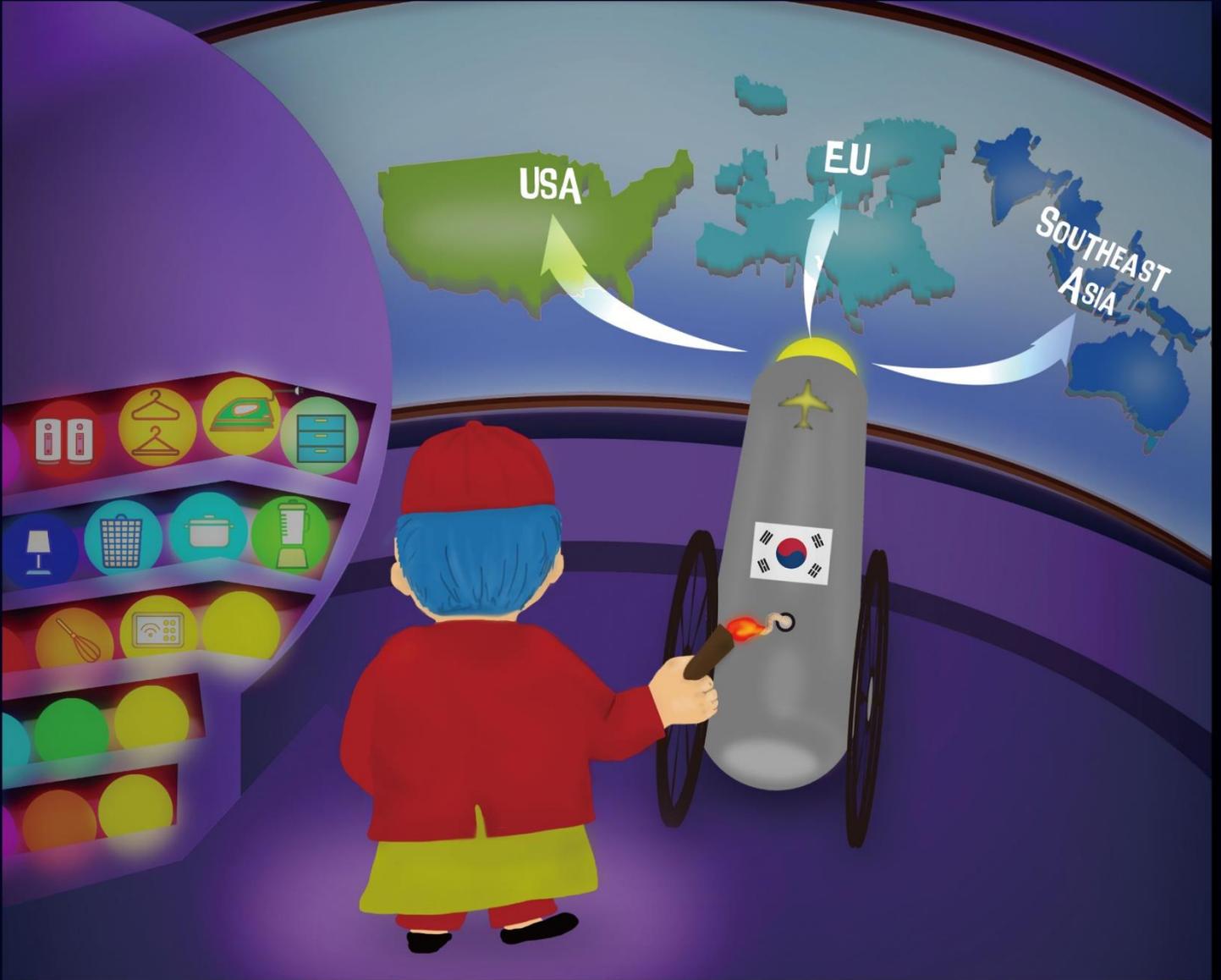


운송

Overweight (신규)

소비에 국경은 없다



Top Picks

종목	투자판단	적정주가
대한항공 (003490)	Buy (신규)	29,000원
CJ대한통운 (000120)	Buy (신규)	131,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
진에어 (272450)	Buy (신규)	13,000원
한국공항 (005430)	Not Rated	-



소비에 국경은 없다

Summary 3

1. 항공: Q 성장구간 5

- 1) [여객] New Normal + [화물] 탈세계화 수혜 5
- 2) 이슈 ① 기재 인도 지연 지속 6
- 3) 이슈 ② 비용: 유가 하향안정화 8
- 4) 이슈 ② 비용: 조업비 인상 9
- 5) 여객: 여행수요 New Normal 10
- 6) 화물: 단기 급등에서 구조적 성장까지 15
- 7) 투자전략 20

2. 육운: 유통 싸움에 물류는 바쁘다 21

- 1) 중국 메기 등장, 유통지옥 · 택배천국 21
- 2) C커머스 성장에 제동 22
- 3) C커머스가 한국에 집중하는 이유 23
- 4) 유통경쟁 심화는 택배사에 호재 25
- 5) 물류의 외주화 29
- 6) 투자전략 30

기업분석

- 대한항공(003490) 영원한 1등 32
- 진에어(272450) 1+2 프리세일 40
- 한국공항(005430) 한국 공항 파이 확장 47
- CJ대한통운(000120) 묵묵히 성장 중 54



Summary

항공

[여객] 이제 항공은 씨클리컬이 아닌 소비재 영역에 가깝다. 소비 수요가 금리, 환율 등 대외변수보다 중요하다. 해외여행이 필수로 자리잡으며 국제여객은 2025년 전년대비 23% 성장하는데, 기재 인도가 지연되며 공급력이 부족하다. 2024년 7월 공급력은 2019년 동기대비 6.9% 낮다. 항공사 고수익성이 유지되는 이유다.

[화물] 화물은 단기 급등에서 구조적 성장으로 이어질 전망이다. 해운운임이 급등해 항공화물이 상대적으로 저렴해지며 성수기가 빠르게 시작됐다. 2018~19년 평시 항공운임은 해상운임 대비 16.6배 비쌌는데, 8월 5.7배 차이에 불과하다. 품목은 반도체와 C커머스 물량 확대 기여도가 크다. 우리나라 반도체는 2Q23부터 수출 회복세를 보였고, C커머스는 한국을 거쳐 서방으로 화물을 수송하고 있다.

팬데믹 이후 나타난 탈세계화 흐름에서 인천공항의 역할이 부각되며 구조적 성장이 나타날 전망이다. 중국 물류망을 이용하던 다국적기업들은 중국발 팬데믹, 러시아 전쟁으로 인한 원자재 가격 급등 등 세계화에 대한 위험성을 체감했다. 보조공항을 추가하는 방안을 모색하고 있는데, 인천공항이 유력하다.

미중 항공편 확대 가능성은 제한적이다. 7월 미중 항공편은 2019년 동기 대비 20% 수준이다. 지난 4월 미국 항공사들은 증편 중단을 요구했다. 미국 항공사는 러시아 영공을 비행할 수 없어 손해를 보고 있다. 우회항로를 이용하면 시간과 연료 활용 등 수익성 측면에서 약 30% 손해가 발생한다.

[투자전략] 대한항공의 Valuation Level 추가 상승이 가능하다고 판단한다. 아시아나항공과 합병 이슈 외에도 화물산업의 구조적인 성장에 따른 수혜가 기대된다. 대한항공이 오랜 시간 구축한 화물 네트워크를 경쟁사가 단기간에 따라잡을 가능성은 제한적이다. 장거리를 주력으로 하는 사업구조에도 우호적인 시황이다. 2분기를 기점으로 단거리 운임 하락세가 시작되었는데, 동사가 주력으로 수행하는 미주-구주 노선 운임은 운임이 유지되고 있다. FSC의 경쟁우위를 예상한다.

목운

자체 물류를 수행하는 1등 쇼핑앱의 고객 이탈은 택배사에 수혜다. C커머스가 지속적으로 한국시장에 투자하며 유통업계 경쟁강도는 심화될 전망이다. 지난 3월 알리익스프레스는 1.5조원 투자계획을 발표한 바 있다. 한국 투자의 당위성은 한국 제품을 확보해 플랫폼 퀄리티를 향상하는데 있다. 전세계적인 C커머스 품질 규제 강화 기조에서 대응하기 용이하다.

국내 유통시장에 유튜브스토어, 틱톡샵이 참전하며 경쟁은 더 심화될 예정이다. 이미 트래픽이 확보된 플랫폼이 라이브커머스를 수행한다. 라이브커머스는 구매전환율이 상대적으로 높다는 점에서 라스트마일 물량 확대가 기대된다. 또, 앱 내 결제는 구매단계를 축소시켜 구매편의성을 제공해 택배 단건화를 야기할 수 있다.

기존 국내 쇼핑 강자들은 마진을 지키기 위해 물류를 외주화하는 흐름이다. 빠른 배송 등 물류 난이도가 상승하며 자체 수행이 어려워졌다. 그 예로 신세계그룹은 CJ대한통운에 운영이관을 결정하며 비용 효율화에 총력을 가하고 있다. 물류외주화는 택배업체의 규모의 경제 효과를 끌어올린다. 화주입장에서 위탁운영은 보증금 등 목돈이 묶이지 않고, 현금흐름 관리에 용이하다는 장점이 있다.

[투자전략] 택배업계 1등의 저력을 보여주고 있는 CJ대한통운에 주목한다. 유통업계 경쟁심화에 따른 물류외주화와 해외직구 시장 성장 속에서 수혜가 예상된다. C커머스 성장세 둔화로 디레이팅이 이어졌지만 사업경쟁력은 변함이 없다. 평가 인상은 없었지만, 소형화물 중심의 이커머스 물동량이 늘어나며 시장 물동량 성장률을 2.4%p 상회할 예정이다.

