

## 운송플랫폼 (비중확대)

# Winner of the Cycle

류제현 jay.ryu@miraeeasset.com



# Contents

---

[요약] 강한 반등, 대장주에 집중	3
I. 항공	4
II. 해운	15
III. 물류	31
[결론] Winner of the Cycle	39
Top Picks	40
CJ대한통운(000120/매수/TP 240,000원)	
대한항공(003490/매수/TP 40,000원)	
팬오션(028670/매수/TP 9,400원)	

# [요약] 강한 반등, 대장주에 집중

## 섹터별 전망

- **항공: 백신 접종률 상승, 기대와 현실 사이**
  - 여객 시장 회복에 대한 기대감 상승, 하지만 완전한 회복은 2022년 하반기로 예상
  - 여전히 힘든 현금흐름, 지역별 차별화 지속: 선진국 > 이머징 마켓
  - 항공 화물, 여전히 유일한 생존의 키로 작용: 여객 시장 활성화시 시장 둔화 가능성은 존재
- **해운: 하반기 강세 기조 유지, 모멘텀 고점에 대한 고민도 필요**
  - 컨테이너: 운임 고점은 유지, 단 추가 급등에 대한 부담은 상존
  - 건화물: 과열 양상 없는 건전한 상승, 선박 주문 부진으로 공급 부담도 없어 - 항만 적체는 관전 포인트
  - 탱커: 유가 상승에 기대, 단기 모멘텀은 여전히 부진
- **물류: 쿠팡이 불러온 나비효과 - 가속화되는 구조조정**
  - 쿠팡, IPO이후 5조원 가까운 실탄 확보: 물류 투자 확대시 기존 업체 입지 위축 우려
  - 직접적인 영향은 2<sup>nd</sup> Tier에게, 1등 업체의 입지는 탄탄
  - 공급망 붕괴, 컨테이너 운임 급등: PCC선과 같은 대체 운송 수요 증가

## 이슈

- **공급 충격이 야기하는 운임 강세**
  - 컨테이너 운임 고점 수준에서 하반기까지 유지될 듯. 단 이연수요 소멸 시점은 주목
- **친환경 기조의 영향을 받는 해운**
  - 이산화탄소 저감을 위한 대안은 많지 않은 상황. 고민하는 선주 지연되는 발주
- **Cost Push: 택배 분류 인력 부담 확대, 하위업체 궤 요율 추가 상승 가능성에 주목**

## 밸류에이션 & Top Picks

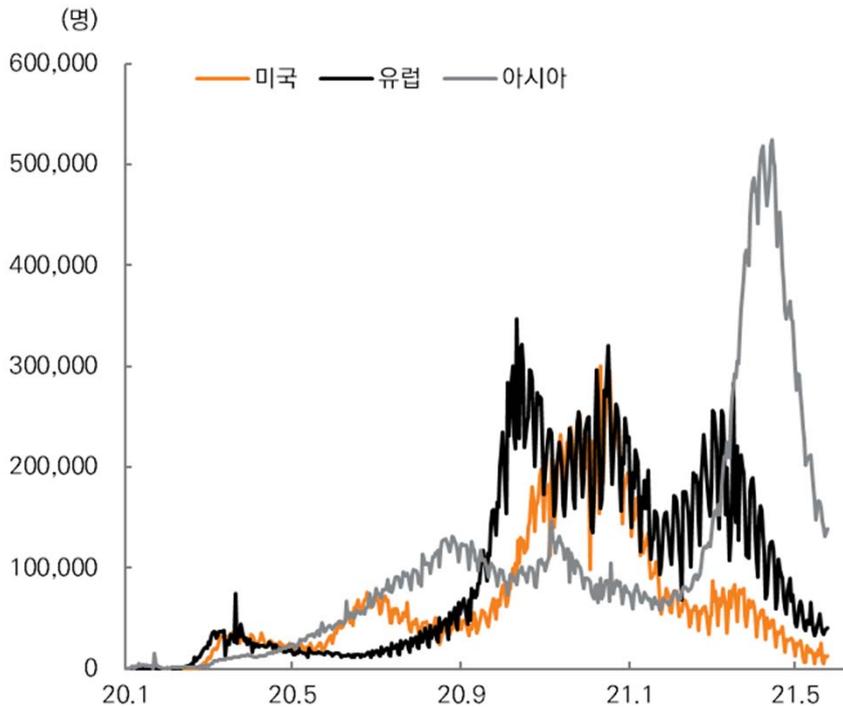
- **항공: 대한항공 인수합병 이후 공급능력까지 감안시 저평가**
- **해운: 과도해 보이는 밸류에이션, 현재는 정당화 가능: 수요 둔화시 고점에 대한 고민은 피할 수 없어**
- **물류: 역사적 최고 수준의 실적, 밸류에이션 추가 반등 요건은 충분**
- **Top Picks: CJ대한통운, 대한항공**

# I. 항공: 판데믹, 끝이 보인다

## 코로나19 접종 본격화

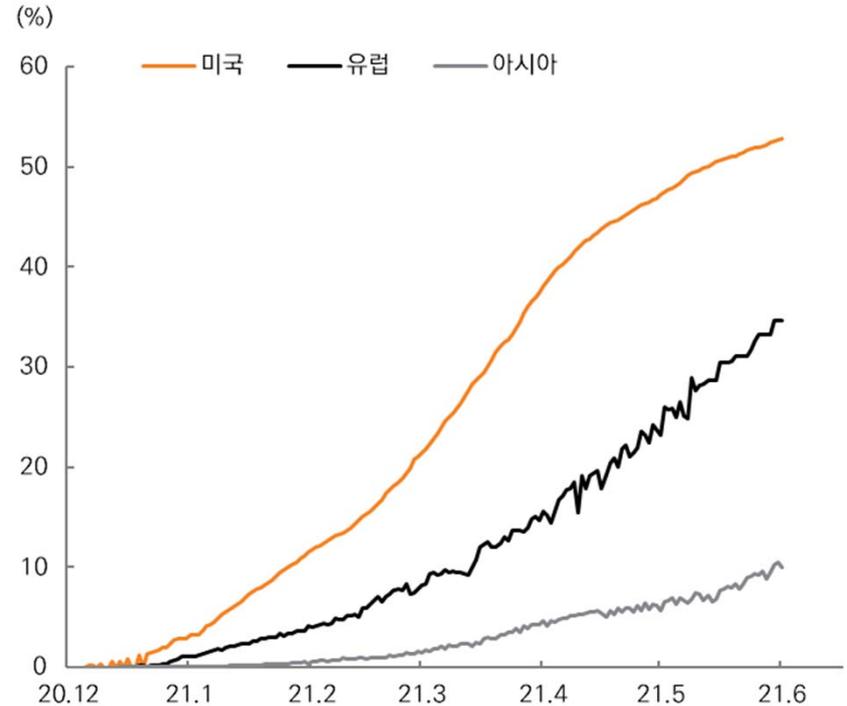
- 백신 접종자수 급증, 미국 백신 접종률 50% 돌파, 유럽 30% 돌파, 한국 30% 진입
- 다소 미흡한 아시아 접종률 (약 10%), 한국은 상대적 선전(30% 근접)
- 2021년말 지역별로 집단 면역 기대감 상승
- 일일 확진자수 역시 확연히 감소: 변이 바이러스는 변수

미국 유럽 아시아 지역의 코로나 일일 확진자 추이



자료: Our World in Data, 미래에셋증권 리서치센터

미국, 유럽, 아시아 백신 접종률



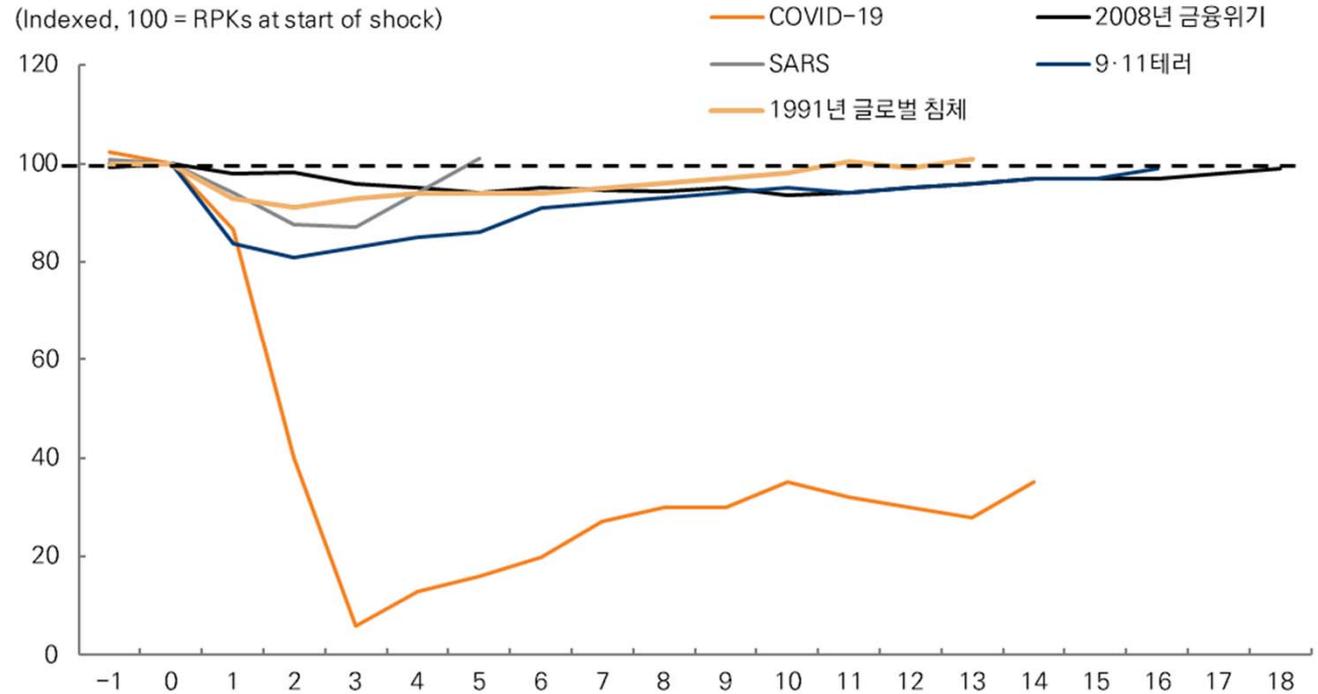
주: 아시아 백신 접종 및 인구 중국 제외  
 자료: Our World in Data, 미래에셋증권 리서치센터

# I. 항공: 판데믹, 끝이 보인다

## 과거보다 느린 회복

- 글로벌 여객 수요(RPK 기준), 과거 위기시 보다 느린 회복
- SARS 6개월, 1991 글로벌 침체 13개월, 9·11테러: 16개월, 금융위기: 18개월
- 현재 14개월째 침체 상태 유지시 30개월(2023년) 이상 시간이 필요
- 백신 접종률 급등할 경우 24개월(22년 중반) 기대

주요 항공 수요 위기 당시 수요 회복시까지 걸리는 시간



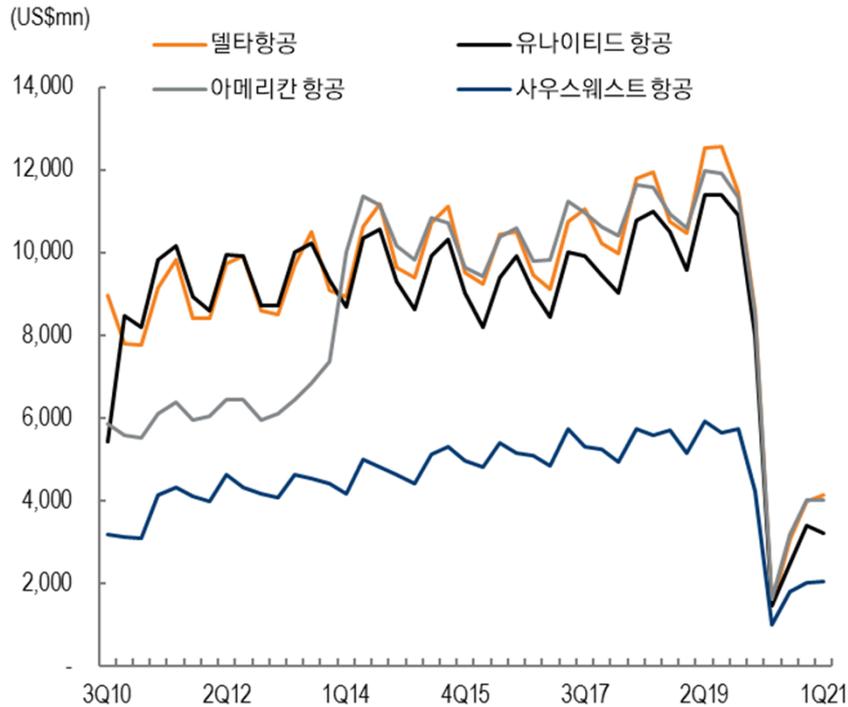
자료: IATA, 미래에셋증권 리서치센터

# I. 항공: 판데믹, 끝이 보인다

## 미국 4대 항공사 실적

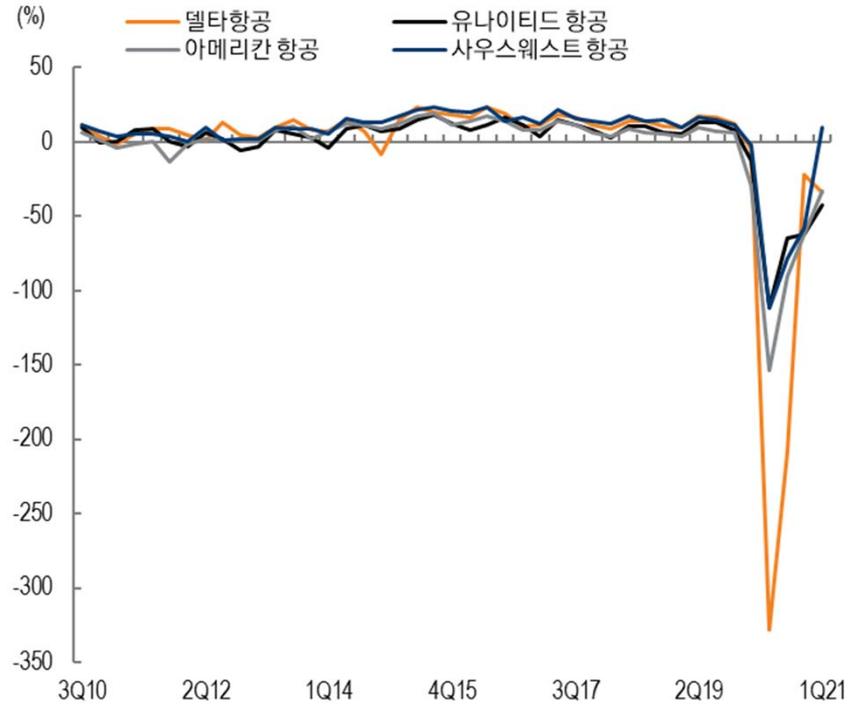
- 미국 4대 항공사: 델타, 유나이티드, 아메리칸, 사우스웨스트
- 코로나로 급락한 이후 꾸준히 회복 중
- 2010년 이후 장기 평균 영업이익률 9.1%: 코로나 시기 제외

미국 4대 항공사 매출액 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

미국 4대 항공사 영업이익률 추이



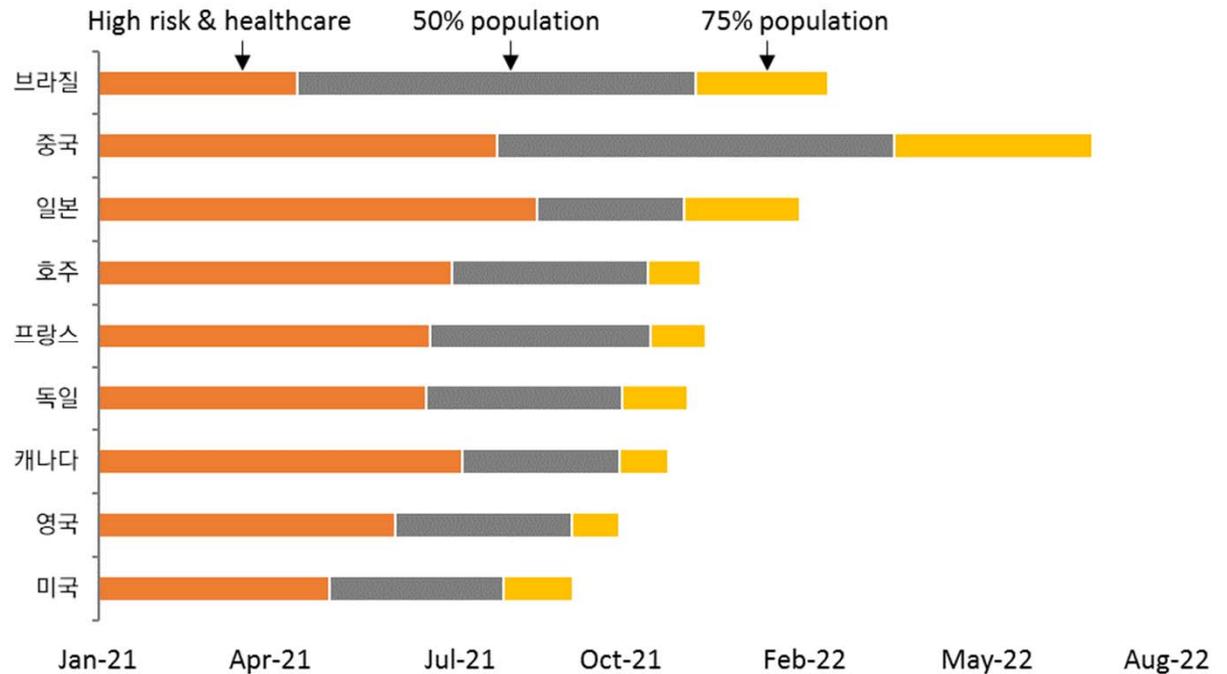
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

# I. 항공: 판데믹, 끝이 보인다

## 누가누가 잘하나?

- 접종자 비율 75% 도달 시점  
- 북미/유럽: 3Q21, 중국/일본: 1Q22~2Q22
- 트래블 버블, 접종률과 확진자 수에 따라 차별적 여행 수요 발생 예상

나라별 백신 접종 후 여행재개 전망



자료: IATA, 미래에셋증권 리서치센터

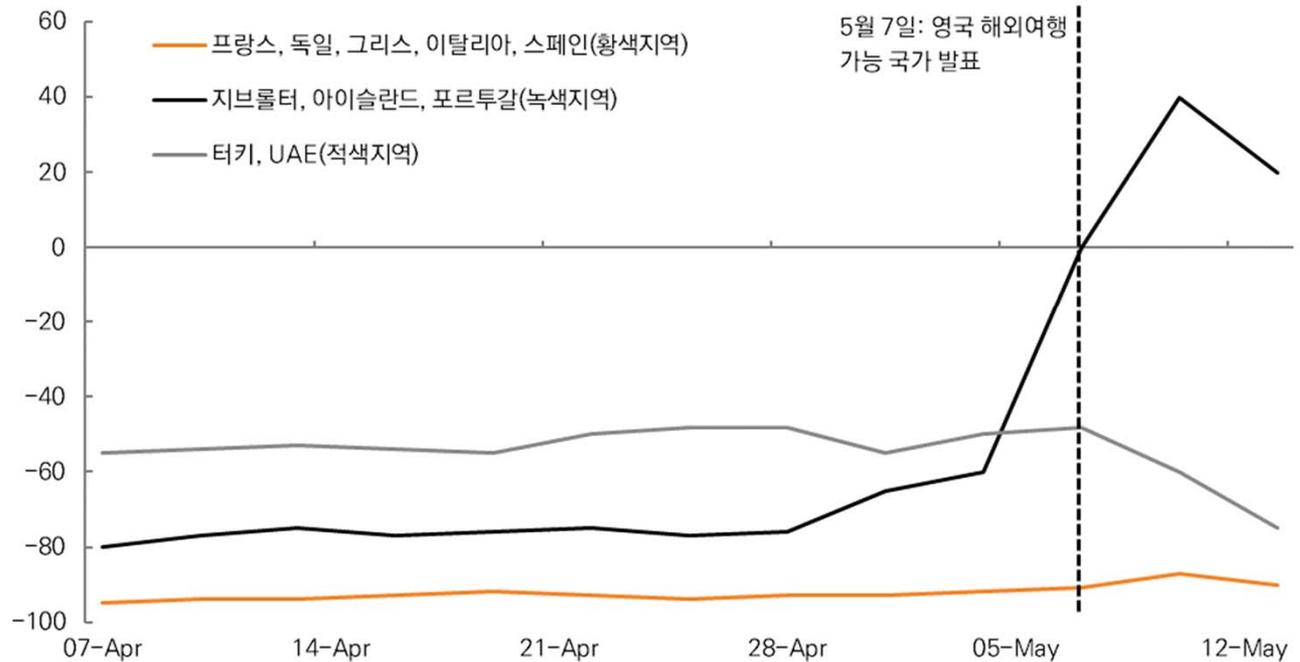
# I. 항공: 락다운 해제 이후의 모습은?

