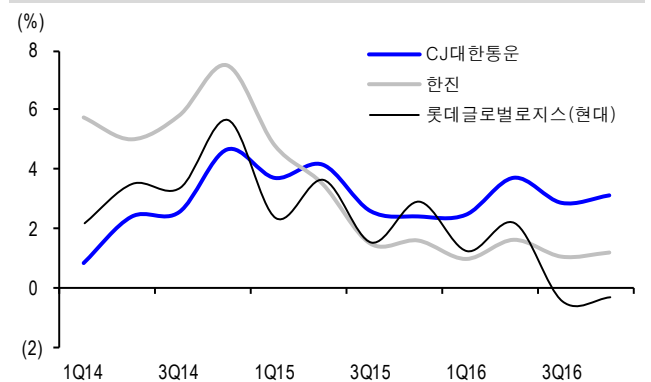
자료: 통계청, 신한금융투자

박스당 택배단가의 추이



자료: 물류협회, 신한금융투자

업체별 영업이익률의 추이



자료: 각 사, 신한금융투자

업체별 기대 효과:

한진과 롯데는 고정비 감소

CJ대한통운은 소폭의 단가 상승

시장의 성장세가 지속되는 가운데 업체별 대응 전략은 2017년부터 차별화가 예상된다. 우선 2위권인 한진과 롯데는 지금 수준보다 물량을 늘려 단위당 비용을 낮출 것으로 보인다. 두 업체 모두 CJ대한통운(4Q16 기준 박스당 2,031원)보다 택배 단가가 높아 예년보다 조금 더 적극적인 단가 인하 정책을 펼쳐 물량 확보에 나설 전망이다.

한진(박스당 2,247원)이 롯데(2,162원)보다 CJ대한통운과의 단가 차이가 커 가능한 단가 인하 폭이 더 크다. 게다가 2016년 물량 증가율이 낮았기 때문에 올해에는 롯데보다 더 높은 물량 증가세를 기록할 수 있을 전망이다. 단가 인하로 영업이익률의 개선은 어려우나 절대 처리 물량의 증가로 매출액과 영업이익이 크게 성장하는 그림을 예상한다.

반면 1위 업체인 CJ대한통운은 택배 단가 관리를 통한 수익성 개선에 나설 전망이다. 위에서 언급한 2위권 업체들의 물량 증가가 예상되기 때문에 2017년에는 CJ대한통운의 점유율 확대가 예년만큼 쉽지 않을 것이다. 물량 증가와 점유율 확대 폭 둔화를 저단가 물량 비중 축소에 따른 수익성 개선으로 대응하는 모습을 예상한다.

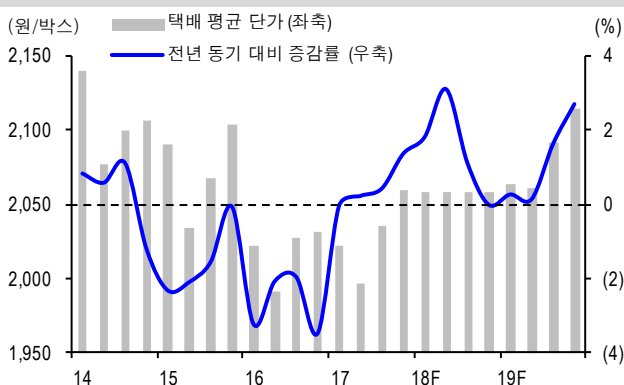
상승 폭이 크진 않지만 빠르면 2분기부터 전년동기대비 0.2% 수준의 단가 상승이 가능할 전망이다. 2분기 단가가 전년동기 대비 올라갈 경우 11개 분기만의 상승을 기록하게 된다. 물량과 택배 단가 간 영업이익 민감도 계산 결과를 보면 물량이 1% 늘어날 때보다 같은 비율 단가가 상승할 때 영업이익 개선 폭이 크기 때문에 오히려 긍정적이다.

CJ대한통운 택배 물량과 단가가 택배 부문 영업이익에 미치는 영향 시뮬레이션 분석

(십억원)			택배 단가 (원/박스)				
			1,988.5	2,008.8	2,029.1	2,049.4	2,069.7
			-2%	-1%	가정치	+1%	+2%
택배 물량 (백만박스)	1,034.1	-2%	36.0	56.9	77.9	99.0	119.9
	1,044.7	-1%	36.4	57.4	78.7	99.9	121.1
	1,055.2	가정치	36.7	58.0	79.5	100.8	122.3
	1,065.8	+1%	37.0	58.5	80.2	101.7	123.5
	1,076.3	+2%	37.4	59.0	81.0	102.7	124.7

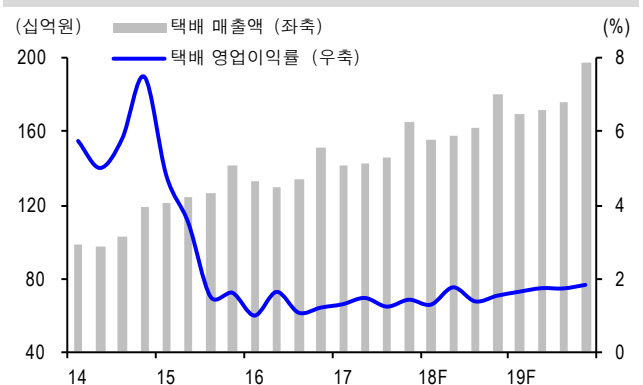
자료: 회사 자료, 신한금융투자

CJ대한통운 택배단가의 추이 및 전망



자료: CJ대한통운, 신한금융투자

한진 택배 부문 영업 실적의 추이 및 전망



자료: 한진, 신한금융투자

스마트 팩토리 확산으로
생산기지의 이동(개발도상국
→ 선진국) 가속화될 전망

3. 해운: '스마트 팩토리'의 확산으로 물동량 승수의 감소 불가피

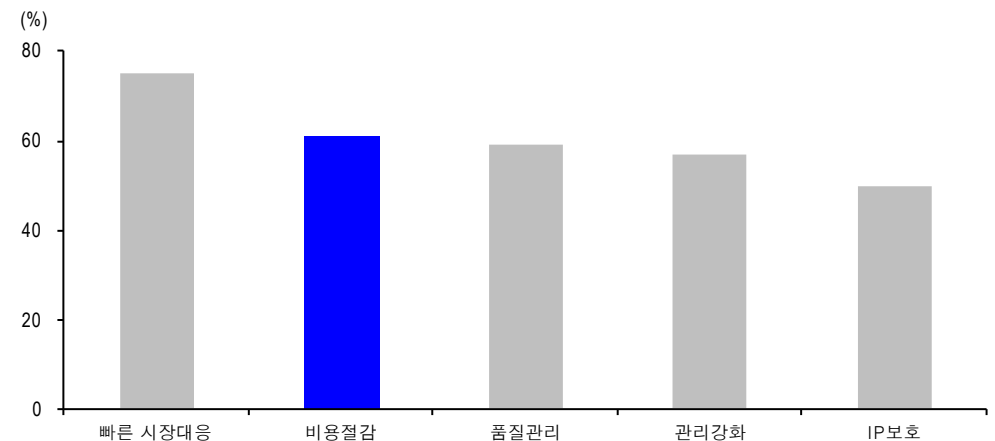
4차 산업혁명의 태동으로 제조업의 효율성이 향상될 전망이다. 로봇과 AI, 사물인터넷(IoT, Internet of Things)을 축으로 생산기지와 생산품 간 상호 소통체계가 구축돼 전체 생산과정을 최적화한다. 이러한 기술 고도화에 따라 싼 인건비를 찾아 해외로 진출한 기업이 다시 본국으로 돌아오는 리쇼어링(reshoring)도 증가하는 양상이다.

리쇼어링은 새로운 개념이 아니다. 버락 오바마 대통령이 2009년 취임 직후부터 제조업을 부활시켜 경기침체를 극복하자고 강조했고 2013년부터 세계적인 경제 키워드로 떠올라 미국을 중심으로 활발히 진행되고 있는 조류다.

리쇼어링은 4차 산업혁명의 도래와 함께 더 활발히 진행될 가능성이 높다. IoT, 빅데이터 기술의 집적으로 나타난 '스마트 팩토리'를 통해 굳이 생산기지를 중국, 베트남 등지에 두지 않더라도 인건비, 재고관리비 등의 감소로 단위당 비용을 절감할 수 있기 때문이다. 실제로 제조업 담당자들을 대상으로 실시한 '리쇼어링을 고려하는 주요 이유가 무엇인가'라는 설문조사에서 비용 절감이 두 번째로 높은 응답률을 보이기도 했다.

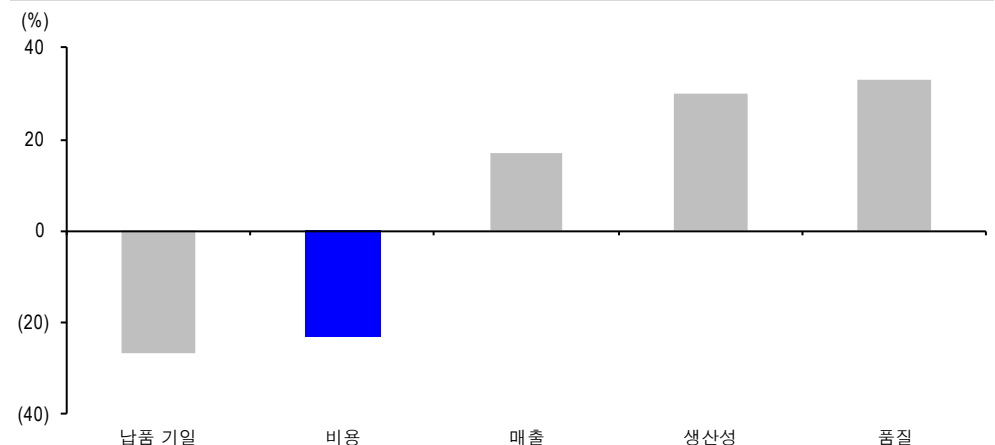
실제로 글로벌 스포츠 용품업체 아디다스는 1993년 값싼 노동력을 찾아 개발도상국으로 생산라인을 옮긴 후 24년 만인 2016년에 운동화 생산거점을 독일 본토로 이전했다. 독일 공장에서는 3D프린터/스캐너로 고객별 맞춤 신발을 제작하고 디자인과 기술 관련 최신 트렌드를 즉각 반영해 단순히 비용을 절감하는 것 이상의 효과가 기대된다.