투자전략

항공: Q 확대에 집중

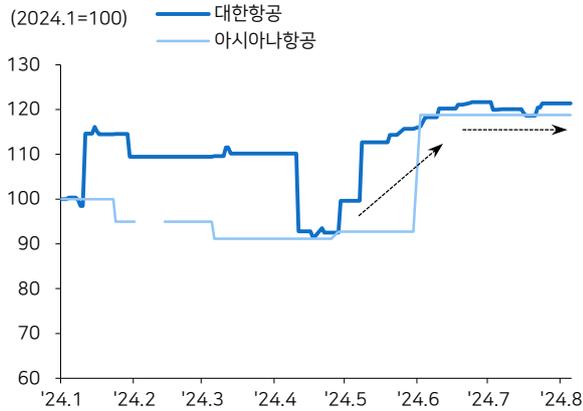
Top Pick: 대한항공

공급력 증가가 제한되고 여객 수요가 지속되며 항공업계 컨센서스는 상향되었다. 여객 소비수요가 굳건하다. 7월 여행비 지출전망 CSI는 100p에 도달했는데, 2023년 엔데믹 당시 수요가 유지되고 있다. 2018~19년 평시에는 92.2p 수준이었다. 앞으로도 항공은 대외경기 요인보다 소비 수요에 영향을 받을 전망이다.

미중 항공편 확대가 요원한 가운데, 한국을 통한 서방으로 수출이 확대되며 항공 화물 수요는 지속될 전망이다. 품목으로는 반도체, C커머스 물량이 확대된다. 팬데믹 이전과는 다른 국면이다. 항공화물은 네트워크를 통한 마진 확보가 중요한데, 최대 네트워크를 보유한 대한항공이 업황 개선의 수혜를 누릴 전망이다.

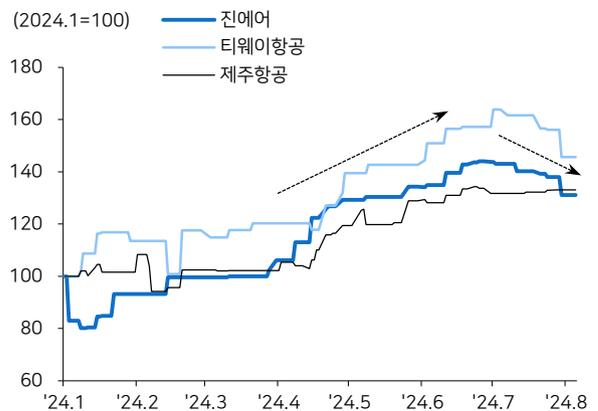
항공업종 내 Top Pick은 대한항공이다. 근거리 노선은 2분기 항공업 전반에서 비수기 계절성과 공급확대 영향을 피할 수 없었다. 다만 미주·구주 운임은 상승했다. 장거리 수요 확대 및 항공화물의 구조적 시장확대가 실적을 받쳐줄 예정이다.

그림47 FSC 2025년 영업이익 컨센서스 추이



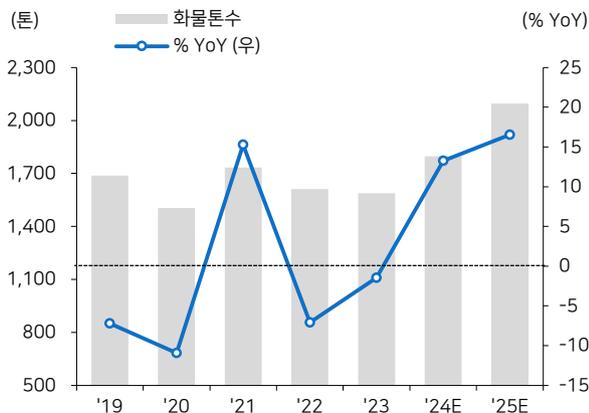
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림48 LCC 2025년 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림49 대한항공 수송 화물톤수 전망



자료: 에어포탈, 메리츠증권 리서치센터

표12 2023년 국내 Peer Valuation

(십억원, %)	매출액	영업이익	영업이익률	ROE	부채비율
대한항공	16,111.8	1,790.1	11.1	11.8	209.6
아시아나항공	7,623.3	619.9	8.1	23.7	1,506.3
제주항공	1,724.0	169.8	9.8	44.9	536.5
진에어	1,277.2	182.2	14.3	112.5	566.0
티웨이항공	1,348.8	139.4	10.3	91.6	717.0
에어부산	1,348.8	139.4	10.3	66.5	627.0

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

투자전략

Top Pick: CJ대한통운

육운: 준비된 자에게 기회가 온다

유통업체간 경쟁이 심화되며 관련 협력사들의 주가에도 영향을 미치고 있다. CJ대한통운과 한진 주가는 C커머스의 국내 진출 소식에 약 90%, 36% 상승했다. 최근 큐텐 쿠팡 반사이익 기대감으로 물류 협력사 KCTC 주가는 연초대비 30% 상승했다. 시장의 관심을 끌만한 트리거를 만나면 주가 급등의 개연성이 있다.

하반기에는 유튜브스토어와 C커머스 확장에 이목이 집중된다. 6월 19일 유튜브스토어가 공식 런칭했다. 알리는 K-Venue 수수료 면제를 9월까지 연장하며 적극적인 셀러 확보 중이다. 틱톡샵은 연내 런칭 계획은 없다고 발표했으나, 지난 12월 국내 상표권 출원, 대규모 채용 진행 등 준비 움직임을 보여 귀추가 주목된다.

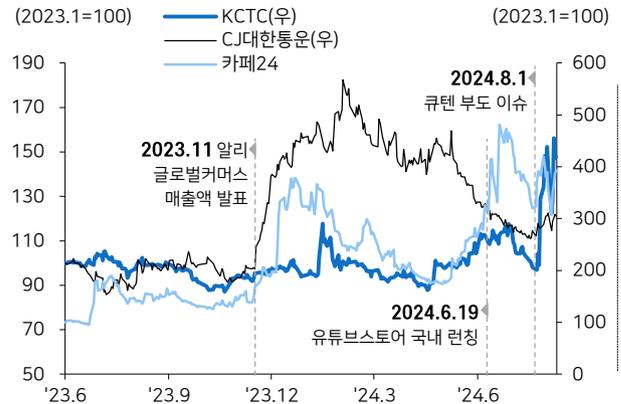
CJ대한통운이 Top Pick이다. 이커머스 경쟁에서 필수적인 빠른 배송이 가능하고, 해외직구를 위한 국내 최대 민간 통관 Capa를 갖추었다. 실제 이익과 재무체력도 뒷받침되어 있다. 운송업종에서 꾸준히 10년간 성장세를 보인 유일한 기업이다.

그림75 택배업체 12개월 선행 PBR 추이



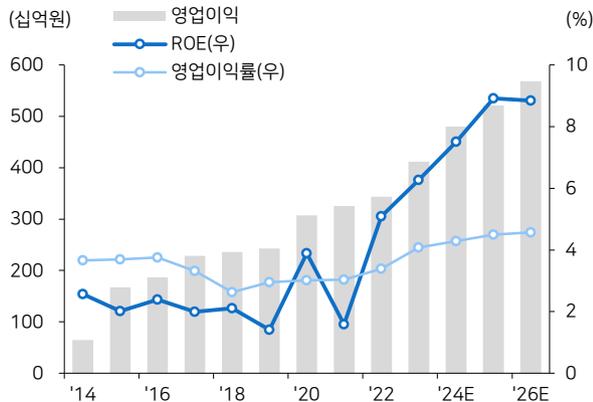
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림76 유통 관련 인프라 주가 추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림77 CJ대한통운의 꾸준한 영업이익 성장



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표24 2023년 기준 CJ대한통운 재무역량

(십억원, %)	매출액	영업이익	영업이익률	ROE	부채비율
CJ대한통운	11.8	0.5	4.1	6.0	131.4
한진	2.8	0.1	4.4	1.7	172.9

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
대한항공 (003490)	Buy(신규)	29,000원
진에어 (272450)	Buy(신규)	13,000원
한국공항 (005430)	Not Rated	-
CJ대한통운 (000120)	Buy(신규)	131,000원

Industry Indepth
2024. 8. 13

대한항공 003490

영원한 1등

▲ 운송

Analyst **오정하**
02. 6454-4873
jungha.oh@meritz.co.kr

- ✓ 해운발 물류난에서 시작된 항공화물 호황이 반도체와 C커머스 수출물량 확대로 구조적 시장 확대 전망. 국내 최대, 최고(古)인 항공사의 네트워킹 효과 기대
- ✓ 10월 미국 법무부 결정에 따라 아시아나항공 인수 불확실성 해소는 긍정적
- ✓ 2Q24 연결 영업이익 4,134억원(-11.7% YoY)로 시장컨센서스(4,520억원) 하회
- ✓ 계절적 비수기 여파로 고정비 부담이 높았음. 미주·구주 수요 강세가 고무적
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 29,000원으로 최선호주 의견 제시

Buy (신규)

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **29,000 원**
현재주가 (8.12) **20,650 원**
상승여력 **40.4%**

KOSPI	2,618.30pt
시가총액	76,038억원
발행주식수	36,822만주
유통주식비율	65.49%
외국인비중	16.10%
52주 최고/최저가	25,000원/19,350원
평균거래대금	201.2억원

주요주주(%)	
한진칼 외 26 인	27.05
국민연금공단	7.32

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.6	-9.6	-17.4
상대주가	2.0	-9.6	-18.3

주가그래프



항공화물 최강자

반도체와 C커머스 항공 물동량 확대에 대한항공이 최대 수혜자로 기대한다. 경쟁사의 아시아나항공 화물사업부 인수에도 대한항공이 오랜 기간 쌓아온 네트워킹을 단기간에 따라잡을 수는 없다. 화물사업에서 네트워킹을 통한 적시성 확보는 필수다.