## 지역별 차별화

- 영국, 여행 해제 국면에서 코로나19 양상에 따라 여행지역을 3단계로 나눔
- 안전 지역인 녹색지역의 수요 2019년 대비 예약률 40%까지 급등
- 적색/황색지역은 여전히 부진한 모습
- 코로나 회복 초기국면에서 지역별 차별화 나타날 듯

### 영국 해외여행 가능 국가 2021 vs. 2019 예약률 비교

(2021 vs 2019 bookings from the UK, 7-day moving average)



자료: IATA, 미래에셋증권 리서치센터

# I. 항공: 락다운 해제 이후의 모습은?

## 트래블 버블, 가능성과 한계

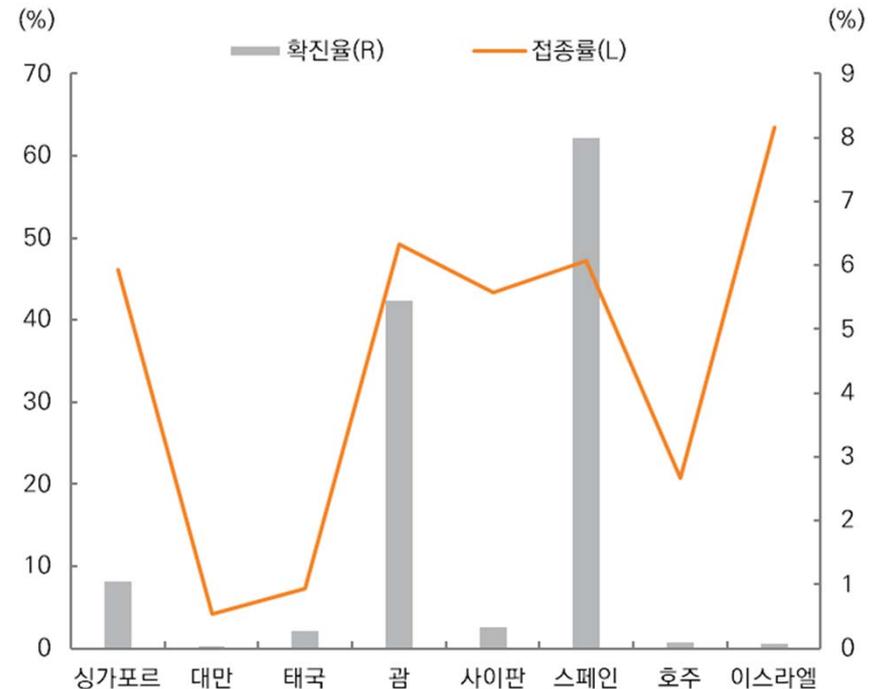
- 7월부터 트래블 버블 실시: 현재는 아시아/태평양 주요 국가
- 하지만, 유럽/미주 등 역시 본격적인 트래블 버블 추진 전망
- 스페인, 이스라엘 등을 중심으로 장거리 여객 수요 발생 가능
- 한계: 미접종 인원 여행 제한 (15세 이하 제한), 중국 불포함(시노팜 승인?), 개인여행 제한

### 트래블 버블 추진 국가

국가	확진율 (%)	접종률 (%)	인천공항 여객수 비중	
			도착	출발
싱가포르	1.1	46.2	2.2%	2.2%
대만	0.1	4.1	4.4%	4.5%
태국	0.3	7.3	5.8%	5.8%
괌	5.5	49.3	1.7%	1.7%
사이판	0.4	43.3	0.7%	0.7%
호주	0.1	20.8	0.8%	0.8%
스페인	8.0	47.2	0.4%	0.4%
이스라엘	0.1	63.5	0.1%	0.1%

주 1: 확진율, 접종률 21년 6월 23일 기준  
 자료: Our World in Data, 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

### 트래블 버블 국가별 백신 접종률 및 확진율 추이



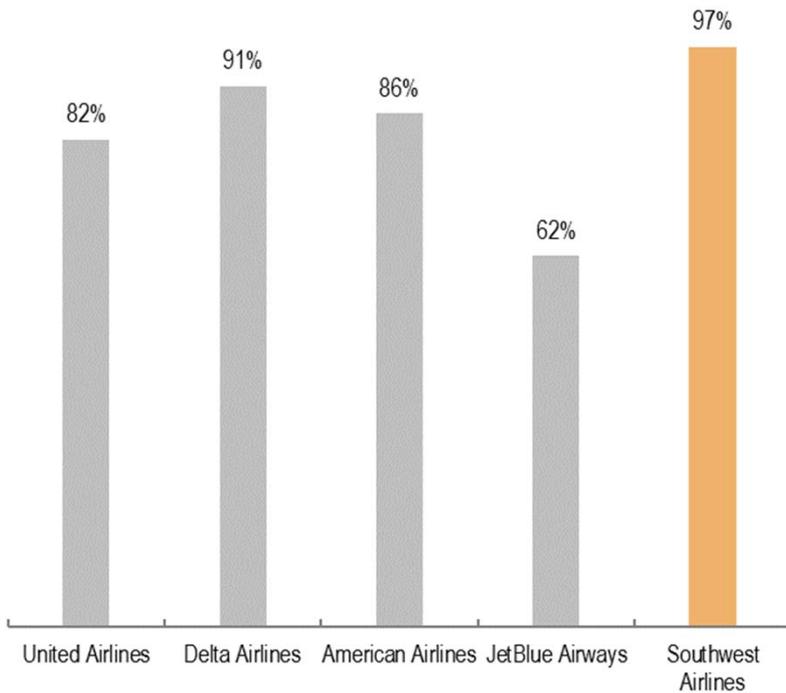
자료: Our World in Data, 미래에셋증권 리서치센터

# I. 항공: 락다운 해제 이후의 모습은?

## 높은 국내선 비중

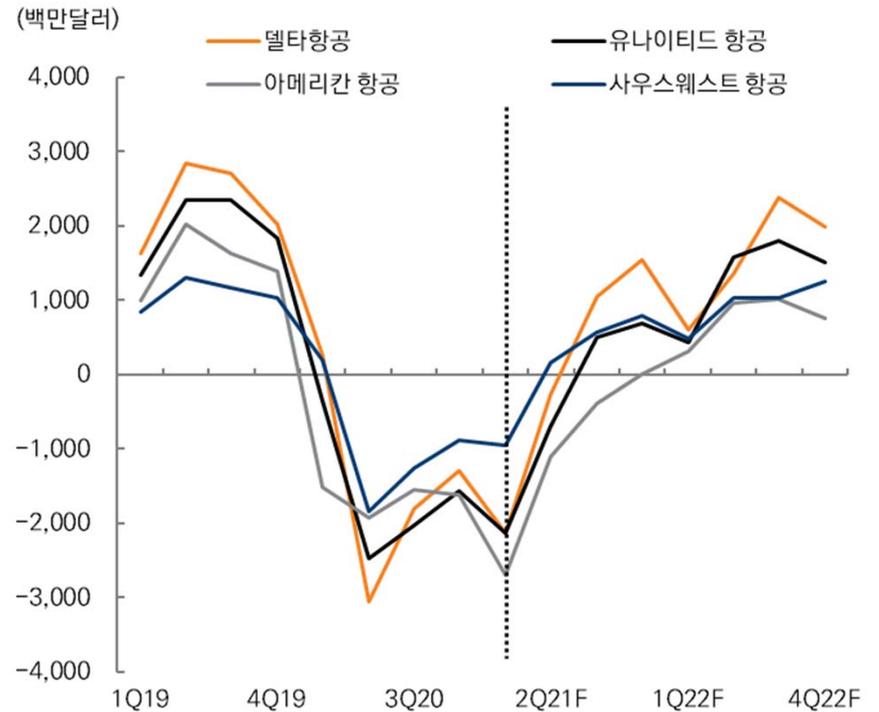
- 미국 항공사, 높은 국내선 매출 보유
- 그 중에서 LCC 대장주인 LUV(SouthWest)의 비중이 돋보여
- 빠른 실적 회복 속도 역시 이에 따라 다소 차이를 보일 듯

미국 항공사별 국내선 비중



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

미국 항공사 EBITDA 추이 및 전망



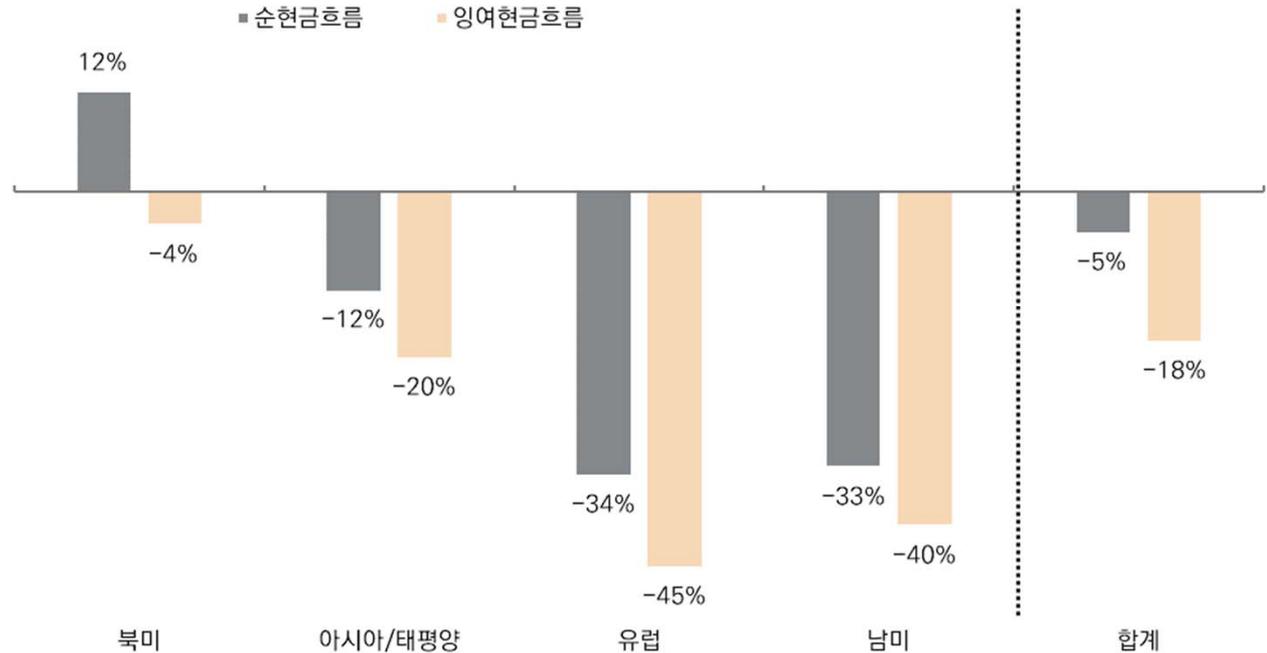
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

# I. 항공: 아직은 버티는 힘이 중요

## 차별화 되는 어려움

- 북미, 순현금흐름 매출 대비 +12% 기록: 잉여현금흐름 매출대비 -4%
- 타 지역대비 빠른 백신 접종, 풍부한 국내 수요 등이 원인
- 아시아 역시 비교적 선방하는 상황: 대형사의 항공 화물 실적 호조

지역별 현금 흐름: 북미 > 아시아 > 유럽



자료: IATA, 미래에셋증권 리서치센터

# I. 항공: 아직은 버티는 힘이 중요

## 화물: 강세기조 유지

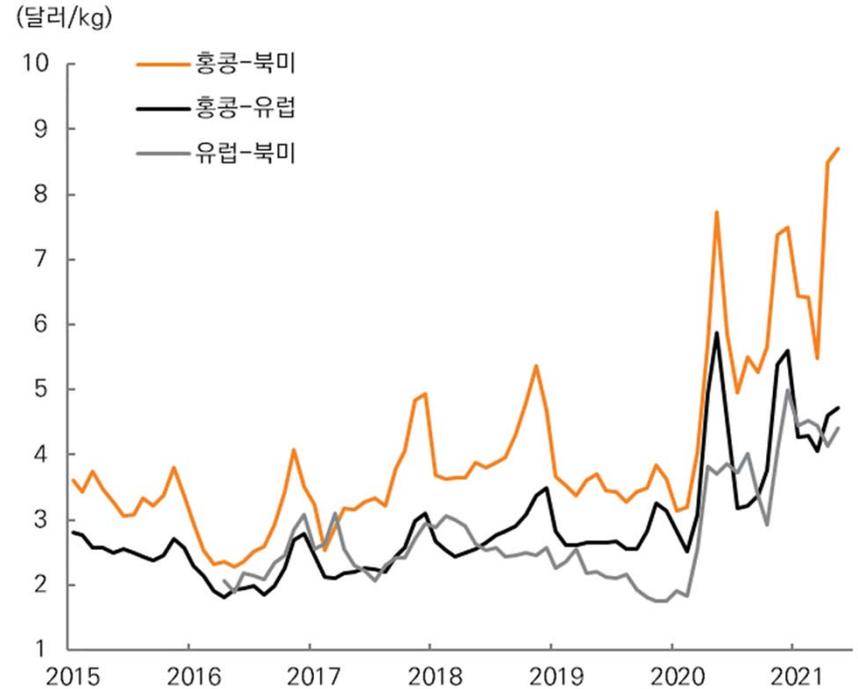
- 공급 하락으로 글로벌 화물 탑재율은 10%pt 이상 반등
- 고점대비 완만한 조정 이후 재반등세
- 성수기 견조한 수요와 공급 충격 지속의 영향

화물, 여객 L/F indicator



주: 계절성 요인 조정된 수치임  
 자료: IATA, 미래에셋증권 리서치센터

월간 항공화물 운임 추이



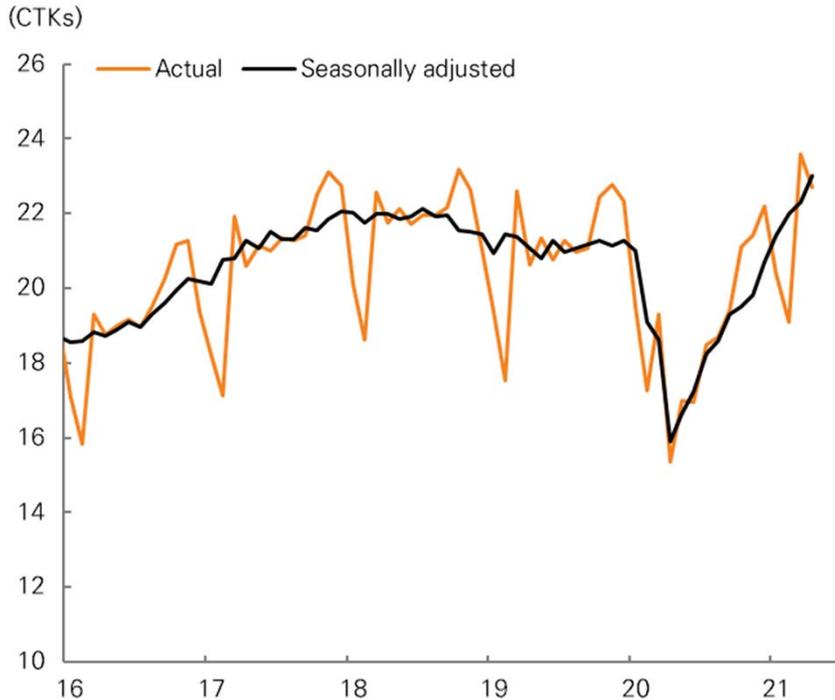
자료: ACN, TAC index, 미래에셋증권 리서치센터

# I. 항공: 아직은 버티는 힘이 중요

## 화물: 공급 충격 지속

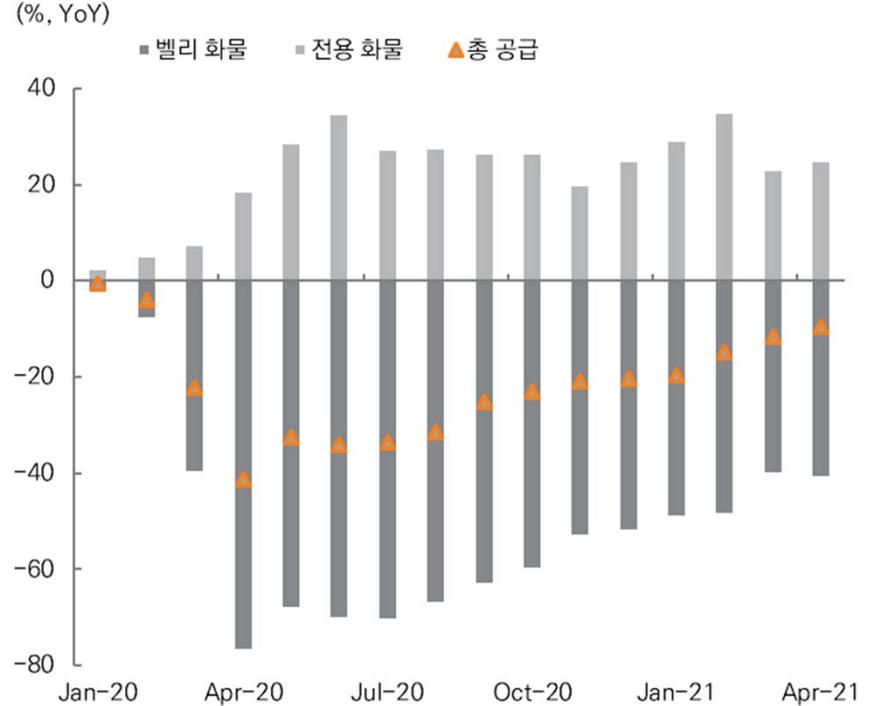
- 경기 둔화를 피할 수는 없었던 화물, 경기 재개와 함께 빠른 반등
- 벨리카고 공급 감소로 수익성 호조 지속
- 여객기 공급 확대될 경우 화물 공급 증가로 수익성은 둔화

