

2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

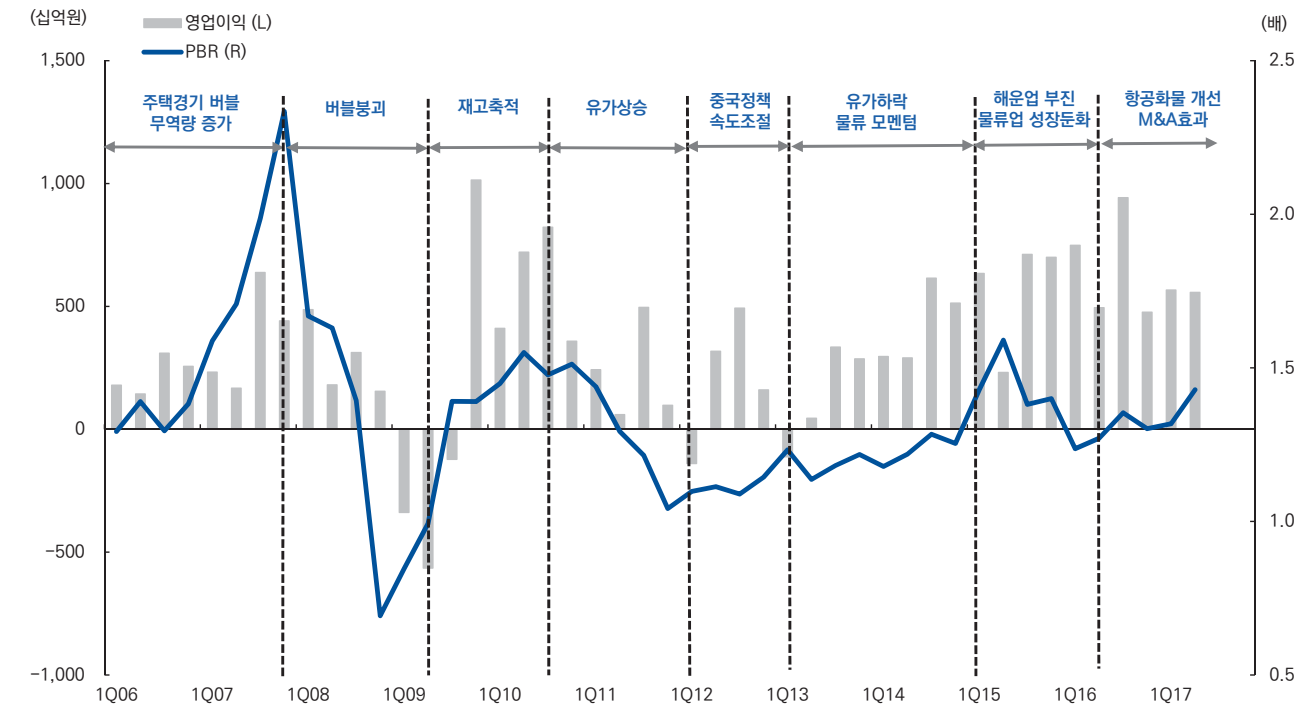
**운송**

확대되는 경쟁, 플랫폼을 지배하라

류제현 02-3774-1738 jay.ryu@miraeasset.com

---

## 실적, 레벨업 가능하다



자료: 미래에셋대우 리서치센터

3 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

# [2017년 Review] 시클리컬 주의 귀환

## 대장주 부진 속, 경기순환주 상대적 강세

- 시클리컬 운송 주의 상대적 강세
- 지속적으로 부진했던 CJ대한통운, 현대글로비스 주가
- 성장주에 대한 적극적인 리스크 테이킹 필요

### 전통 운송주 주가 상승: 오랜만에 반짝 반등 후 조정



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### 물류업종 정체 국면 지속



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

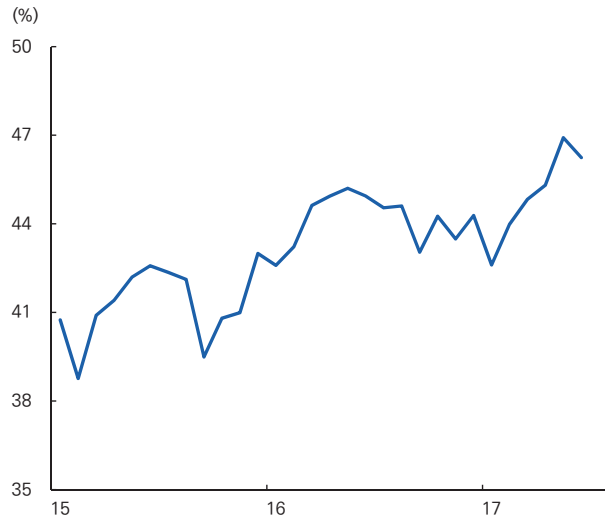
4 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

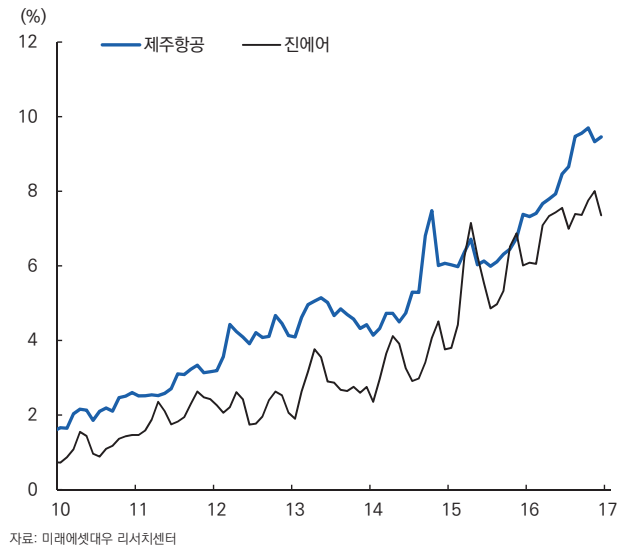
## 시장을 장악하라

- 여전히 핵심 지표로 작용하고 있는 M/S
- CJ대한통운 최근 캐파 문제로 정체 국면 후 재반등 성공
- 제주항공과 진에어 지속적 M/S 상승 시현 중: 성장성에 대한 프리미엄

CJ대한통운 M/S: 회복 시작



제주항공 및 진에어의 M/S

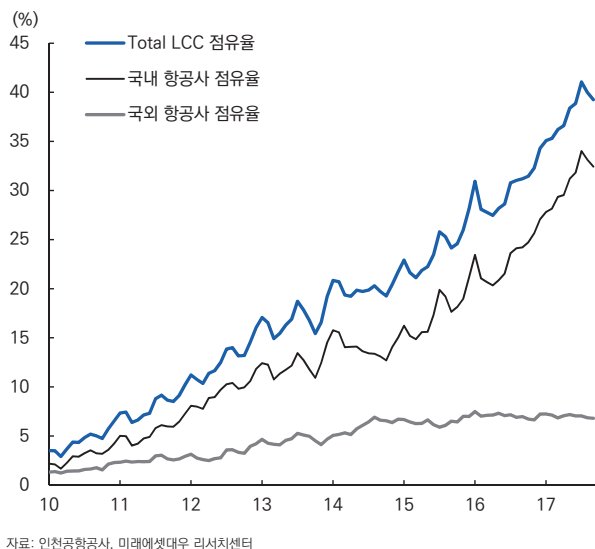


## I. 항공: LCC, 화물 십일홍?

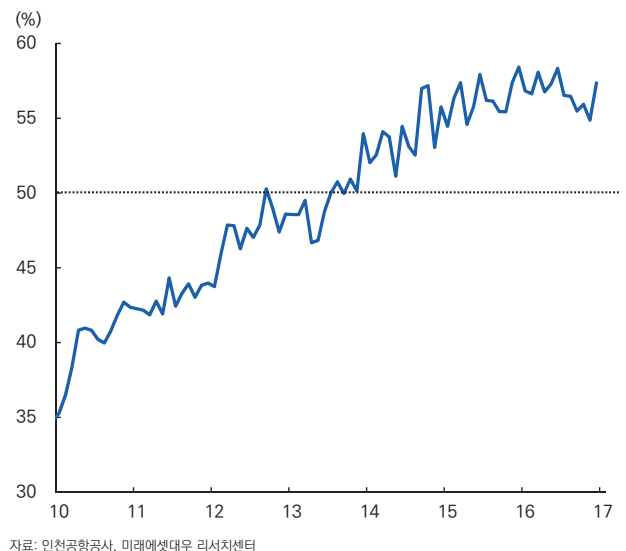
### 정체나 반등이나?

- LCC 점유율, 2016년 초 이후 처음으로 조정 관찰
- 국내선 점유율 50%, 단거리 국제노선 40% 도달 후 2개월 연속 조정 중
- 추가적인 상승 가능: 1) 공격적 확장 계획 지속, 2) FSC, 장거리 위주의 노선 개편

LCC 단거리 국제노선 점유율: 조정 관찰?



LCC 국내노선 점유율: 조정이나 반등이나



## 진에어의 각성

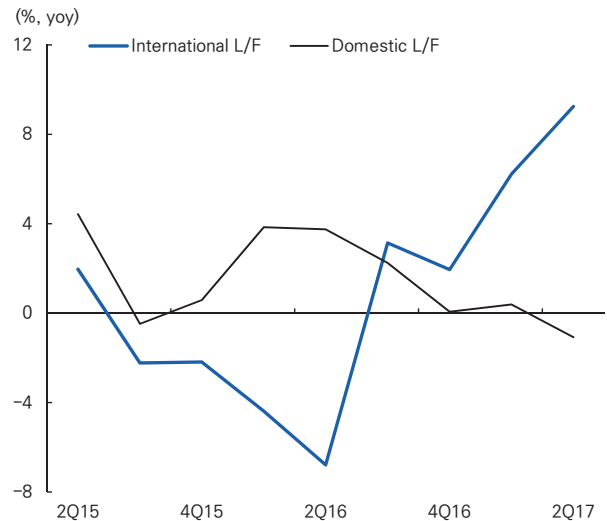
- 지난해 하와이 노선의 운영실패: 비수기에도 공격적 운항으로 손실
- 3~5월 적극적인 운항 횟수 조절로 탑승률 관리 성공

진에어의 하와이 노선 L/F: 적극적인 관리로 손실 최소화

2016	Frequencies	L/F	2017	Frequencies	L/F
Jan.	44	78.2	Jan.	45	80.4
Feb.	42	68.2	Feb.	35	81.0
Mar.	42	41.6	Mar.	8	53.3
Apr.	42	43.2	Apr.	0	0.0
May.	45	43.7	May.	5	35.9
Jun.	43	60.6	Jun.	43	69.4
Jul.	44	83.7	Jul.	45	79.2
Aug.	44	85.0	Aug.	44	81.5
Sep.	41	73.6	Sep.		