합병 대장정, 끝이 보인다

양대 국적사 합병에 따라 1등 항공사의 지위는 더욱 견고해진다. 오는 10월까지 미국 법무부가 이의를 제기하지 않으면 대한항공-아시아나항공 합병 승인은 완료된다. 유럽 경쟁당국이 문제 삼은 유럽 4개 중복 노선은 경쟁사에 기재 대여와 함께 노선을 양도하기로 했다. 아시아나항공의 화물사업도 경쟁사에 매각될 예정이다. 2021년부터 시작된 합병 승인 절차가 종료되며 불확실성 해소는 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 29,000원 제시

대한항공에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 29,000원을 제시하며 분석을 개시한다. 중국을 제외한 글로벌 대형항공사 2025년 평균 PER 7.6배를 적용해 도출했다. 여객 회복기에서 홍보한 이유는 합병 불확실성에 기인한다고 판단한다. 10월 미국의 결함 승인을 앞둔 상황에서 1위 지위에 대한 재평가가 이루어질 시점이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	13,412.7	2,883.6	1,779.6	4,953	134.4	24,979	4.6	0.9	3.1	22.0	204.2
2023	14,575.1	1,586.9	916.8	2,487	-49.8	26,196	9.6	0.9	4.4	9.7	202.1
2024E	16,528.8	1,942.5	1,505.0	4,085	64.2	28,776	5.1	0.7	3.3	14.8	200.9
2025E	16,550.4	1,747.0	1,383.4	3,755	-8.1	31,771	5.5	0.6	3.1	12.4	179.4
2026E	17,648.1	1,936.6	1,522.6	4,133	10.1	35,144	5.0	0.6	2.5	12.3	165.0

실적추정 및 Valuation

2Q24 Review

2Q24 실적은 별도 기준 매출액 4조 237억원(+13.8% YoY, 이하 YoY), 영업이익 4,134억원(-11.7%)을 기록했다. 매출액은 컨센서스에 부합했으나, 영업이익은 컨센서스를 8.5% 하회했다. 영업비용 중 인건비가 전년 대비 21% 증가했는데, 안분인식을 하기로 한 상여금의 추가 계상이 있었다.

국제선 ASK 217.7억인km(+12.5%), RPK 184.0억인km(+13.4%), L/F 84.5%(-1.9%p), Yield 126원/km(-2.3%)를 기록했다. 화물 ATK는 3.0억톤km(+2.9%), ACTK 2.2억톤km(+8.8%), L/F는 74.2%(+4.0%p), Yield는 490원/km(+4.7%)를 기록했다.

2분기는 계절적 비수기인데, 고단가인 미주/구주 노선 수요 강세가 실적을 견인했다. 미주는 미중간 환승수요, 구주는 한류 인기로 방한수요가 두드러졌다. 미주노선 매출비중은 39%로 2019년대비 10%p 증가했다. Yield가 하락한 이유는 중국 노선 수요 부진에 기인한다.

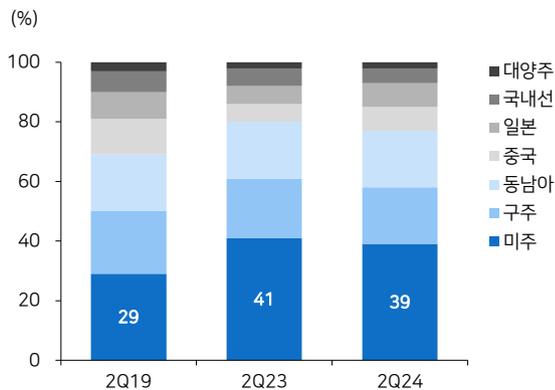
화물 호조는 중국발 전자상거래 물량과 홍해 사태에 따른 전환수요에 기인한다. 수송 증가율이 공급을 상회하며 수익성은 높아지고 있다. 판매지역별 매출 비중은 중국 2019년 동기 대비 17% 확대되었다. 대부분이 전자상거래 품목에 해당한다.

표25 대한항공 2Q24 Review

(십억원, %)	2Q24P	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,023.7	3,535.4	13.8	3,822.5	5.3	3,905.4	3.0
영업이익	413.4	468.0	-11.7	436.1	-5.2	452.0	-8.5
세전이익	472.1	496.5	-4.9	467.2	1.1	299.0	57.9
지배순이익	349.0	371.5	-6.0	345.2	1.1	217.0	60.8
영업이익률	10.3	13.2		11.4		11.6	-1.3p
순이익률	8.7	10.5		9.0		5.6	3.1p

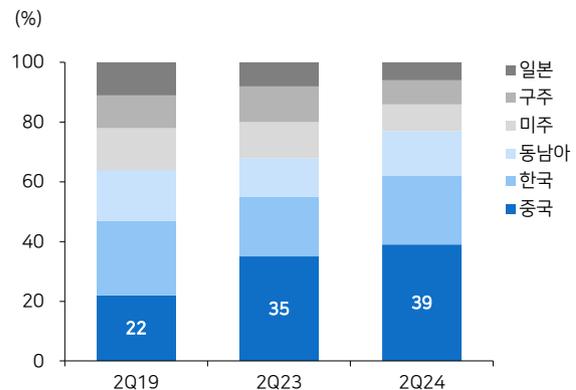
자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

그림78 여객 노선별 매출 비중



자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

그림79 화물 판매지역별 매출 비중



자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

2016~19년 평시 대비 2분기 국제선 운임은 약 40.2%, 화물 운임은 47.3% 높다. 일본을 비롯한 중단거리 노선의 운임 상승세가 주춤한 반면 동사의 주력 노선인 미주·구주 노선 운임은 상승 중이다. 3분기 성수기 운임 추가 상승이 기대된다.

2024년 연간 매출액은 16조 5,288억원(+13.4%)을 기록할 전망이다. 영업이익도 여객·화물 운임 강세에 1조 9,425억원(+22.4% YoY)를 기록하고, 영업이익률도 개선될 전망이다. 2025년 매출액은 16조 5,504억원(+0.2%), 영업이익 1조 7,470억원(-10.1%)을 전망한다. 항공업 전반에서 Yield 하향안정화, 기재 도입에 따른 고정비 확대가 발생할 전망이다. 미주/구주 장거리 노선 호실적과 항공화물 수요가 대한항공의 수익성을 뒷받침할 전망이다.

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액(별도)	3,195.9	3,535.4	3,863.8	3,980.1	3,822.5	4,023.7	4,469.7	4,212.8	13,412.7	14,575.1	16,528.8	16,550.4
%YoY	13.9%	6.1%	5.3%	10.4%	19.6%	13.8%	15.7%	5.8%	53.2%	8.7%	13.4%	0.1%
국내선	110.7	127.7	122.8	117.5	104.5	130.5	133.4	125.9	463.5	478.7	494.3	494.0
ASK(M·km)	662.0	709.0	697.0	656.0	629.0	712.0	772.8	721.9	2,925.0	2,724.0	2,835.7	2,937.5
RPK(M·km)	573.0	623.0	600.0	562.0	531.0	629.0	646.2	619.5	2,479.0	2,358.0	2,425.7	2,527.7
Load Factor	86.6%	87.9%	86.1%	85.7%	84.4%	88.3%	83.6%	85.8%	84.8%	86.6%	85.5%	86.1%
Yield(KRW)	193.2	205.0	204.7	209.1	196.8	207.5	206.4	203.2	185.2	203.0	203.5	195.2
%YoY	28.5%	10.8%	-1.7%	5.9%	1.9%	1.2%	0.9%	-2.8%	32.7%	9.6%	0.2%	-4.1%
국제선	1,667.0	2,093.3	2,435.6	2,339.3	2,237.6	2,314.2	2,508.9	2,327.0	3,889.6	8,535.2	9,387.8	9,225.2
ASK(M·km)	16,034.0	19,351.0	21,067.0	21,601.0	21,631.0	21,774.0	22,873.0	22,600.7	39,449.0	78,053.0	88,878.7	91,422.3
RPK(M·km)	13,191.0	16,223.0	17,950.0	18,331.0	18,022.0	18,398.0	19,017.0	18,467.1	29,142.0	65,695.0	73,904.1	73,814.5
Load Factor	82.3%	83.8%	85.2%	84.9%	83.3%	84.5%	83.1%	81.7%	73.9%	84.2%	83.2%	80.7%
Yield(KRW)	126.4	129.0	135.7	127.6	124.2	125.8	131.9	126.0	132.3	129.7	127.0	124.8
%YoY	0.9%	-5.0%	-0.5%	-3.0%	-1.8%	-2.5%	-2.8%	-1.3%	11.3%	-2.0%	-2.1%	-1.7%
화물	1,048.5	963.8	915.3	1,102.1	996.6	1,097.2	1,326.1	1,250.1	7,724.4	4,029.7	4,670.0	4,862.4
ATK(백만톤km)	2,744.0	2,935.0	3,022.0	3,056.0	2,999.0	3,019.0	3,390.9	3,415.8	12,004.0	11,757.0	12,824.7	13,170.2
RTK(백만톤km)	2,016.0	2,060.0	2,139.0	2,216.0	2,165.0	2,241.0	2,628.3	2,742.5	9,616.0	8,431.0	9,776.7	11,869.4
Load Factor	73.5%	70.2%	70.8%	72.5%	72.2%	74.2%	77.5%	80.3%	80.1%	71.7%	76.2%	90.1%
Yield(KRW)	520.1	467.9	427.9	497.3	460.3	489.6	504.5	455.8	800.0	478.3	477.6	410.1
영업비용	2,780.9	3,067.4	3,343.4	3,796.5	3,386.5	3,610.3	3,854.7	3,734.8	10,529.1	12,988.2	14,586.3	14,803.5
%YoY	37.9%	18.1%	18.2%	23.0%	21.8%	17.7%	15.3%	-1.6%	44.5%	23.4%	12.3%	1.5%
연료비	1,004.5	980.8	1,169.6	1,302.2	1,168.2	1,191.4	1,197.4	1,069.6	4,007.5	4,457.1	4,626.6	4,781.5
감가상각비	389.3	398.8	367.8	379.6	372.5	397.1	405.9	418.9	1,495.6	1,535.5	1,594.4	1,849.1
인건비	584.0	674.8	702.1	911.2	711.2	830.4	980.1	1,009.3	2,310.9	2,872.1	3,530.9	3,249.3
객화서비스비	500.6	613.5	568.4	569.5	711.2	722.1	684.3	691.4	1,231.7	2,251.9	2,809.0	2,853.8
기타	302.5	399.5	535.6	634.1	423.4	469.3	587.0	545.6	1,483.4	1,871.6	2,025.4	2,069.8
영업이익	415.0	468.0	520.3	183.6	436.1	413.4	615.0	478.0	2,883.6	1,586.9	1,942.5	1,747.0
%YoY	-47.4%	-36.4%	-38.0%	-64.7%	5.1%	-11.7%	18.2%	160.3%	96.9%	-45.0%	22.4%	-10.1%
%OPM	13.0%	13.2%	13.5%	4.6%	11.4%	10.3%	13.8%	11.3%	21.5%	10.9%	11.8%	10.6%
영업외손익	28.7	28.5	52.8	-394.5	31.1	58.7	-5.1	-7.0	-265.8	-284.4	77.8	97.6
순이익	355.4	371.5	424.5	-234.6	345.2	349.0	457.5	353.3	1,779.6	916.8	1,505.0	1,383.4
%YoY	-34.6%	-17.5%	-1.6%	-166.3%	-2.9%	-6.0%	7.8%	-250.6%	178.6%	-48.5%	64.2%	-8.1%