IATA 화물, 수요 급감 속 선전했던 반등 속도



자료: IATA, 미래에셋증권 리서치센터

IATA 화물, 벨리카고 공급 감소로 나타났던 공급 부족



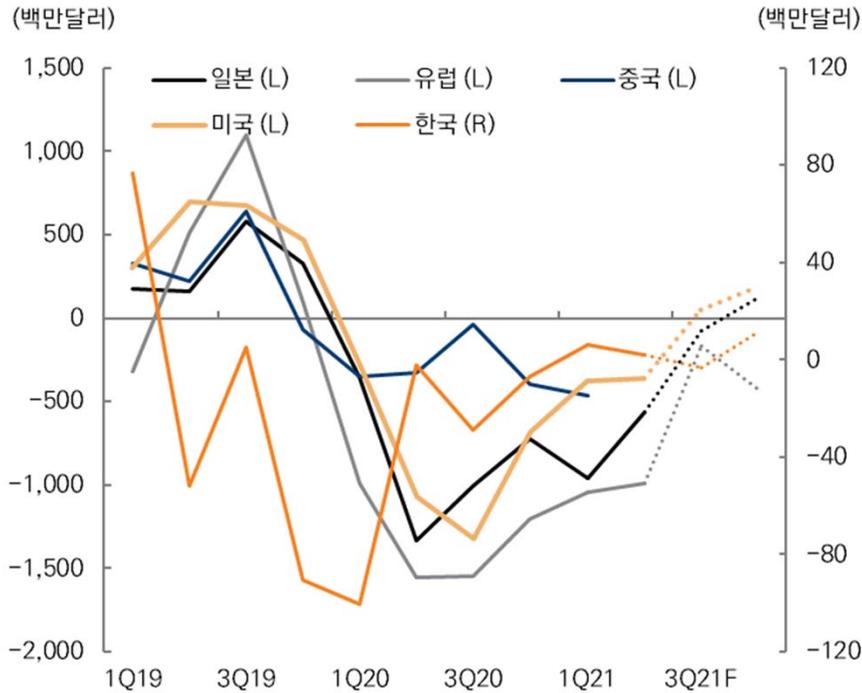
주: 21년도 YoY는 19년 기준  
 자료: IATA, 미래에셋증권 리서치센터

# I. 항공: 아직은 버티는 힘이 중요

## 영업이익 턴어라운드 진행 중

- 글로벌하게 가장 선방했던 한국의 이익 추세: 높았던 화물의 영향
- 대한항공, 주요 항공사 중 가장 선방했던 주가

각국 주요업체 합산 영업이익의 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터  
주: 중국 항공업체 수치는 미집계

각 지역 주요 플레이어 상대주가 비교



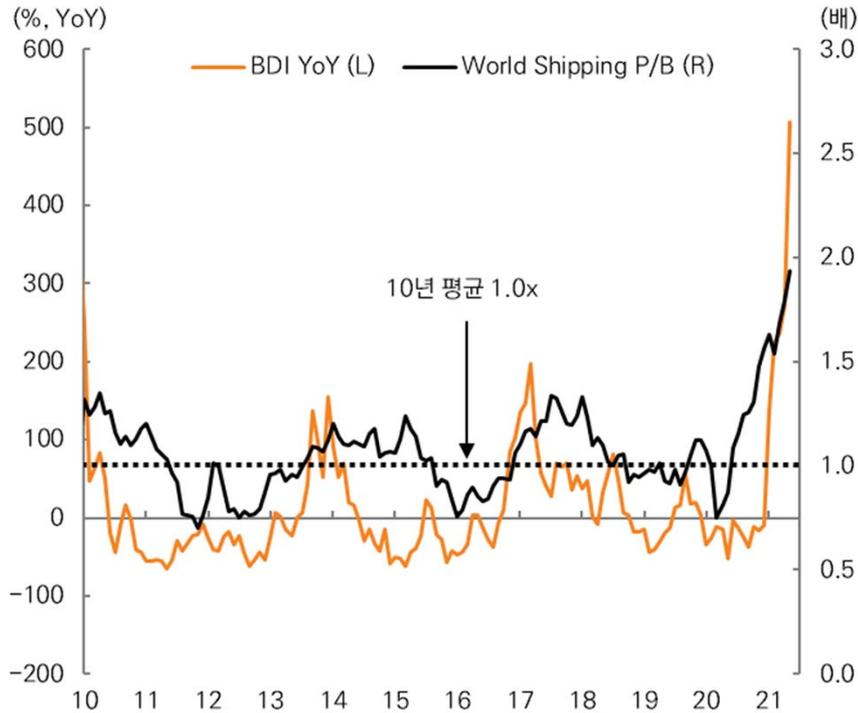
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 해운: 모멘텀 피크는 언제?

### 신기원 vs. 고점 고민

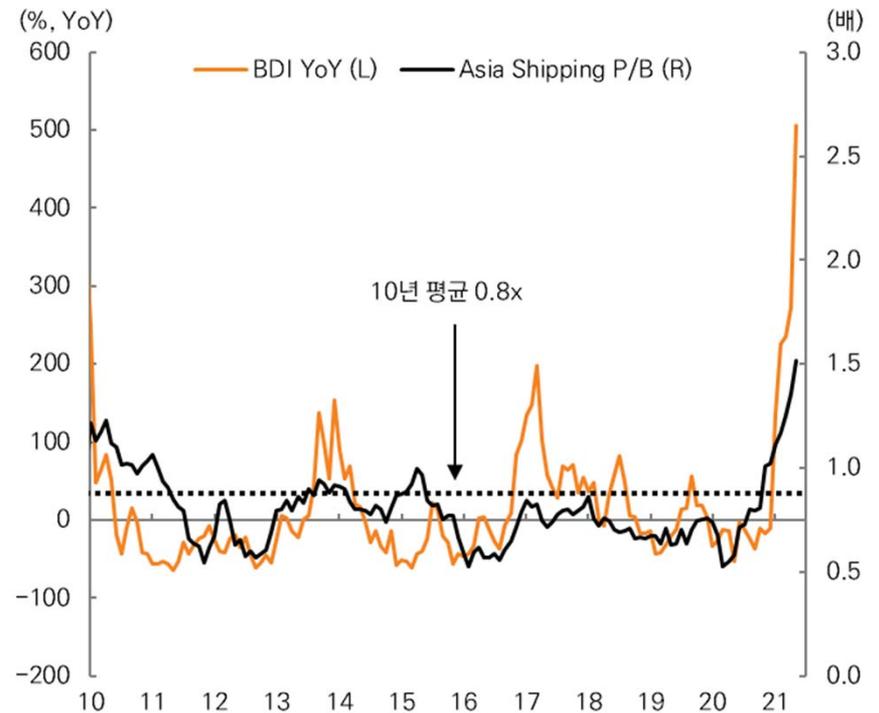
- 글로벌 선사 평균 밸류에이션 PBR 2배 근접
- 과거 10년 글로벌 평균 1.0배가 무색한 밸류에이션
- 고점 논란 속 모멘텀 고점 찾기에 대한 고민도 필요

글로벌 선사 PBR vs. BDI 추이



자료: Bloomberg, Thompson Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

아시아 선사 PBR vs. BDI 추이



자료: Bloomberg, Thompson Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 해운: 밸류에이션 개선 속, 차별화된 모멘텀

### 글로벌 Watch List

- 컨테이너: MAERSK, 코스코해운, 하팍 로이드 - 최근 밸류에이션 확장 지속
- 건화물: 선방했으나, 상대적으로 부담 없는 상황
- 탱커: 시황 저점을 다지는 중 - 여전히 부진한 주가

#### Global Shipping Watch List

업종	회사명	종목코드	시가총액 (십억원)	ROE (%)		PBR (X)		EV/EBITDA (X)	
				21F	22F	21F	22F	21F	22F
건화물	팬오션	028670 KS	3,999	8.2	8.4	1.2	1.1	9.8	7.6
건화물	퍼시픽 베이스	2343 HK	2,197	12.6	14.5	1.3	1.2	5.6	5.5
탱커	COSCO에너지운송	600026 CH	4,560	7.7	9.8	0.8	0.7	-	-
탱커	초상기선	601872 SH	6,801	12.2	12.8	1.5	1.3	12.8	9.1
컨테이너	MAERSK	MAERSKB DC	61,864	13.6	10.7	1.5	1.4	5.9	6.6
컨테이너	코스코해운	601919 CH	52,979	21.4	15.2	2.8	2.4	8.8	9.5
컨테이너	Hapag-Lloyd AG	HLAG GR	44,683	21.0	15.8	3.1	2.9	9.7	11.2

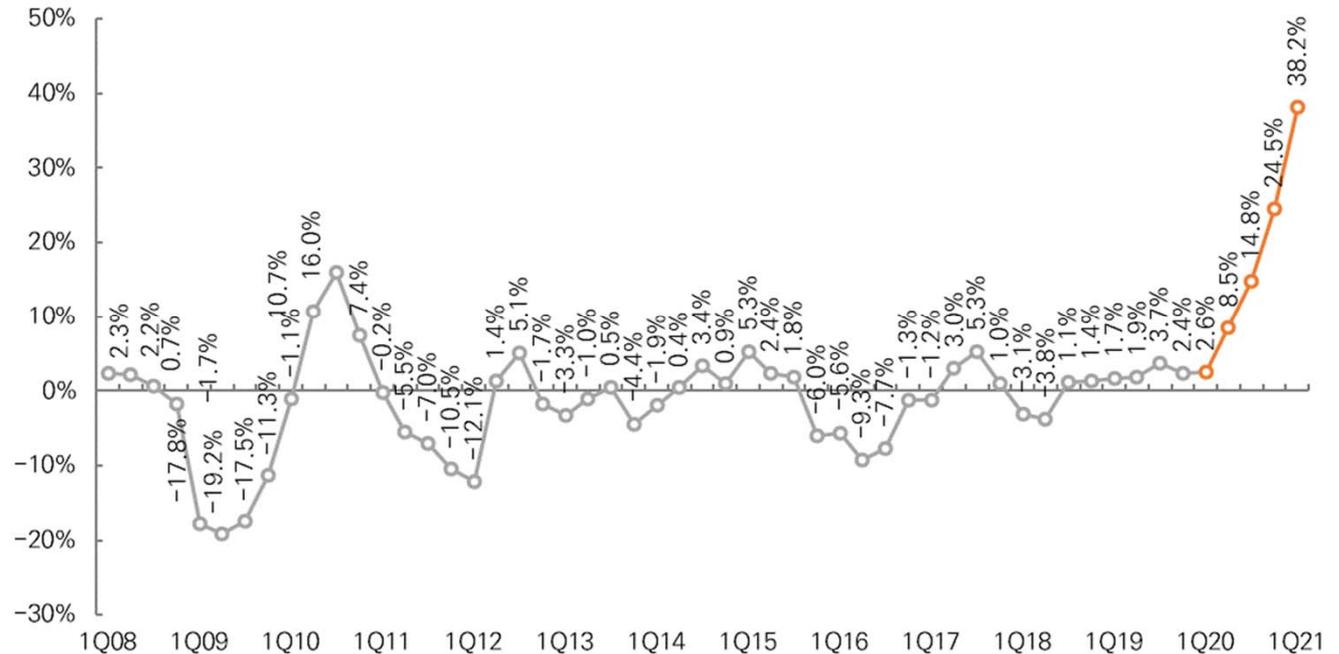
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 해운: 컨테이너, 신기원을 열다

### 사상 최대 실적 돌파

- 10대 컨테이너 선사 영업이익률 38.2%
- 대형 재고 축적 사이클이었던 2010년 3분기(16%)를 두배 이상 돌파
- 경험적 최고치에 대한 고민이 시작되는 시점
- 코로나19 이후 이연 수요 지속이 관건

2008-2021 분기별 주요 10개 컨테이너선사 평균 영업이익률 추이



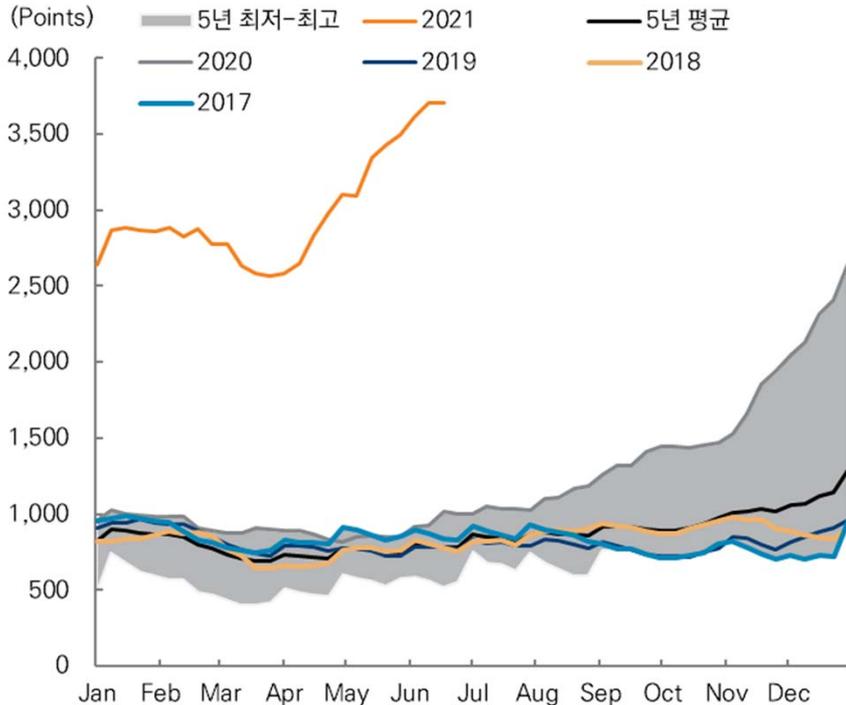
자료: Alphaliner, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 해운: 컨테이너, 신기원을 열다

### 컨테이너: 수요 반등과 공급 충격

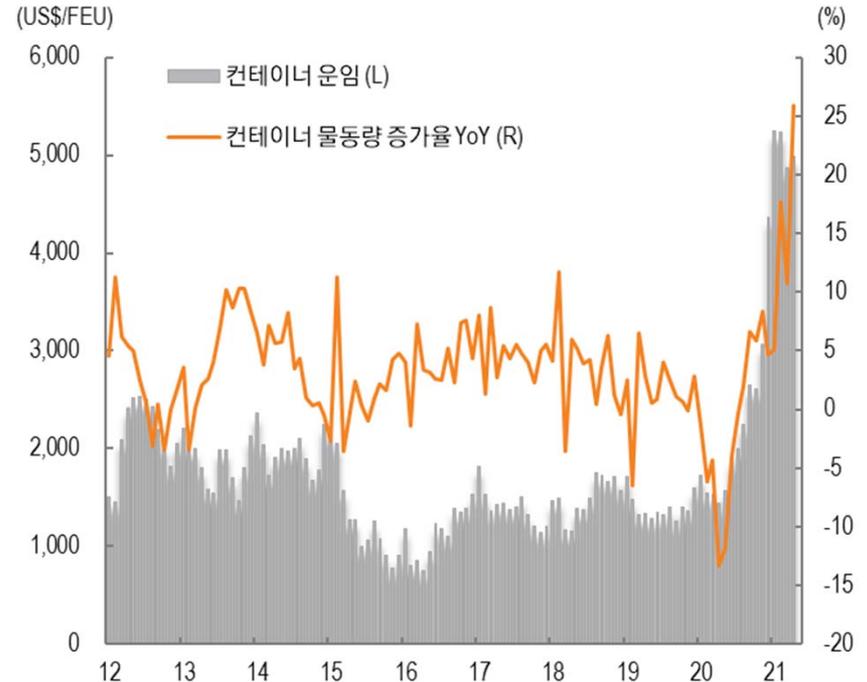
- 컨테이너 물동량 8월부터 (+) 반등, 최근 수요 증가율 고점 돌파
- 운임 SCFI 기준 사상 최고: 수요 개선, 컨테이너 박스 부족
- 재고 축적 이후 모멘텀 발생

SCFI 운임 추이



주: '5년 최저-최고' 와 '5년 평균'은 16년~20년 기준임  
 자료: Thompson Reuters Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 컨테이너 물동량 vs. 운임



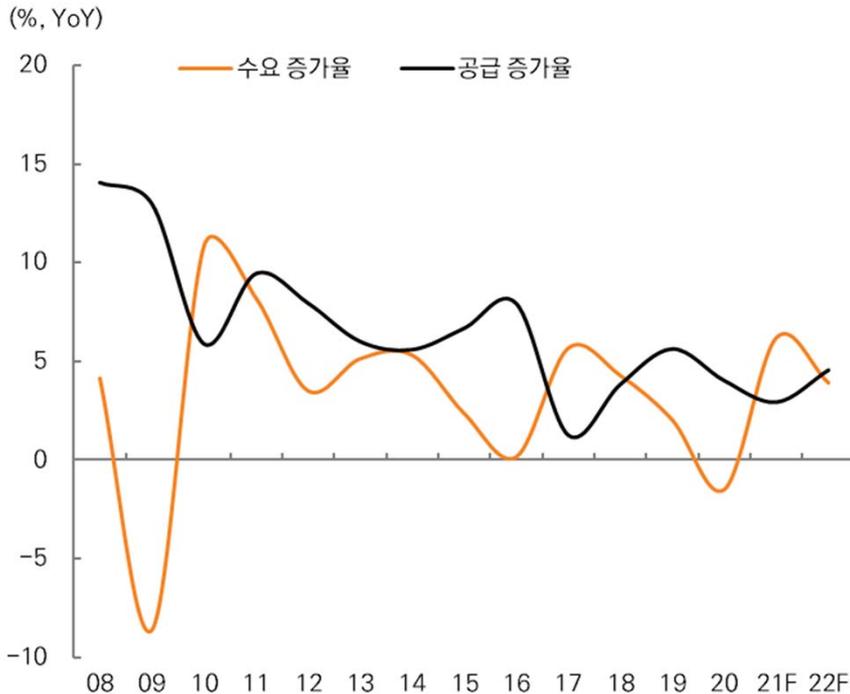
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 해운: 컨테이너, 신기원을 열다

### 컨테이너: 수요 급반등 이후에 주목

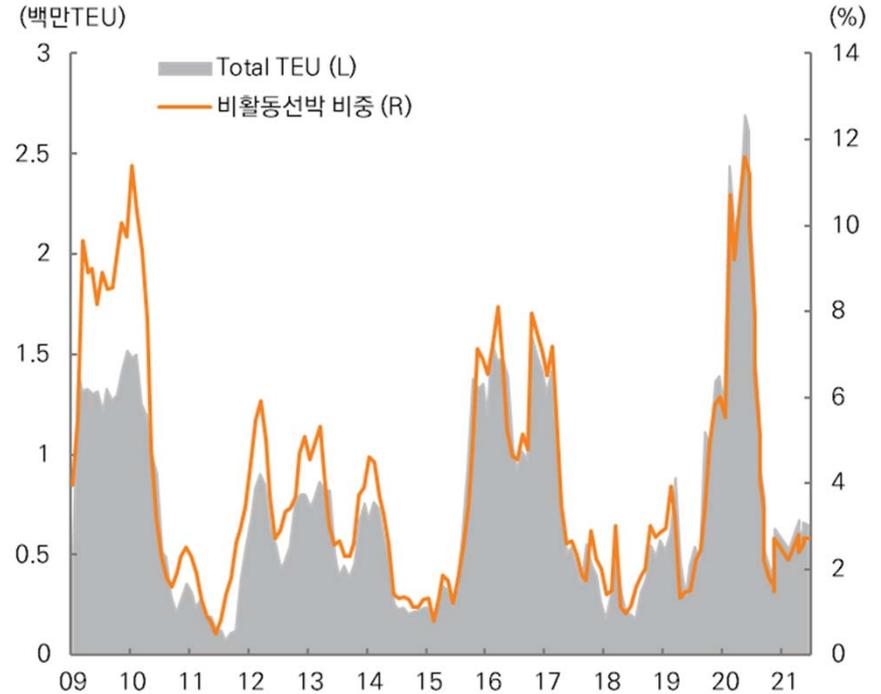
- 계선 선박(비중 2.7%, 0.63백만 TEU) 향후 부담 역시 크지 않아
- 2021년 수급 전망 2020년보다 개선
- 이연 수요 감소 시 국지적인 시황 둔화에는 대비할 필요