자료: 인천공항공사, 미래에셋대우 리서치센터

장거리 국제노선 탑승률 크게 개선 중



자료: 인천공항공사, 미래에셋대우 리서치센터

# I. 항공: LCC, 화물 십일홍?

## 신규 LCC의 진입 가능성

- 에어로케이, 플라이양양 신규 진입 준비 중
- 신규 진입 항공기 11대, 전체 저비용 항공사의 10% 미만, 전체의 5% 미만
- 베이스 공항 경쟁력 크지 않아 빠른 시장 점유율 확대는 크지 않을 것
- 초기 투자 비용과 원가 경쟁력이 관건

신규 LCC 예상 진입업체

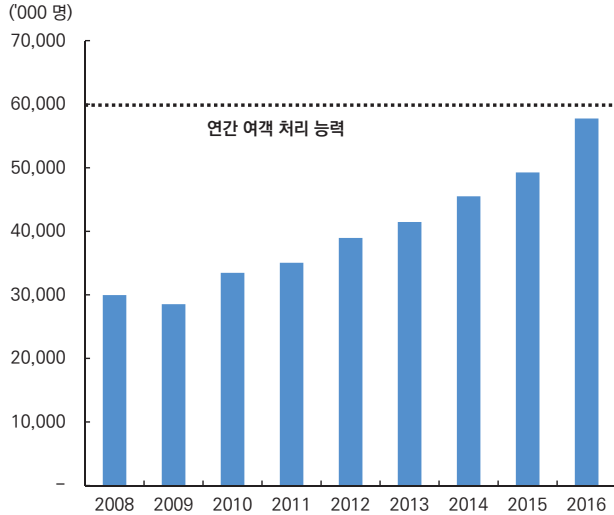
	실행 계획	기종	자본 (십억원)	공항	주주
에어로케이	2018.04	Airbus A320 (8)	45	청주공항	한화 22%, 에이티넬인베스트먼트 22%, 부방 10%
플라이양양	2017.12	B737-800 (3)	18.5	양양국제공항	토니모리(15억 원), 신세계면세점(10억 원)
에어대구	2018.04	-	(50)	대구공항	
남부에어	2018년 하반기	-	(100)	밀양	경상남도 100억 원, 현지금융투자 100억 원, 나머지 800억 원은 경상남도(영남 지역) 소재의 항공사로부터 지원 계획
프라임에어	2017.12	CRJ200	3	울산공항	
에어포항	2017.10	CRJ200 (3)	(10)	포항공항	디에이치일렉트로닉스 51억 원, 연말까지 나머지 49억 원을 지원받을 예정. 경상북도와 포항시는 앞으로 2년간 각각 20억과 40억을 투자할 계획

자료: 언론 자료 취합, 미래에셋대우 리서치센터

## 제주노선 확보가 필요한 신규 진입자

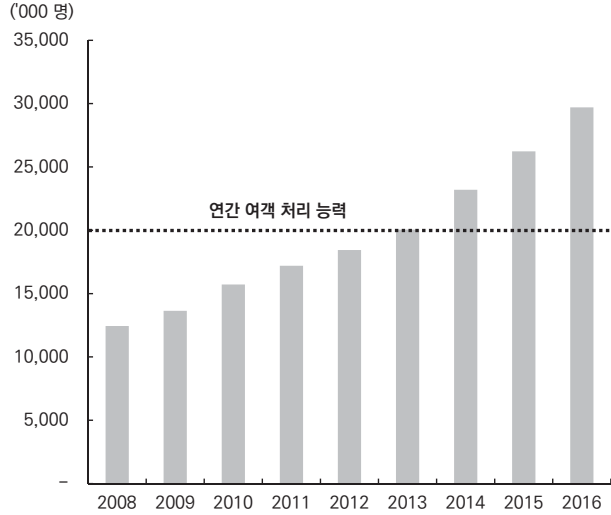
- 제주노선이 중요한 이유: 항공기 운영효율을 위해 필수
- 제주노선 취항이 원활하지 않을 경우 국제 노선 운영에도 영향
- 인천과 달리 포화상태인 제주공항: 제 2공항, 빨라야 2025년

인천국제공항 이용객 수



자료: 공항공사, 미래에셋대우 리서치센터

제주국제공항 이용객 수



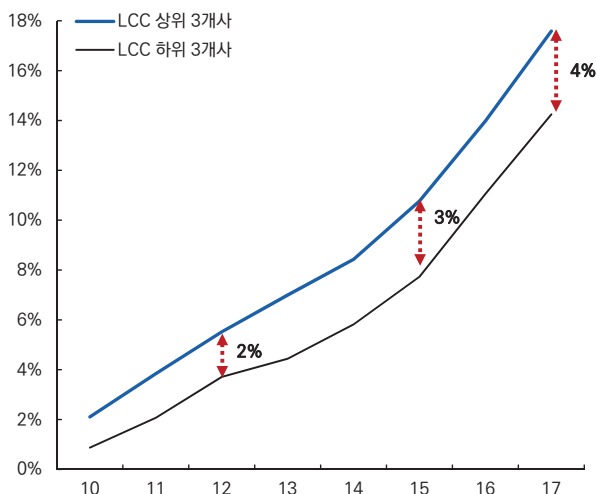
자료: 공항공사, 미래에셋대우 리서치센터

# I. 항공: 뒤쳐지면 안된다 – 경쟁사간 격차 확대

## 벌어지는 상위업체와 하위업체간 격차

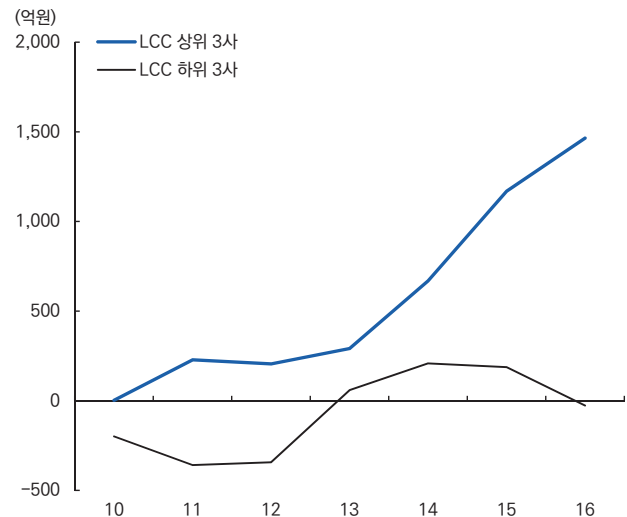
- M/S 상위 3사 vs. 하위 3사 격차: 16년 3% → 4%로 확대
- 영업이익의 격차 확대로 귀결: 하위 3사 영업이익 악화 – 이스타/에어서울 부진
- 자금조달을 통해 투자 확대 필요

상위 3사 vs. 하위 3사 점유율 추이



주: 상위 3개사: 제주항공, 진에어, 에어부산/ 하위 3개사: 티웨이항공, 에어서울, 이스타항공  
17년 티웨이는 3위로 올라서고 있는 중  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

상위 3사 vs. 하위 3사 영업이익 추이



주: 상위 3개사: 제주항공, 진에어, 에어부산/ 하위 3개사: 티웨이항공, 에어서울, 이스타항공  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 자본 확충 필요 절실: IPO의 이유

- 2019년 시행 예정인 회계 기준 변경
- 운용리스 현재가로 부채로 계상: 비용 계상시 부채비율 상승
- 운용리스 비중이 높은 저비용항공사, 아시아나 항공사 부채비율 상승폭이 더 큼

운용리스계상시 부채비율 비교 (2Q17말 기준)

(십억원)	대한항공	아시아나항공	제주항공	진에어	에어부산
부채	21,937	7,325	403	254	103
부채(운용리스 포함)	23,906	9,386	824	611	342
운용리스	1,968	2,061	421	356	239
1년 이내	265	465	101	86	59
1~5년	921	1,222	295	221	154
5년 이상	782	374	25	49	26
자본	2,983	992	290	97	103
부채비율	736%	739%	139%	262%	100%
수정부채비율	802%	947%	284%	628%	332%

주: 운용리스 총액은 할인율을 적용하지 않음, 할인율을 적용할 경우 부채비율은 감소될 수 있음  
에어부산은 2016년말 기준  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

운용비행기 구분 (2Q17말 기준)

기업명	총 항공기	운용리스	자체보유 /금용리스
대한항공	161	26	135
아시아나항공	83	50	33
제주항공	29	29	0
진에어	24	22	2
에어부산	21	20	1
티웨이항공	19	18	1
이스타항공	17	17	0
에어서울	4	4	0

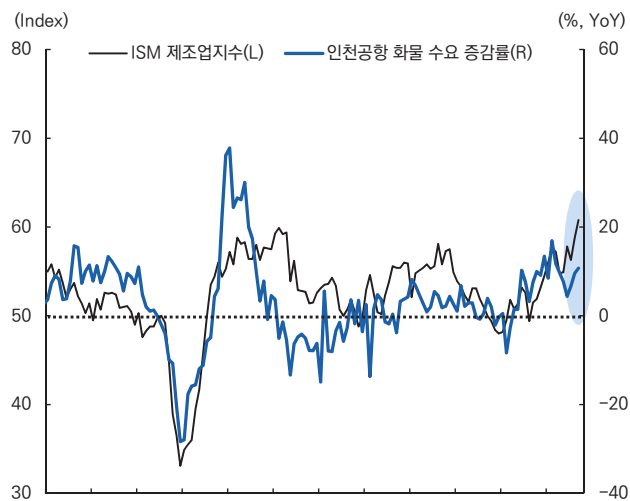
자료: 미래에셋대우 리서치센터

# I. 항공: 항공화물 2010년의 영광을 찾는다

## 2010년 수준에 버금가는 시황 기대

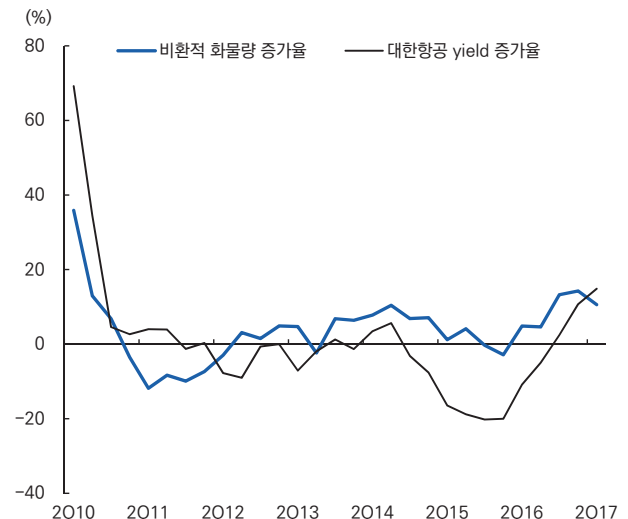
- ISM 지수, 7년만에 최고치를 경신
- 직화물 물동량 호조에 대한항공, Yield 개선 급속히 진행 중
- 4Q17 성수기 수익성 극대화되며 실적 개선에 일조