'리쇼어링을 고려하는 이유는 무엇인가'의 설문조사 응답률



자료: MIT Forum, 신한금융투자 / 주: 복수 응답 가능

스마트 팩토리 도입으로 기대할 수 있는 효과



자료: 민관협동 스마트공장 추진단, 신한금융투자

컨테이너 물동량 승수 감소 지속
2.1배 (15년) → 1.7배 (11배)
→ 1.1배 (16년)

리쇼어링의 가속화는 해상 운송 업체들에 중장기적으로 부정적인 영향을 미칠 전망이다. 특히 컨테이너선 운송 비중이 높은 업체들이 더 큰 타격을 입을 것으로 보인다. 정부의 지원과 값싼 노동력을 바탕으로 '세계의 공장'으로 발돋움한 중국이 만들어 수출하면 미국/유럽 등 선진국이 이를 수입해 소비했던 글로벌 무역 환경에서 컨테이너선 운반 수요가 가장 급성장했기 때문이다. 선진국으로의 생산 기지 복귀는 컨테이너선 운반 수요 증가율의 둔화를 의미한다.

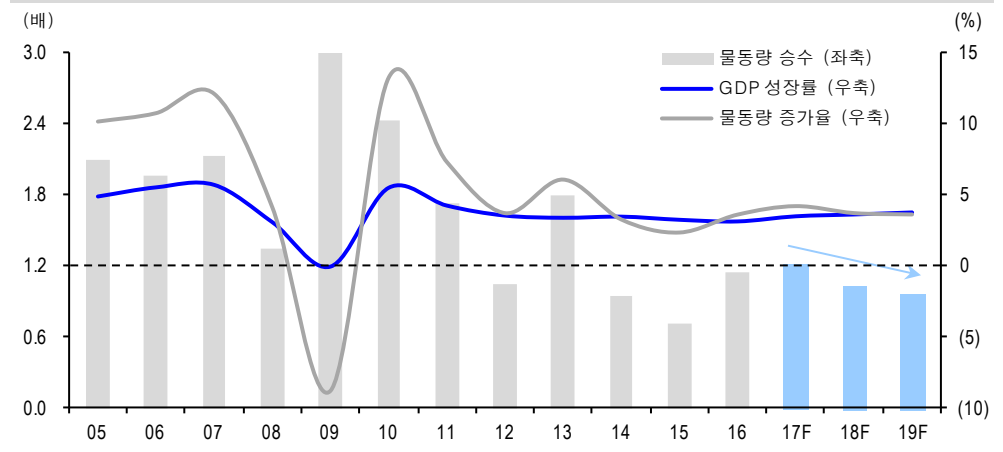
2005년에는 GDP 성장률 대비 컨테이너 물동량 증가율의 승수(=물동량 증가율÷GDP 성장률, 이하 '물동량 승수'로 표기)가 2.1배였다. 이 승수가 2011년에 1.7배로 감소했고 2016년에는 1.1배까지 떨어졌다. 리쇼어링이 본격화되기 시작한 2013년부터 2016년까지의 물동량 승수 평균치는 1.1배다. 2005년부터 금융위기 이전 2008년까지의 4년 평균치 1.9배보다 낮은 수치다.

선진국으로의 생산 기지 복귀로
컨테이너선 운반 수요 증가율
둔화

물동량 승수가 낮아지는 데에는 글로벌 공급사슬의 구조재편, 보호무역주의의 확산, 경제 발전에 따른 3차 산업 비중 증가가 큰 영향을 미쳤다. 향후에는 위에서 언급한 리쇼어링과 스마트 팩토리 확산으로 관련 승수가 낮아지겠다.

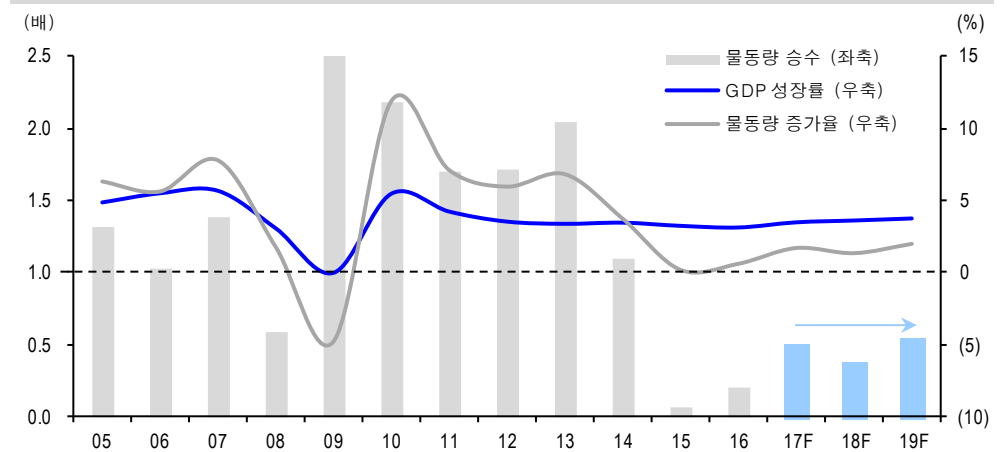
완제품 위주의 운송을 담당하는 컨테이너와 달리 철광석, 석탄, 곡물 등 상품(Commodity)의 비중이 높은 건화물(Dry bulk)은 물동량 승수가 컨테이너보다 낮다. 글로벌 수요의 변동폭이 완제품보다 작기 때문이다. 신흥국의 전력 소비 증가로 발전용 석탄의 수요가 견조하고 선진국 제조업 성장으로 철강재와 같은 중간재의 수요 증가가 예상되어 건화물의 물동량 승수는 컨테이너와 현재 수준의 유지가 점쳐진다.

컨테이너 해상 운송 물동량 증가율과 물동량 승수의 추이 및 전망



자료: Clarkson, IMF, 신한금융투자 추정

건화물 해상 운송 물동량 증가율과 물동량 승수의 추이 및 전망



자료: Clarkson, IMF, 신한금융투자 추정

V. 이슈 분석: UPS의 로젠택배 인수

로젠택배와 상위 업체들은
타겟 시장이 다름
로젠택배: C2C
상위 업체: B2C

로젠택배의 피인수 이후에도 상위 업체로의 영향은 제한적일 전망

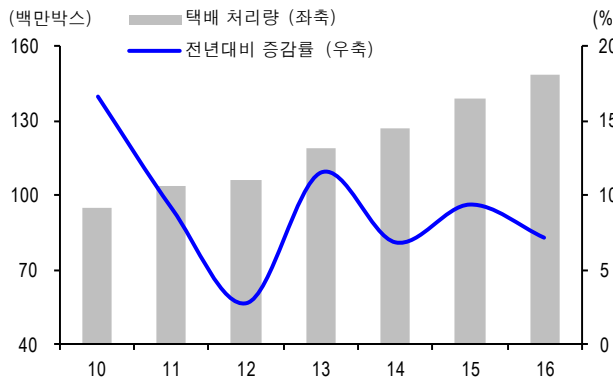
UPS(United Parcel Service)가 로젠택배 지분 100%를 인수하기 위해 홍콩 사모펀드 베어링 프라이빗에쿼티아시아(PEA)와 협상 중이다. 인수금액은 2,700억원으로 알려졌다. UPS의 로젠택배 인수가 상위 택배업체에 미치는 영향은 제한적일 전망이다.

UPS의 로젠택배 인수로 발생할 수 있는 시너지 효과는 장기적으로 볼 때 UPS의 국제특송서비스를 활용해 직구/역직구 시장에 침투하는 것이다. 국내 택배 수요 성장을 이끌고 있는 온라인 쇼핑에서 해외직구 비중은 3~4%에 불과하다. 따라서 로젠택배가 UPS의 해외직구 물량에 대한 라스트마일(Last mile) 서비스를 진행한다 하더라도 국내 택배 시장에 미치는 영향은 제한적이다.

UPS가 로젠택배 인수에 대한 가시적인 성과를 단기간 내에 극대화하기 위한 전략을 취할 경우에도 생각해볼 수 있다. 현재의 택배 운송 인력을 해외직구 쪽으로 집중시키게 되면 택배 기사들이 화물에 대한 영업과 배송을 동시에 담당하는 로젠의 특성 상 기존 택배 물량의 성장은 오히려 둔화될 가능성도 존재한다. 양 사간 물류 시스템을 통합하는 작업에 최소 1년 이상의 시간 소요가 예상되기 때문에 실제 본격적인 시너지는 2019년경이 되어야 나타날 전망이다.

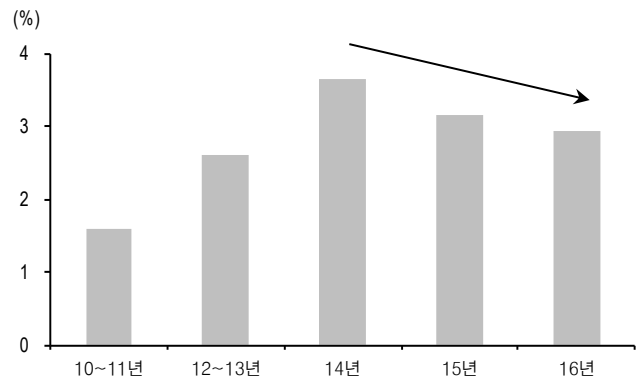
상위 업체와 로젠택배는 타겟팅하는 시장이 다르다. 상위 업체들은 B2C, 로젠은 C2C 위주의 물량을 처리한다. 개별사업자인 택배기사들과 화주 간 연결 수수료가 로젠의 매출로 인식이 된다. 설령 UPS가 택배 Sorting 개과 투자에 나서 기존 B2C 택배업체들과 경쟁을 시작한다 하더라도 현재 시장에서 형성되어 있는 로젠택배의 박스당 단가는 시장 평균 및 상위 업체들과 격차가 크게 나 운임 경쟁력이 떨어지기 때문에 대규모 주문을 내는 화주 확보가 어려울 수 밖에 없다.