#### 컨테이너 수급



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

#### 계선 선박 추이



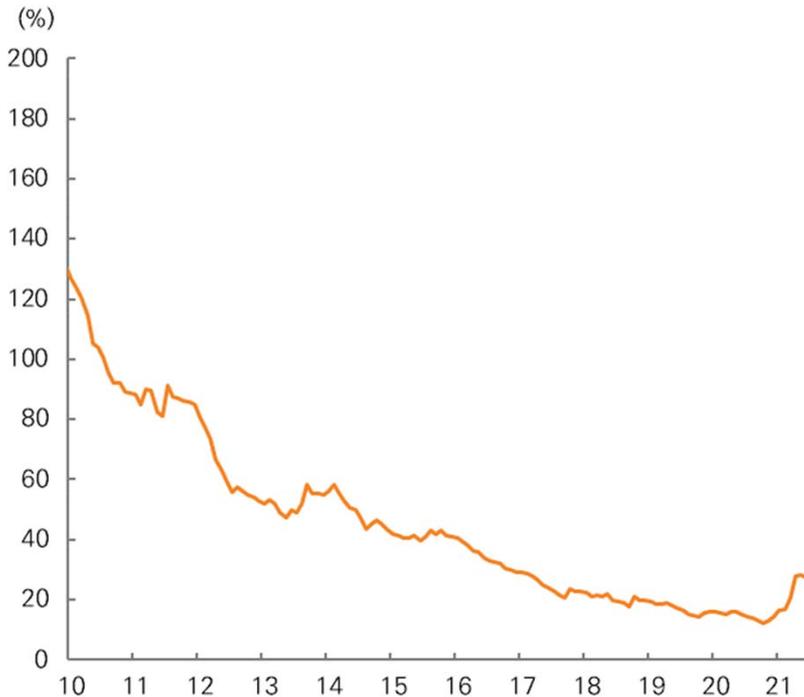
자료: Alphaliner, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 해운: 컨테이너, 신기원을 열다

### 컨테이너: 재개되는 수주 모멘텀

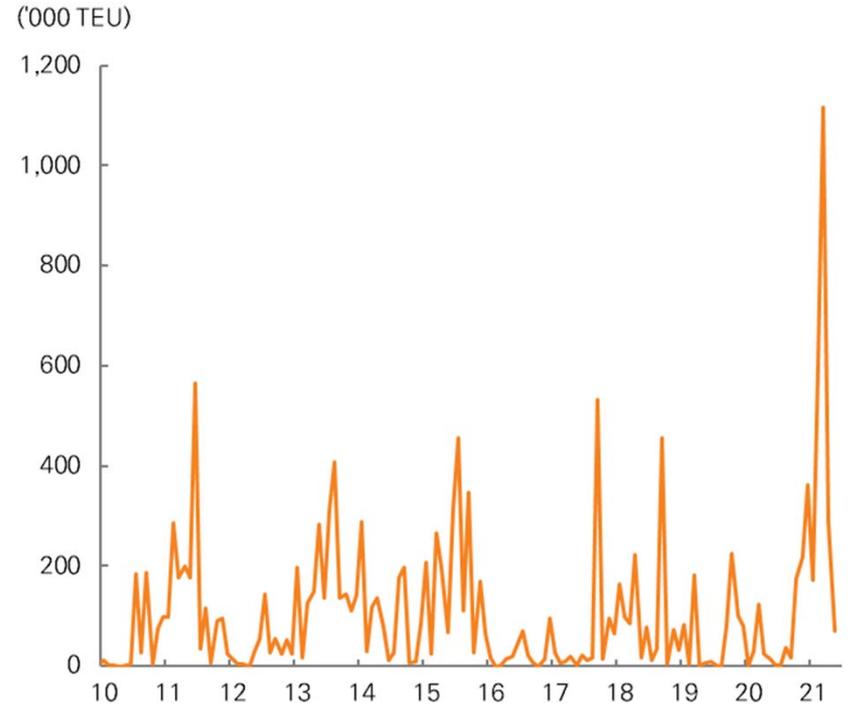
- 시황 호조와 함께 발주 재개 중
- 장기적으로는 공급 부담 증가
- 컨테이너의 극 호황 vs. 재개된 발주
- 본격적인 부담은 2022년 하반기?

선복량 대비 발주 잔량: (8000TEU): 최근 28%로 반등



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

신규 발주: 월간 백만 TEU에 육박한 후 조정



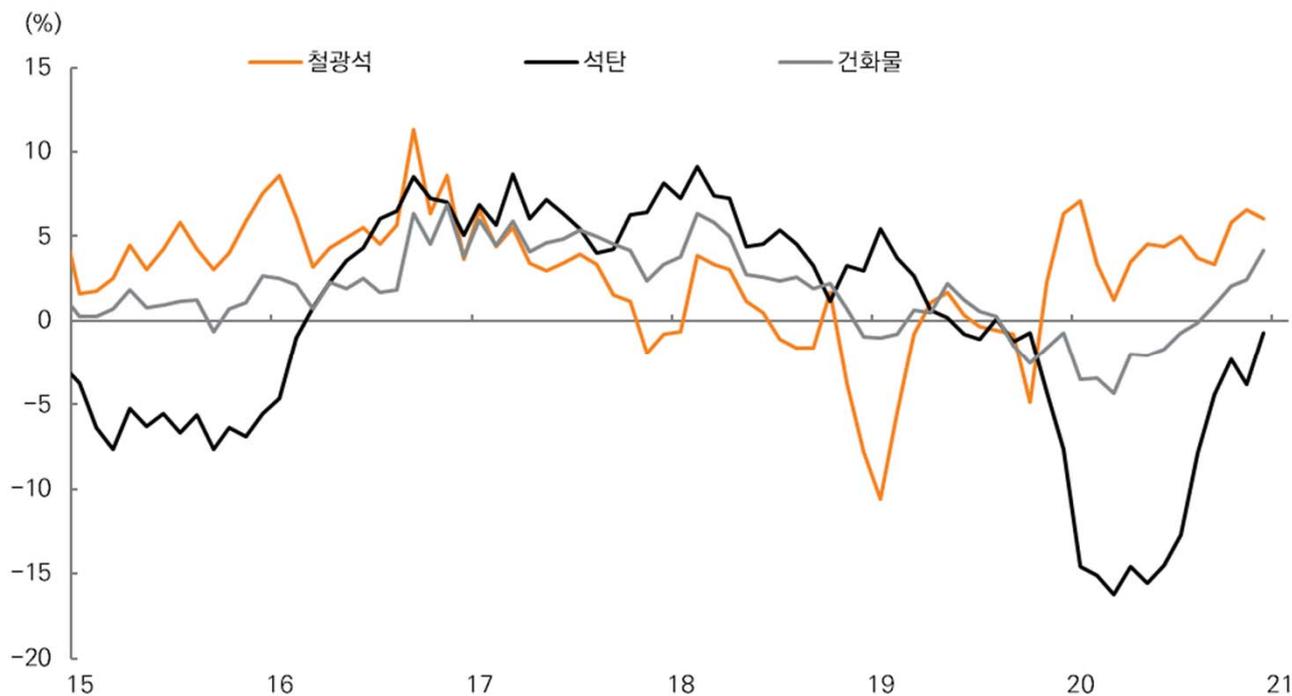
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 해운: 건화물, 건전한 회복 중

### 완만하나 꾸준한 수요 개선세

- 철광석, 주요 화종 중 가장 호조를 보이는 상황
- 석탄 수요 역시 턴어라운드 진행 중
- 전반적으로 완만하고 건전한 턴어라운드

주요 건화물 화종 수요 증가율



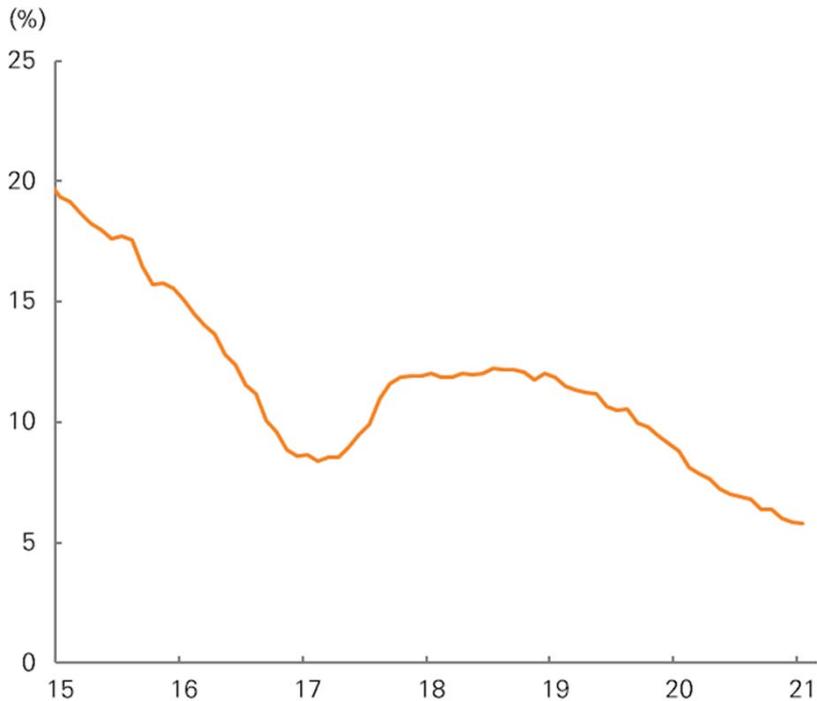
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터  
주: 2021년 4월까지 수치

## II. 해운: 건화물, 건전한 회복 중

### 건화물: 부담없는 공급

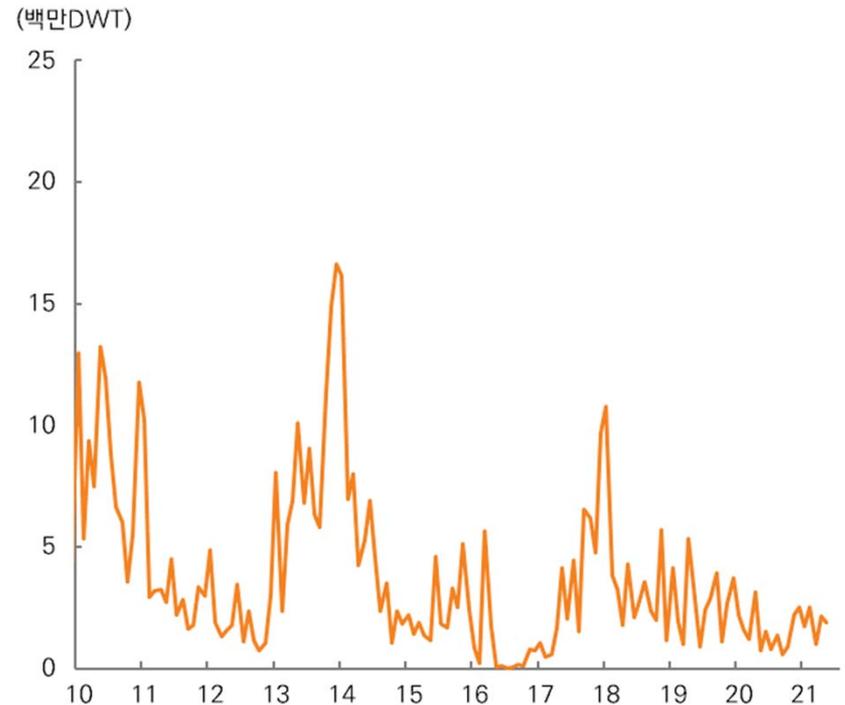
- 선복량 대비 수주잔량: 5%에 불과
- 30년래 최소 수준: 이런 적이 없었다
- 신규 발주 모멘텀도 극히 저조: 건화물선 장기 호황 가능성?

건화물선 선복량 대비 수주잔량: 역대 최저수준



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

신규 발주: 시황 호조에도 여전히 저조



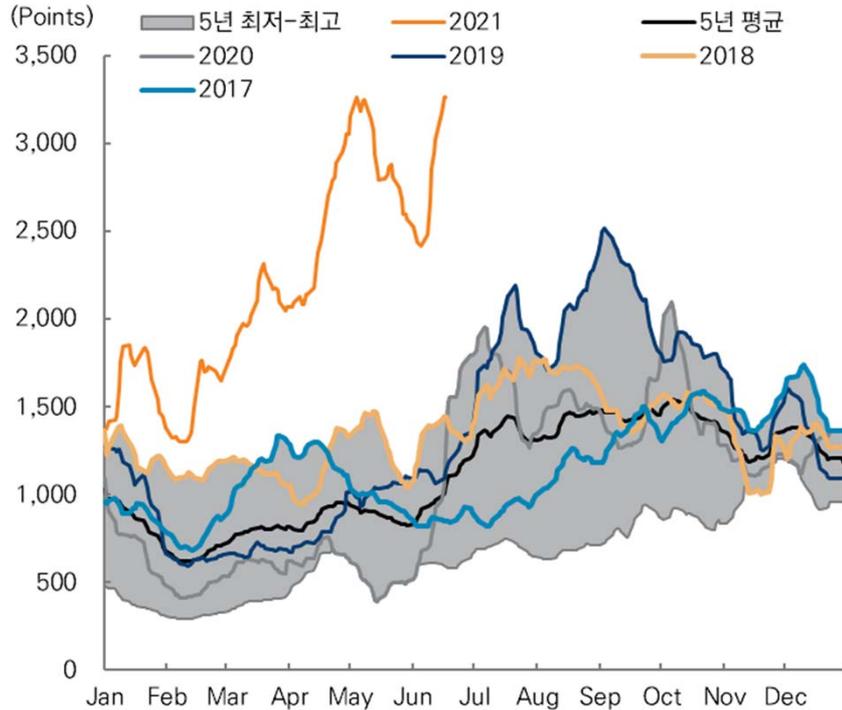
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 해운: 건화물, 건전한 회복 중

### 건화물: 재반등 시현

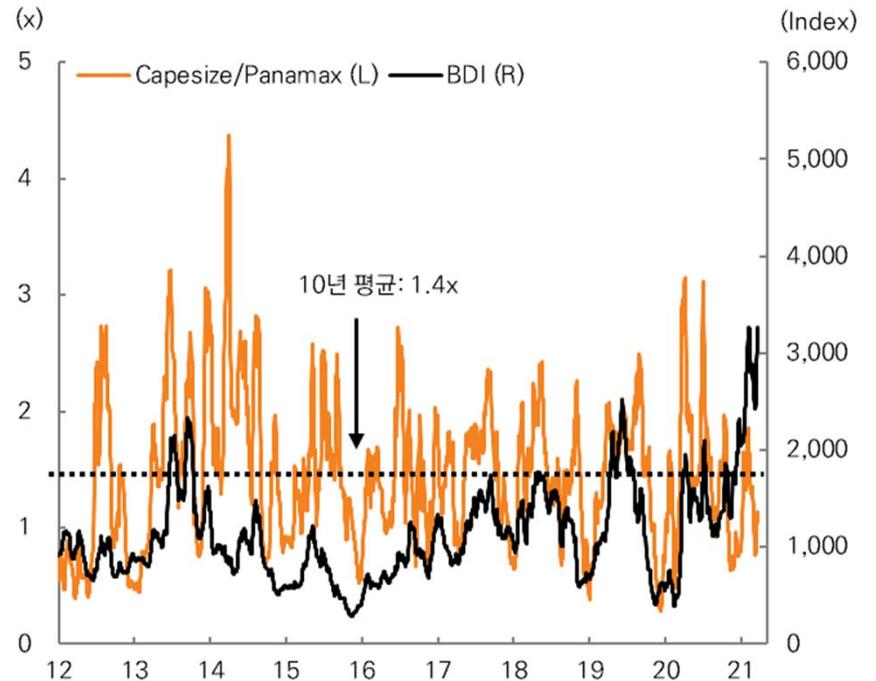
- BDI 3,000 재돌파: 5년 만에 최고 수준
- 단기 조정, 중장기 호황 가능성: 2010년과 유사한 시황?  
- 2,800이상 고점 4,000pt? 2010년 시황과 유사
- 여름철 비수기 극복 여부가 변수: 하지만 여전히 급락 가능성은 낮아

BDI 운임 추이



주: '5년 최저-최고'와 '5년 평균'은 16년~20년 기준임  
자료: Thompson Reuters Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

BDI vs. CAPESIZE 상대 가격 - 높지 않은 급락 가능성



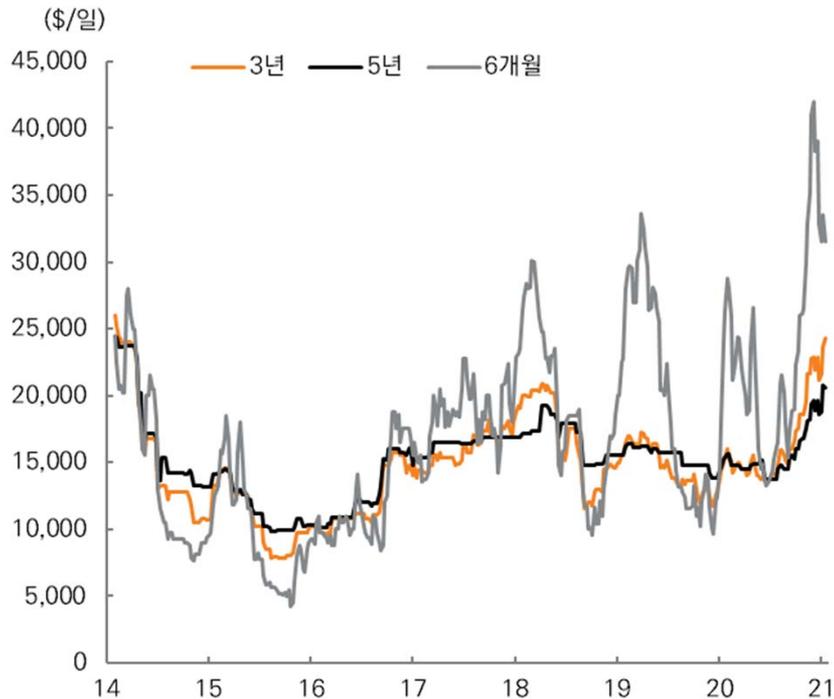
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 해운: 건화물, 건전한 회복 중

### 장기 지표 개선의 의미

- 단기 용선료 2018년 이후 최고치: 40,000달러 터치 후 하락
- 3,5년 용선료 25,000 달러 넘을 경우 2차 티핑 포인트
- 신조가 및 중고선가 추이 역시 5년래 최고 수준