ISM vs. 인천공항 항공화물



자료: 미래에셋대우 리서치센터

비환적 화물 추이 vs. 대한항공 yield 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

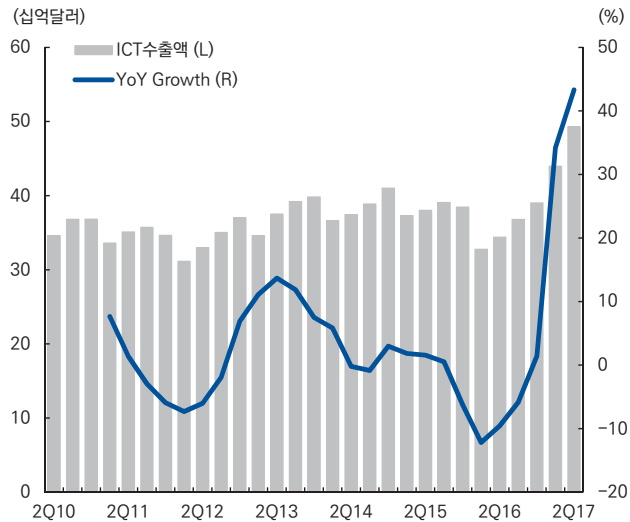
# I. 항공: 항공화물 2010년의 영광을 찾는다

운송

## 선진국 경기 완전히 개선

- 높은 IT제품 비중: 탄탄한 화물 수요 지속
- IT 수출 모멘텀 급격한 확장 지속
- 경기 호조와 맞물린 경쟁적 휴대폰 출시 일정

### ICT 수출 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

### 주요 휴대폰 출시 및 출시 예정

회사	기종	출시 (예정)일
APPLE	iPhone 8	2017년 11월 3일
GOOGLE	Pixel 2 XL	2017년 11월 15일
APPLE	iPhone X	2017년 11월 말
Huawei	P11	2018년 2월
LG	G7	2018년 3월
삼성	Galaxy S9	2018년 4월
SONY	XPERIA series	2018년 초

자료: 언론기사, 미래에셋대우 리서치센터

13 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

# II. 물류: 이종(異種)간 경쟁과 협업 확대

운송

## 아마존 Key

- Last Mile의 끝까지 파고든다- 집에 사람이 없어도 배송이 가능하다
- CCTV를 통해 보안 문제도 해결, 단, 프라이버시 문제는 아직 해결해야
- 편의성, 사용자 경험 측면에서 물류업체가 해야 할 일은 아직 많다



자료: 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

14 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

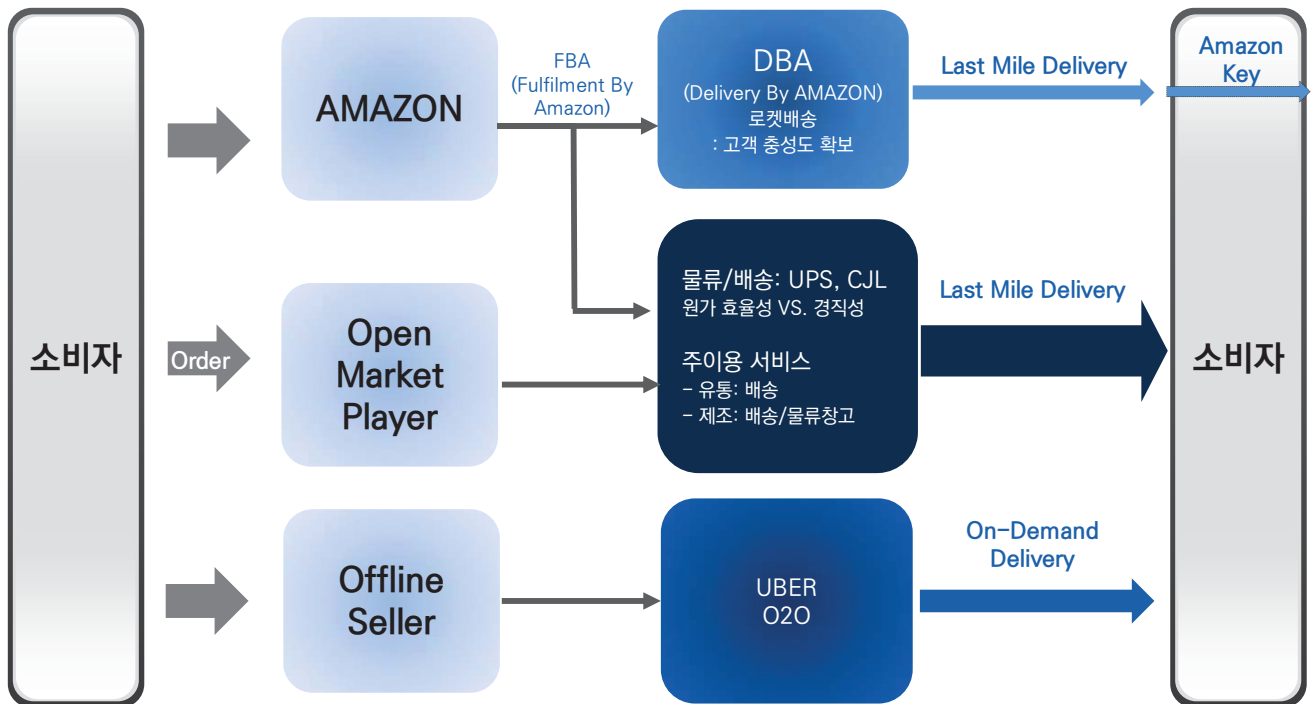
Mirae Asset Daewoo Research

## II. 물류: 이종(異種)간 경쟁과 협업 확대

운송

### Fulfillment 뿐 아니라 Delivery도 직접

- AMAZON: FBA를 넘어 DBA를 통해 소비자 속까지 파고든다
- Open Market Player: 직배송, 물류업체를 통한 유통 마진 절감 지속 필요
- 물류업체, 결국 물류비 절감이 핵심 경쟁력 - 경쟁력 있는 물류센터와 배송 채널 필요



자료: 미래에셋대우 리서치센터  
15 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

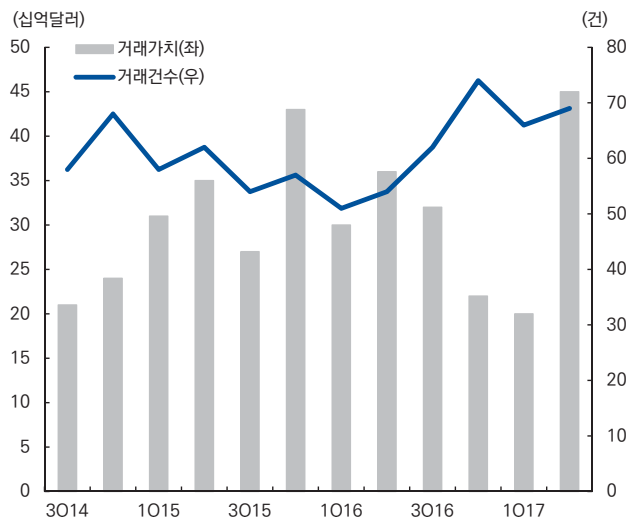
## II. 물류: 이종(異種)간 경쟁과 협업 확대

운송

### M&A 시장: 비싸지고 많아지고

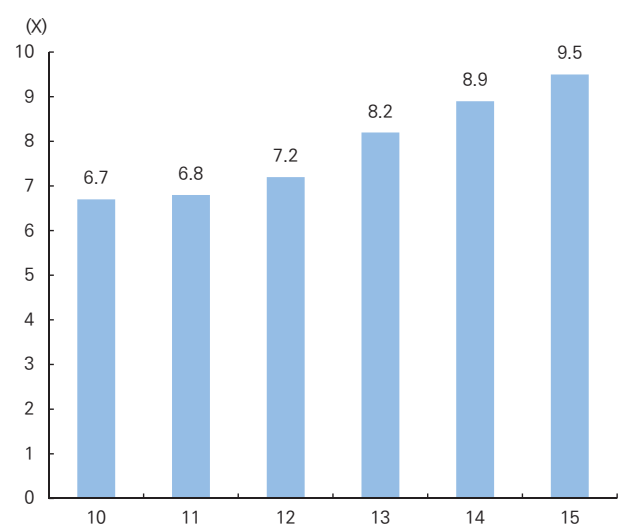
- 물류 M&A 거래건수 및 거래량 전고점 돌파
- Valuation EV/EBITDA 기준 2010년 3.9배에서 2016년 9.5배로
- 시너지에 따른 가치 개선, 경기 호조 반영: 네트워크가 중요한 시대

전 세계 M&A 거래가치 및 거래량: 의미 있는 상승세



자료: CLO, 톰슨데이터, 미래에셋대우 리서치센터

물류시장 M&A의 평균 거래 EV/EBITDA: 비싸져만 가는 물류회사



자료: CLO, 톰슨데이터, 미래에셋대우 리서치센터



## II. 물류: 이종(異種)간 경쟁과 협업 확대

운송

### M&A 양상도 다양해지고 있다

- 전통적인 M&A: 네트워크 확장과 외형 증가에 따른 규모의 경제
- Smaller & Smarter: 효율성 증대를 위한 스타트업 위주의 제휴

#### 전통적 대형 M&A: 네트워크 확장

인수사	피인수사	거래규모(\$Bn)
COSCO	OOCL	6
DSV	UTi	1.3
XPO	Norbert Dentressangle	0.5
	Geodis	3
CJ Logistics	Ibracom/Century/Darcl/Gemardep/Rokin	0.7

자료: CLO, 미래에셋대우 리서치센터

#### Smaller & Smarter 제휴 및 투자: 효율성 증대

투자/제휴사	피투자/제휴사	
DB Schenker	uShip	물류 네트워크
GV ventures	Freightos WebCargoNet	항공화물 플랫폼
Founders Fund	Flexport	물류 플랫폼
CJ Logistics	Mesh Korea	Last Mile
Lotte Global Logis	GoGoVan	Last Mile

17 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

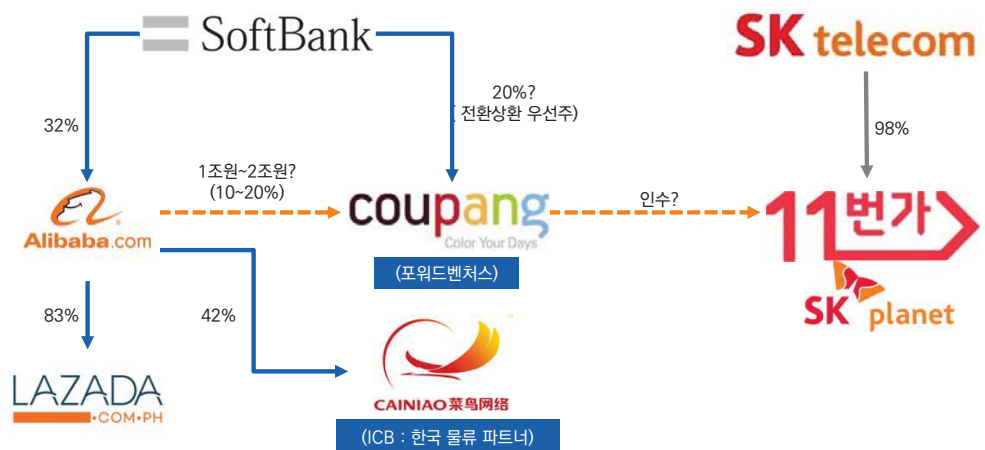
## II. 물류: 이종(異種)간 경쟁과 협업 확대

운송

### 알리바바와 라자다: 한국으로 진출하나

- 알리바바와 소프트뱅크의 큰 그림은?
- 아시아 지역에서 아마존과의 승리하기 위한 전략
- 라자다 2018년 한국 진출 시도할 듯: 물류 플랫폼은 더욱 중요
- 11번가 어디로 갈 것인가?