자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

Valuation – 투자 의견 Buy, 목표주가 29,000원

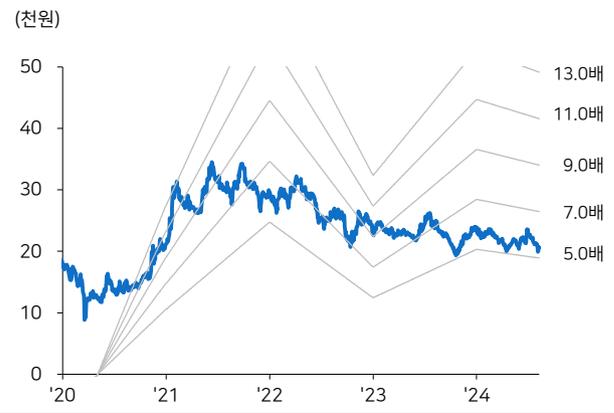
목표주가 29,000원, 투자 의견 '매수'로 커버리지를 개시한다. 합병 심사가 완료되고, 공급력도 회복하는 2025년을 기준으로 글로벌 대형항공사(중국 제외) 평균 PER 7.6배를 적용했다. 대한항공의 10년간 PER 멀티플을 추적한 결과 글로벌 FSC PER과 상관계수가 0.9로 가장 높았다.

2023년 여객 회복 구간에서 아시아나항공 합병 불확실성이 지속되며 12개월 선행 PER 5~7배 사이를 횡보했다. 8월초 기준 6.0배에 거래되며 3개년 밴드 하단에 위치해있다. 1) 항공화물 호황이 지속되고, 2) 10월 미국의 기업결합 승인을 앞둔 상황에서 매수 접근을 추천한다.

(원, 배)	2024E	2025E	비고
EPS	4,085	3,755	
Target PER	7.7	7.6	중국을 제외한 글로벌 대형항공사의 평균 PER
적정주가	31,454	28,535	
최종 목표주가	31,000	29,000	
현재주가		20,650	
상승여력	50.1	40.4	8월 12일 기준

자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

그림80 12개월 선행 PER 밴드



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

	PER(배)			EPS Growth(% YoY)			PBR(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)			EBITDA 이익률(%)			
	23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E	
한국 대한항공	9.6	5.1	5.7	-49.8	63.4	-11.5	0.9	0.7	0.7	9.7	14.8	11.9	4.4	3.3	3.2	21.4	21.9	22.0	
미국	Delta Air	8.6	7.1	6.0	248.3	-13.5	17.7	2.3	1.9	1.5	52.1	31.6	29.9	5.1	4.8	4.4	15.2	15.3	14.5
	United	4.4	5.0	4.2	253.1	19.6	16.8	1.5	1.2	0.9	32.3	28.7	25.3	3.9	3.6	3.2	14.5	13.2	12.5
	Continental American Airline	5.2	8.4	5.2	530.0	-17.4	72.4	-	-	-	-	-3.1	-9.1	5.1	6.6	5.6	13.8	8.5	8.0
프랑스 에어프랑스-KLM	2.6	2.8	1.9	24.3	-46.0	47.0	-	-	13.2	-	-27.5	-189.2	2.8	2.9	2.6	14.2	13.5	12.9	
독일 루프트한자	5.0	5.9	4.3	117.8	-39.4	55.8	1.0	0.7	0.6	18.5	12.1	14.5	3.2	3.0	2.6	13.6	11.1	10.4	
홍콩 캐세이퍼시픽항공	5.8	7.6	8.1	흑전	-24.9	-5.2	1.0	0.9	0.9	19.2	13.2	12.7	4.5	4.9	5.1	29.2	21.5	19.3	
대만	중화항공	19.2	11.9	18.4	125.0	60.0	-34.5	1.8	1.6	1.5	9.4	15.0	8.2	4.5	4.4	4.3	22.1	21.0	21.2
	에바항공	7.8	9.0	11.2	186.1	-12.2	-17.7	1.6	1.6	1.4	22.2	17.5	12.6	2.8	3.1	3.5	29.5	25.3	26.5
필리핀 세부항공	2.8	3.7	2.1	흑전	-34.1	77.5	4.6	2.4	1.1	-	120.7	77.4	6.8	6.5	5.3	24.1	24.2	22.4	
싱가폴 Singapore Airlines	16.1	8.1	9.8	흑전	146.9	-19.4	1.2	1.4	1.3	16.3	14.5	13.3	4.5	4.9	5.4	28.0	24.3	23.4	
태국 방콕항공	10.6	16.7	15.9	흑전	-17.8	5.7	1.9	2.3	2.1	18.4	15.3	14.2	8.2	10.3	10.3	21.4	18.7	17.7	
일본	일본항공	32.8	11.9	10.2	흑전	129.8	18.6	1.4	1.2	1.1	4.3	10.7	11.3	6.7	4.5	4.2	16.2	18.3	16.4
	ANA홀딩스	15.1	9.9	11.1	흑전	35.4	-8.8	1.6	1.4	1.2	10.8	15.0	11.3	6.6	4.7	4.9	15.8	16.2	15.3
중국	중국남방항공	-	72.5	15.7	적지	-133.9	372.7	1.5	2.5	2.1	-10.6	10.4	14.4	9.4	8.6	7.8	20.5	19.3	17.9
	중국동방항공	-	64.8	22.9	적지	-115.3	200.0	1.1	2.2	1.9	-22.6	8.7	13.7	12.0	9.0	7.7	19.5	19.4	17.8
업종 평균	9.1	7.7	7.6	186.1	3.6	23.1	1.6	1.4	1.2	16.8	15.1	12.9	4.9	4.4	4.1	19.5	18.0	16.8	

주: 8월 9일 기준, 중국항공사와 Outlier 제외
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

투자포인트 1. 국내 항공화물 사업 최강자

화주 네트워크를 통한 적시성이 필수

항공화물은 화주 네트워크가 핵심 경쟁력이다. 화물기는 출발할 때 화물을 채우고 가면 돌아올 때도 다시 화물을 채우고 오는 것이 중요하다. 채우지 못하면 운영비용도 건질 수 없는 적자 운송이다. 모든 과정은 소프트웨어와 훈련된 인력이 있어야 가능하다. 해외 항공사와의 코드쉐어도 필수다.

대한항공은 국내 1위 항공화물사업자다. 팬데믹 기간 화물부문에서 실질적 성과로 연결할 수 있었던 이유도 영업력과 네트워크에 기반해 여객기 전체를 화물로 채울 수 있다는 자신감이 뒷받침되었기 때문이다. 대한항공은 화물기 23대에 여객기 6대를 개조해 추가 운영했고, 2021년 화물 매출 비중은 76.5%에 달한 바 있다.

아시아나항공과 합병하며 사업량은 단순 합산 시 2023년말 39.1%에서 46.6%까지 확대될 수 있다. 에어인천에 매각하는 화물사업부에는 화물기만 포함되고, 벨리카고는 동사에 귀속된다. 톤수 기준 2023년 전체 항공화물시장에서 아시아나항공 벨리카고 화물 수송 점유율은 약 7.5% 수준이다.

대한항공의 화물 톤수는 2024년 1,797톤(+13.2%) 성장할 전망이다. 당사 반도체 수출액 전망치와 보수적으로 2Q24 미국향 전자상거래 수출 증가율을 적용해 추정했다.