건화물선 기간 용선료



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

신조가 및 중고선가 추이: 5년래 최고 수준



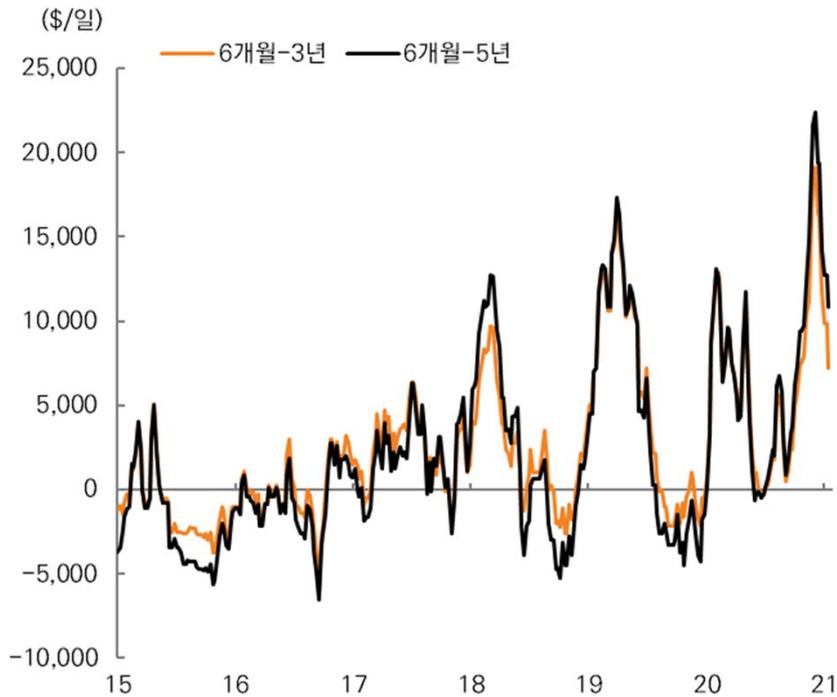
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 해운: 건화물, 건전한 회복 중

### 장기 용선료 상승의 의미

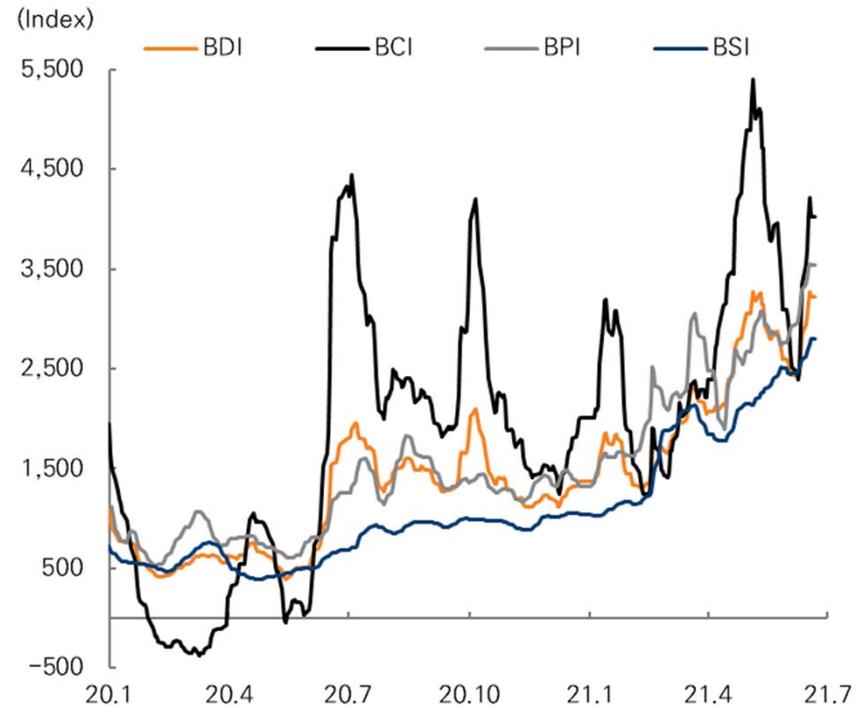
- 장단기 용선 마진 급반등 후 하락세: 장기 용선료 반등 시작
- 아직까지는 장기 시황 전망 개선으로 해석 가능
- 다만, 용선마진의 추가적인 개선 가능성은 장기적으로 낮아져
- 2Q21 이후 실적이 중요: 용선대 포트폴리오의 확인

건화물선 장단기 용선 마진



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

연초에는 BSI, 지금은 전형적인 강세장



자료: Thompson Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 해운: 건화물, 건전한 회복 중

### 상품 시장 강세 기조 유지

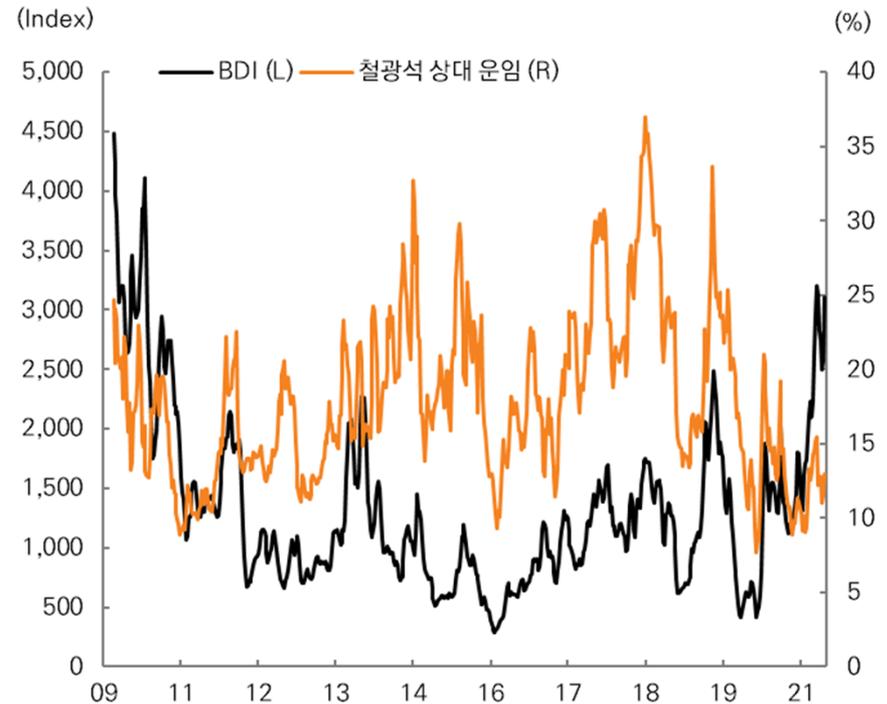
- 철광석 가격 급등 지속: 철광석 수요 지지
- 철광석 가격 대비 운임: 10년래 최저점 유지
- 상대적으로 운임 수준은 부담 없음을 의미

철광석 및 석탄 가격 추이: 고점 유지



자료: Bloomberg, KOMIS, 미래에셋증권 리서치센터

철광석 vs. 운임 상대가격: 10년래 최저점 근접



주: 철광석 상대 운임 = 운임/톤당 철광석 가격  
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

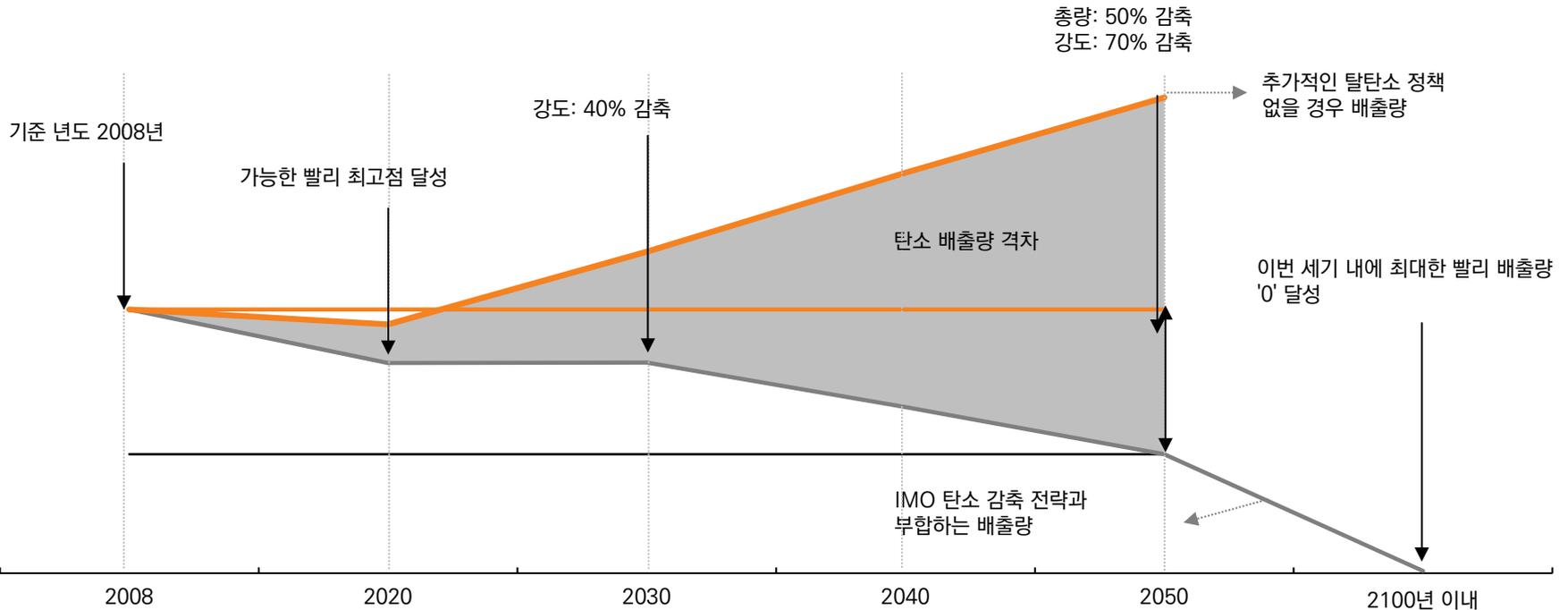
## II. 해운: IMO 환경 규제와 해운업

### 이산화탄소:

### 이제는 즉각적 고려사항

- 장기적으로 선사에게 가장 큰 영향을 끼치는 환경적 이슈
- 2018년 IMO 초기 전략 기본안은 2050년까지 해운업계 전체 이산화탄소 배출량 50% 감축, 금세기까지 이산화탄소 배출 종식
- 선박 이용 효율 개선, 운항 최적화, 대체연료 개발 등 추진계획
- 대체연료: 메탄올 / 암모니아 연료 고려 중. 머스크는 이미 메탄올 연료 선박 시험 운용

### IMO 온실가스 감축 계획



자료: IMO, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 해운: IMO 환경 규제와 해운업

### 이산화탄소: 대안은?

- 암모니아 추진 선박:  $N_2 + 3H_2 \rightarrow 2NH_3$      $4NH_3 + 3O_2 \rightarrow 2N_2 + 6H_2O$ : NoX 감소 필요  
 - 우수한 저장능력 vs. 발화 및 환경 문제
- 메탄올 추진 선박:  $CO + 2H_2 \rightarrow CH_3OH$  /  $2CH_3OH + 3O_2 \rightarrow 2CO_2 + 4H_2O$   
 - 우수한 저장 능력/탄소 이용 vs. 포집 기술, 수소 생산기술
- 수소선박:  $2H_2 + O_2 \rightarrow 2H_2O$ : 연료전지 개발, 수소 생산 및 저장

차세대 연료의 특성

연료	암모니아	액화수소	수소가스	LNG	MGO/디젤유	메탄올
저장상태	액체	액체	기체	액체	액체	액체
저장온도(°C)	25	-253	25	-162	25	25
저장압력 (kPa)	1,000-1,700	101-3,600	25,000	101-125	101	101
밀도(kg/m <sup>3</sup> )	603 (25°C 액체상태)	71	17.5	430-470	840	786
발열량(MJ/kg)	18.6-18.8	120	120	49	43	19.7
옥탄가	>130	>130	>130	120	-	109
화염속도	0.015	3.5	3.5	0.34	-	0.43

자료: IMO, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 해운: 고점에 대한 고민은 필요

### Port Congestion

- 글로벌 컨테이너 항만 적체, 최근 7.8백만 TEU 터치 후 소강 상태
- 미국 서부항만 적체 빠르게 개선 중, 동아시아 적체는 최근 들어 다시 반등
- 적체 7백만 TEU에 근접하거나 하회할 경우 적체 해소에 따른 운임 모멘텀 약화 우려

#### 전세계 항구 적체량

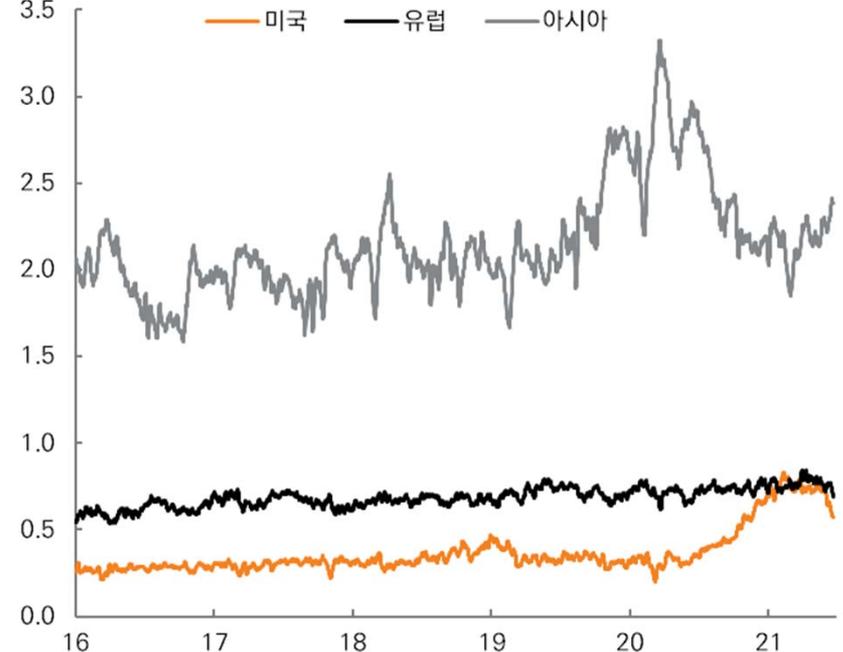
(mn TEU)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

#### 주요 지역 항구 적체량

(mn TEU)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 해운: 고점에 대한 고민은 필요

### 모멘텀 피크는?

- 장기적으로 해운사 밸류에이션과 궤를 같이 했던 가격지표
- 12년, 15년 모멘텀 턴어라운드 22개월, 18개월간 이어짐: 현재 반등은 12개월째
- 4Q21까지 상승세 이어질 듯: 큰 충격없는 밸류에이션 개선 가능성
- 다만, 4Q21 이후에는 고점 가능성을 염두에 둔 접근 필요

신조가 및 중고선가 추이 YoY vs. MSCI WORLD MARINE PBR



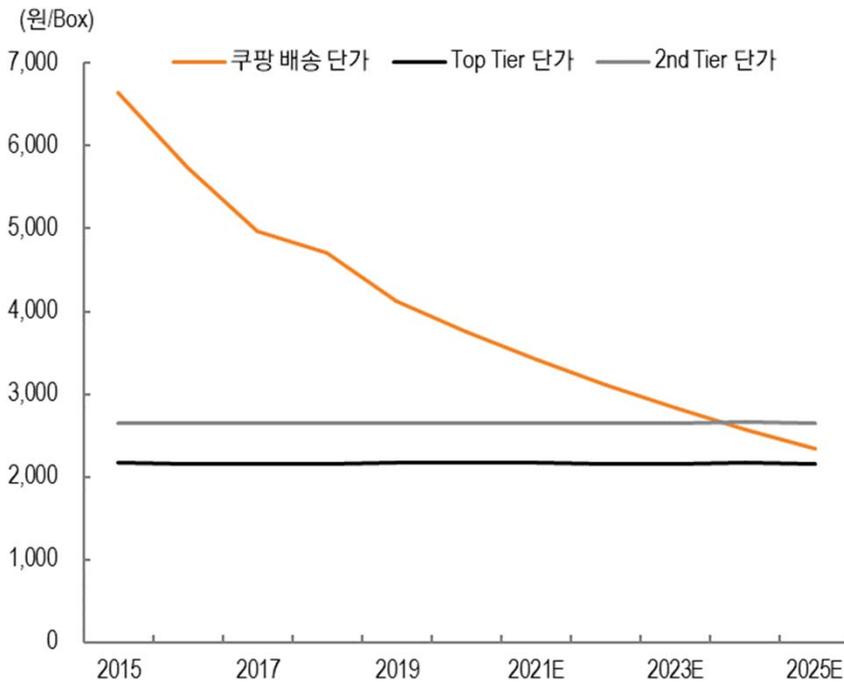
자료: Clarksons, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

# III. 물류: 쿠팡이 불러온 나비효과

## 쿠팡이 두렵다

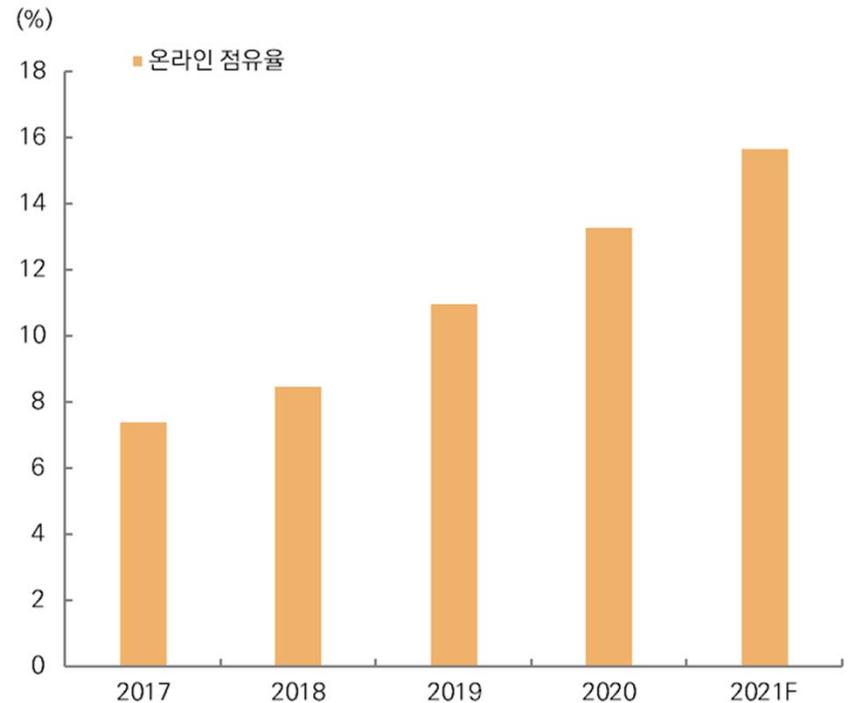
- 쿠팡 온라인 시장 점유율 지속 확대
- 쿠팡의 택배 사업자 신청: 시장 재 진입 가능성
- 쿠팡의 3PL 처리 능력 한계는 있겠지만 장기적인 위협 요소
- 위협 현실화시에도 2<sup>nd</sup> Tier 택배 업체 생존 위협