#### 알리바바, 소프트뱅크가 그리는 큰 그림



자료: 언론기사, 미래에셋대우 리서치센터

18 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

## II. 물류: 이종(異種)간 경쟁과 협업 확대

운송

### On-Offline의 공통들: 손잡거나 싸우거나

- AMAZON, KOHL의 오프라인 매장에 입점하여 온라인 서비스 보완
- 월마트, 타겟, 코스트코 등 오프라인 소매점: 구글과 손을 잡고 온라인 매출 확대
- 어느 경우이든 온라인 시장 추가 확대와 배송 물량 확대의 동력이 될 듯



19 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

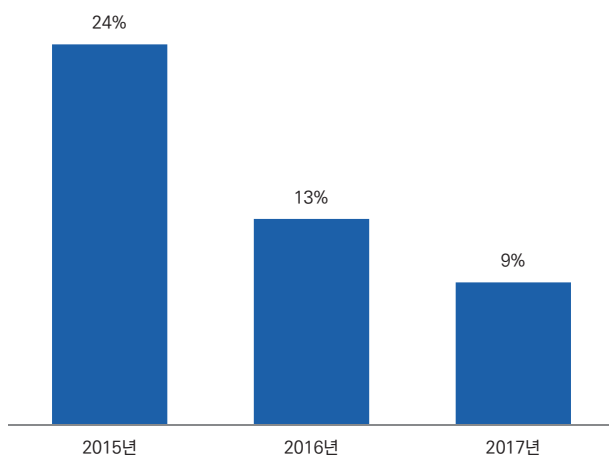
## II. 물류: 택배 단가 인상, 분위기 무르익는다

운송

### 수요의 구조적 증가: 또 하나의 요인

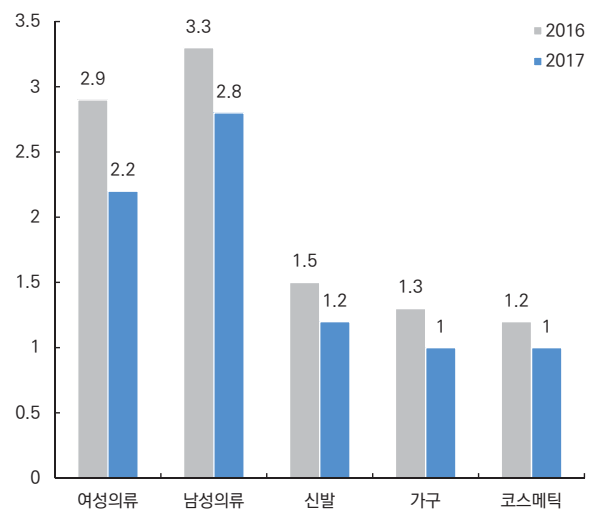
- 까다로운 상품 선택: 늘어나는 상품 노출, 증가하는 아이 쇼핑
- 주문건 별 배송상품수의 증가: 주문은 쉽고 부담도 없다
- 물동량 증가율 지속 증가 예상

모바일 장바구니 상품 담은 비율: 그만큼 손쉬워진 쇼핑



자료: 언론기사, 미래에셋대우 리서치센터

주문 건 별 구매상품 수: 부담 없는 주문, 낮은 배송비가 원인



자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

20 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

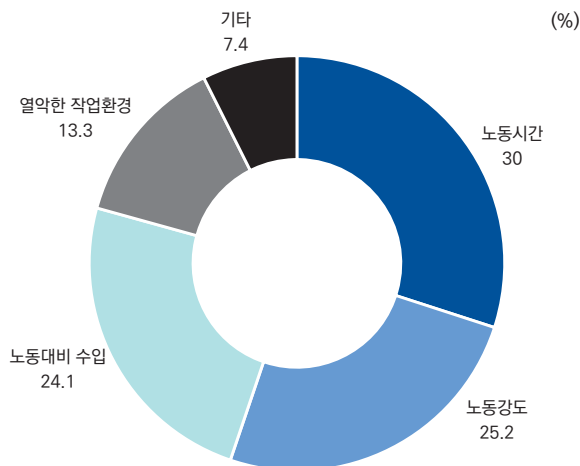
## II. 물류: 택배 단가 인상, 분위기 무르익는다

운송

### 노조 결성 가능성: 중요한 것은 일의 질과 수입

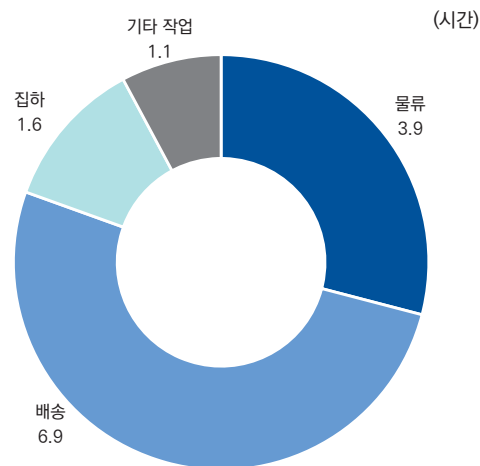
- 택배기사 노조 설립 신고 필증 발행: 노동 3권 보장 (단결권, 단체교섭권, 단체행동권)
- 택배기사 이직의사: 높은 노동강도와 시간 - 수수료(임금) 인상 요구
- 대형사가 유리: 작업 소요 시간 단축 가능, 물량 확대 가능

택배기사 이직 의사가 있는 이유



자료: 언론기사, 미래에셋대우 리서치센터

택배기사 세부 작업 별 소요시간



자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

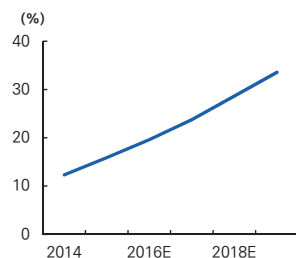
## II. 물류: 택배 단가 인상, 분위기 무르익는다

운송

### 중국 택배 물동량 폭증

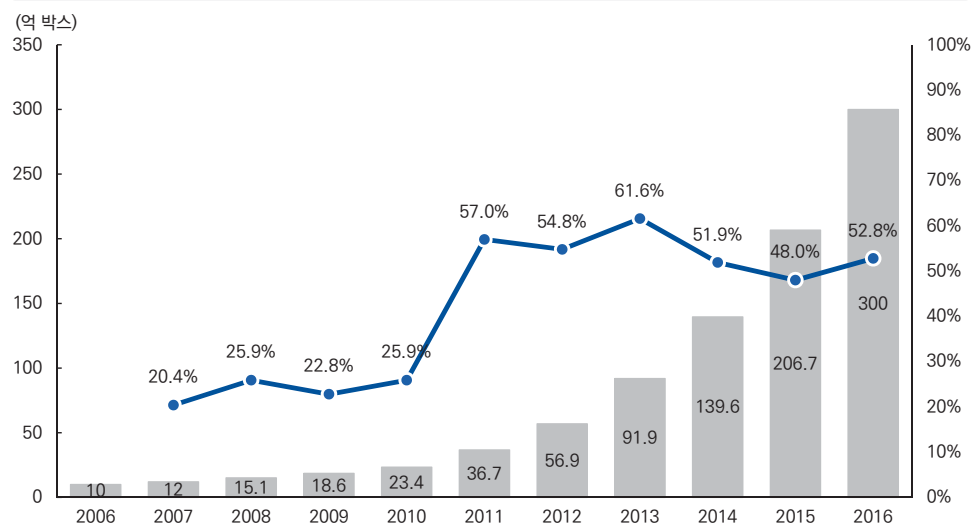
- 연간 300억 박스 연 물동량 성장률 50% 상회
- 온라인 물동량의 급증으로 비약적 성장 지속
- 알리바바, 징둥 물량 확대에 긍정적 흐름 지속

중국 Ecommerce 비중



자료: eMarketer

중국 택배 물량 추이 및 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

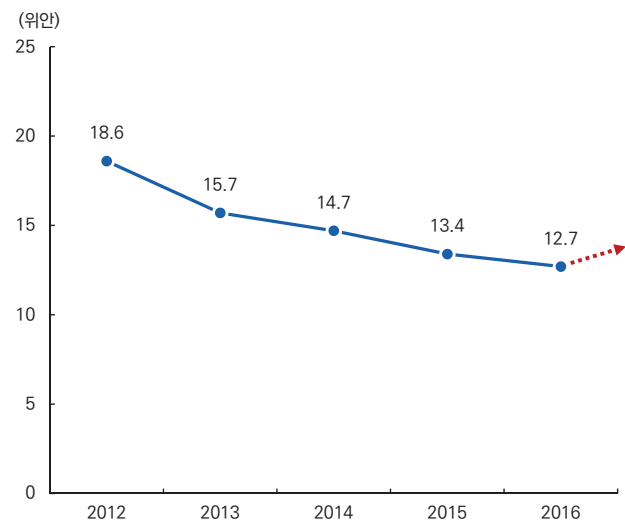
## II. 물류: 택배 단가 인상, 분위기 무르익는다

운송

### 중국 택배 단가 인상

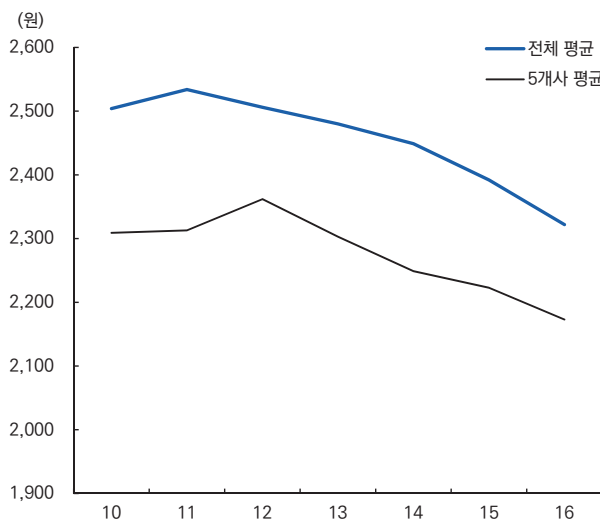
- 위엔통(圓通), 중통(中通), 원다(韻達) 등 주요 택배사 단가 인상 단행
- 네트워크 확대, 인건비 상승 등 비용 증가요인에 대응
- 약 +0.3위안 (+2%) 이상의 운임 인상으로 수익성 제고