표29 글로벌 항공 얼라이언스

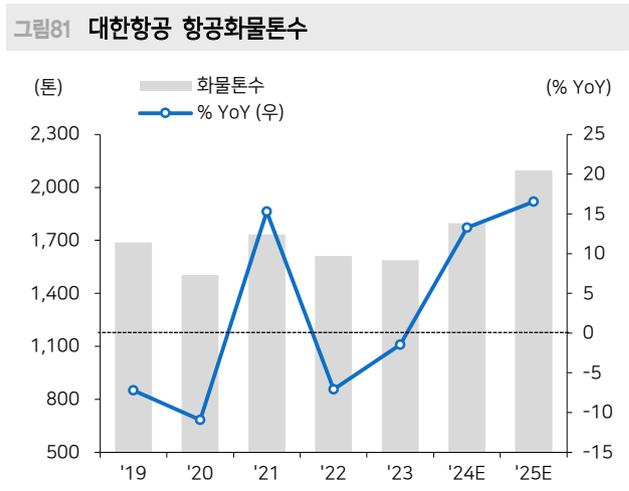
얼라이언스 명	주요 멤버	총 멤버 수
Star Alliance	<ul style="list-style-type: none"> 아시아나항공 유나이티드항공 싱가포르항공 루프트한자 전 일본공수 에어캐나다 	26
Sky Team	<ul style="list-style-type: none"> 대한항공 에어프랑스 에어유로파 델타항공 에어로멕시코 중국동방항공 	19
One World	<ul style="list-style-type: none"> 아메리칸항공 영국항공 알래스카항공 일본항공 캐세이퍼시픽항공 핀에어 	13

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

표30 항공화물 시장점유율

(%)	2024년 6월 누계	2023년
대한항공(KAL)	38.9	39.1
아시아나항공(AAR)	18.2	19.4(벨리카고 7.5%)
제주항공(JJA)	3.0	2.6
진에어(JNA)	2.0	1.7
티웨이항공(TWB)	2.0	1.8
에어부산(ABL)	1.1	1.0
기타	2.7	2.4
외항사 계	32.2	32.0

주: 점유율 1% 미만인 항공사는 기타로 분류
 자료: 에어포탈, 메리츠증권 리서치센터



자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

투자포인트 2. 약속의 10월 - 합병 심사 완료 수순

2021년초부터 이어진 대한항공-아시아나항공 인수합병이 2024년 4분기 중 성사될 전망이다. 최종합병까지 EU의 시정조치안 이행과 미국의 승인만이 남았다. EU는 시장독과점 문제 해소를 위해 유럽 4개 중복 노선(파리·로마·바르셀로나·프랑크푸르트) 이관과 아시아나항공 화물사업 부문 분리매각을 요구하고 있다. 합병 관련 불확실성 해소는 주가에 긍정적 영향을 미칠 전망이다.

EU의 조건부승인 시정조치안 이행 중

유럽 중복 여객노선은 티웨이, 화물사업은 에어인천에 이전

[여객] 유럽 4개 중복노선은 티웨이항공에 이관하기로 했다. 대한항공과 아시아나항공 외 중장거리 노선을 취급하는 항공사는 티웨이항공과 에어프레미아 뿐이다. 티웨이항공은 대한항공으로부터 A330-200 항공기 5대를 임차하고, 조종사 인력 100명을 대여하기로 했다. 티웨이항공은 기재 1대와 인력 20명을 이관받았고, 6월초 로마-바르셀로나, 7월말 프랑크푸르트 항공권 예매를 시작했다.

[화물] 에어인천은 아시아나항공 화물사업 인수 합의를 체결했다. 실제 결합까지는 약 반년이 더 필요해 2025년 7월 출범 예정이다. 인수는 4,700억원 수준이고, 아시아나항공 화물본부의 부채는 떠안지 않는 조건이다. 아시아나항공의 화물기는 평균 수명 25년을 넘은 노후기가 절반이상으로 인수 후에도 기재 교체 비용도 발생할 예정이다. 에어인천은 2023년말 기준 자본잠식률이 41.0%에 달하지만, 사모펀드 소시어스를 최대주주로 두고, 인화정공·한국투자파트너스와 컨소시엄을 구성했다. 2026년 IPO도 계획하고 있다.

아시아나항공의 화물사업부 시장점유율은 12%(벨리카고 제외)

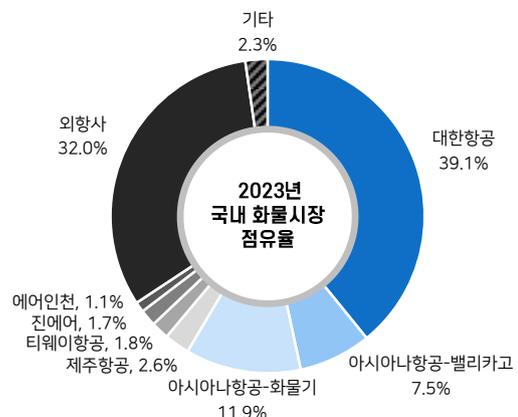
에어인천은 화물 노선 운영 경험 및 전문성에서 가장 유리했다. 2012년 2월 국내 유일 화물 전용 항공사로 설립 이후 중국·동남아·일본 등 아시아 지역을 중심으로 사업을 전개해왔다. 2023년 톤수 기준 후보업체들의 항공화물시장점유율은 에어인천 1.1%, 에어프레미아 0.8%, 이스타항공 0.1%였다. 에어인천은 아시아나항공의 대형 화물기 11대를 인수하게 되는데, 벨리카고를 제외한 아시아나항공의 2023년 화물시장점유율은 11.9% 수준이다.

표31 아시아나항공 화물기 기령

등록기호	형식	제작일자	기령 (년)	도입형태
HL7436	B747-400F	02.05.01	21	임차
HL7616	B747-400F	04.09.17	19	임차
HL7620	B747-400(BDSF)	99.09.07	24	임차
HL7413	B747-400SF	91.09.27	32	구매
HL7415	B747-400SF	92.10.30	31	구매
HL7417	B747-400F	93.11.08	30	구매
HL7419	B747-400F	94.10.13	29	구매
HL7420	B747-400F	95.06.14	28	구매
HL7421	B747-400(BDSF)	96.08.07	27	구매
HL7507	B767-300F	96.08.02	27	구매
HL7423	B747-400(BDSF)	97.05.22	26	구매
평균			26.7	

자료: ATIS, 메리츠증권 리서치센터

그림82 국내 항공화물 시장점유율 (톤수기준)



주: 벨리카고는 여객기로 수송하는 화물을 의미
 자료: 항공포털, 메리츠증권 리서치센터

2024년 10월, 미국 결과만 나오면 심사 끝

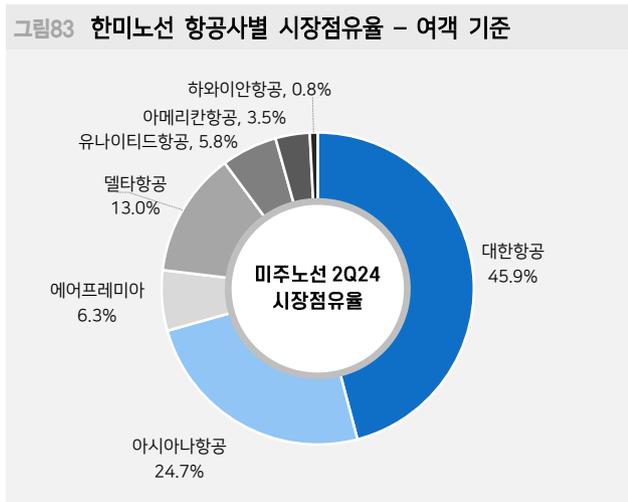
EU승인 후 미국 법무부 소송 제기가 없다면 승인 절차 종료

대한항공은 합병 완주를 목표로 미국이 유럽의 조건에 준하는 강한 시정조치를 제시해도 수용할 전망이다. 그러나 유럽과 달리 한미노선은 항공자유화 노선으로 미국측에서는 통합 추진사의 운항 축소를 요구하지 않는다고 알려졌다.

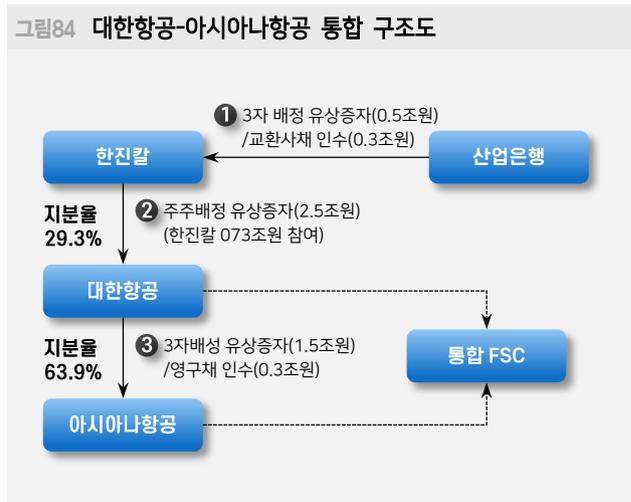
미국은 EU승인 이후 2~3개월 내 법무부가 소송을 제기하지 않으면 승인으로 간주된다. 2023년에는 미국 정부의 반독점 기조가 뚜렷했는데, 최근 전환된 분위기는 대한항공에 긍정적이다. 2024년 5월, 시추업체 ExxonMobil과 Natural Resources의 600억달러규모 M&A를 승인한 사례가 있다.

10월 미국 승인이 완료되면 대한항공은 아시아나항공 지분 53.9%를 취득해 자회사로 편입한다. 인수대금은 1.5조원 규모로, 7,000억원을 이미 중도금과 계약금으로 지급했다. 대한항공의 재무건전성은 높은 상황으로(2Q24 기준 부채비율 204%, 순차입금(리스부채 포함) 5.9조원)으로 아시아나항공 인수가 재무적으로 미치는 부담은 크지 않을 전망이다. 실질적 통합까지는 약 2년 소요 예정이다.

아시아나합병으로 기단 70대가 추가된다면 대한항공 여객 매출은 약 3.7조원이 늘어날 수 있다. 항공여객 수익성이 2018~19년으로 회귀한다고 보수적으로 가정했다. 2023년 대한항공 별도기준 매출액의 25% 수준이다. 대한항공은 보잉사의 기재를, 아시아나항공은 에어버스를 주로 사용하는 등 차이가 있어 초기에는 통합 비용이 발생할 수 있다. 그러나 노선 운영 합리화, 원가 절감 등 수익성이 개선되는 시너지를 발휘할 전망이다.