택배 단가 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

쿠팡 온라인 시장 내 점유율 추정



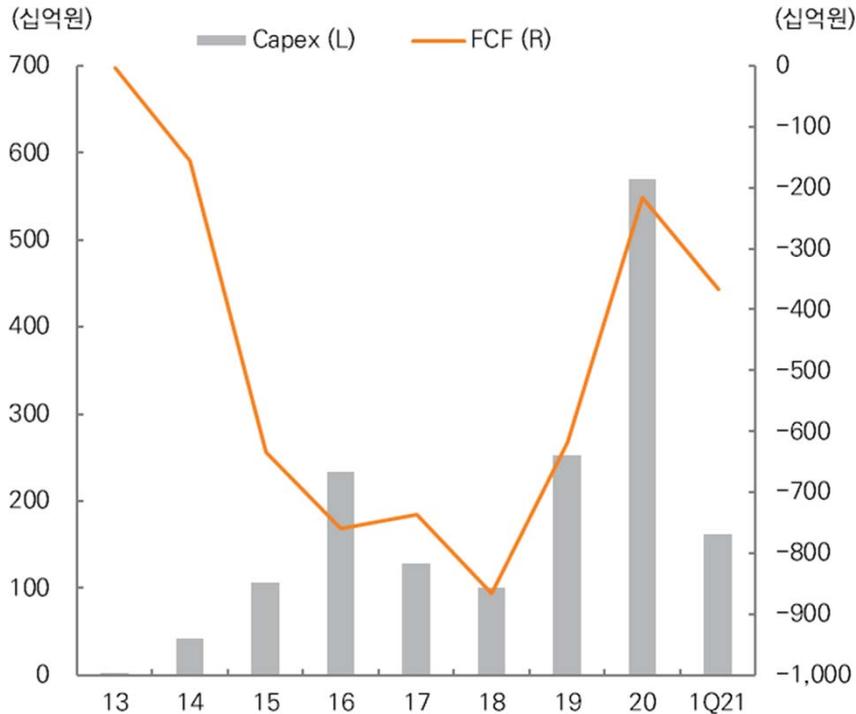
자료: 미래에셋증권 리서치센터

# III. 물류: 쿠팡이 불러온 나비효과

## 대규모 추가 투자 예고

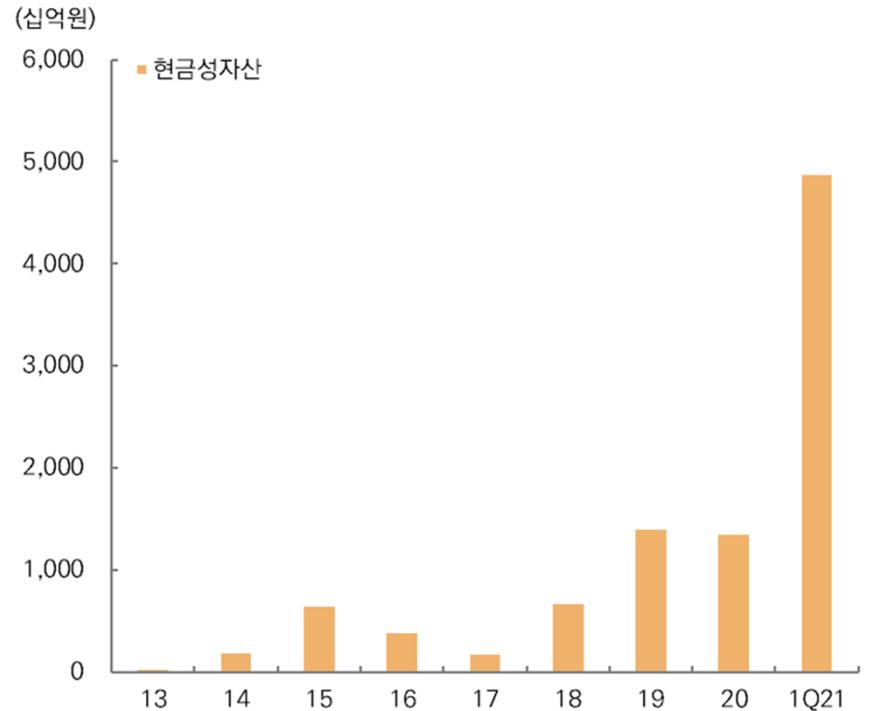
- 쿠팡 지속된 손실 속에도 현금흐름은 개선
- 현금성 자산 2020년말 1.6조원, 상장 이후 5조원 수준
- 국내 물류 업계에는 커다란 도전: 합종연횡이 절실

쿠팡 CAPEX vs. FCF



자료: 쿠팡, Thompson Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

쿠팡 현금성 자산 추이



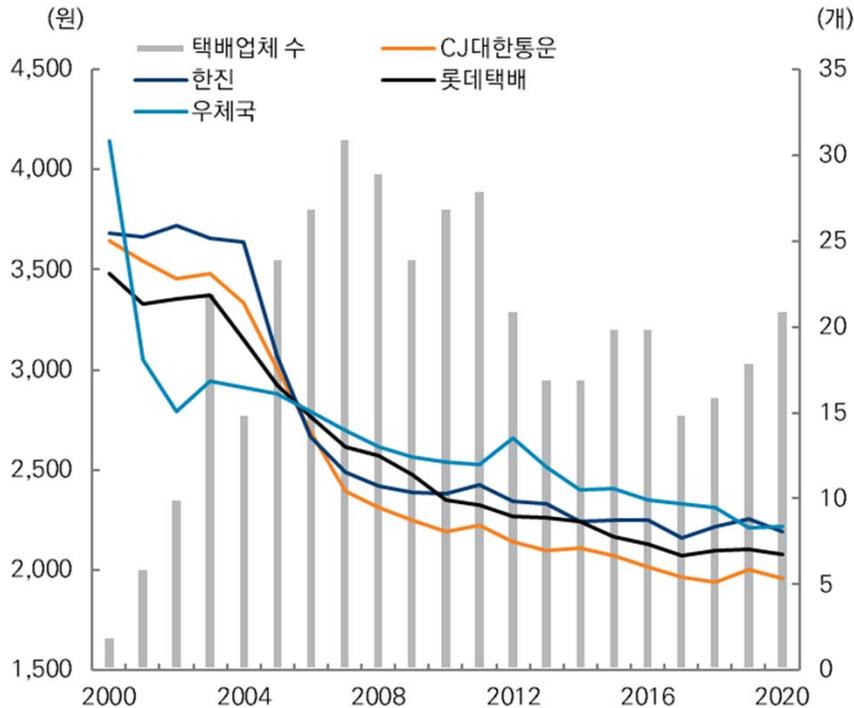
자료: 쿠팡, Thompson Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

### III. 물류: 구조조정은 지속된다

#### 우체국 택배사업 철수, 진정한 의미는?

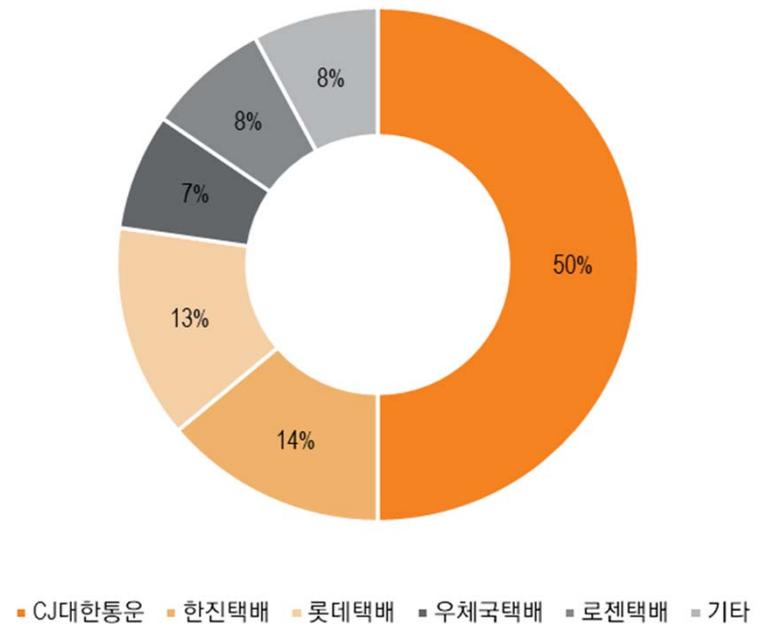
- 30개까지 증가했었던 택배사는 20개 수준으로 구조조정
- 1강 2중 3약으로 정착되어 가는모습
- 상위 3사 점유율 77%, 상위 5사 점유율 92%
- 우체국 택배사업 철수 고려?: 고래싸움에 2<sup>nd</sup> Tier의 현실

택배 가격 vs. 택배 업체 수



자료: 업계자료, 미래에셋증권 리서치센터

택배 점유율



자료: 업계자료, 미래에셋증권 리서치센터

### III. 물류: 구조조정은 지속된다

#### Cost Push?

- 분류 인력 추가에 따른 인건비 추가: 업계 전체적으로 1만명 이상
- 2<sup>nd</sup> Tier, 서브터미널 자동화 미비로 필요 박스당 필요인원은 3배 가까이 많을 것
- 분류인력으로 추가되는 비용은 업체당 1,500억원 가까이 증가
- 기타 비용(산재 보험 등) 까지 고려시 택배 요금은 150~200원의 인상 요인 발생
- 우체국 철수 현실화시 가격 추가 인상 압력은 확대

택배 서브터미널 분류 자동화 시설



자료: 업계자료, 미래에셋증권 리서치센터

택배 서브터미널 수동 분류 작업



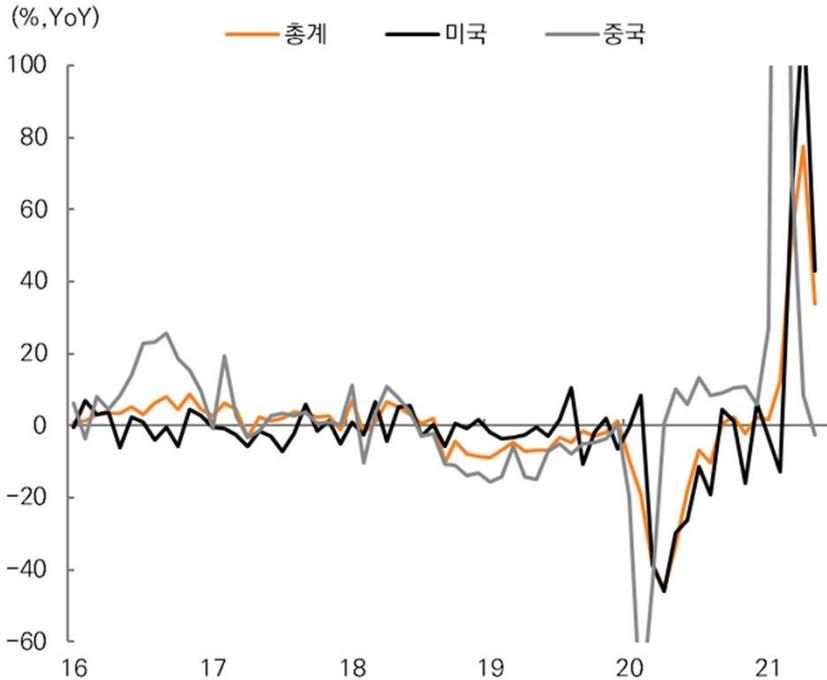
자료: 업계자료, 미래에셋증권 리서치센터

# III. 물류: PCC선, 공급망 붕괴가 기회로

## 자동차 시장, 개선되나

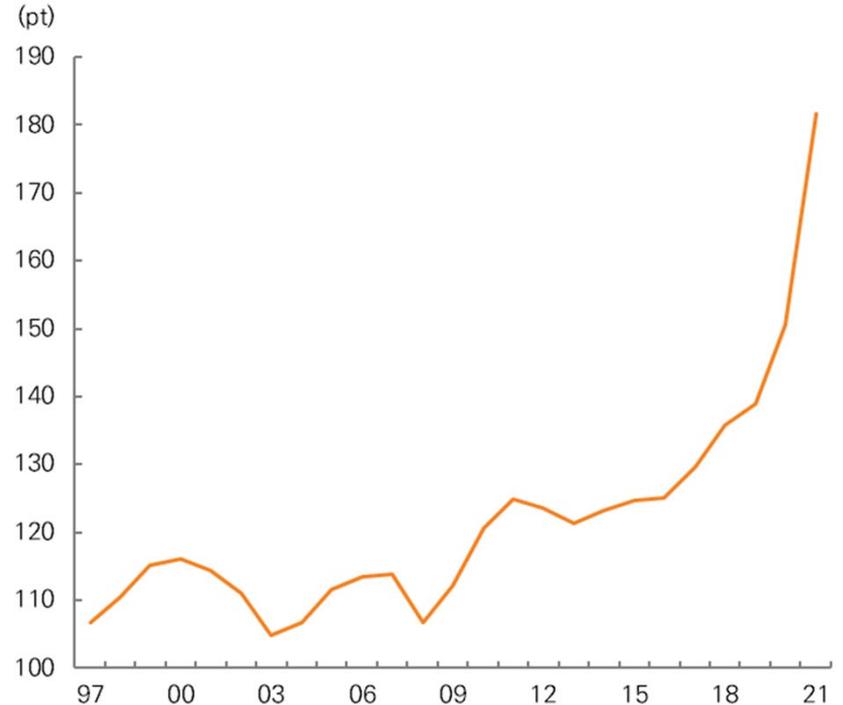
- 글로벌 자동차 판매대수 급증세 유지: 5월 33.7% YoY
- 대규모 락다운이 변수이나 백신 출시를 고려하면 2021년 의미있는 반전 가능
- 중고차 가격 급등세: 중고차 운반 수요도 고려

글로벌 자동차(LV) 판매대수 증감 추이



주: 20년 2,3월 하락으로 21년 2,3월 기저효과 발생  
 자료: LMC Automotive, 미래에셋증권 리서치센터

미국 중고차 가격 추이



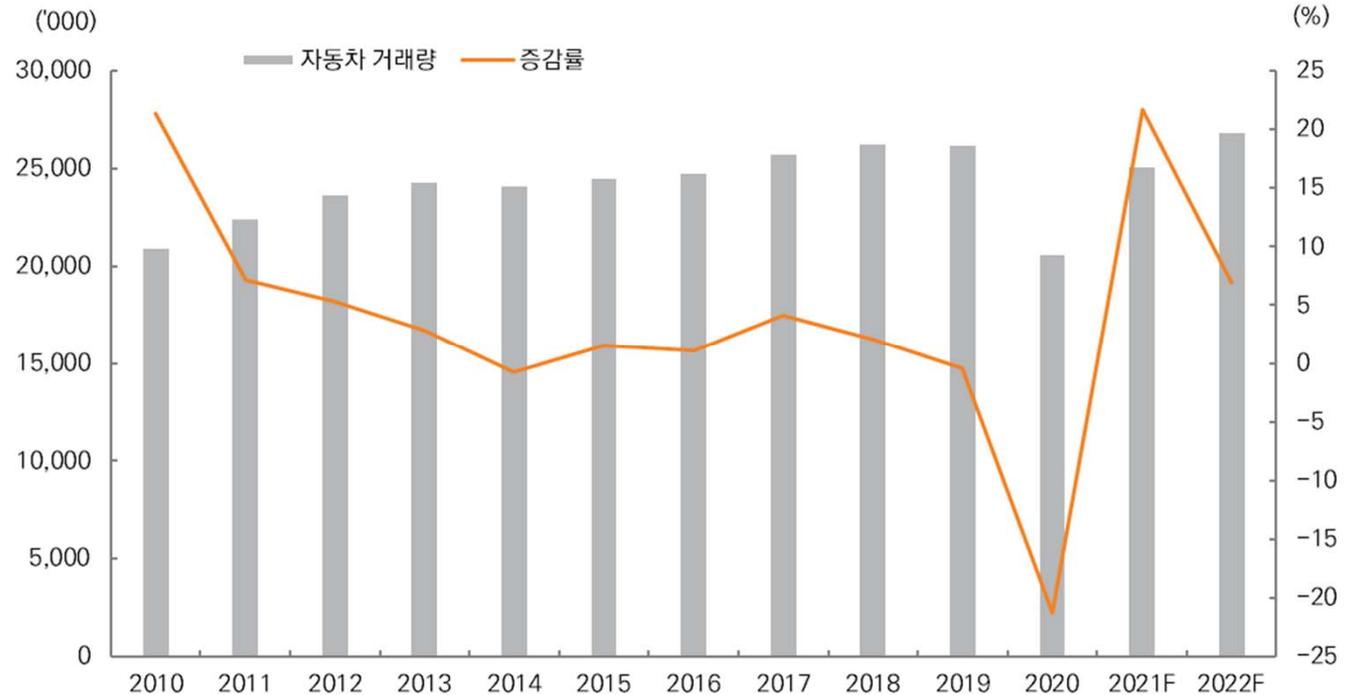
자료: MANHEIM, 미래에셋증권 리서치센터

### III. 물류: PCC선, 공급망 붕괴가 기회로

#### PCC선 수요 급증

- 2021년 PCC선 수요 20% 이상 반등 전망
- 2020년 이후 기저효과로 2019년에는 미치지 못할 전망
- 2022년 시장 정상화 완료: 2021년까지 업체별 차별화 지속

글로벌 해상 자동차 거래량 및 증감률 추이



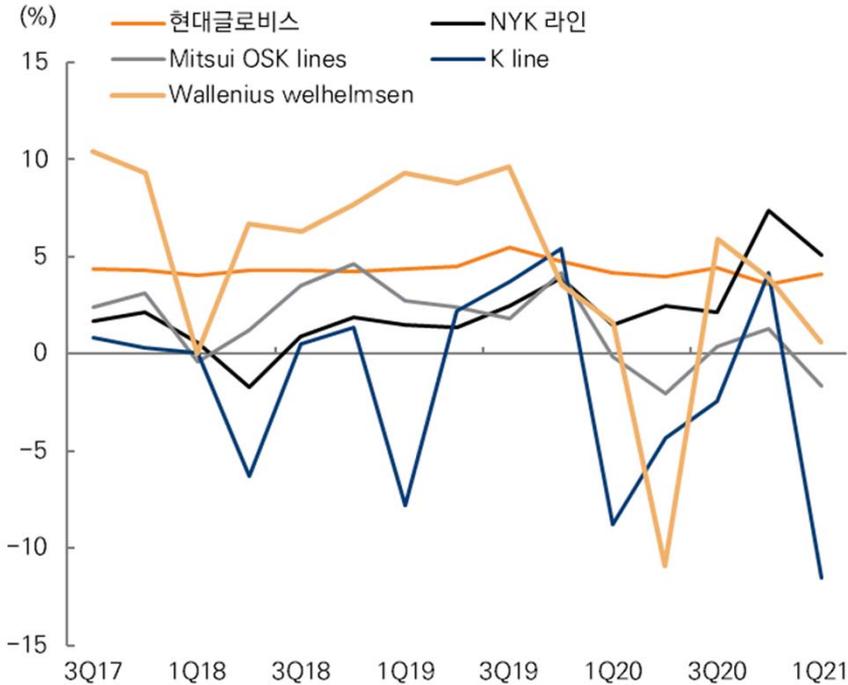
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