중국 택배 단가 추이: 단가 인상 단행



자료: 미래에셋대우 리서치센터

한국 택배 단가 추이



주: 상위 5개사 (한진, CJ대한통운, 현대, 로젠, 우체국)의 평균 단가  
자료: 2017 물류산업총람, 미래에셋대우 리서치센터

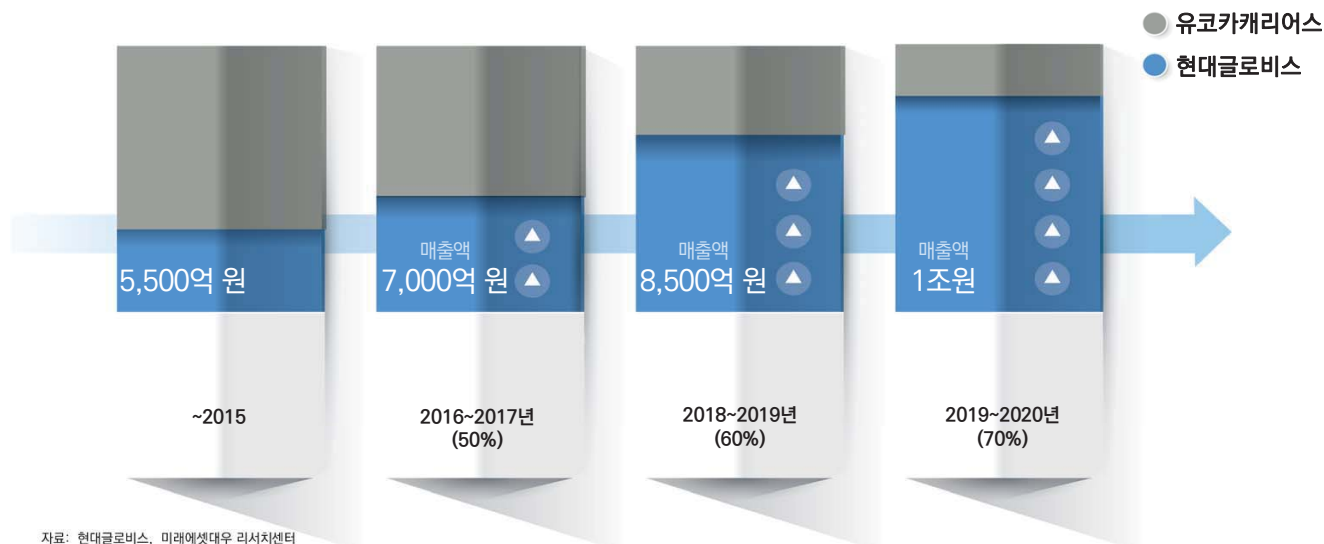
## II. 물류: 기대와 과제 사이

운송

### 현대글로벌비스: 그로부터 다시 2년

- 2018년~2019년 계약 갱신 기대감
- 신 계약은 4Q17경 이루어 질 듯
- 현대차 그룹 물량 60% 이상 확대 가능성

현대글로벌비스 PCC 사업 계열물량 확대 로드맵: 2018년 PCC 매출 확대 기대



자료: 현대글로벌비스, 미래에셋대우 리서치센터

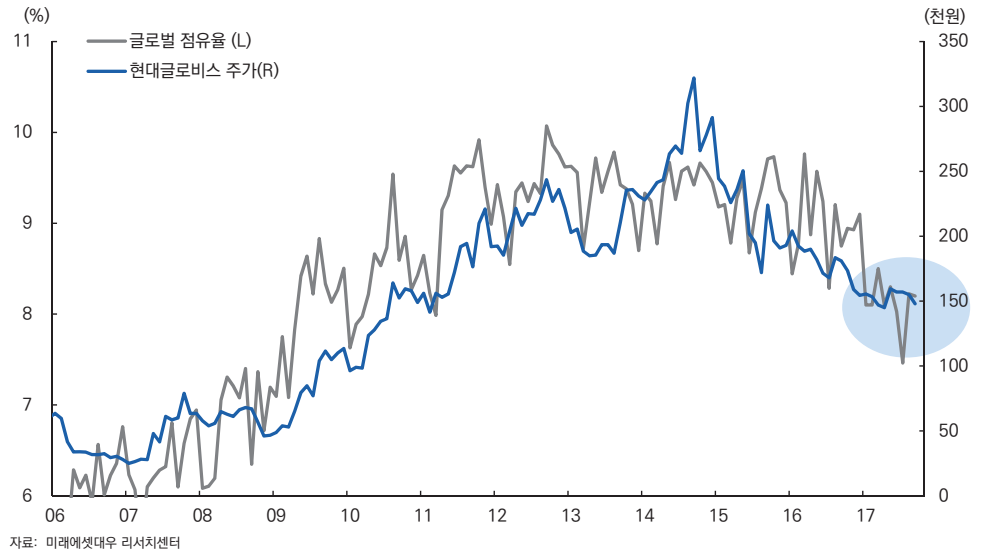
## II. 물류: 기대와 과제 사이

운송

현대글로벌비스:  
그룹 경쟁력 회복,  
혹은 3자물류/M&A 확대

- M/S 하락은 곧 운송 물량 증가를 둔화와 수익성 악화를 의미
- 결국 문제는 현대차 그룹의 경쟁력
- 벗어날 수 있는 가장 확실한 방법: 3자 물류 확대와 M&A

현대글로벌비스 주가 vs. 현대차 그룹 시장 점유율



25 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

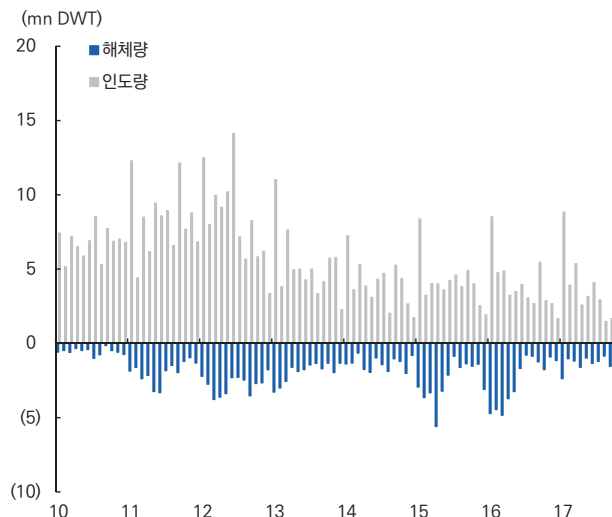
## III. 해운: 건화물 수급 드디어 개선되나

운송

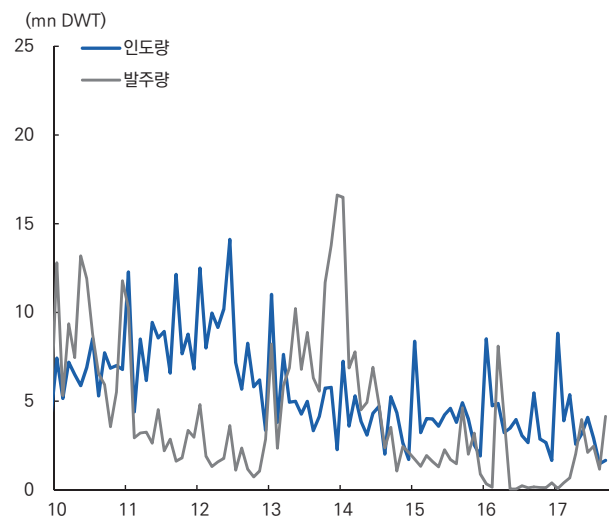
공급 부담 완화

- 케이프사이즈, 파나막스에서 모두 나타나고 있는 신규 인도량 감소
- 2016년 발주 부진 지속으로 당분간 신규 인도량 하향 안정세 지속
- 최근 발주는 빨라야 2Q18경부터 인도될 전망

벌크선 신규 인도량 vs. 해체량: 공급 증가율 급둔화



벌크선 신규 인도량 vs. 발주량



26 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

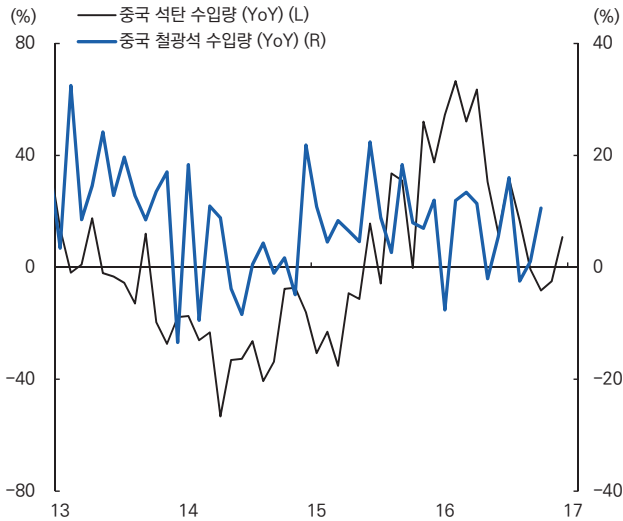
### III. 해운: 건화물 수급 드디어 개선되나

운송

#### 수급 개선 기대 높아져

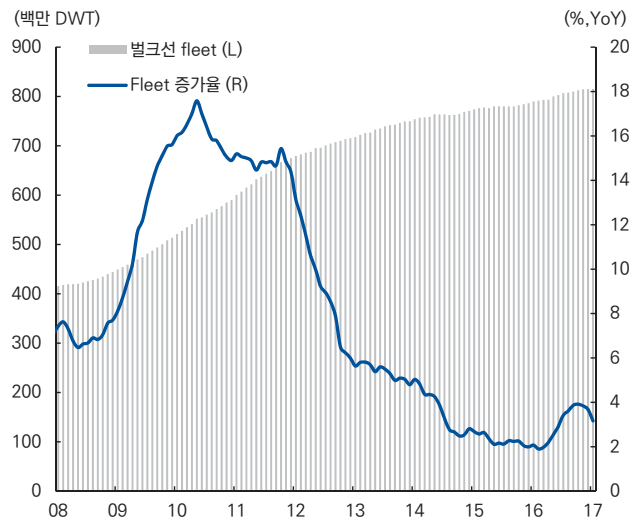
- 제한적인 공급 속에 점차 살아나는 수요 개선세도 관찰
- 단, 4Q17~1Q18 계절적, 정책적 리스크는 변수

중국 철광석 수입량 YoY vs. 중국 석탄 수입량 YoY



자료: 미래에셋대우 리서치센터

벌크선 공급 증가율



자료: 미래에셋대우 리서치센터

27 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

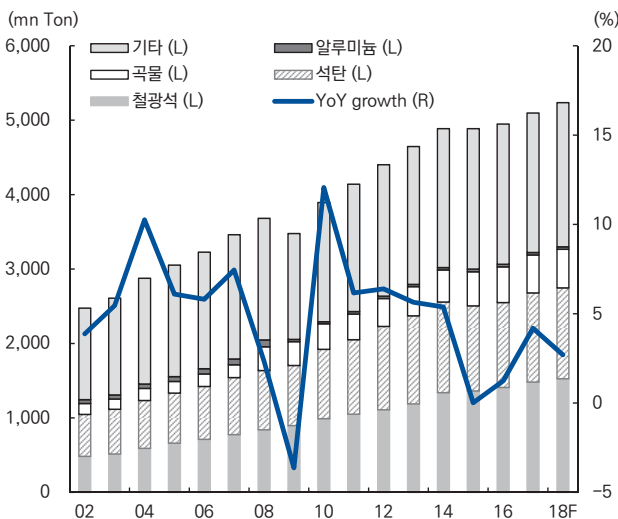
### III. 해운: 건화물 수급 드디어 개선되나

운송

#### 수요 부진 지속 속에 중고선가 전고점 돌파

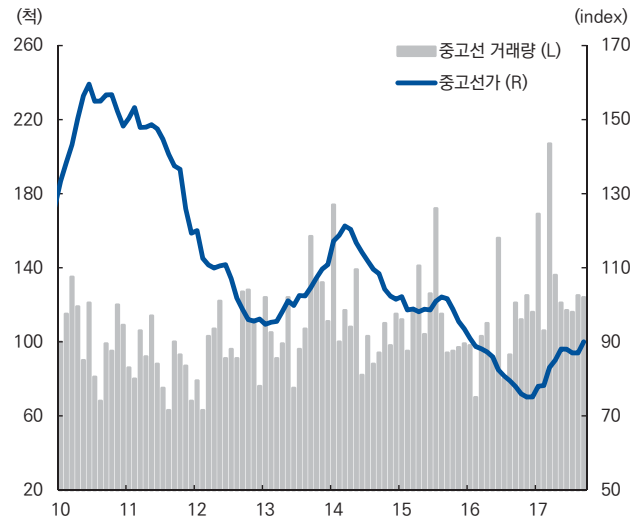
- 중고선 선가 재차 상승 국면 돌입
- 신조 모멘텀으로 파급되기는 아직 이른 상황
- 2018년 선가 및 2017년 하반기를 기점으로 수급 개선 가능