로젠의 연간 택배 처리 물량 추이



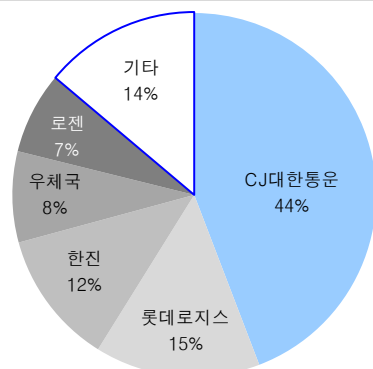
자료: 물류협회, 신한금융투자

국내 온라인쇼핑 거래액 대비 해외직구 비중



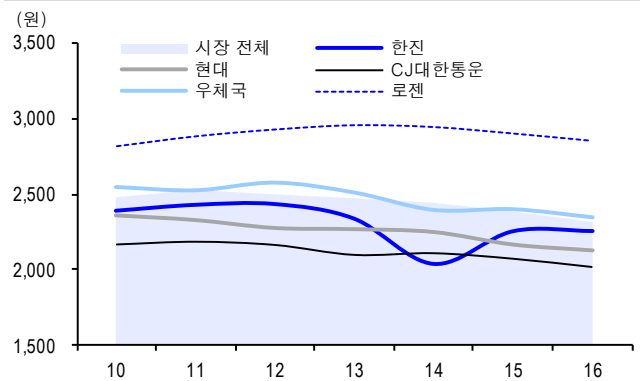
자료: 통계청, 한국온라인쇼핑협회

국내 택배 시장 점유율 (2016년 기준)



자료: 물류협회, 신한금융투자

박스당 택배 단가 추이



자료: 물류협회, 신한금융투자

Company analysis

대한항공

예림당

대한항공 (003490)

매수 (유지)

현재주가 (5월 15일) **32,200 원**
 목표주가 **43,500 원 (상향)**
 상승여력 **35.1%**

박광래 (02) 3772-1513 krpark@shinhan.com
 조용민 (02) 3772-1564 ym.cho@shinhan.com

KOSPI	2,290.65p
KOSDAQ	645.38p
시가총액	3,054.0 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	94.8 백만주
유동주식수	59.0 백만주(62.2%)
52 주 최고가/최저가	33,516 원/23,833 원
일평균 거래량 (60 일)	661,430 주
일평균 거래액 (60 일)	19,690 백만원
외국인 지분율	15.99%
주요주주	한진칼 외 10 인 33.35%
	국민연금 7.58%
절대수익률	3 개월 17.9%
	6 개월 13.8%
	12 개월 16.3%
KOSPI 대비	3 개월 7.3%
상대수익률	6 개월 -2.3%
	12 개월 -0.1%

주가차트



유가 상승이 두렵지 않다

원/달러 환율 하향 안정화(2016년 1,161원 → 2017년 1,120원)로 ROE 개선 가능

항공기 도입 등의 이유로 미화 차입금 81억 달러, 엔화를 포함한 기타통화 차입금 15억 달러를 보유하고 있다. 따라서 원/달러 환율의 움직임에 따라 순이익이 큰 폭으로 변한다. 1분기의 경우 1,915억원의 영업이익을 달성한 가운데 원/달러 환율 하락(4Q16 1,209원 → 1Q17 1,116원)에 따른 외화환산이익만 7,474억원을 기록했다. 2017년 원/달러 환율은 평균 1,120원으로 2016년의 1,161원보다 낮아질 전망이다. 바 순이익 및 ROE 개선에 따라 주가 상승에 탄력을 받을 전망이다.

하반기 매출액 6.27조원(+3.7% YoY), 영업이익 6,696억원(+4.9% YoY) 달성 전망

항공 화물 처리량이 하반기에 증가하는 점도 긍정적이다. 항공 화물에서 30% 이상의 비중을 차지하는 전기전자제품의 하반기 수출 물량이 반도체, 핸드셋 부문의 판매 호조로 10.5만톤(+11.5% YoY)을 기록할 전망이다. 이에 따라 대한항공의 하반기 FTK(화물톤킬로)는 전년 동기 대비 4.6% 증가가 가능하겠다.

하반기 유가 상승이 예상되나, 1) 국제 여객 부문에서의 Yield 상승(+4.8% YoY)이 가능하고, 2) 여객, 화물 부문에서의 Load Factor 상승(여객 +2.8%p, 화물 +3.6%p YoY)이 점쳐지기 때문에 실적에 미치는 영향은 제한적이겠다. 하반기 매출액 6.27조원(+3.7% YoY), 영업이익 6,696억원(+4.9% YoY) 달성을 예상한다.

목표주가 43,500원으로 3.6% 상향, 투자의견 '매수' 유지

목표주가를 43,500원으로 3.6% 상향 조정하고 투자의견은 매수를 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 목표 PBR 1.2배(국제선 화물 증가를 기록했던 2014~2016년 기간의 평균 PBR)를 적용해 산정했다. 투자 포인트는 다음의 세 가지다. 1) 4차 산업 혁명 도래와 반도체 Big Cycle 진입에 따른 전기전자제품 항공 수출의 증가(하반기 +11.5%)가 예상된다. 2) 원/달러 환율 하향 안정화(하반기 -3.5%)를 전망한다. 3) 밸류에이션 매력도(2017년 PBR: 글로벌 평균 2.0배, 대한항공 1.0배)가 높다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	11,544.8	883.1	(486.4)	(565.0)	(7,454)	적지	30,304	(3.5)	6.7	0.9	(25.2)	597.5
2016	11,731.9	1,120.8	(717.4)	(564.9)	(7,171)	적지	22,352	(3.6)	6.0	1.2	(27.2)	802.4
2017F	12,082.3	1,029.4	1,204.0	973.1	10,524	흑전	32,250	3.1	5.9	1.0	40.1	391.5
2018F	12,765.2	1,006.8	740.4	605.0	6,305	(40.1)	38,223	5.1	5.5	0.8	17.9	293.4
2019F	13,164.4	1,018.8	766.9	609.1	6,348	0.7	44,570	5.1	5.1	0.7	15.3	220.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

글로벌 Long-Short 투자전략

Long: 대한항공

Short: Cathay Pacific

(2017년 PBR-ROE 기준)

Valuation 컨센서스 비교

회사	시가총액 (십억원)	2017F (x)				2018F (x)			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE (%)	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE (%)
Southwest Air	37,850	14.1	3.5	6.5	25.5	11.6	3.0	5.8	26.5
Delta Airlines	37,423	8.7	2.2	4.6	27.9	7.8	1.8	4.3	24.8
American Air	24,654	9.2	4.7	6.2	55.0	7.8	3.5	5.2	49.1
Air China	20,580	17.3	1.6	8.3	10.3	14.6	1.5	7.8	10.1
China Eastern	14,903	21.6	2.0	9.2	11.5	19.8	1.8	8.6	10.5
China Southern	12,138	23.2	1.7	8.4	11.1	18.7	1.6	8.1	10.4
ANA Holdings	12,134	13.7	1.3	5.5	10.2	12.2	1.2	5.1	10.4
Singapore Air	9,849	23.1	0.9	4.5	4.5	23.5	0.9	4.5	4.0
대한항공	3,111	3.0	0.9	5.8	38.4	5.0	0.8	5.4	17.3
평균		14.9	2.1	6.6	21.6	13.4	1.8	6.1	18.1

자료: Bloomberg, 신한금융투자

대한항공의 목표주가 산정

(원)	내용	비고
BPS	36,150	12개월 선행 예상치
PBR (배)	1.2	국제선 화물 증가를 기록했던 2014~2016년 기간의 평균 PBR
적정주가	43,380	= BPS x PBR
목표주가	43,500	직전 목표주가 42,000원

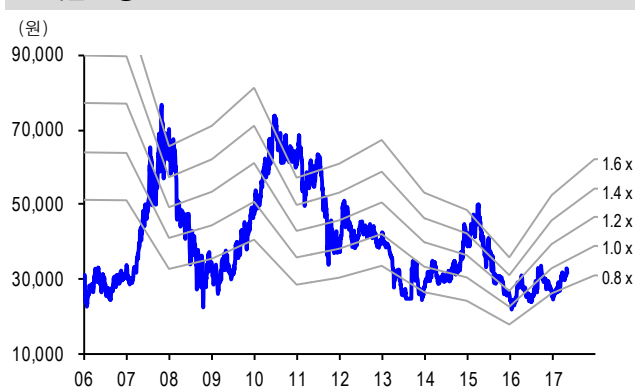
자료: 신한금융투자

대한항공의 국제선 화물 증감률, BPS, PBR의 추이 및 전망

	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17F
대한항공 인천공항 국제선 화물 증감률 (%)	7.5	11.9	(2.0)	(1.7)	13.4	(6.3)	(7.2)	(3.5)	5.0	1.3	1.6	9.1
BPS (원)	53,009	53,397	34,290	37,153	42,516	29,894	31,854	39,459	31,170	30,304	22,352	32,815
PBR 기말	0.59	1.26	0.97	1.29	1.43	1.27	1.25	0.71	1.36	0.86	1.15	0.96
(배) 최고	0.63	1.46	2.06	1.34	1.77	2.31	1.62	1.09	1.45	1.69	1.51	1.01
PBR 최저	0.41	0.53	0.60	0.67	1.10	1.11	1.16	0.61	0.87	0.84	0.96	0.74
(배) 평균	0.54	0.91	1.27	0.98	1.45	1.76	1.34	0.79	1.04	1.19	1.22	0.87