# III. 물류: PCC선, 공급망 붕괴가 기회로

## 장기적으로는 PCC 구조조정 전망

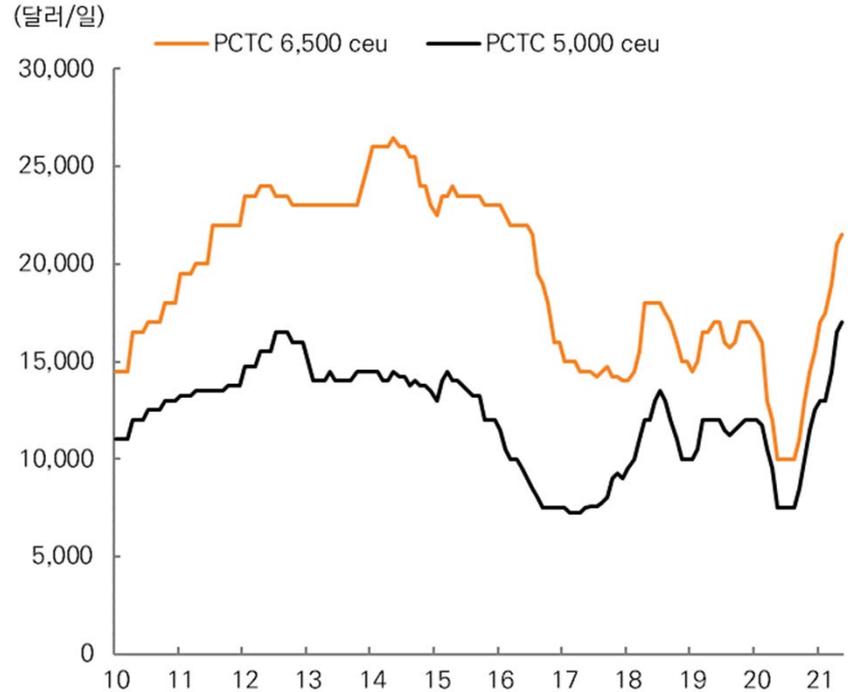
- PCC선사간 실적 격차 심화:현대글로벌비스 선전
- 용선료 반등속 시장 지위 확대 기회 모색 필요
- 현대글로벌비스, 계열/비계열 물량 점유율 상승 가능

주요 PCC 선사 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

PCC 용선료 추이



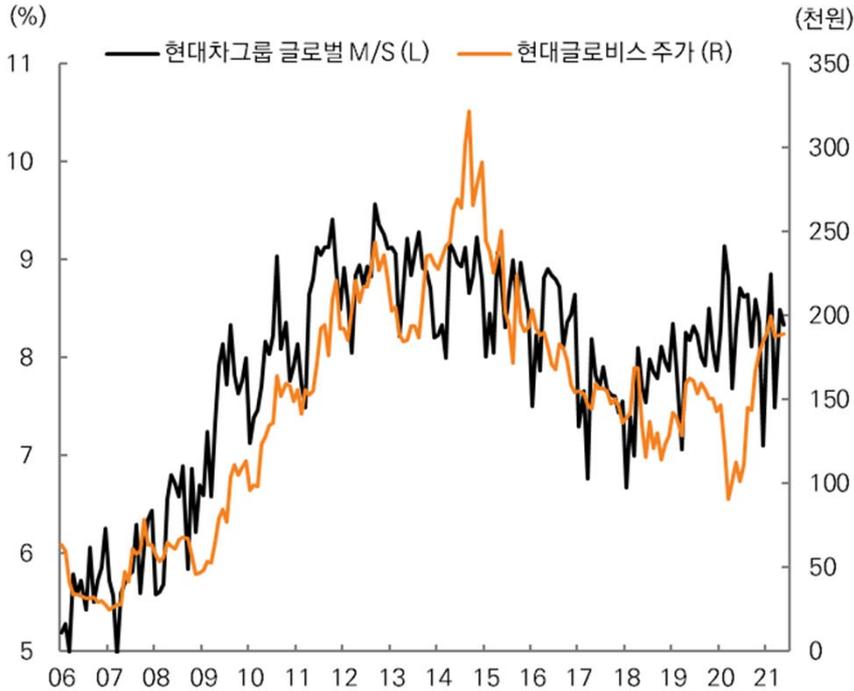
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

# III. 물류: 코로나19 이후를 기대하는 자동차 시장

## 현대글로비스, 밸류에이션 회복에 기대

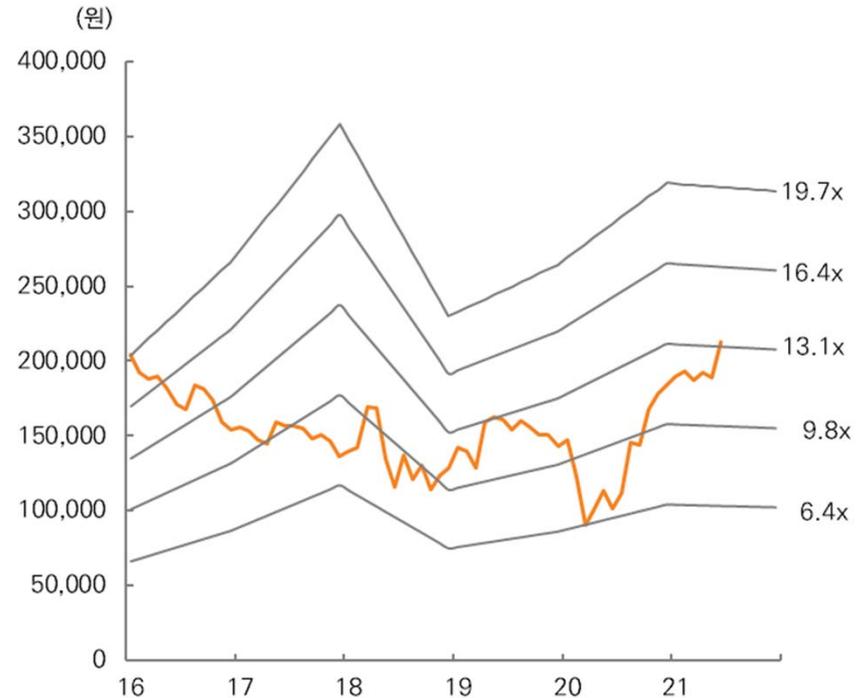
- 자동차 시장 회복과 현대차 M/S와 Re-coupling 시현
- 컨테이너 운임 급등에 따른 반사 효과: 컨테이너 물량 유입으로 스팟 물량 비중 상승
- Valuation 컨빅션 강화: 주가 반등 기초 지속

현대글로비스 주가 vs. 현대차 그룹 점유율



자료: 현대차그룹, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

현대글로비스 PER 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

# [결론] Winner of the Cycle

	사이클	장기 펀더멘털	Top Pick
항공	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 여객 수요 4Q21 개선 기대</li> <li>- 화물 수급 개선 호조세 지속</li> <li>- 변이 바이러스가 변수</li> </ul> <p>★★★</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 구조조정 현실화</li> <li>2. 절대 강자 탄생 기대</li> <li>3. 여객수요, 지역별 차별화</li> </ol>	<p>CJ대한통운</p> <p>대한항공</p>
물류	<ul style="list-style-type: none"> <li>- PCC 공급망 교란으로 수혜</li> <li>- 쿠팡의 등장과 구조조정</li> <li>- 승자는 여유있다</li> </ul> <p>★★★★</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 對이커머스 협상력 강화</li> <li>2. 택배 구조조정 확대</li> <li>3. PCC 수익성 회복</li> </ol>	
해운	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 컨테이너 폭주 지속</li> <li>- 건화물, 건전한 반등</li> <li>- 가격 지표 고점 가능성</li> </ul> <p>★★★</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 상품시장 호조 편승</li> <li>2. 구조적 공급 부족</li> <li>3. 친환경 이슈 강화</li> </ol>	

## 쿠팡이 불러온 나비효과

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	240,000원
현재주가(21/6/23)	177,500원
상승여력	35%

영업이익(21F,십억원)	389		
Consensus 영업이익(21F,십억원)	371		
EPS 성장률(21F,%)	126.9		
P/E(21F,x)	14.5		
MKT P/E(21F,x)	12.0		
KOSPI	3,276.19		
시가총액(십억원)	4,049		
발행주식수(백만주)	23		
유동주식비율(%)	47.3		
외국인 보유비중(%)	22.9		
베타(12M) 일간수익률	0.58		
52주 최저가(원)	145,500		
52주 최고가(원)	189,500		
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	4.7	8.9	12.7
상대주가	0.9	-8.3	-26.7

### 투자포인트

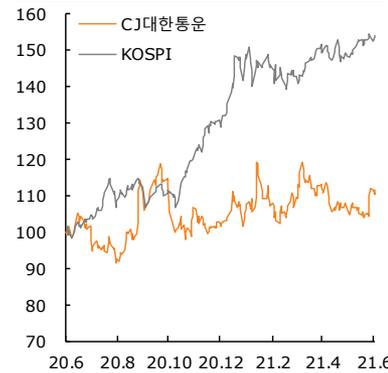
- 쿠팡의 점유율 상승: 하위업체의 구조조정 촉발
- 분류인력 비용 증가로 Cost Push 본격화-급할 것 없는 1위 업체
- 네이버를 포함한 이커머스와의 협업 강화 가능성

### 2Q21 Preview: 영업이익 1,019억원, 시장 기대치 상회

- 매출액 2조 9,022억원(9.5% YoY): 택배 22.2% YoY, CL 0.7% YoY
- 영업이익 1,019억원(21.5% YoY): 택배 효율 상승 효과 본격화
- 순이익 488억원: 바텀라인 개선 지속

### 리스크

- 쿠팡 택배 시장 진입 및 3자 물류 시행 가능성
- 물류 인력 수급 악화: 원가 상승
- 코로나19 변이 확대: 글로벌 부문 실적 재악화



결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	9,220	10,415	10,781	11,505	11,704	12,358
영업이익 (십억원)	243	307	325	389	434	467
영업이익률 (%)	2.6	2.9	3.0	3.4	3.7	3.8
순이익 (십억원)	53	40	123	279	223	249
EPS (원)	2,309	1,741	5,393	12,235	9,754	10,934
ROE (%)	2.1	1.4	3.9	7.8	5.7	6.0
P/E (배)	72.3	89.0	30.7	14.5	18.2	16.2
P/B (배)	1.2	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

## 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	2,515	2,650	2,775	2,841	2,693	2,902	3,005	2,906	10,781	11,505	11,704
CL	640	616	661	650	640	621	677	670	2,567	2,607	2,672
택배	728	780	788	860	827	953	965	1,033	2,502	3,778	4,145
Global	996	1,062	1,175	1,153	1,130	1,178	1,232	1,083	3,905	4,624	4,375
건설	152	192	150	178	96	150	130	120	673	496	512
영업이익	58	84	93	91	48	102	116	123	325	389	434
CL	27	25	32	31	24	28	33	34	115	119	120
택배	35	48	30	34	16	55	59	56	147	186	224
Global	-7	9	22	20	10	24	25	31	44	90	92
건설	3	2	9	5	-2	-5	-1	1	19	-7	-2
판관비	163	184	155	173	175	179	182	179	676	715	717
세전이익	17	50	68	67	25	74	234	96	202	429	345
순이익(지배)	16	33	42	32	13	49	154	64	123	279	223
영업이익률 (%)	2.3	3.2	3.3	3.2	1.8	3.5	3.8	4.2	3.0	3.4	3.7
세전순이익률 (%)	0.7	1.9	2.4	2.4	0.9	2.5	7.8	3.3	1.9	3.7	2.9
순이익률 (지배, %)	0.5	1.4	1.7	1.7	0.7	1.8	5.6	2.4	1.1	2.4	1.9
택배 물동량 성장률(%)	27.3	31.8	27.7	26.2	11.7	8.0	7.0	6.0	28.2	8.1	6.0
택배단가(원)	1,978	1,922	1,958	1,983	1,999	2,150	2,200	2,200	1,960	2,137	2,200

주: 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

## 재무제표

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	10,781	11,505	11,704	12,358
매출원가	9,780	10,401	10,553	11,134
매출총이익	1,001	1,104	1,151	1,224
판매비와관리비	676	715	717	757
조정영업이익	325	389	434	467
영업이익	325	389	434	467
비영업손익	-123	40	-89	-80
금융손익	-108	0	0	0
관계기업등 투자손익	7	125	-69	-80
세전계속사업손익	202	429	345	387
계속사업법인세비용	60	121	98	109
계속사업이익	143	308	247	277
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	143	308	247	277
지배주주	123	279	223	249
비지배주주	20	29	25	28
총포괄이익	93	425	247	277
지배주주	88	359	209	234
비지배주주	5	67	39	43
EBITDA	807	389	434	467
FCF	260	90	-121	-218
EBITDA 마진율 (%)	7.5	3.4	3.7	3.8
영업이익률 (%)	3.0	3.4	3.7	3.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.1	2.4	1.9	2.0

자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,539	2,564	2,691	2,843
현금 및 현금성자산	388	364	377	398
매출채권 및 기타채권	1,533	1,567	1,649	1,742
재고자산	25	26	27	29
기타유동자산	593	607	638	674
비유동자산	7,105	6,937	7,292	7,748
관계기업투자등	78	80	84	89
유형자산	3,496	3,668	4,018	4,468
무형자산	1,637	1,328	1,328	1,328
자산총계	9,643	9,501	9,983	10,591
유동부채	2,808	2,456	2,982	3,412
매입채무 및 기타채무	1,339	1,369	1,441	1,522
단기금융부채	1,066	675	1,108	1,477
기타유동부채	403	412	433	413
비유동부채	2,796	2,510	2,218	2,118
장기금융부채	2,206	2,233	1,933	1,817
기타비유동부채	590	277	285	301
부채총계	5,604	4,966	5,200	5,531
지배주주지분	3,338	3,789	4,012	4,262
자본금	114	114	114	114
자본잉여금	2,328	2,328	2,328	2,328
이익잉여금	718	993	1,215	1,464
비지배주주지분	702	746	771	798
자산총계	4,040	4,535	4,783	5,060

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	30.7	14.5	18.2	16.2
P/CF (x)	4.6	7.0	12.2	10.5
P/B (x)	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	9.0	18.6	16.9	16.3
EPS (원)	5,393	12,235	9,754	10,934
CFPS (원)	35,919	25,471	14,589	16,943
BPS (원)	158,656	178,441	188,195	199,129
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	3.5	6.7	1.7	5.6
EBITDA증가율 (%)	9.2	-51.8	11.6	7.6
조정영업이익증가율 (%)	5.9	19.7	11.6	7.6
EPS증가율 (%)	209.8	126.9	-20.3	12.1
매출채권 회전을 (회)	7.7	8.0	7.9	7.9
재고자산 회전을 (회)	447.5	449.2	440.5	441.1
매입채무 회전을 (회)	11.1	11.5	11.2	11.2
ROA (%)	1.5	3.2	2.5	2.7
ROE (%)	3.9	7.8	5.7	6.0
ROIC (%)	3.4	3.8	4.6	4.6
부채비율 (%)	138.7	109.5	108.7	109.3
유동비율 (%)	90.4	104.4	90.2	83.3
순차입금/자기자본 (%)	68.3	53.3	52.9	54.4
조정영업이익/금융비용 (x)	2.8	0.0	0.0	0.0

## 프리미엄 시대를 연다

투자지견(유지)	매수
목표주가(12M, 상향)	40,000원
현재주가(21/6/23)	31,850원
상승여력	26%

영업이익(21F, 십억원)	745		
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	296		
EPS 성장률(21F, %)	-		
P/E(21F, x)	41.3		
MKT P/E(21F, x)	12.0		
KOSPI	3,276.19		
시가총액(십억원)	11,078		
발행주식수(백만주)	349		
유동주식비율(%)	61.0		
외국인 보유비중(%)	11.0		
베타(12M) 일간수익률	0.51		
52주 최저가(원)	12,910		
52주 최고가(원)	34,500		
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	7.8	56.2	122.0
상대주가	3.8	31.6	44.4

### 투자포인트

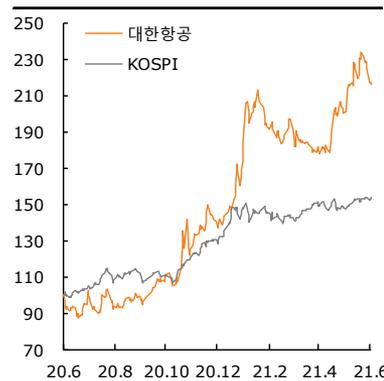
- 목표주가 38,000원에서 40,000원으로 상향 (PBR 1.7배, 고점 대비 10% 할인, 아시아나 연결)
- 항공화물 호조 지속, 하반기에도 안정적인 현금 흐름
- 아시아나항공 인수 감안시 압도적 1위 업체 탄생

### 2Q21 Preview: 영업이익 1,968억원, 시장 기대치 상회

- 매출액 2조 89억원(16.2% YoY): 항공화물 수송량 21.7% YoY, 여객 부진을 압도
- 영업이익 1,968억원(78.6% YoY): 화물 요금 상승 효과 지속
- 순이익 621억원: 환율 영향 제한적

### 리스크

- 변이 바이러스 확산에 따른 여객 수요 회복 지연
- 아시아나항공 인수 일정 지연



결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	13,012	12,384	7,606	8,131	9,009	12,154
영업이익 (십억원)	671	176	109	745	776	798
영업이익률 (%)	5.2	1.4	1.4	9.2	8.6	6.6
순이익 (십억원)	-168	-629	-212	250	334	391
EPS (원)	-1,128	-4,212	-1,185	772	958	1,121
ROE (%)	-5.1	-22.1	-7.2	5.0	4.8	5.2
P/E (배)	-	-	-	41.3	33.2	28.4
P/B (배)	1.1	1.0	1.5	1.6	1.6	1.4
배당수익률 (%)	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

# 대한항공 (003490 KS)

## 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	2,427	1,728	1,547	1,904	1,792	2,009	2,032	2,297	7,606	8,131	9,009
영업이익	-83	110	-39	121	102	197	216	231	109	745	776
세전이익	-980	231	-25	-161	-61	92	132	150	-934	313	377
순이익(지배)	-732	123	-29	427	-54	62	133	109	-212	250	334
영업이익률 (%)	-3.4	6.4	-2.5	6.3	5.7	9.8	10.6	10.0	1.4	9.2	8.6
세전순이익률 (%)	-40.4	13.4	-1.6	-8.5	-3.4	4.6	6.5	6.5	-12.3	3.8	4.2
순이익률 (지배, %)	-30.4	6.8	-2.1	22.2	-3.1	3.2	6.8	4.9	-2.8	3.1	3.7
국제여객 RPK 증감률 (%)	-29.4	-93.6	-92.6	-93.9	-92.2	-8.1	117.2	304.0	-78.2	-39.6	390.6
국제여객 L/F(%)	73.3	39.1	28.2	22.3	20.6	23.0	55.7	50.0	53.6	40.3	86.4
국제화물 RFTK 증감률 (%)	3.1	17.2	20.1	21.2	30.2	28.0	8.4	-0.4	15.6	15.4	-2.6
국제화물 L/F(%)	75.7	80.8	82.3	82.7	84.8	85.0	85.0	80.0	80.5	83.7	79.1

주: 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

# 대한항공 (003490 KS)

## 재무제표

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	7,606	8,131	9,009	12,154
매출원가	6,844	6,596	7,317	10,117
매출총이익	762	1,535	1,692	2,037
판매비와관리비	653	790	915	1,238
조정영업이익	109	745	776	798
영업이익	109	745	776	798
비영업손익	-1,043	-432	-399	-351
금융손익	-471	-333	-314	-256
관계기업등 투자손익	-1	20	20	20
세전계속사업손익	-934	313	377	447
계속사업법인세비용	-111	54	36	47
계속사업이익	-823	259	341	399
중단사업이익	593	0	0	0
당기순이익	-230	259	341	399
지배주주	-212	250	334	391
비지배주주	-18	9	7	8
총포괄이익	-132	269	341	399
지배주주	-114	258	327	383
비지배주주	-18	11	14	16
EBITDA	2,078	2,263	2,244	2,262
FCF	766	1,246	1,671	1,188
EBITDA 마진율 (%)	27.3	27.8	24.9	18.6
영업이익률 (%)	1.4	9.2	8.6	6.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-2.8	3.1	3.7	3.2