벌크선 물동량 및 물동량 증가율 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

중고선 거래량 및 중고선가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

28 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

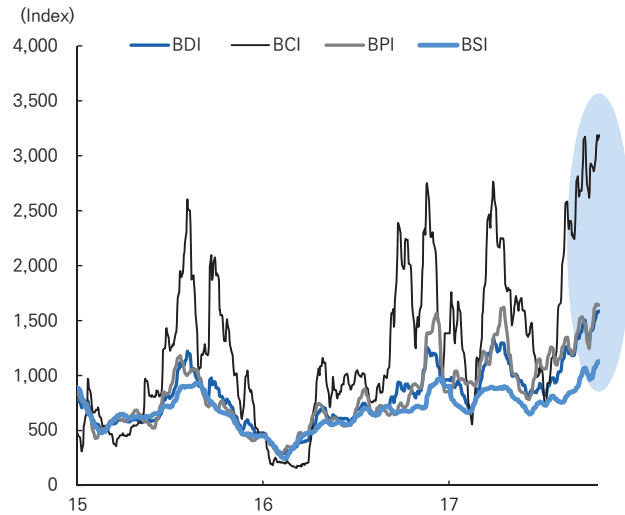
### III. 해운: 건화물 수급 드디어 개선되나

운송

#### 일단 평년 수준으로 회복한 상황

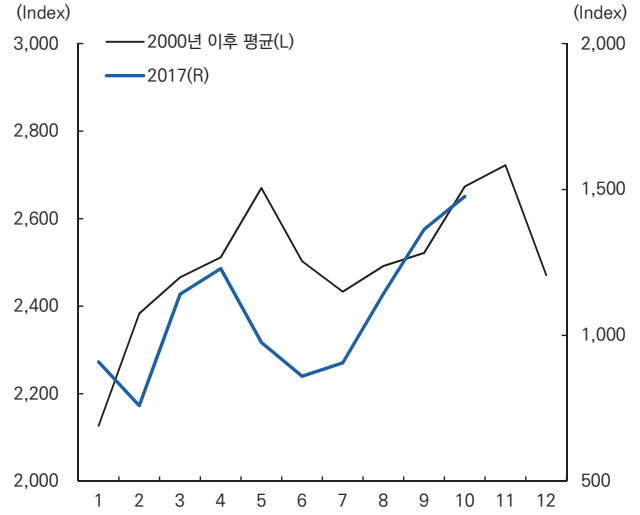
- 평균 수준으로 회귀하고 있는 건화물선 시황
- 11월 이후 일반적으로 하강: 연말~연초 비수기 진입
- 단기적으로는 관망할 필요

BDI: 2016년 고점 돌파



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

BDI, 평균 수준으로 회귀



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

29 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

### III. 해운: 건화물 수급 드디어 개선되나

운송

#### 상품가격 모멘텀 하락 속 철강산업 구조조정에 주목

- 높은 석탄 가격 vs. 조정 국면의 철광석 가격 유지
- 중국 석탄 수입의 구조적 개선 가능성
- 11월 중국 철강 경기 구조조정에 따른 영향에 주목

BDI YoY vs. 석탄 가격 YoY vs. 철광석 가격 YoY



자료: 한국자원정보서비스, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

BDI vs. 석탄 가격 vs. 철광석 가격



자료: 한국자원정보서비스, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

30 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

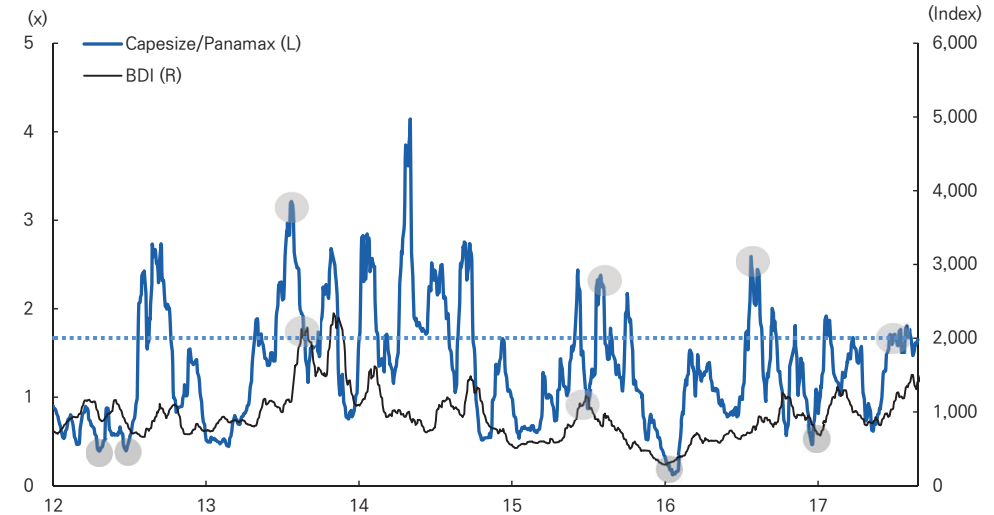
### III. 해운: 단기 모멘텀은 소강국면

운송

#### 기술적 지표: 급등 및 급락 모두 제한적

- 최근 반등으로 Capesize/Panamax 운임 비율은 10년 평균 회귀 후 소폭 조정
- 시황 개선 강도에 비해 부담 없는 비율: 급락할 가능성은 제한적
- 장기 펀더멘털 개선 기대감 유지

Capesize/Panamax 운임 비율 vs. BDI 추이



주: 미래에셋대우 리서치센터

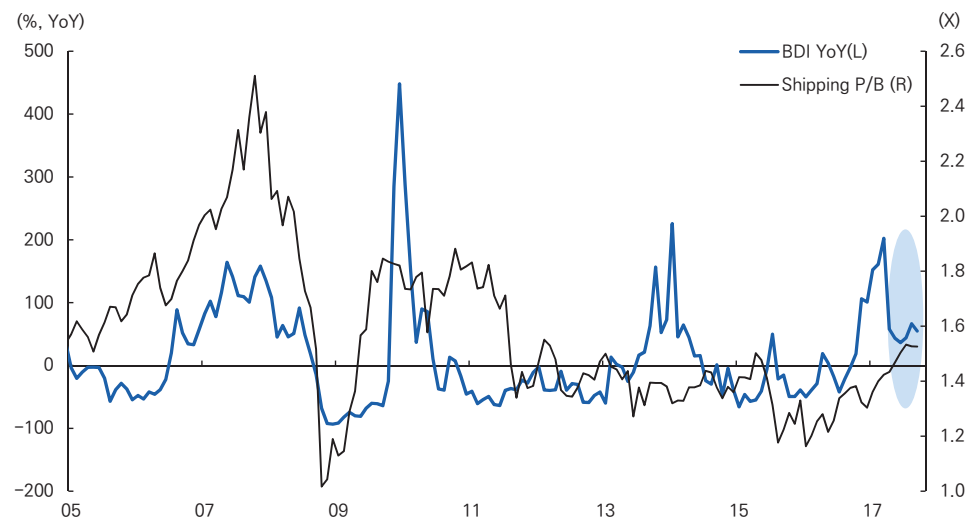
### III. 해운: 단기 모멘텀은 소강국면

운송

#### 밸류에이션 단기 Peak

- BDI 상승으로 과거 나타났던 밸류에이션 개선 시현
- 단, 단기적으로는 반등 이후 밸류에이션 피크 가능성 존재

BDI YoY vs. 해운 PBR: 증가율 둔화되며 단기적으로 추가 주가 상승 제한할 듯



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터



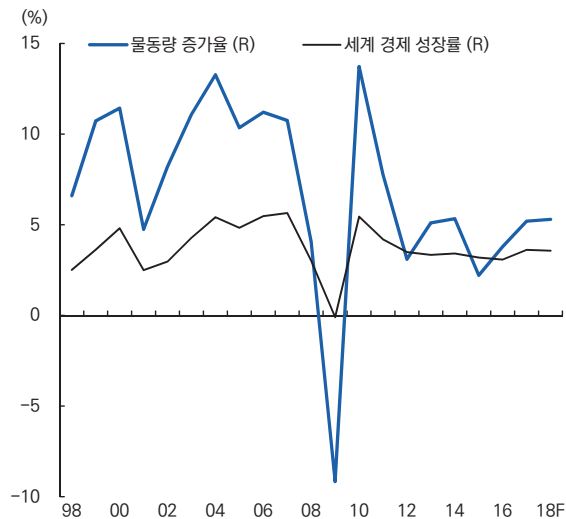
### III. 해운: 컨테이너, 여전한 경쟁

운송

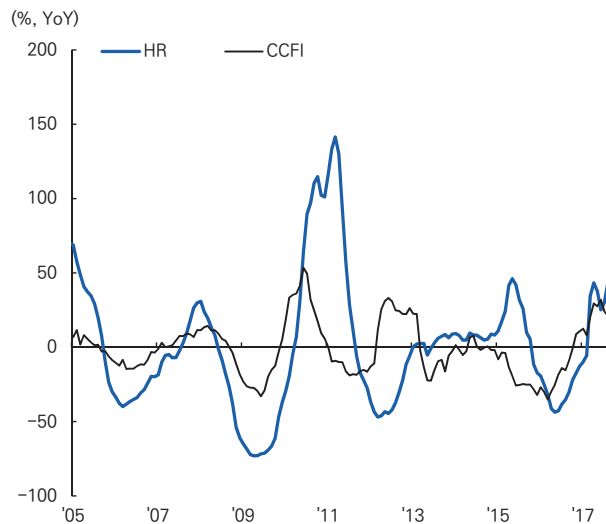
#### 안정의 실마리?