자료: 인천공항, 신한금융투자

12개월 선행 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자

상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

영업실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
환율	원/달러 평균	1,201.4	1,163.3	1,121.4	1,157.4	1,154.3	1,125.0	1,095.0	1,105.0	1,160.9	1,119.8	1,080.0
	원/달러 기말	1,153.5	1,164.7	1,096.3	1,208.5	1,116.1	1,110.0	1,090.0	1,100.0	1,208.5	1,100.0	1,060.0
매출액		2,867.0	2,817.7	3,117.9	2,929.2	2,866.0	2,943.5	3,207.2	3,065.5	11,731.8	12,082.3	12,765.2
1. 여객	매출액	1,616.4	1,530.1	1,846.3	1,479.9	1,572.5	1,596.6	1,862.8	1,559.8	6,472.8	6,591.6	7,078.9
	수송실적											
	공급: ASK (mn)	23,366.0	22,925.0	24,243.0	22,414.0	22,335.0	22,602.1	24,196.0	22,801.4	92,948.0	91,934.4	98,199.0
	수요: RPK (mn)	18,006.0	17,894.0	19,603.0	17,525.0	17,925.0	17,881.2	19,815.8	17,970.8	73,028.0	73,592.7	77,530.2
	탑재율 (%)	77.1	78.1	80.9	78.2	80.3	79.1	81.9	78.8	78.6	80.0	79.0
	운임 (US Cent)	7.5	7.3	8.4	7.3	7.6	7.9	8.6	7.9	7.6	8.0	8.1
(%YoY)	공급	7.1	3.6	6.3	(1.3)	(4.5)	(1.4)	(0.2)	1.7	3.9	(1.1)	6.8
	수요	8.1	6.0	8.6	8.6	8.6	0.0	1.1	2.5	5.9	0.8	5.4
	운임	(9.6)	(8.8)	6.1	(3.9)	1.3	8.7	2.4	7.6	(3.9)	4.8	1.3
2. 화물	매출액	562.2	594.9	580.8	705.6	628.2	618.3	611.9	695.6	2,443.5	2,554.1	2,481.4
	Traffic											
	공급: AFTK (mn)	2,504.0	2,688.0	2,679.0	2,750.0	2,584.0	2,683.9	2,656.2	2,764.7	10,621.0	10,688.8	10,806.8
	수요: FTK (mn)	1,872.0	2,060.0	2,027.0	2,206.0	2,020.0	2,082.2	2,117.0	2,229.3	8,165.0	8,448.5	8,571.8
	탑재율 (%)	74.8	76.6	75.7	80.2	78.2	77.6	79.7	80.6	76.9	79.0	79.3
	운임 (US Cent)	22.4	22.2	23.0	25.1	24.8	24.3	24.2	26.2	23.2	24.9	24.7
(% YoY)	공급	(6.0)	0.7	3.5	2.2	3.2	(0.1)	(0.9)	0.5	0.1	0.6	1.1
	수요	(12.1)	(0.5)	2.7	5.4	7.9	1.1	4.4	1.0	(1.2)	3.5	1.5
	운임	(20.0)	(10.8)	(5.0)	2.4	10.7	9.3	5.4	4.4	(8.7)	7.2	(1.0)
3. 항공우주	매출액	242.8	226.7	222.1	199.2	236.2	231.9	233.4	227.9	890.8	929.4	1,027.2
영업이익		323.3	159.2	460.0	178.3	191.5	168.3	451.5	218.1	1,120.8	1,029.4	1,006.8
지배주주순이익		(177.6)	(252.8)	508.1	(642.6)	557.7	14.0	326.4	74.9	(564.9)	973.1	605.0
영업이익률 (%)		11.3	5.7	14.8	6.1	6.7	5.7	14.1	7.1	9.6	8.5	7.9
순이익률 (%)		(6.2)	(9.0)	16.3	(21.9)	19.5	0.5	10.2	2.4	(4.8)	8.1	4.7

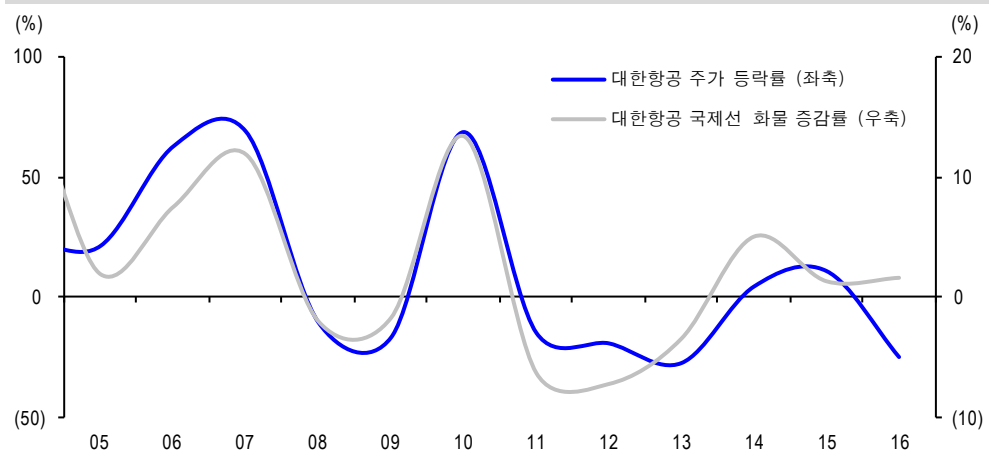
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

실적 추정 변경 사항

(십억원, %)	변경 전		변경 후		변경률	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
매출액	12,240.1	13,010.4	12,240.1	13,010.4	0.0	0.0
영업이익	1,037.3	1,065.8	1,037.3	1,065.8	0.0	0.0
지배주주순이익	936.3	590.1	936.3	590.1	0.0	0.0

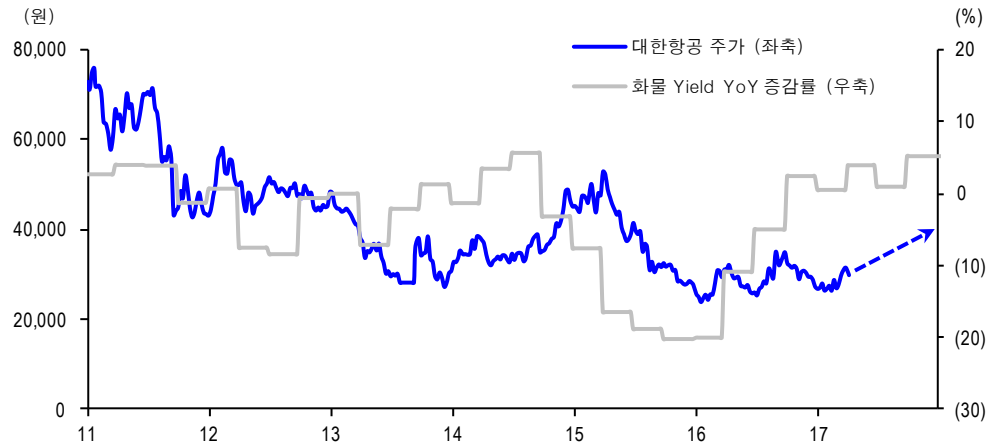
자료: 회사 자료, FnGuide, 신한금융투자 추정

화물 Yield 증감률과 대한항공 주가의 추이 및 전망



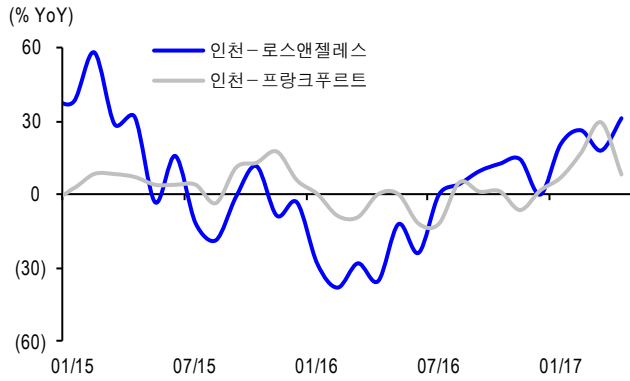
자료: 인천공항, 신한금융투자

화물 Yield 증감률과 대한항공 주가의 추이 및 전망



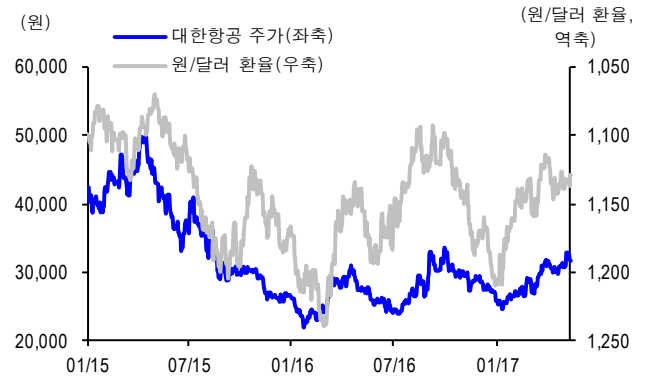
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주요 노선별 항공 수출 운임의 증감률 추이