자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	4,003	4,534	4,758	5,777
현금 및 현금성자산	1,315	1,291	766	849
매출채권 및 기타채권	712	859	1,057	1,305
재고자산	551	665	819	1,010
기타유동자산	1,425	1,719	2,116	2,613
비유동자산	21,188	20,001	19,375	19,783
관계기업투자등	6	8	10	12
유형자산	18,482	17,296	16,657	17,037
무형자산	268	236	208	184
자산총계	25,190	24,535	24,133	25,560
유동부채	7,988	6,497	6,016	6,027
매입채무 및 기타채무	130	157	193	239
단기금융부채	5,871	3,942	2,872	2,146
기타유동부채	1,987	2,398	2,951	3,642
비유동부채	13,891	11,121	10,859	11,418
장기금융부채	9,805	7,830	7,255	6,970
기타비유동부채	4,086	3,291	3,604	4,448
부채총계	21,878	17,618	16,875	17,445
지배주주지분	3,207	6,803	7,137	7,986
자본금	877	1,745	1,745	1,855
자본잉여금	1,519	3,949	3,949	4,297
이익잉여금	-523	-273	62	453
비지배주주지분	105	114	121	129
자본총계	3,312	6,917	7,258	8,115

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	-	41.3	33.2	28.4
P/CF (x)	1.7	4.4	5.2	5.2
P/B (x)	1.5	1.6	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	9.0	9.3	8.8	8.1
EPS (원)	-1,185	772	958	1,121
CFPS (원)	12,710	7,228	6,128	6,152
BPS (원)	14,170	19,495	20,453	22,886
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-38.6	6.9	10.8	34.9
EBITDA증가율 (%)	-8.0	8.9	-0.8	0.8
조정영업이익증가율 (%)	-38.1	583.5	4.2	2.8
EPS증가율 (%)	-	-	24.1	17.0
매출채권 회전을 (회)	11.0	10.9	9.9	10.9
재고자산 회전을 (회)	12.0	13.4	12.1	13.3
매입채무 회전을 (회)	48.4	69.2	63.0	70.6
ROA (%)	-0.9	1.0	1.4	1.6
ROE (%)	-7.2	5.0	4.8	5.2
ROIC (%)	0.5	3.3	4.0	4.1
부채비율 (%)	660.6	254.7	232.5	215.0
유동비율 (%)	50.1	69.8	79.1	95.9
순차입금/자기자본 (%)	414.1	140.2	115.7	87.2
조정영업이익/금융비용 (x)	0.2	2.0	2.2	2.7

## 이제는 실적으로 보여준다

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 상향)	9,400원
현재주가(21/6/23)	7,480원
상승여력	26%

영업이익(21F, 십억원)	293		
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	291		
EPS 성장률(21F, %)	180.9		
P/E(21F, x)	15.4		
MKT P/E(21F, x)	12.0		
KOSPI	3,276.19		
시가총액(십억원)	3,999		
발행주식수(백만주)	535		
유동주식비율(%)	45.2		
외국인 보유비중(%)	10.7		
베타(12M) 일간수익률	0.60		
52주 최저가(원)	3,275		
52주 최고가(원)	7,700		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.6	65.1	98.4
상대주가	7.6	39.1	29.1

### 투자포인트

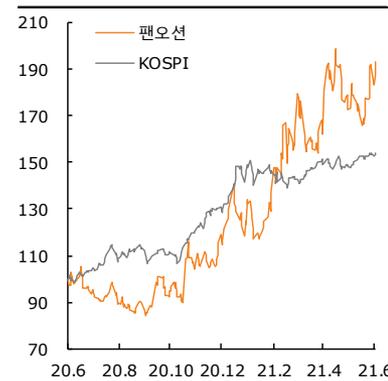
- 목표주가 8,800원에서 9,400원으로 상향(EV/EBITDA 10배, 동종업계 평균)
- 건화물 시장 호조 지속: 장기 지표 역시 건전한 반등 중
- 실적 개선 본격화: 스팟 및 장기 계약의 조화

### 2Q21 Preview: 영업이익 920억원, 1Q21 부진 탈피

- 매출액 7,998억원(17.0% YoY): BDI 평균 (2,730pt)가 상승에 따른 효과 본격화
- 영업이익 920억원 (43.1% YoY): 벌크선 역마진 효과 소멸, 본격적 실적 호조 기대
- 단기 고점 가능성은 존재하나 고점 수준은 유지 전망

### 리스크

- 이연 수요 소멸과 상품(Commodity) 시장 조정 가능성
- 환경 이슈 지속시 신조 발주 제한



결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	2,668	2,468	2,497	3,002	3,114	3,321
영업이익 (십억원)	204	210	225	293	307	316
영업이익률 (%)	7.6	8.5	9.0	9.8	9.9	9.5
순이익 (십억원)	152	152	93	260	281	335
EPS (원)	285	284	173	486	525	627
ROE (%)	6.1	5.5	3.3	8.7	8.5	9.4
P/E (배)	15.6	16.0	29.0	15.4	14.2	11.9
P/B (배)	0.9	0.8	1.0	1.3	1.2	1.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	1.0	0.7	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

## 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	559	683	634	621	680	800	712	810	2,497	3,002	3,114
벌크	390	352	357	415	440	589	507	585	1,514	2,121	2,360
탱커	39	41	33	30	27	39	45	43	143	154	178
컨테이너	56	68	57	66	74	82	70	70	247	297	137
기타	139	222	188	109	139	90	90	111	659	431	439
영업이익	38	64	63	60	49	92	74	78	225	293	307
벌크	31	44	56	53	36	72	66	70	183	244	281
탱커	4	10	2	-1	-2	-2	-2	1	15	-6	4
컨테이너	2	8	3	7	15	20	11	6	20	51	12
기타	0	2	2	1	0	2	0	1	6	4	11
세전이익	20	42	43	-13	55	80	61	64	92	261	281
순이익(지배)	22	42	42	-14	55	80	61	64	93	260	281
영업이익률 (%)	6.8	9.4	9.9	9.7	7.2	11.5	10.5	9.6	9.0	9.8	9.9
순이익률 (%)	3.6	6.2	6.6	-2.2	8.0	10.0	8.5	7.9	3.6	8.7	9.0

주: 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

## 재무제표

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,497	3,002	3,114	3,321
매출원가	2,193	2,627	2,718	2,910
매출총이익	304	375	396	411
판매비와관리비	79	81	89	95
조정영업이익	225	293	307	316
영업이익	225	293	307	316
비영업손익	-133	-32	-26	20
금융손익	-39	0	0	60
관계기업등 투자손익	5	8	6	0
세전계속사업손익	92	261	281	336
계속사업법인세비용	1	1	1	1
계속사업이익	91	260	281	335
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	91	260	281	335
지배주주	93	260	281	335
비지배주주	-2	0	0	0
총포괄이익	-80	380	281	335
지배주주	-77	380	281	335
비지배주주	-2	0	0	0
EBITDA	453	521	605	608
FCF	181	259	316	323
EBITDA 마진율 (%)	18.1	17.4	19.4	18.3
영업이익률 (%)	9.0	9.8	9.9	9.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.7	8.7	9.0	10.1

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	663	1,163	1,540	1,953
현금 및 현금성자산	238	615	955	1,298
매출채권 및 기타채권	152	199	213	239
재고자산	57	75	80	90
기타유동자산	216	274	292	326
비유동자산	3,997	4,261	4,232	4,196
관계기업투자등	81	105	113	127
유형자산	3,873	4,093	4,055	4,003
무형자산	7	7	7	7
자산총계	4,659	5,423	5,772	6,149
유동부채	604	842	876	941
매입채무 및 기타채무	156	203	218	245
단기금융부채	264	398	401	405
기타유동부채	184	241	257	291
비유동부채	1,248	1,421	1,482	1,486
장기금융부채	1,225	1,391	1,450	1,450
기타비유동부채	23	30	32	36
부채총계	1,853	2,264	2,358	2,427
지배주주지분	2,807	3,160	3,414	3,722
자본금	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	329	562	816	1,124
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	2,807	3,160	3,414	3,722

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	29.0	15.4	14.2	11.9
P/CF (x)	5.8	8.9	6.9	7.0
P/B (x)	1.0	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	8.7	9.8	8.0	7.4
EPS (원)	173	486	525	627
CFPS (원)	869	837	1,083	1,062
BPS (원)	5,250	5,911	6,386	6,963
DPS (원)	50	50	50	50
배당성향 (%)	29.5	10.3	9.5	8.0
배당수익률 (%)	1.0	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	1.2	20.2	3.7	6.6
EBITDA증가율 (%)	9.7	15.0	16.1	0.5
조정영업이익증가율 (%)	7.1	30.2	4.8	2.9
EPS증가율 (%)	-39.1	180.9	8.0	19.4
매출채권 회전율 (회)	17.8	17.5	15.4	15.0
재고자산 회전율 (회)	40.8	45.5	40.3	39.0
매입채무 회전율 (회)	16.8	16.2	14.3	13.9
ROA (%)	2.0	5.2	5.0	5.6
ROE (%)	3.3	8.7	8.5	9.4
ROIC (%)	5.7	7.2	7.3	7.6
부채비율 (%)	66.0	71.6	69.1	65.2
유동비율 (%)	109.6	138.0	175.8	207.6
순차입금/자기자본 (%)	44.1	35.7	24.9	13.6
조정영업이익/금융비용 (x)	5.5	0.0	0.0	0.0

# IV. Global Peer Group (Valuation)

## 글로벌 FSC 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

	회사명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
대한민국	대한항공	11,078	7,647	10,033	282	582	(42)	178	(2.1)	1.8	-	67.3	1.7	1.7	10.5	9.4
	아시아나항공	1,280	4,051	5,333	(141)	54	(548)	(179)	(72.4)	(45.4)	-	-	7.3	11.7	9.3	7.6
일본	일본항공	11,368	8,968	12,005	(1,068)	555	(800)	432	(9.3)	4.7	-	25.9	1.2	1.2	15.3	5.2
	ANA 홀딩스	13,717	13,006	17,176	(773)	704	(684)	432	(5.1)	4.9	-	30.9	1.4	1.3	19.8	8.1
태국	방콕 항공	702	252	616	-	-	(105)	(14)	(15.5)	(4.9)	-	-	1.1	1.2	-	383.8
	타이항공	259	1,711	3,551	-	-	(1,212)	(484)	670.5	(64.6)	-	-	-	-	-	293.0
싱가폴	싱가포르 항공	12,567	6,547	10,582	(340)	818	(749)	277	(5.9)	2.6	-	38.0	1.2	1.2	13.5	6.7
인도네시아	가루다 인도네시아	452	1,795	2,967	(1,436)	(367)	(1,416)	(483)	(931.3)	26.6	-	-	-	-	-	28.8
인도	제트 에어웨이즈 인디아	181	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
필리핀	세부 항공	749	658	1,517	(331)	123	(396)	15	(45.5)	24.4	-	29.4	1.9	1.5	57.0	4.4
중국	중국남방항공	18,165	22,881	27,285	504	2,488	(353)	708	(2.0)	7.0	-	13.0	0.9	0.9	10.5	7.7
	중국동방항공	12,775	16,409	21,225	(391)	1,653	(899)	554	(5.9)	6.7	-	12.9	0.8	0.8	12.7	8.1
대만	중화항공	4,288	5,290	6,178	323	397	223	276	8.3	9.6	19.3	15.7	1.7	1.6	5.6	5.3
	에바 항공	4,275	3,886	4,698	29	70	(115)	(97)	(4.1)	(3.6)	-	-	1.5	1.6	7.0	6.3
홍콩	캐세이패시픽항공	6,508	7,620	12,182	(1,093)	539	(1,055)	316	(11.4)	4.8	-	15.8	0.8	0.8	40.3	7.2
아시아 평균		6,558	7,194	9,668	(370)	635	(582)	138	(30.8)	(1.8)	19.3	27.7	1.8	2.1	18.3	8.7
미국	델타 에어라인스	32,898	30,892	45,298	(1,703)	4,877	(2,796)	2,834	(160.4)	103.4	-	11.1	18.4	7.2	161.8	6.8
	유나이티드 컨티넨탈 홀딩스	20,263	26,325	40,731	(4,504)	2,395	(4,972)	879	(78.5)	13.2	-	17.8	4.8	3.7	-	7.0
프랑스	에어프랑스-KLM	3,840	18,284	26,953	(3,944)	(44)	(3,945)	(682)	47.0	8.8	-	-	-	-	3830.7	6.0
러시아	아에로플로트-러시아 항공	2,689	8,207	11,168	(176)	940	(492)	278	45.6	(19.0)	-	10.8	-	-	6.7	4.2
독일	루프트한자 독일항공	8,014	23,815	35,959	(3,147)	835	(3,003)	158	(193.4)	1.1	-	80.4	7.3	5.3	67.8	5.5
호주	퀀타스 에어웨이즈	7,660	4,943	10,378	(1,338)	725	(1,130)	404	(192.4)	(43.4)	-	19.6	87.4	24.2	35.4	5.5
세계 평균		8,273	10,659	15,292	(1,069)	964	(1,225)	290	(48.2)	1.9	19.3	20.1	3.5	4.1	18.7	7.7

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# IV. Global Peer Group (Valuation)

## 글로벌 LCC 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

	회사명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
대한민국	제주항공	982	335	981	(237)	23	(210)	1	(194.3)	36.4	-	-	37.4	38.5	-	11.6
	진에어	961	403	1,014	(308)	16	(315)	(20)	(430.2)	31.5	-	-	-	-	-	-
	티웨이항공	447	269	705	(90)	51	(109)	14	(147.9)	26.8	-	16.9	9.5	7.5	-	8.8
태국	아시아 에이비에이션	516	417	962	(101)	-	(131)	(3)	(26.8)	(0.3)	-	-	1.3	1.4	-	10.9
말레이시아	에어아시아 X	96	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	AirAsia Group Bhd	958	969	2,111	(58)	(26)	(576)	(117)	47.2	21.1	-	-	-	-	-	12.6
UAE	에어 아라비아	1,963	925	1,327	21	134	91	216	8.7	15.4	32.4	11.1	1.5	1.3	8.3	5.7
중국	춘추항공	9,181	2,502	3,287	203	507	174	395	6.7	13.3	46.5	26.7	3.4	3.0	30.5	16.3
	Juneyao Airlines Co Ltd	5,576	2,583	3,466	68	325	93	277	4.7	12.4	54.2	23.1	2.8	2.5	32.5	17.9
아시아 평균		2,298	1,050	1,731	(63)	147	(123)	95	(91.5)	19.6	44.4	19.4	9.3	9.0	23.8	12.0
미국	사우스웨스트 에어라인스	37,080	17,256	24,048	(708)	3,077	(713)	2,270	(8.5)	17.9	-	17.2	3.0	2.6	48.0	7.0
	제트블루 에어웨이즈	6,231	6,350	8,876	(950)	735	(883)	403	(19.6)	11.4	-	16.4	1.5	1.5	-	5.8
	스카이웨스트	2,627	2,877	3,456	108	420	17	223	(3.9)	5.5	41.9	13.1	1.0	1.0	7.1	5.4
	알래스카 에어 그룹	9,020	6,779	9,277	(370)	998	(423)	697	(13.4)	19.3	-	13.0	2.8	2.3	200.7	6.1
	얼리전트 트래블	3,998	1,851	2,373	196	467	74	306	9.5	28.4	51.5	12.6	3.7	2.7	12.8	7.1
	스피리트 에어라인스	4,059	3,628	5,254	(315)	456	(402)	233	(13.6)	12.3	-	16.7	1.5	1.3	99.8	6.2
영국	이지젯	7,054	2,472	8,193	(1,498)	346	(1,358)	268	(54.3)	6.7	-	28.7	4.2	3.8	-	8.5
아일랜드	라이언에어	28,208	6,358	11,619	21	2,195	(14)	1,914	0.1	27.3	30,748.4	14.7	4.5	3.5	32.7	9.7
세계 평균		6,997	3,498	5,434	(251)	648	(293)	442	(52.2)	17.8	45.3	17.5	5.6	5.2	46.6	9.3

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# IV. Global Peer Group (Valuation)

## 글로벌 벌크 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

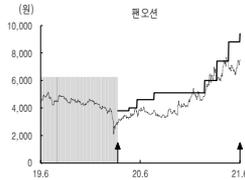
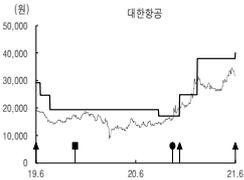
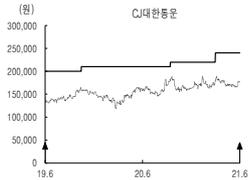
	회사명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
한국	대한해운	906	895	926	141	148	58	55	6.2	7.3	17.0	19.4	1.1	1.0	10.8	10.6
	팬오션	3,999	3,025	3,160	286	317	243	262	8.3	8.2	16.5	15.3	1.3	1.2	10.8	9.8
중국	코스코 쉬핑 홀딩스	52,979	44,304	39,260	13,110	6,651	9,198	4,287	71.1	23.3	3.6	7.5	2.1	1.7	4.6	7.4
	중위안 해운에너지운수	4,560	2,481	2,832	170	341	234	377	2.4	2.8	10.8	6.7	0.4	0.4	12.6	-
홍콩	퍼시픽 베이스	2,197	2,437	2,507	325	356	293	271	15.2	12.6	7.9	8.7	1.5	1.3	5.6	5.6
대만	위민 항운	2,554	542	534	122	115	121	103	10.6	10.3	21.0	24.6	2.5	2.6	16.3	20.6
태국	프레스스 쉬핑	1,069	230	233	120	132	72	79	17.9	16.0	14.8	14.0	2.5	2.1	10.1	9.8
세계 평균		9,752	7,702	7,065	2,039	1,151	1,460	776	18.8	11.5	13.1	13.8	1.6	1.5	10.1	10.6

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	평균주가대비
CJ대한통운 (000120)					2019.08.15	매수	19,453	-20.16	-10.17
2021.03.25	매수	240,000	-	-	2019.07.11	매수	24,640	-31.15	-24.34
2020.10.07	매수	220,000	-23.34	-13.86	2019.04.16	매수	29,179	-29.26	-20.22
2019.11.08	매수	210,000	-28.18	-13.33	팬오션 (028670)				
2019.06.24	매수	200,000	-28.81	-17.50	2021.06.24	매수	9,400	-	-
2019.02.10	매수	220,000	-24.40	-13.41	2021.05.14	매수	8,800	-21.55	-15.00
대한항공 (003490)					2021.04.01	매수	7,400	-8.49	4.05
2021.06.24	매수	40,000	-	-	2021.02.15	매수	6,000	0.63	16.17
2021.02.05	매수	38,000	-23.46	-9.21	2020.08.14	매수	5,100	-19.77	6.47
2020.12.02	매수	24,813	-4.40	22.92	2020.06.12	매수	4,600	-19.26	-10.98
2020.11.06	중립	17,059	-1.97	22.50	2020.05.14	매수	4,000	-9.66	-1.13
2020.09.16	Trading Buy	17,059	-9.43	-2.73	2020.04.03	매수	3,800	-14.16	-8.29
2019.11.15	Trading Buy	19,453	-23.30	-3.00					

\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조서분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



## 투자의견 분류 및 적용기준

### 기업

- 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
- Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
- 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
- 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

### 산업

- 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
- 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
- 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.00%	13.00%	7.00%	1.00%

\* 2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 대한항공(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.