- 세계 경제 성장을 추가 개선으로 물동량 전망 지속 상향 조정
- CCFI (컨테이너 운임지수) 하락 국면 속 HR지수는 개선?
- 신조 모멘텀 점차 살아날 것으로 기대하나, 단기 모멘텀은 크지 않음

세계 경제성장률 vs. 물동량 증가율



컨테이너선 CCFI, HR 지수: 용선료 반등



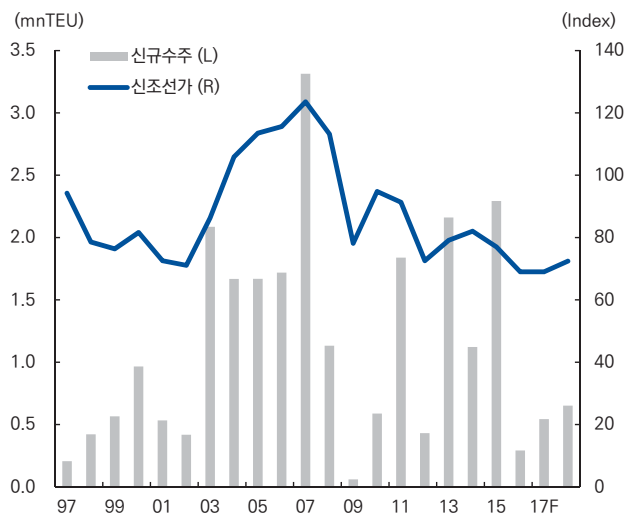
### III. 해운: 컨테이너, 여전한 경쟁

운송

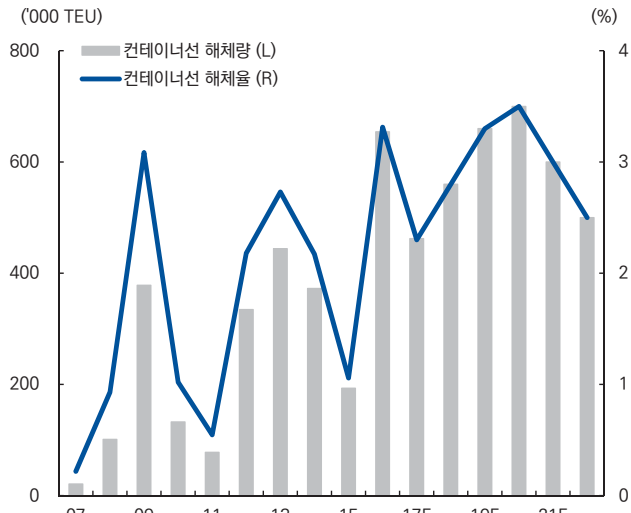
#### 공급 과잉 해소국면 지속

- 예상보다 낮았던 해체 모멘텀
- 선가도 아직 본격적인 개선이라고 부르기 힘들어
- 대형사발 운임 인하 속에 전반적 수익성 개선 속도 여전이 낮아

컨테이너선 수주와 선가 추이 및 전망

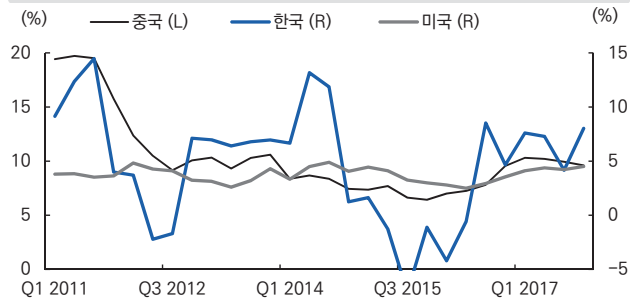


컨테이너 해체량과 해체율 추이

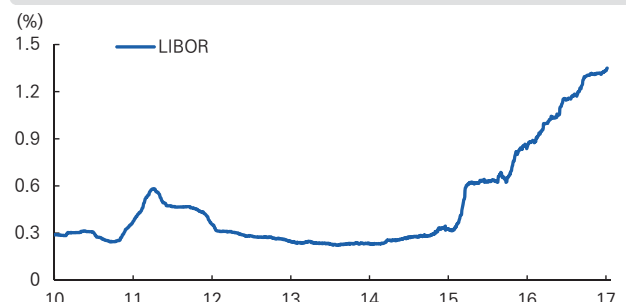


## 주요 매크로 지표

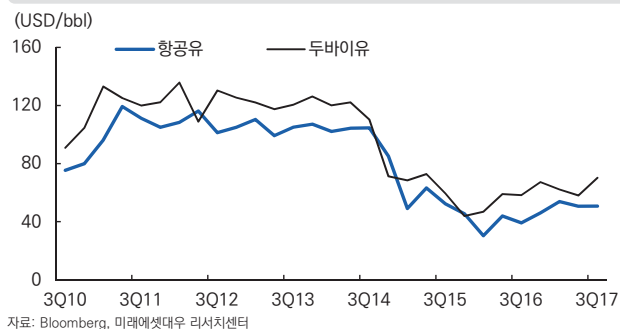
### 분기별 GDP 전망



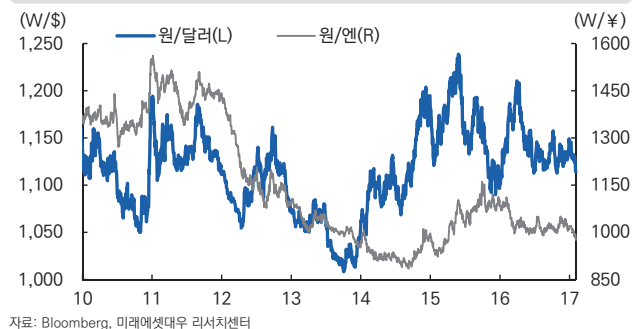
### 3개월 리보 금리



### 유가



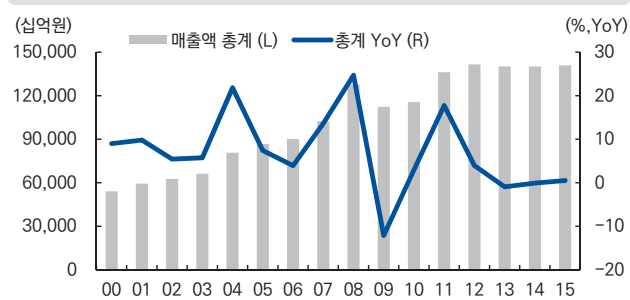
### 환율



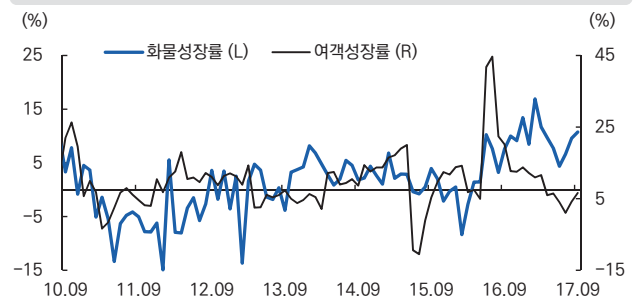
# 주요지표

## 주요 산업 지표

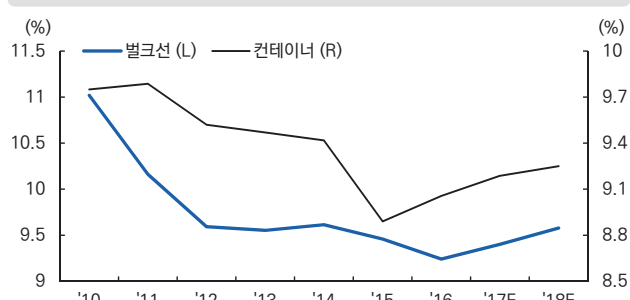
### 연도별 물류 시장 추이



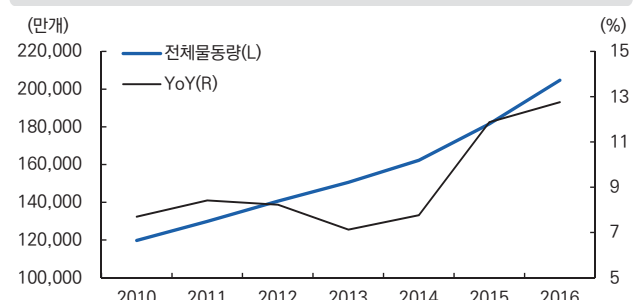
### 인천공항 여객, 화물 성장률



### 컨테이너선 및 벌크선 턴오버: 수급 안정화 예상



### 택배시장 물동량 추이



## 진정한 LCC의 롤모델

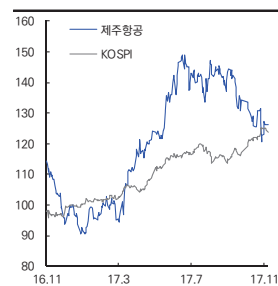
(유지)	매수
목표주가(원, 12M)	50,000
현재주가(17/11/13, 원)	33,850
상승여력	48%
영업이익(17F, 십억원)	99
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	102
EPS 성장률(17F, %)	43.5
MKT EPS 성장률(17F, %)	46.5
P/E(17F, x)	11.5
MKT P/E(17F, x)	10.3
KOSPI	2,530.35
시가총액(십억원)	892
발행주식수(백만주)	26
유통주식비율(%)	31.0
외국인 보유비중(%)	9.8
배타(12M) 일간수익률	0.29
52주 최저가(원)	24,300
52주 최고가(원)	39,900
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-2.9 1.7 15.9
상대주가	-5.0 -8.2 -9.1

### 투자포인트

- 단일 기종, 대규모 공급 확대로 규모의 경제 효과 극대화
- 부가수익 비중 상승으로 수익성 개선 지속
- 공급자 협상력 증대로 단위 비용 지속 하락

### Risk 요인

- 신생 저비용 항공사 출현으로 경쟁 심화 우려
- 정부의 운임 규제 가능성
- 유가 및 상승 시 비용 증가



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	511	608	748	983	1,135	1,319
영업이익 (십억원)	30	51	59	99	113	120
영업이익률 (%)	5.9	8.4	7.9	10.1	10.0	9.1
순이익 (십억원)	32	47	53	77	94	101
EPS (원)	1,454	2,053	2,047	2,939	3,584	3,838
ROE (%)	49.6	30.2	21.1	25.9	25.8	22.6
P/E (배)	-	19.5	12.3	11.5	9.4	8.8
P/B (배)	-	4.5	2.4	2.7	2.2	1.8
배당수익률 (%)	-	1.0	2.0	1.8	2.1	2.4