자료: 에어포탈, 메리츠증권 리서치센터



자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

대한항공 (003490)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	13,412.7	14,575.1	16,528.8	16,550.4	17,648.1
매출액증가율(%)	53.2	8.7	13.4	0.1	6.6
매출원가	9,594.7	11,664.0	13,099.6	13,298.1	14,112.0
매출총이익	3,818.0	2,911.1	3,429.2	3,252.3	3,536.1
판매관리비	934.4	1,324.3	1,486.7	1,505.3	1,599.5
영업이익	2,883.6	1,586.9	1,942.5	1,747.0	1,936.6
영업이익률(%)	21.5	10.9	11.8	10.6	11.0
금융손익	53.6	-85.2	37.6	32.4	92.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-319.4	-199.3	40.2	65.2	1.4
세전계속사업이익	2,617.9	1,302.5	2,020.3	1,844.6	2,030.2
법인세비용	838.2	385.7	515.3	461.1	507.5
당기순이익	1,779.6	916.8	1,505.0	1,383.4	1,522.6
지배주주지분 순이익	1,779.6	916.8	1,505.0	1,383.4	1,522.6

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	7,610.9	7,836.7	9,642.5	9,831.6	10,683.2
현금및현금성자산	816.9	422.9	1,753.1	1,808.8	1,787.2
매출채권	895.3	865.3	958.0	975.6	1,081.7
재고자산	716.0	832.2	880.8	895.5	993.0
비유동자산	20,454.8	21,390.5	22,338.9	22,951.5	23,708.9
유형자산	15,344.4	16,440.2	17,362.8	17,962.8	18,498.5
무형자산	227.9	215.8	188.4	164.4	143.5
투자자산	2,702.2	2,612.3	2,735.5	2,772.1	3,014.7
자산총계	28,065.7	29,227.2	31,981.4	32,783.2	34,392.1
유동부채	8,243.7	9,083.2	10,966.6	10,922.0	11,043.4
매입채무	254.2	250.3	286.6	291.4	323.1
단기차입금	866.1	1,021.4	1,618.3	1,578.3	1,268.3
유동성장기부채	2,697.7	2,691.6	3,642.4	3,542.4	3,342.4
비유동부채	10,596.4	10,469.1	10,387.0	10,127.0	10,369.0
사채	1,819.7	1,846.8	1,897.9	1,897.9	1,897.9
장기차입금	1,116.9	1,478.1	1,518.4	1,478.4	1,278.4
부채총계	18,840.1	19,552.3	21,353.6	21,049.0	21,412.4
자본금	1,846.7	1,846.7	1,846.7	1,846.7	1,846.7
자본잉여금	4,099.8	4,099.8	4,099.8	4,099.8	4,099.8
기타포괄이익누계액	826.4	847.7	849.7	849.7	849.7
이익잉여금	2,452.9	2,880.7	3,831.7	4,938.0	6,183.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	9,225.6	9,674.8	10,627.8	11,734.2	12,979.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	5,368.4	3,729.8	3,830.3	3,958.3	4,953.3
당기순이익(손실)	1,779.6	916.8	1,505.0	1,383.4	1,522.6
유형자산상각비	1,475.3	1,501.9	1,651.6	1,931.9	2,175.8
무형자산상각비	28.1	27.7	27.5	24.0	20.9
운전자본의 증감	931.8	866.7	14.6	120.1	805.2
투자활동 현금흐름	-2,940.4	-2,250.4	-2,528.6	-2,626.1	-3,527.2
유형자산의증가(CAPEX)	-745.2	-1,875.4	-2,389.0	-2,531.8	-2,711.6
투자자산의감소(증가)	-783.7	89.9	-123.2	-36.6	-242.6
재무활동 현금흐름	-2,631.7	-1,874.9	22.9	-1,276.5	-1,447.7
차입금의 증감	-1,520.7	-172.0	1,246.2	-466.4	-707.9
자본의 증가	299.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-226.6	-394.1	1,330.2	55.7	-21.6
기초현금	1,043.5	816.9	422.9	1,753.1	1,808.8
기말현금	816.9	422.9	1,753.1	1,808.8	1,787.2

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	37,350	39,583	44,888	44,947	47,928
EPS(지배주주)	4,953	2,487	4,085	3,755	4,133
CFPS	13,052	9,210	10,581	10,803	11,818
EBITDAPS	12,216	8,463	9,835	10,056	11,225
BPS	24,979	26,196	28,776	31,771	35,144
DPS	750	750	750	750	750
배당수익률(%)	3.3	3.1	3.6	3.6	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	4.6	9.6	5.1	5.5	5.0
PCR	1.8	2.6	2.0	1.9	1.7
PSR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
PBR	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
EBITDA(십억원)	4,387.0	3,116.4	3,621.6	3,702.8	4,133.3
EV/EBITDA	3.1	4.4	3.3	3.1	2.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.0	9.7	14.8	12.4	12.3
EBITDA 이익률	32.7	21.4	21.9	22.4	23.4
부채비율	204.2	202.1	200.9	179.4	165.0
금융비용부담률	2.7	3.3	3.5	3.2	2.6
이자보상배율(x)	8.0	3.3	3.4	3.3	4.2
매출채권회전율(x)	14.7	16.6	18.1	17.1	17.2
재고자산회전율(x)	20.6	18.8	19.3	18.6	18.7

Industry Indepth
2024. 8. 13

진에어 272450

1+2 프리 세일

▲ 운송

Analyst **오정하**
02. 6454-4873
jungha.oh@meritz.co.kr

- ✓ 약속의 10월, 국내 최대 LCC도 탄생. 경쟁사 대비 16대 많은 58대 기단 완성. 규모의 경제 및 마진 효율화 등 시너지가 기대됨
- ✓ 국내LCC 중 높은 영업이익률과 낮은 부채비율로 우수한 이익체력 및 재무구조
- ✓ 2Q24 영업이익은 9.1억달러로 흑자전환했으나, 시장기대치를 93.2% 하회. 비수기 속 고정비 부담에 기인
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 13,000원 제시

Buy (신규)

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

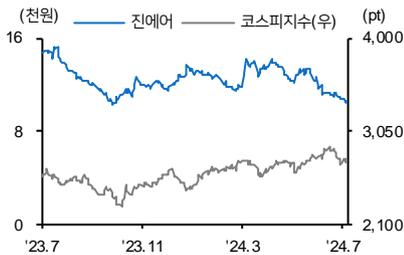
적정주가 (12개월) 13,000 원
현재주가 (8.12) 9,790 원
상승여력 32.8%

KOSPI	2,618.30pt
시가총액	5,110억원
발행주식수	5,220만주
유동주식비율	39.88%
외국인비중	3.98%
52주 최고/최저가	15,190원/9,790원
평균거래대금	17.0억원

주요주주(%)	
대한항공 외 3 인	54.93
국민연금공단	8.28

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.2	-23.3	-35.2
상대주가	-4.2	-23.3	-35.9

주가그래프



거대 LCC의 탄생

대한항공-아시아나항공 합병이 다가오며 진에어-에어부산-에어서울 LCC 3사의 합병도 가까워지고 있다. 기재 수 기준 1등인 경쟁사 대비 16대 많은 58대의 기단을 갖추게 된다. 기재 도입이 지연되는 상태에서 몸집 키우기에 유리하다. 중단거리 경쟁이 심화되며 LCC업계는 몸집 키우기에 집중하는 상황이었다. 합병 시 중복노선은 7개뿐으로 노선도 확대된다.

탄탄한 비용구조와 재무구조

우수한 비용구조와 재무구조를 갖추었다. 비용 효율성은 FSC 계열사로서 가질 수 있는 장점이다. 아시아나 계열사도 여타 LCC 대비 낮은 비용 비중을 보이는데, 합병 시 추가 효율화가 기대된다. 1분기 기준 부채비율은 403.0%로 LCC 상장사 중 가장 낮고, 순현금 구조를 달성한 유일한 업체이다.

투자이견 Buy 및 적정주가 13,000원 제시

진에어 투자이견 Buy, 적정주가 13,000원을 제시하며 분석을 개시한다. 항공업 회복이 진행되며 업종 멀티플은 하락했는데, 경쟁사와 비교해도 저렴하다. 아시아나항공과 시너지 창출이 추가 상승여력을 제공할 수 있다고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	593.4	-67.3	-63.5	-1,217	적지	1,819	-13.5	9.0	33.8	-47.5	698.2
2023	1,277.2	182.2	133.9	2,564	흑전	2,739	4.6	4.3	1.9	112.5	566.0
2024E	1,489.6	204.0	136.5	2,616	2.0	5,351	3.7	1.8	1.4	64.7	275.5
2025E	1,569.5	178.5	131.4	2,518	-3.7	7,869	3.9	1.2	0.9	38.1	169.0
2026E	1,593.9	148.6	109.8	2,103	-16.5	9,972	4.7	1.0	0.6	23.6	122.6

실적추정 및 Valuation

2Q24 Review

진에어의 2Q24 별도 매출액은 3,081.6억원(+19.0%), 영업이익 9.0억원(-94.9%)를 기록했다. 당기순이익은 적자전환했다. 국제선 ASK는 2.8억인km(+18.9%), RPK는 2.4억인km(+22.2%), L/F는 88.7%(+2.4%p), Yield는 87.0원/km(+7.2%)를 수행했다. 2분기는 일본/동남아 비중이 높은 LCC에게 비수기로 꼽히지만, 수요가 유지되며 전년대비 Yield는 증가했다.

2분기 전통적 비수기에서 고정비 비중이 높은 LCC의 수익성 악화는 불가피하다. 비용단에서 특이점은 없었다. 3·4분기에는 수익성 회복이 예상된다.

기재는 2분기에도 B737-8 1대가 도입되어 29대의 여객기를 갖추었다. 하반기에도 대한항공으로부터 분기당 1대씩 도입할 예정이다. B737-8로 기단 현대화가 진행되며 연료소모량, 유지비 등 측면에서 운영효율성이 확대될 전망이다.