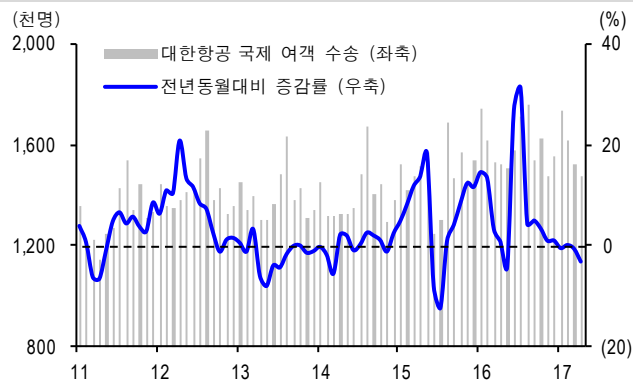
자료: KITA, 신한금융투자

대한항공 주가와 원/달러 환율의 추이



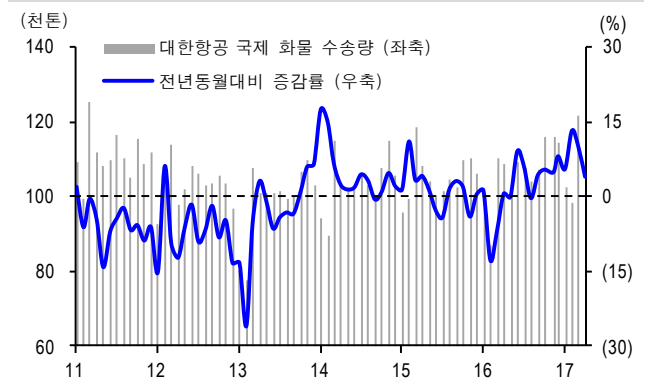
자료: Bloomberg, 신한금융투자

대한항공의 국제 여객 수송량 추이



자료: 인천공항, 한국공항공사, 신한금융투자

대한항공의 국제 화물 수송량 추이



자료: 인천공항, 한국공항공사, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	24,180.4	23,956.5	24,711.7	25,727.2	26,791.3
유동자산	3,289.1	3,328.0	4,748.6	6,367.5	7,963.8
현금및현금성자산	967.5	1,089.9	2,258.9	3,709.1	5,131.9
매출채권	571.1	607.1	675.3	721.0	768.1
재고자산	490.6	564.7	654.9	699.3	745.0
비유동자산	20,891.2	20,628.5	19,963.2	19,359.7	18,827.5
유형자산	17,850.7	17,873.3	17,349.8	16,735.1	16,186.4
무형자산	294.7	405.0	363.7	327.0	294.1
투자자산	1,139.0	620.6	707.3	755.3	804.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	21,681.3	22,082.2	21,502.4	21,943.2	22,396.7
유동부채	8,450.4	9,131.1	9,335.2	9,534.7	9,740.0
단기차입금	869.4	1,168.0	1,080.4	1,080.4	1,080.4
매입채무	123.7	113.9	148.1	158.1	168.4
유동성장기부채	5,160.6	5,175.1	5,080.5	5,080.5	5,080.5
비유동부채	13,230.9	12,951.1	12,167.2	12,408.5	12,656.7
사채	693.0	83.2	44.2	44.2	44.2
장기차입금(장기금융부채 포함)	9,479.0	9,562.1	8,562.4	8,562.4	8,562.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,499.0	1,874.4	3,209.4	3,783.9	4,394.6
자본금	369.8	369.8	479.8	479.8	479.8
자본잉여금	602.9	602.9	946.2	946.2	946.2
기타자본	214.9	595.5	595.5	595.5	595.5
기타포괄이익누계액	405.3	385.4	336.6	336.6	336.6
이익잉여금	794.3	(192.9)	736.5	1,309.6	1,918.6
지배주주지분	2,387.1	1,760.7	3,094.6	3,667.6	4,276.8
비지배주주지분	111.9	113.7	114.8	116.3	117.8
*총차입금	16,237.8	16,324.6	15,001.2	15,001.5	15,001.8
*순차입금(순현금)	14,930.8	15,038.9	12,565.1	11,103.2	9,668.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	2,728.0	2,806.3	3,264.9	2,986.8	2,882.7
당기순이익	(563.0)	(556.8)	937.1	574.6	610.7
유형자산상각비	1,610.9	1,698.3	1,611.9	1,541.4	1,471.9
무형자산상각비	40.0	53.3	41.6	36.7	32.8
외화환산손실(이익)	494.6	217.6	(874.1)	(381.9)	(445.2)
자산처분손실(이익)	173.3	214.5	332.4	329.0	319.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(17.5)	454.6	110.2	117.6	115.9
운전자본변동	52.4	(97.2)	537.3	377.0	385.1
(법인세납부)	(12.5)	(10.4)	(109.4)	(165.8)	(156.3)
기타	949.8	832.4	677.9	558.2	548.8
투자활동으로인한현금흐름	418.7	(873.5)	(1,093.7)	(637.8)	(571.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(1,742.7)	(1,145.1)	(1,188.4)	(926.7)	(923.2)
유형자산의감소	318.3	271.9	13.5	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.3	1.2	(0.3)	(0.0)	0.0
투자자산의감소(증가)	5.1	(89.9)	(74.7)	(81.0)	(81.5)
기타	1,837.7	88.4	156.2	369.9	432.8
FCF	2,997.0	1,494.7	1,486.0	1,475.0	1,436.2
재무활동으로인한현금흐름	(2,996.6)	(1,829.3)	(575.4)	(392.2)	(392.2)
차입금의증가(감소)	(4,029.0)	(2,794.1)	(796.2)	0.3	0.3
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(14.1)	(23.3)	(3.4)	0.0	0.0
기타	1,046.5	988.1	224.2	(392.5)	(392.5)
기타현금흐름	0.0	0.0	(388.3)	(506.7)	(495.8)
연결범위변동으로인한현금의증가	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	19.0	19.0	(38.5)	0.0	0.0
현금의증가(감소)	170.9	122.4	1,169.0	1,450.2	1,422.8
기초현금	796.6	967.5	1,089.9	2,258.9	3,709.1
기말현금	967.5	1,089.9	2,258.9	3,709.1	5,131.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	11,544.8	11,731.9	12,082.3	12,765.2	13,664.4
증가율 (%)	(3.1)	1.6	3.0	5.7	7.0
매출원가	9,517.4	9,435.2	9,870.6	10,509.2	11,308.5
매출총이익	2,027.4	2,296.6	2,211.7	2,256.0	2,355.9
매출총이익률 (%)	17.6	19.6	18.3	17.7	17.2
판매관리비	1,144.3	1,175.8	1,182.3	1,249.2	1,337.2
영업이익	883.1	1,120.8	1,029.4	1,006.8	1,018.8
증가율 (%)	123.4	26.9	(8.2)	(2.2)	1.2
영업이익률 (%)	7.6	9.6	8.5	7.9	7.5
영업외손익	(1,369.5)	(1,838.2)	174.6	(266.4)	(251.9)
금융손익	(459.7)	(507.2)	(378.0)	(359.3)	(338.3)
기타영업외손익	(927.2)	(1,218.7)	297.7	(263.4)	(182.5)
종속 및 관계기업관련손익	17.5	(112.3)	(34.2)	(33.0)	(32.2)
세전계속사업이익	(486.4)	(717.4)	1,204.0	740.4	766.9
법인세비용	(85.5)	(160.6)	266.9	165.8	156.3
계속사업이익	(400.9)	(556.8)	937.1	574.6	610.7
중단사업이익	(162.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(563.0)	(556.8)	937.1	574.6	610.7
증가율 (%)	적지	적지	흑전	(38.7)	6.3
순이익률 (%)	(4.9)	(4.7)	7.8	4.5	4.5
(지배주주)당기순이익	(565.0)	(564.9)	973.1	605.0	609.1
(비지배주주)당기순이익	2.0	8.0	2.4	1.5	1.6
총포괄이익	(580.7)	(615.3)	887.6	574.6	610.7
(지배주주)총포괄이익	(582.4)	(622.0)	885.5	573.1	609.2
(비지배주주)총포괄이익	1.7	6.7	2.2	1.4	1.5
EBITDA	2,534.0	2,872.3	2,682.8	2,584.9	2,523.5
증가율 (%)	27.4	13.4	(6.6)	(3.6)	(2.4)
EBITDA 이익률 (%)	21.9	24.5	22.2	20.2	18.5

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	(7,427)	(7,069)	10,135	5,988	6,364
EPS (지배순이익, 원)	(7,454)	(7,171)	10,524	6,305	6,348
BPS (자본총계, 원)	31,725	23,795	33,447	39,434	45,798
BPS (지배지분, 원)	30,304	22,352	32,250	38,223	44,570
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(3.5)	(3.6)	3.2	5.4	5.1
PER (지배순이익, 배)	(3.5)	(3.6)	3.1	5.1	5.1
PBR (자본총계, 배)	0.8	1.1	1.0	0.8	0.7
PBR (지배지분, 배)	0.9	1.2	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	6.7	6.0	5.9	5.5	5.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	21.9	24.5	22.2	20.2	18.5
영업이익률 (%)	7.6	9.6	8.5	7.9	7.5
순이익률 (%)	(4.9)	(4.7)	7.8	4.5	4.5
ROA (%)	(2.4)	(2.3)	3.9	2.3	2.3
ROE (지배순이익, %)	(25.2)	(27.2)	40.1	17.9	15.3
ROIC (%)	3.4	3.8	5.5	4.7	5.1
안정성					
부채비율 (%)	867.6	1,178.1	670.0	579.9	509.6
순차입금비율 (%)	597.5	802.4	391.5	293.4	220.0
현금비율 (%)	11.4	11.9	24.2	38.9	52.7
이자보상배율 (배)	2.4	2.8	2.6	2.6	2.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	14.5	(29.7)	(23.5)	(19.8)	(19.9)
재고자산회수기간 (일)	14.6	16.4	18.4	19.4	19.3
매출채권회수기간 (일)	18.6	18.3	19.4	20.0	19.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

예림당 (036000)

매수 (유지)

현재주가 (5월 15일) **6,350 원**
 목표주가 **8,500 원 (상향)**
 상승여력 **33.9%**

조용민 (02) 3772-1564 ym.cho@shinhan.com
 박광래 (02) 3772-1513 krpark@shinhan.com

KOSPI	2,290.65p
KOSDAQ	645.38p
시가총액	146.3십억원
액면가	500 원
발행주식수	23.0백만주
유동주식수	10.5백만주(45.5%)
52 주 최고가/최저가	6,720 원/4,035 원
일평균 거래량 (60 일)	217,277 주
일평균 거래액 (60 일)	1,300 백만원
외국인 지분율	13.48%
주요주주	나준호 외 5 인 54.39%
절대수익률	3개월 29.1%
	6개월 35.3%
	12개월 35.7%
KOSDAQ 대비	3개월 23.2%
상대수익률	6개월 29.4%
	12개월 48.1%

주가차트



Fly High

일본 노선 수요 증가의 최대 수혜 항공사

계열사 티웨이항공(작간접지분 57.9%)의 매출이 33.2% 성장하면서 2017년 실적을 견인하겠다. 1) 한중 사드 갈등에 의한 반사 수혜, 2) 엔화 약세(-7.4% YoY, 이하 YoY 생략), 3) 2Q16의 구마모토 대지진 기저효과에 의한 일본 노선 수요 성장세가 기대된다. 티웨이항공 국제선 매출의 45% 수준이 일본 노선에서 발생한다. 국적항공사 중에서 가장 높은 수준이다. WTI 유가의 +20.0% 상승은 부담스러우나 일본을 중심으로 국제선 매출이 45.2% 증가하면서 실적 개선은 지속될 전망이다.