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)					예상 재무상태표 (요약)					예상 주당가치 및 valuation (요약)				
(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F	(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F		12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	748	983	1,135	1,319	유통자산	437	549	672	809	P/E (x)	12.3	11.5	9.4	8.8
매출원가	602	767	887	1,037	현금 및 현금성자산	167	173	235	304	P/CF (x)	8.3	6.9	6.3	5.8
매출총이익	146	216	248	282	매출채권 및 기타채권	29	38	44	51	P/B (x)	2.4	2.7	2.2	1.8
판매비와관리비	87	118	135	163	재고자산	8	11	13	15	EV/EBITDA (x)	4.6	4.1	2.8	1.9
조정영업이익	59	99	113	120	기타유동자산	233	327	380	439	EPS (원)	2,047	2,939	3,584	3,838
영업이익	59	99	113	120	비유동자산	164	220	243	262	CFPS (원)	3,038	4,925	5,366	5,811
비영업손익	10	2	8	10	관계기업투자등	7	10	11	13	BPS (원)	10,351	12,387	15,472	18,614
금융손익	2	5	8	10	유형자산	59	116	141	160	DPS (원)	500	600	700	800
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	무형자산	12	11	8	6	배당성향 (%)	24.7	20.3	19.4	20.7
세전계속사업손익	69	101	121	130	자산총계	600	768	915	1,070	배당수익률 (%)	2.0	1.8	2.1	2.4
계속사업법인세비용	16	24	27	29	유동부채	261	333	384	441	매출액증가율 (%)	23.0	31.4	15.5	16.2
계속사업이익	53	77	94	101	매입채무 및 기타채무	55	72	84	97	EBITDA증가율 (%)	19.7	67.1	15.6	8.5
중단사업이익	0	0	0	0	단기금융부채	20	19	19	19	조정영업이익증가율 (%)	15.7	67.8	14.1	6.2
당기순이익	53	77	94	101	기타유동부채	186	242	281	325	EPS증가율 (%)	-0.3	43.6	21.9	7.1
지배주주	53	77	94	101	비유동부채	67	110	124	140	매출채권 회전율 (회)	35.0	34.5	32.5	32.6
비지배주주	0	0	0	0	장기금융부채	0	22	22	22	재고자산 회전율 (회)	103.6	102.8	96.9	97.2
총포괄이익	48	77	94	101	기타비유동부채	67	88	102	118	매입채무 회전율 (회)	32,290.1	46,522.9	43,982.9	44,332.6
지배주주	48	77	94	101	부채총계	328	443	508	581	ROA (%)	9.9	11.3	11.2	10.2
비지배주주	0	0	0	0	자본금	272	325	407	489	ROE (%)	21.1	25.9	25.8	22.6
EBITDA	73	122	141	153	자본금	131	132	132	132	ROIC (%)	308.5	1,485.7	3,498.9	-779.7
FCF	86	89	119	136	자본잉여금	89	90	90	90	부채비율 (%)	120.6	136.1	125.0	118.7
EBITDA 마진율 (%)	9.8	12.4	12.4	11.6	이익잉여금	51	105	186	269	유동비율 (%)	167.5	164.8	174.9	183.4
영업이익률 (%)	7.9	10.1	10.0	9.1	비지배주주지분	0	0	0	0	순차입금/자기자본 (%)	-119.5	-119.3	-121.0	-124.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.1	7.8	8.3	7.7	자본총계	272	325	407	489	조정영업이익/금융비용 (x)	141.0	203.8	215.8	227.5

자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

## 그래도 1위는 대한항공

(유지)	매수
목표주가(원, 12M)	46,000
현재주가(17/11/13, 원)	30,600
상승여력	50%

영업이익(17F, 십억원)	1,053
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	1,030
EPS 성장률(17F, %)	-
MKT EPS 성장률(17F, %)	46.5
P/E(17F, x)	3.6
MKT P/E(17F, x)	10.3
KOSPI	2,530.35
시가총액(십억원)	2,902
발행주식수(백만주)	96
유통주식비율(%)	62.5
외국인 보유비중(%)	16.5
배타(12M) 일간수익률	0.83
52주 최고가(원)	24,491
52주 최저가(원)	38,750
주가상승률(%)	1개월 1.7, 6개월 -5.1, 12개월 12.4
절대주가	-0.6, -14.3, -11.8
상대주가	

### 투자포인트

- 화물 수익성 극대화 이익 회복세 가속
- 장거리 노선 위주의 포트폴리오 변경으로 안정적 수익 지속
- CAPEX 하락에 따른 자유현금흐름 개선
- IFRS 회계기준 변경에도 안정적 재무 비율 유지

### Risk 요인

- 저비용 항공사 시장 점유율 확대로 여객 성장률 저하
- 높아지는 금리, 상승하는 이자비용
- 높은 환율, 유가의 변동성



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	11,910	11,545	11,732	12,121	12,330	12,552
영업이익 (십억원)	395	883	1,121	1,053	1,243	1,481
영업이익률 (%)	3.3	7.6	9.6	8.7	10.1	11.8
순이익 (십억원)	-635	-565	-565	794	601	783
EPS (원)	-9,471	-7,454	-7,171	8,587	6,258	8,163
ROE (%)	-26.8	-25.2	-27.2	31.4	16.7	17.3
P/E (배)	-	-	-	3.6	4.9	3.7
P/B (배)	1.4	0.9	1.2	0.9	0.8	0.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 대한항공, 미래에셋대우 리서치센터

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	11,732	12,121	12,330	12,552
매출원가	9,435	9,880	9,883	9,843
매출총이익	2,297	2,241	2,447	2,709
판매비와관리비	1,176	1,187	1,204	1,227
조정영업이익	1,121	1,053	1,243	1,481
영업이익	1,121	1,053	1,243	1,481
비영업손익	-1,838	-32	-497	-507
금융손익	-378	-401	-451	-412
관계기업등 투자손익	-112	4	-80	20
세전계속사업손익	-717	1,021	746	974
계속사업법인세비용	-161	229	155	202
계속사업이익	-557	792	592	772
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-557	792	592	772
지배주주	-555	794	601	783
비지배주주	8	-2	-9	-11
총포괄이익	-615	768	592	772
지배주주	-622	773	605	790
비지배주주	7	-5	-14	-18
EBITDA	2,872	2,742	2,942	3,149
FCF	1,661	573	1,092	1,536
EBITDA 마진율 (%)	24.5	22.6	23.9	25.1
영업이익률 (%)	9.6	8.7	10.1	11.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.8	6.6	4.9	6.2

자료: 대한항공, 미래에셋대우 리서치센터

### 예상 재무상태표 (요약)

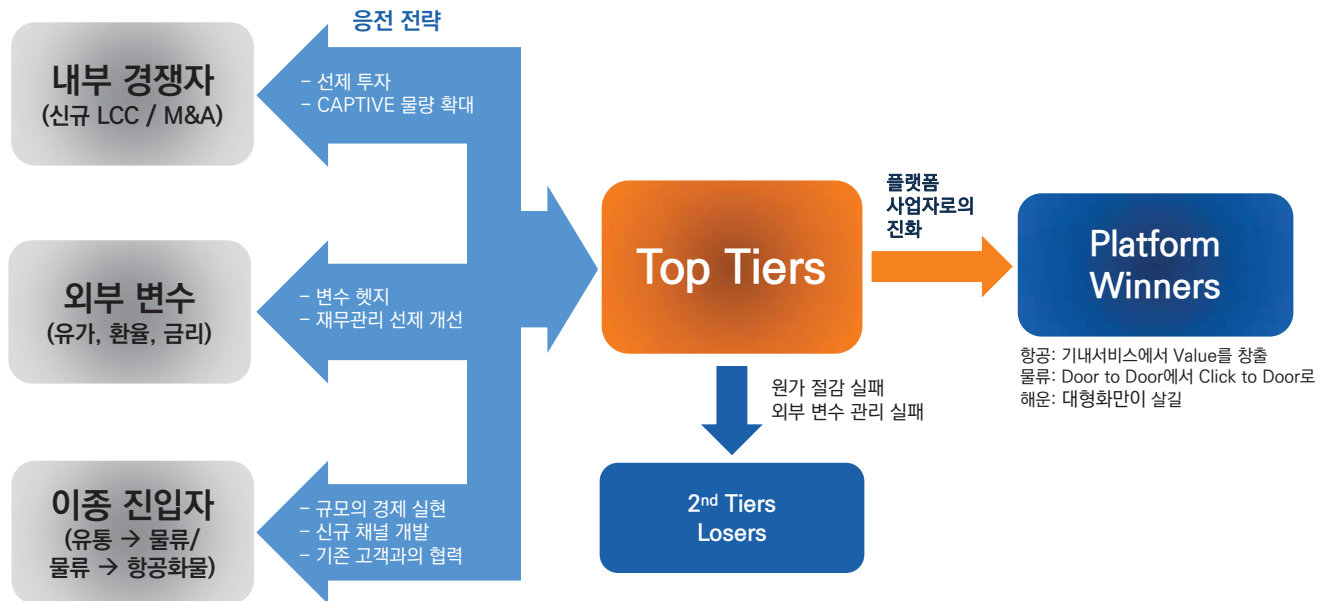
(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	3,328	3,668	3,731	3,761
현금 및 현금성자산	1,090	1,378	1,381	1,366
매출채권 및 기타채권	679	695	713	726
재고자산	565	578	593	604
기타유동자산	994	1,017	1,044	1,065
비유동자산	20,629	21,209	21,196	20,742
관계기업투자등	24	25	26	26
유형자산	17,873	18,536	18,546	18,114
무형자산	405	364	324	289
자산총계	23,957	24,877	24,928	24,503
유동부채	9,131	8,405	8,061	6,625
매입채무 및 기타채무	295	302	310	316
단기금융부채	6,679	5,896	5,486	4,202
기타유동부채	2,157	2,207	2,265	2,107
비유동부채	12,951	13,056	12,859	12,641
장기금융부채	9,645	9,673	9,388	9,103
기타비유동부채	3,306	3,383	3,471	3,538
부채총계	22,082	21,461	20,920	19,266
지배주주지분	1,760	3,305	3,904	5,146
자본금	370	480	480	590
자본잉여금	603	946	946	1,294
이익잉여금	-193	588	1,189	1,972
비지배주주지분	114	111	103	91
자본총계	1,874	3,416	4,007	5,237

### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	3.6	4.9	3.7
P/CF (x)	0.7	1.0	1.1	1.0
P/B (x)	1.2	0.9	0.8	0.6
EV/EBITDA (x)	6.0	6.2	5.5	4.7
EPS (원)	-7,171	8,587	6,258	8,163
CFPS (원)	36,717	29,801	28,891	31,458
BPS (원)	22,352	34,436	40,694	53,626
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 (%)	1.6	3.3	1.7	1.8
EBITDA증가율 (%)	13.3	-4.5	7.3	7.0
조정영업이익증가율 (%)	27.0	-6.1	18.0	19.1
EPS증가율 (%)	-	-	-27.1	30.4
매출채권 회전율 (회)	19.9	19.7	19.6	19.5
재고자산 회전율 (회)	22.2	21.2	21.1	21.0
매입채무 회전율 (회)	79.4	85.8	83.7	81.5
ROA (%)	-2.3	3.2	2.4	3.1
ROE (%)	-27.2	31.4	16.7	17.3
ROIC (%)	4.8	4.4	5.2	6.3
부채비율 (%)	1,178.1	628.3	522.0	367.9
유동비율 (%)	36.4	43.6	46.3	56.8
순차입금/자기자본 (%)	802.4	409.6	331.6	224.0
조정영업이익/금융비용 (x)	2.8	2.5	2.6	3.3

## 다변화되는 경쟁과 새로운 국면의 도전

- 내부 경쟁자: 선제투자자 및 계열물량 확보를 통해 초기 진입 비용 높여야
- 이종 진입자: 신규 채널 확보, 공동 대응 전략 구축, 압도적 비용 경쟁력 확보
- 실패 시 빠르게 M/S 잠식 우려: 플랫폼 사업자로의 진화가 필수



자료: 미래에셋대우 리서치센터

41 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research