표32 진에어 2Q24 Review

(십억원, %)	2Q24P	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	308.2	174.5	76.6	430.3	-28.4	310.5	-0.7
영업이익	0.9	-17.4	흑전	98.5	-99.1	13.3	-93.2
세전이익	-7.5	-49.9	적지	86.9	적전	4.4	적전
지배순이익	-5.9	-41.0	적지	68.3	적전	4.8	적전
영업이익률	0.3	-10.0		22.9		4.3	-4.0p
순이익률	-1.9	-23.5		15.9		1.5	-3.4p

자료: 진에어, 메리츠증권 리서치센터

표33 진에어의 실적추이 및 전망 (별도)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
WTI	76.0	73.5	82.5	78.6	73.9	80.8	79.0	78.0	77.7	77.9	78.0
매출액	352.5	259.0	322.5	343.2	430.3	308.2	382.9	368.2	1,277.2	1,489.6	1,569.5
%YoY	422.1%	105.0%	84.8%	52.5%	22.1%	19.0%	18.7%	7.3%	115.2%	16.6%	5.4%
국내선	68.4	79.3	69.9	67.9	57.8	72.5	64.8	54.4	285.5	249.5	251.9
ASK(M·km)	455.0	501.0	478.0	453.0	417.0	467.0	474.3	459.7	1,887.0	1,818.1	2,054.4
RPK(M·km)	400.0	451.0	416.0	389.0	355.0	412.0	405.4	398.2	1,656.0	1,570.6	1,788.7
Load Factor	87.9%	90.0%	87.0%	85.9%	85.1%	88.2%	85.5%	86.6%	87.8%	86.4%	87.1%
Yield(KRW)	171.0	175.8	168.0	174.6	162.8	176.0	159.9	136.5	172.4	158.8	140.4
%YoY	39.3%	6.2%	-8.5%	-3.5%	-4.8%	0.1%	-4.8%	-21.8%	5.6%	-7.9%	-11.6%
국제선	265.5	161.8	231.4	251.6	348.5	209.5	284.2	283.2	910.2	1,125.4	1,188.3
ASK(M·km)	2,760.0	2,313.0	2,837.0	2,833.0	3,454.0	2,750.0	3,794.2	3,362.9	10,743.0	13,361.2	14,522.3
RPK(M·km)	2,458.0	1,995.0	2,485.0	2,485.0	3,144.0	2,438.0	3,323.4	2,888.2	9,423.0	11,793.6	12,779.4
Load Factor	89.1%	86.3%	87.6%	87.7%	91.0%	88.7%	87.6%	85.9%	87.7%	88.3%	88.0%
Yield(KRW)	108.0	81.1	93.1	101.2	110.8	87.0	85.5	98.0	95.9	95.3	92.8
%YoY	-30.2%	-13.6%	19.5%	6.7%	2.6%	7.2%	-8.2%	-3.1%	-9.0%	-0.5%	-2.7%
부가 화물	3.2 3.7	2.5 5.9	2.7 4.4	3.2 6.6	3.6 6.3	6.0 6.2	4.8 7.2	4.4 6.8	11.5 20.6	18.9 26.4	18.0 28.6
영업이익	84.9	17.8	32.6	46.8	98.5	0.9	50.3	54.4	182.2	204.0	178.5
%YoY	-283.0%	-218.5%	-287.1%	303.3%	16.0%	-94.9%	54.0%	16.2%	-370.8%	12.0%	-12.5%
%OPM	24.1%	6.9%	10.1%	13.6%	22.9%	0.3%	13.1%	14.8%	14.3%	13.7%	11.4%
세전이익	76.5	13.9	26.7	56.8	86.9	-7.5	47.0	51.8	173.9	178.2	175.2
순이익	60.0	10.8	21.0	42.1	68.3	-5.9	35.3	38.8	133.9	136.5	131.4

자료: 진에어, 메리츠증권 리서치센터

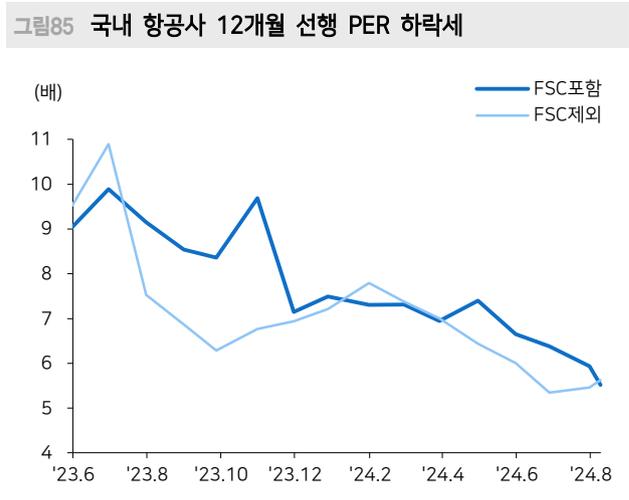
Valuation – 투자의견 Buy, 목표주가 13,000원

2023년 항공업 회복기대감에 항공업 멀티플은 9~11배까지 상승했으나, 2024년 2분기 비수기를 맞이하며 멀티플은 조정되었다. 8월 둘째주 LCC 기준 5.5배 수준이다. 고정비 부담이 늘어나며 항공사 전반에 걸친 수익성 피크아웃에 대한 우려도 반영됐다. 그러나 제한적인 공급량이 2025년에도 수익성을 뒷받침하며 팬데믹 이전으로 회귀할 가능성은 적다.

투자의견 'Buy', 목표주가 13,000원으로 커버리지를 개시한다. 1) 최대 통합 LCC 탄생, 2) 우수한 비용 및 재무구조를 갖추었다는 점에 주목할 필요가 있다. 목표주가는 합병 결과 발표 이후인 2025년을 기준으로 계산했다. 국내 Peer LCC의 2025년 PER인 5.0배를 적용하면 8월 12일 기준 상승여력은 32.8%이다.

	2024E	2025E 비교
EPS(원)	2,628.3	2,527.9
Target PER(배)	6.4	5.0 국내 경쟁사 PER
적정주가(원)	16,821	12,640
최종 목표주가(원)	17,000	13,000
현재주가(원)		9,790 8월 9일 기준
상승여력(%)	73.6	32.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

	PER(배)			EPS Growth(% YoY)			PBR(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)			EBITDA 이익률(%)			
	23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E	
진에어	4.6	3.7	3.9	흑전	2.3	-4.1	4.3	1.8	1.2	112.5	64.8	38.0	1.9	1.4	0.9	21.4	21.2	21.7	
제주항공	7.1	6.5	6.3	흑전	-22.7	3.1	3.0	1.7	1.4	42.5	28.3	23.4	4.8	3.5	3.3	17.2	15.7	16.4	
티웨이항공	4.7	6.4	5.0	흑전	-27.0	22.3	3.1	2.2	1.6	101.0	41.8	35.0	1.9	2.4	2.2	17.8	13.9	13.2	
에어 아라비아	8.5	9.3	9.0		26.9	-17.6	4.1	1.7	1.5	1.3	21.3	16.5	17.5	5.4	5.0	4.6	31.4	28.5	28.5
Spring Airlines	21.7	16.5	13.4	흑전	39.2	23.1	3.1	2.9	2.4	15.3	18.0	18.7	11.4	10.7	8.9	29.3	27.4	29.0	
비엠펙항공	253.5	32.3	23.3	흑전	593.7	38.7	3.8	3.2	2.8	1.5	12.0	16.2	-	19.9	15.8	-0.2	5.3	5.8	
AirAsia Group	10.3	6.7	4.9	흑전	48.1	34.6	-	-	-	-	-10.0	-29.0	13.0	7.5	8.6	12.7	16.4	13.0	
세부항공	2.8	3.5	2.0	흑전	-34.1	78.3	4.6	2.3	1.0	-	120.7	77.4	6.8	6.5	5.2	24.1	24.2	27.7	
업종평균	10.5	9.1	7.7	-	4.0	24.6	3.3	2.3	1.7	26.4	23.3	22.1	7.1	6.6	6.1	20.2	19.5	19.8	

주: 2024년 8월 9일 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

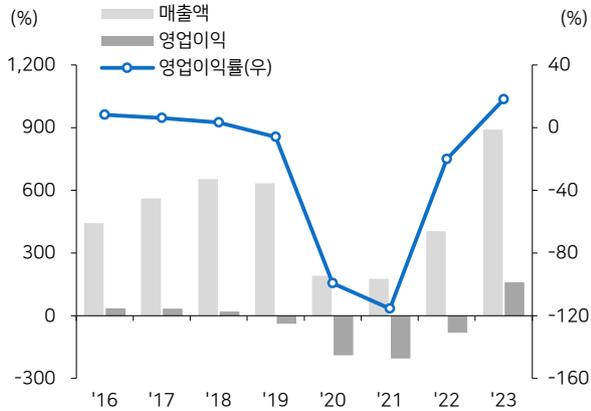
투자포인트 1. 3사 통합 LCC의 탄생

대한항공-아시아나항공 합병이 마무리에 접어들며 통합 LCC의 탄생도 가까워진다. 대한항공은 산업은행에 제출한 통합계획안에 LCC 3사 통합을 명시한 바 있다. 대한항공이 아시아나항공을 인수한 후 2년간은 별도 독립회사로 운영하다가 합치기로 한 것과 같이 통합 LCC도 2025년에는 별도 법인으로 운영될 전망이다.

아시아나항공 계열 LCC로는 에어부산, 에어서울이 있다. 에어부산은 2007년, 에어서울을 2015년에 설립된 지역 거점 항공사이다. 아시아나항공의 지분은 각각 41.89%, 100%다.

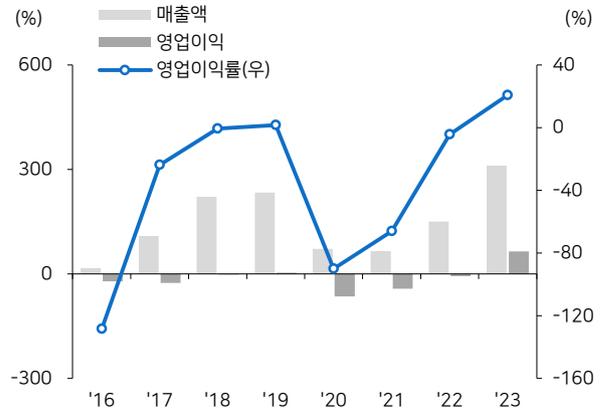
여객기 단순 합산 시 2분기 기준 진에어, 에어부산과 에어서울 결합 시 58대의 기단으로 LCC 시장점유율은 59.8%까지 확대된다. 기단 규모 기준 1등인 제주항공(42대)를 넘어서고, 아시아에서 두번째로 큰 LCC가 된다. 기재 도입이 지연되는 상황에서 몸집 키우기에 유리하다.