하반기 매출액 3,010억원(+20.7% YoY), 영업이익 264억원(+95.3% YoY) 전망

하반기 매출액은 3,010억원(+20.7%), 영업이익은 264억원(+95.3%)을 예상한다. 운항 항공기는 3분기와 4분기에 각각 2대(3대 도입, 1대 반납), 1대 늘어나겠다. 연말 기준 총 20대(+25.0%)를 운항할 예정이다.

항공기 규모 확장을 통해 상대적으로 성장여력이 높고 경쟁 강도가 낮은 대구공항에서의 입지 강화가 기대된다. 영업이익은 4월에 오픈한 격납고를 통한 수익성 개선이 기대된다. 격납고 운영을 통해 연간 100억원 가량의 정비비가 절감된다. 효과적인 비용관리로 4분기 영업이익은 3년만에 흑자전환할 전망이다.

목표주가 8,500원, 투자의견 '매수' 유지

목표주가는 2017년 예상 EPS(주당순이익) 956원에 Target PER 8.8배를 적용했다. Target PER는 아시아 대표 LCC 업체들의 2017년 PER 평균 11.9배에 할인율 25%를 적용했다. 할인의 근거는 대표 업체들과의 기재 규모 차이이다.

투자 포인트는 1) 일본 노선(국제선 매출의 45%) 수요 증가 최대 수혜 항공주, 2) 2분기 일본 구마모토 대지진 기저효과, 그리고 3) 하반기부터 나타날 기재 확장(+25.0%)에 따른 규모의 경제 효과다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	319.3	5.7	3.7	2.3	101	(72.7)	3,764	49.3	7.9	1.3	2.7	(11.8)
2016	452.8	19.2	8.1	5.4	234	132.7	3,946	19.6	3.4	1.2	6.1	(21.9)
2017F	584.2	51.1	46.1	22.3	968	313.4	4,348	6.6	2.2	1.5	23.3	(38.5)
2018F	645.1	58.4	53.9	24.2	1,050	8.5	4,245	6.0	1.9	1.5	24.4	(53.3)
2019F	680.8	67.3	63.9	28.6	1,243	18.4	4,171	5.1	1.7	1.5	29.5	(63.5)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

예림당 밸류에이션 테이블

구분	단위	값	비고
EPS	(원)	956	(A) 2017년 EPS
목표 PER	(배)	8.8	(B) 아시아 주요 LCC 5개사 2017년 PER 평균 25% 할인
	(원)	8,480	(C) = (A) x (B)
목표주가	(원)	8,500	

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정 / 주: 할인의 근거는 대표 업체들과의 기재 규모 차이

글로벌 Long-Short 투자전략

Long: 예림당

Short: 춘추항공

(PBR-ROE 기준)

Valuation 컨센서스 비교

회사	시가총액 (십억원)	2017F (x)				2018F (x)			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE (%)	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE (%)
길상항공	4,300.1	17.3	3.2	10.1	16.5	14.9	2.7	8.7	16.7
춘추항공	4,315.3	23.5	3.2	14.3	13.8	18.9	2.7	11.7	14.8
에어아시아	3,070.1	8.8	1.4	8.2	16.8	9.5	1.3	8.5	13.7
세부항공	1,344.2	6.7	1.5	5.3	22.1	6.9	1.3	4.8	17.1
스파이스제트	1,229.7	14.2	-	11.9	(222.0)	11.8	17.3	9.6	128.7
제주항공	858.5	12.8	2.7	5.1	21.1	10.5	2.2	4.2	22.8
예림당	146.3	6.6	1.5	2.2	23.3	6.0	1.5	1.9	24.4
평균		12.9	2.2	8.2	(15.5)	11.2	4.1	7.1	34.0

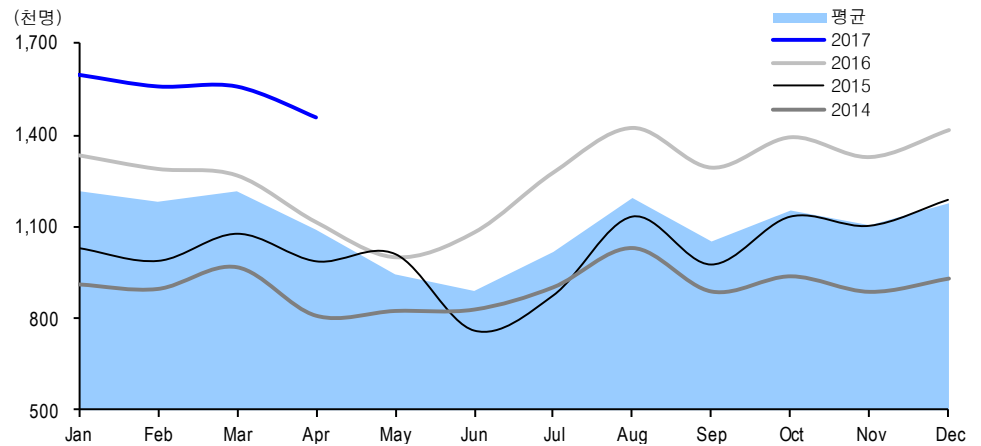
자료: Bloomberg, 신한금융투자

영업실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액		102.5	100.8	133.7	115.7	152.9	130.3	164.1	136.9	452.8	584.2	645.1
1. 예림당		10.0	10.8	10.1	9.8	9.5	11.6	10.3	13.3	40.7	44.6	42.3
	출판 및 판매	9.4	10.4	9.6	9.4	8.5	10.4	9.5	12.7	38.8	41.1	39.6
	- Why? 시리즈	4.5	5.9	5.0	4.1	3.9	5.4	3.7	3.8	19.5	16.8	15.0
	기타	0.6	0.3	0.6	0.4	1.0	1.2	0.8	0.6	1.9	3.5	2.7
2. 티웨이홀딩스		7.0	7.1	7.2	7.7	7.4	7.3	7.4	7.4	29.0	29.5	29.6
	PHC 파일	2.4	2.2	1.0	0.5	0.5	1.1	0.8	0.7	6.1	3.0	3.1
	반도체패키징	4.6	4.9	6.2	7.2	6.8	6.3	6.6	6.7	23.0	26.5	26.5
3. 티웨이항공		85.5	82.9	116.6	98.0	136.1	111.4	146.4	116.2	383.0	510.1	573.2
	국내선	24.9	31.8	35.6	26.7	29.5	31.1	36.9	26.1	119.1	123.7	129.6
	국제선	57.8	47.7	76.2	64.5	100.1	74.1	101.0	82.2	246.2	357.4	406.3
	서비스 수입	2.5	2.8	4.0	5.6	5.6	5.3	7.4	6.3	15.0	24.6	31.1
	화물운송	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.5	0.8	0.6	1.5	2.3	3.9
영업이익		8.2	(2.5)	18.4	(4.9)	16.7	8.0	22.6	3.8	19.2	51.1	58.4
순이익		7.2	(3.9)	16.3	(13.0)	15.0	5.6	16.9	0.5	6.6	38.1	41.6
지배주주순이익		5.0	(2.2)	9.8	(7.2)	8.9	3.3	9.8	0.3	5.4	22.3	24.2
영업이익률 (%)		8.0	(2.5)	13.8	(4.2)	10.9	6.2	13.8	2.8	4.3	8.8	9.1
순이익률 (%)		4.9	(2.2)	7.3	(6.2)	5.8	2.5	6.0	0.2	1.2	3.8	3.7
% YoY	매출액	38.9	29.0	62.9	35.8	49.2	29.3	22.7	18.3	41.8	29.0	10.4
	영업이익	136.4	적전	644.6	적지	103.9	흑전	22.7	흑전	240.3	165.7	14.2
	순이익	249.0	적전	692.6	적지	78.5	흑전	0.1	흑전	132.7	313.4	8.5
주요 가정												
환율	원/달러	1,201.4	1,163.3	1,121.4	1,157.4	1,154.3	1,125.0	1,095.0	1,105.0	1,160.5	1,120.0	1,070.0
WTI 가격	달러/배럴	33.4	45.6	44.9	49.1	51.7	51.0	52.0	53.0	43.3	52.0	57.0
공급: ASK	백만Km	1,197.0	1,059.3	1,482.4	2,083.3	1,717.0	1,503.5	1,941.3	2,478.3	5,822.0	7,640.1	8,484.3
수요: RPK	백만Km	978.0	866.0	1,275.9	1,769.1	1,431.0	1,251.1	1,638.1	2,058.4	4,889.0	6,378.5	7,071.7
탑승률	%	81.7	81.8	86.1	84.9	83.3	83.2	84.4	83.1	84.0	83.5	83.4
운임	원	84.6	91.8	87.7	51.6	90.6	84.1	84.2	52.6	74.7	75.4	75.8

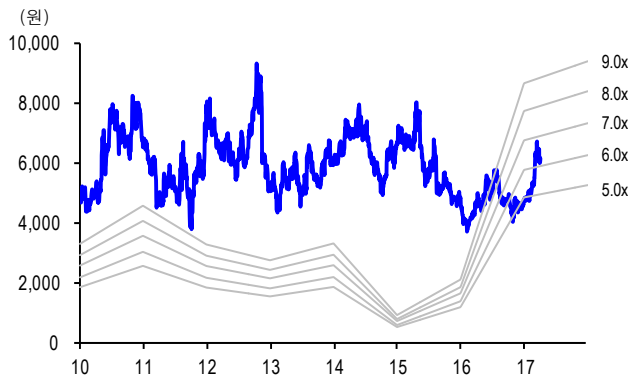
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

국내 전 공항의 월별 일본 노선 여객 추이



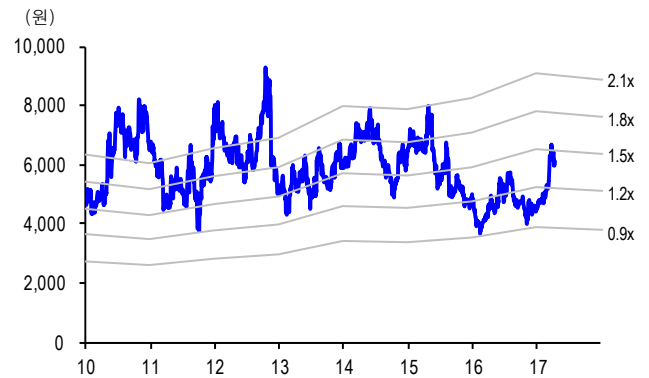
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, 신한금융투자

예림당의 12개월 선행 PER 밴드



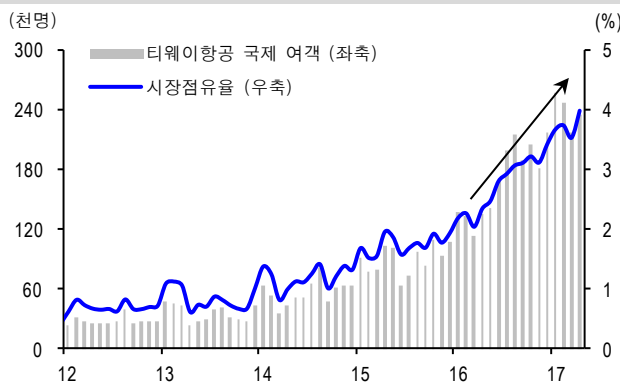
자료: QuantiWise, 신한금융투자

예림당의 12개월 선행 PBR 밴드



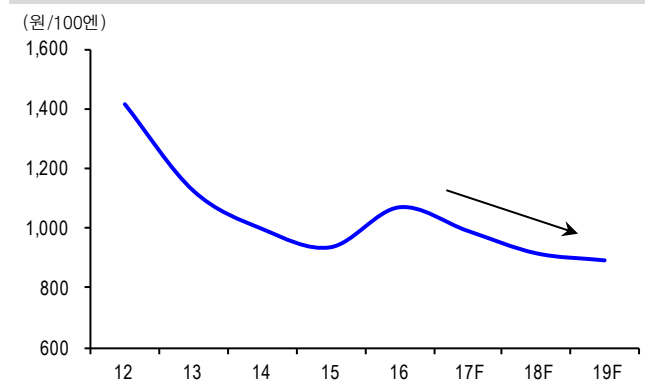
자료: QuantiWise, 신한금융투자

티웨이항공의 국제선 여객 및 시장 점유율 추이



자료: 한국공항공사, 인천공항공사, 신한금융투자

원/엔 환율 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	223.1	245.5	305.0	332.1	383.7
유동자산	78.8	95.7	156.7	184.6	236.8
현금및현금성자산	32.1	28.4	81.0	102.3	150.9
매출채권	16.0	19.3	21.7	23.6	24.6
재고자산	14.0	15.5	17.4	19.0	19.8
비유동자산	144.2	149.8	148.4	147.5	146.8
유형자산	58.1	54.4	53.8	53.0	52.6
무형자산	56.0	55.9	55.6	55.1	54.6
투자자산	1.0	6.2	5.1	5.6	5.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	117.5	131.4	153.1	144.2	152.1
유동부채	85.9	114.1	136.6	126.3	133.4
단기차입금	5.8	4.8	24.0	5.2	7.7
매입채무	3.9	6.3	6.4	7.0	7.3
유동성장기부채	13.6	14.4	16.3	16.3	16.3
비유동부채	31.6	17.3	16.5	17.9	18.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	8.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	105.6	114.1	152.0	187.9	231.6
자본금	11.6	11.6	11.6	11.6	11.6
자본잉여금	37.2	35.6	38.9	38.9	38.9
기타자본	(0.6)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	38.5	43.5	49.6	47.3	45.6
지배주주지분	86.7	90.9	100.2	97.8	96.1
비지배주주지분	18.9	23.2	51.8	90.1	135.5
*총차입금	27.7	19.4	40.4	21.7	24.3
*순차입금(순현금)	(12.4)	(25.0)	(58.5)	(100.1)	(147.1)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	29.7	46.5	37.0	53.0	58.8
당기순이익	3.4	6.6	38.2	41.7	49.4
유형자산상각비	8.1	10.1	12.0	12.1	11.9
무형자산상각비	1.5	1.6	0.7	0.7	0.7
외화환산손실(이익)	(0.6)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	13.7	11.3	(10.4)	3.7	2.6
(법인세납부)	(1.4)	(0.4)	(7.1)	(12.3)	(14.6)
기타	5.2	17.5	3.7	7.2	8.9
투자활동으로인한현금흐름	(24.6)	(33.9)	(11.2)	(8.5)	(7.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(12.6)	(7.5)	(12.2)	(11.7)	(11.4)
유형자산의감소	0.3	0.2	0.3	0.4	0.0
무형자산의감소(증가)	(3.9)	(0.4)	(0.4)	(0.2)	(0.2)
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.3	(0.5)	(0.2)
기타	(8.4)	(26.2)	0.8	3.5	4.8
FCF	18.5	35.3	38.8	49.4	54.9
재무활동으로인한현금흐름	(0.8)	(16.5)	25.0	(23.3)	(3.2)
차입금의증가(감소)	2.5	(16.5)	21.1	(18.7)	2.5
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(3.5)	0.0	0.0	(4.6)	(5.8)
기타	0.2	0.0	3.9	(0.0)	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	1.9	0.1	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.2)	0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	4.2	(3.7)	52.6	21.3	48.5
기초현금	27.9	32.1	28.4	81.0	102.3
기말현금	32.1	28.4	81.0	102.3	150.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	319.3	452.8	584.2	645.1	680.8
증가율 (%)	9.2	41.8	29.0	10.4	5.5
매출원가	268.3	377.0	463.5	509.0	531.6
매출총이익	51.0	75.7	120.8	136.1	149.2
매출총이익률 (%)	16.0	16.7	20.7	21.1	21.9
판매관리비	45.3	56.5	69.6	77.7	81.9
영업이익	5.7	19.2	51.1	58.4	67.3
증가율 (%)	(70.3)	240.3	165.7	14.2	15.3
영업이익률 (%)	1.8	4.3	8.8	9.1	9.9
영업외손익	(2.0)	(11.1)	(5.1)	(4.5)	(3.4)
금융손익	(1.2)	(8.8)	(2.9)	(2.4)	(1.4)
기타영업외손익	(0.8)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	(2.1)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	3.7	8.1	46.1	53.9	63.9
법인세비용	0.2	1.5	7.1	12.3	14.6
계속사업이익	3.4	6.6	38.1	41.6	49.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1
당기순이익	3.4	6.6	38.2	41.7	49.4
증가율 (%)	(70.1)	93.4	477.9	9.3	18.5
순이익률 (%)	1.1	1.5	6.5	6.5	7.3
(지배주주)당기순이익	2.3	5.4	22.3	24.2	28.6
(비지배주주)당기순이익	1.1	1.2	35.0	38.3	45.4
총포괄이익	3.4	6.9	37.4	41.7	49.4
(지배주주)총포괄이익	2.3	5.8	20.2	22.5	26.7
(비지배주주)총포괄이익	1.1	1.1	17.2	19.2	22.8
EBITDA	15.2	30.9	63.8	71.2	79.8
증가율 (%)	(43.4)	102.6	106.6	11.5	12.2
EBITDA 이익률 (%)	4.8	6.8	10.9	11.0	11.7

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

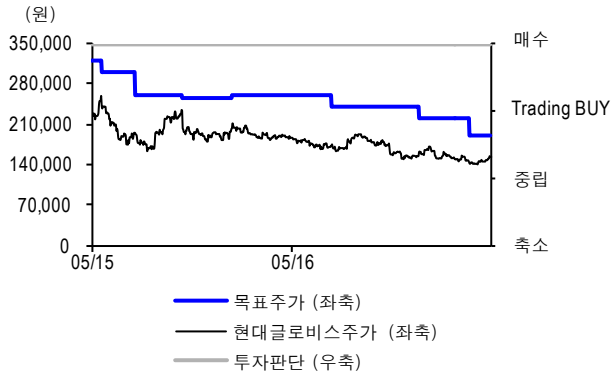
주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	148	287	1,657	1,811	2,145
EPS (지배순이익, 원)	101	234	968	1,050	1,243
BPS (자본총계, 원)	4,584	4,954	6,597	8,158	10,053
BPS (지배지분, 원)	3,764	3,946	4,348	4,245	4,171
DPS (원)	0	0	200	250	250
PER (당기순이익, 배)	33.5	16.0	3.8	3.5	3.0
PER (지배순이익, 배)	49.3	19.6	6.6	6.0	5.1
PBR (자본총계, 배)	1.1	0.9	1.0	0.8	0.6
PBR (지배지분, 배)	1.3	1.2	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA (배)	7.9	3.4	2.2	1.9	1.7
배당성향 (%)	0.0	0.0	20.7	23.8	20.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	3.1	3.9	3.9
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	4.8	6.8	10.9	11.0	11.7
영업이익률 (%)	1.8	4.3	8.8	9.1	9.9
순이익률 (%)	1.1	1.5	6.5	6.5	7.3
ROA (%)	1.6	2.8	13.9	13.1	13.8
ROE (지배순이익, %)	2.7	6.1	23.3	24.4	29.5
ROIC (%)	5.9	20.3	61.9	65.5	79.6
안정성					
부채비율 (%)	111.3	115.1	100.7	76.8	65.7
순차입금비율 (%)	(11.8)	(21.9)	(38.5)	(53.3)	(63.5)
현금비율 (%)	37.4	24.9	59.3	81.0	113.1
이자보상배율 (배)	1.8	6.7	13.2	13.8	30.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(16.6)	(12.9)	(14.5)	(16.3)	(16.1)
재고자산회수기간 (일)	13.8	11.9	10.3	10.3	10.4
매출채권회수기간 (일)	15.7	14.2	12.8	12.8	12.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

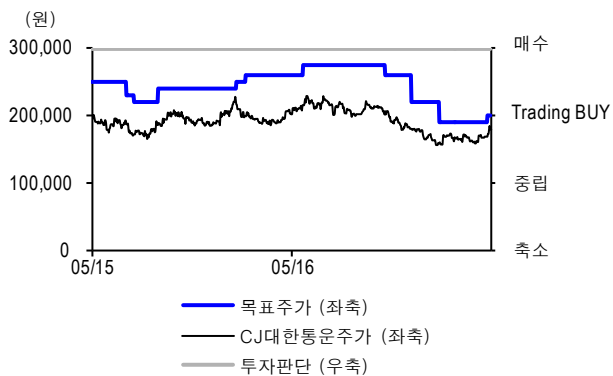
투자의견 및 목표주가 추이

현대글로벌비스 (086280)



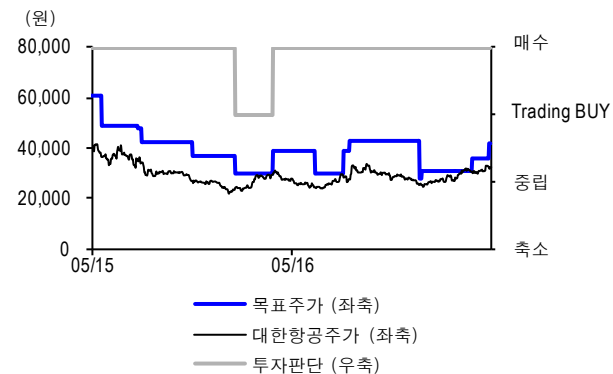
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 16일	매수	320,000
2015년 06월 04일	매수	300,000
2015년 08월 04일	매수	260,000
2015년 10월 29일	매수	255,000
2016년 01월 28일	매수	260,000
2016년 07월 28일	매수	240,000
2017년 01월 04일	매수	220,000
2017년 04월 06일	매수	190,000

CJ대한통운 (000120)



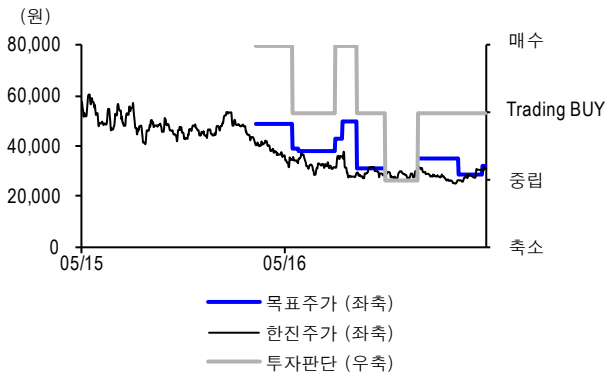
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 16일	매수	250,000
2015년 07월 19일	매수	230,000
2015년 08월 02일	매수	220,000
2015년 09월 15일	매수	240,000
2016년 02월 05일	매수	250,000
2016년 02월 22일	매수	260,000
2016년 06월 06일	매수	275,000
2016년 11월 03일	매수	260,000
2016년 12월 21일	매수	220,000
2017년 02월 10일	매수	190,000
2017년 05월 09일	매수	200,000

대한항공 (003490)



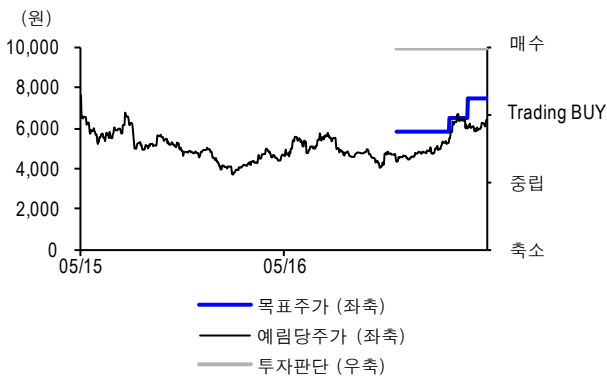
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 16일	매수	61,000
2015년 06월 04일	매수	49,000
2015년 08월 09일	매수	48,000
2015년 08월 16일	매수	42,500
2015년 11월 17일	매수	37,000
2016년 02월 03일	Trading BUY	30,000
2016년 04월 12일	매수	39,000
2016년 06월 28일	매수	30,000
2016년 08월 19일	매수	39,000
2016년 08월 30일	매수	43,000
2017년 01월 05일	매수	28,000
2017년 01월 09일	매수	31,000
2017년 04월 11일	매수	36,000
2017년 05월 12일	매수	42,000

한진 (002320)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2016년 03월 27일	매수	49,000
2016년 06월 01일	Trading BUY	39,000
2016년 06월 12일	Trading BUY	38,000
2016년 08월 17일	매수	43,000
2016년 08월 30일	매수	50,000
2016년 09월 25일	Trading BUY	31,000
2016년 11월 15일	중립	-
2017년 01월 13일	Trading BUY	35,000
2017년 03월 27일	Trading BUY	28,500
2017년 05월 09일	Trading BUY	32,000

예림당 (036000)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2016년 12월 04일	매수	5,800
2017년 03월 09일	매수	6,500
2017년 04월 11일	매수	7,500
2017년 05월 16일	매수	8,500

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자 : 박광래, 조용민).
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다.
- ◆ 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

- ◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상
- ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%
- ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%
- ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하

센터

- ◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
- ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
- ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 12일 기준)

매수 (매수)	89.15%	Trading BUY (중립)	7.55%	중립 (중립)	3.30%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----

메모

메모

고객지원센터 : 1588-0365

서울특별시 영등포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com



신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	구로	02) 857-8600	대치센트레빌	02) 554-2878	보라매	02) 820-2000	여의도	02) 3775-4270
강남중앙	02) 6354-5300	남대문	02) 757-0707	도곡	02) 2057-0707	삼성역	02) 563-3770	연희동	02) 3142-6363
관악	02) 887-0809	노원역	02) 937-0707	마포	02) 718-0900	삼풍	02) 3477-4567	영업부	02) 3772-1200
광교	02) 739-7155	논현	02) 518-2222	명동	02) 752-6655	송파	02) 449-0808	잠실산천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	답십리	02) 2217-2114	목동	02) 2653-0844	신당	02) 2254-4090	중부	02) 2270-6500
종로영업소	02) 722-4388	성수동영업소	02) 466-4228	반포	02) 533-1851	압구정	02) 511-0005		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	수원	031) 246-0606	의정부	031) 848-9100	판교	031) 8016-0266		
분당	031) 712-0109	안산	031) 485-4481	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010		
산본	031) 392-1141	인천	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600	평촌	031) 381-8686		
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777		
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500		
대구·경북지역									
구미	054) 451-0707	대구수성	053) 642-0606	안동	054) 855-0606			제주지역	
대구	053) 423-7700	시지	053) 793-8282	포항	054) 252-0370			서귀포	064) 732-3377
								제주	064) 743-9011
대전·충북지역									
대전	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600			강원지역	
								강릉	033) 642-1777
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911				
군산	063) 442-9171	여수	061) 682-5262	수완	062) 956-0707				
PWM Lounge									
경희궁	02) 2196-4655	명동	02) 718-0149	성수동	02) 466-4227	울산	052) 261-6127	종로중앙	02) 712-7106
과천	02) 3679-1410	부산서면	051) 243-3070	신제주	064) 743-0752	의정부	031) 848-0125	평촌	031) 386-0583
광교영업부	02) 777-1559	산본중앙	031) 396-5094	영업부	02) 3783-1025	종로	02) 722-4388	평택	031) 657-0136
마포중앙	02) 718-5029	서여의도	02) 3775-1458						
PWM센터									
강남	02) 508-2210	목동	02) 2649-0101	서울FC	02) 778-9600	이촌동	02) 3785-2536	부산	051) 819-9011
강남대로	02) 523-7471	반포	02) 3478-2400	서초	02) 532-6181	인천	032) 464-0707	PVG강남	02) 559-3399
광주	062) 524-8452	방배	02) 537-0885	스타	02) 2052-5511	일산	031) 906-3891	PVG서울	02) 6050-8100
대구	053) 252-3560	분당	031) 717-0280	압구정	02) 541-5566	잠실	02) 2143-0800		
대전	042) 489-7904	분당중앙	031) 718-5015	압구정중앙	02) 547-0202	태평로	02) 317-9100		
도곡	02) 554-6556	서교	02) 335-6600	여의도	02) 782-8331	해운대	051) 701-2200		
해외현지법인/사무소									
뉴욕	(1-212) 397-4000	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356	호치민	(84-8) 6299-8000	호치민 사무소	(84-8) 3824-6445
인도네시아	(62-21) 5140-1133								