그림86 에어부산 실적 추이



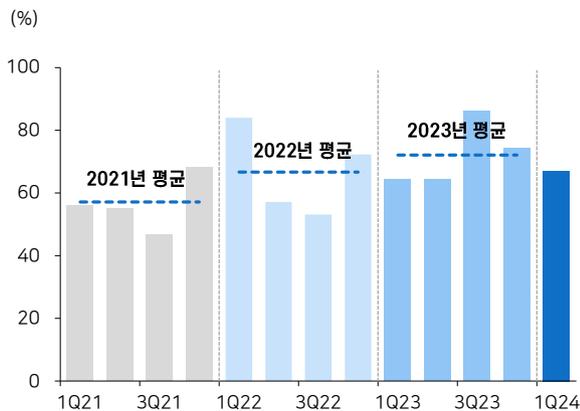
자료: 다투전자공시, 메리츠증권 리서치센터

그림87 에어서울 실적 추이



자료: 다투전자공시, 메리츠증권 리서치센터

그림88 리스 연장 비용 상승



자료: AERCAP, 메리츠증권 리서치센터

표36 기재 합산 테이블

(대)	좌석수	진에어	에어부산	에어서울
B777-200	393	4	-	-
B737-8	189	3	-	-
B737-900	188	3	-	-
B737-800	147	19	-	-
A321Neo	220~232	-	8	-
A321-200	195~220	-	9	-
A320-200	180	-	6	-
A321-200	171~200	-	-	6
합계				58대

자료: 항공기술정보시스템, 메리츠증권 리서치센터

운항 노선도 늘어나게 되는데, 중복노선은 많지 않다. 1Q24 기준 7개 노선이 외항사를 포함한 전체 노선에서 50% 이상의 점유율을 차지했다. 해당 노선 중에서 인천-간사이, 인천-도쿄, 제주-김포 3개 노선 외에는 분기당 여객이 1백만명 이하인 소수 노선이다.

중복노선을 정리하고 기재를 통일하는 과정에서 단기적으로 일부 비용 부담도 발생할 수 있다. 부채비율도 두배 늘어난다. 1분기 기준 진에어 부채비율은 403.0%인데, 3사 합산 부채비율은 863.6%이다. 그러나 LCC 전통 사업인 중단거리 중심 모델에서 영업적 레버리지가 확대될 전망이다.

표37 1Q24 국내 LCC 노선별 비중

(%)	진에어	에어부산	에어서울	제주항공	티웨이항공
국내선	14.0	19.0	19.0	12.8	13.0
일본	37.2	44.0	58.4	33.9	32.0
중화권	7.4	9.0	1.5	9.0	4.0
동남아	36.6	28.0	21.0	37.2	42.8
대양주	4.8	0.0	0.0	6.7	8.2
기타	0.0	0.0	0.0	0.4	0.3

주: 에어서울은 여객 수 기준
 자료: 각 사, 항공포털, 메리츠증권 리서치센터

표38 1Q24 중복노선 추정

출발지	도착지	에어부산	에어서울	진에어	합산 비중
인천	깜라인(나트랑)	13.0	18.9	20.5	52.5
제주	김해	35.4	0.0	18.7	54.1
김해	간사이	42.4	0.0	22.8	65.2
김해	삿포르	51.4	0.0	48.6	100.0
김해	깜라인(나트랑)	34.9	0.0	31.0	65.8
김해	수안나폼(방콕)	38.1	0.0	30.5	68.6
김해	제주	35.5	0.0	18.7	54.1

주: 여객 기준
 자료: 에어포털, 메리츠증권 리서치센터

표39 LCC 3사 재무제표

(십억원, %)	진에어	에어부산	에어서울	합산
자산총계	1,061.8	1,448.0	265.9	2,775.7
부채총계	850.7	1,240.4	396.5	2,487.6
자본총계	211.1	207.5	-130.6	288.0
부채비율	403.0	597.7	-303.6	863.6

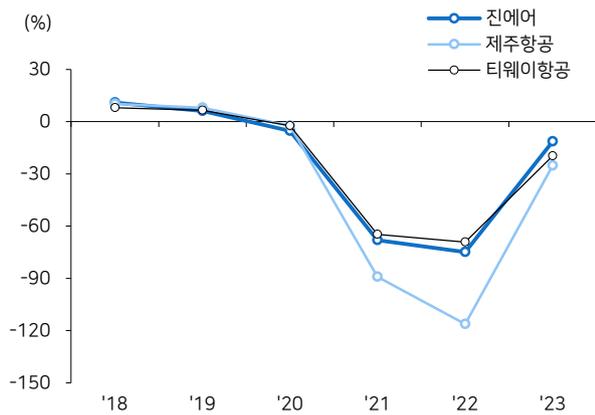
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

투자포인트 2. 우수한 비용구조와 탄탄한 재무구조

진에어는 경쟁사 대비 우수한 비용 및 재무구조를 보유한다. 2023년 기준 LCC 3사 중 가장 높은 영업이익률인 14.3%를 기록했다. 항공사는 통상 매출원가율을 낮추기가 어렵다. 유가 상승 시 유류비 부담이 증가하고, 항공기 리스료 등은 달러로 지급해 환율에 민감하다. FSC 계열사로서 가질 수 있는 시너지 및 고정비 절감 효과가 있다고 판단한다. 1Q24 LCC 4사의 실적을 살펴보면, 대한항공 산하의 진에어와 아시아나항공 산하의 에어부산의 매출 대비 비용 비중이 낮게 나타났다.

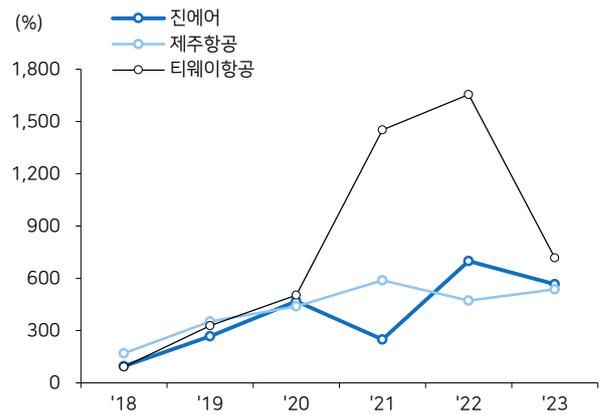
진에어의 부채비율은 2Q24 기준 438%으로 3사 기준 가장 우수하다. 2023년 LCC 중 유일하게 순현금 구조를 달성했다. 현금성자산도 꾸준히 늘어나 1Q24 기준 5,727억원 수준이다.

그림89 LCC 영업이익률 비교



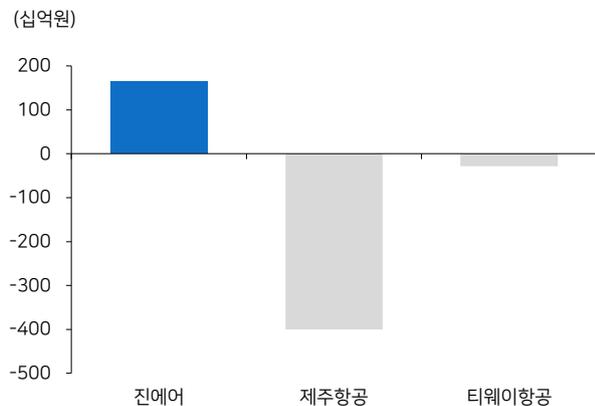
주: 2024년은 1분기 기준
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림90 LCC 부채비율 비교



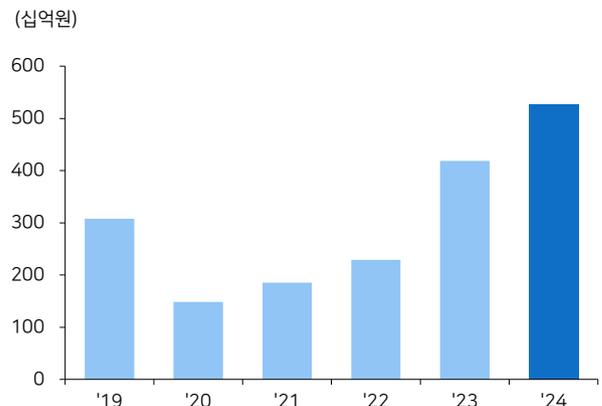
주: 2024년은 1분기 기준
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림91 LCC 중 유일한 순현금 회사



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림92 진에어 현금성자산 추이



주: 2024년은 1분기 기준
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

진에어 (272450)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	593.4	1,277.2	1,489.6	1,569.5	1,593.9
매출액증가율(%)	140.1	115.2	16.6	5.4	1.5
매출원가	602.6	997.6	1,172.1	1,267.8	1,317.6
매출총이익	-9.1	279.6	317.4	301.8	276.2
판매관리비	58.2	97.4	113.4	123.3	127.7
영업이익	-67.3	182.2	204.0	178.5	148.6
영업이익률(%)	-11.3	14.3	13.7	11.4	9.3
금융손익	-12.8	-4.6	-5.7	-4.3	1.0
중속/관계기업손익	0.3	0.3	0.8	0.7	0.7
기타영업외손익	-10.4	-4.0	-20.2	0.4	-3.9
세전계속사업이익	-90.2	173.9	178.9	175.2	146.4
법인세비용	-26.7	40.0	41.7	43.8	36.6
당기순이익	-63.5	133.9	136.5	131.4	109.8
지배주주지분 손이익	-63.5	133.9	136.5	131.4	109.8

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	275.1	491.9	580.7	634.2	687.6
현금및현금성자산	75.4	49.9	106.3	120.7	160.0
매출채권	33.6	40.5	43.4	47.0	48.3
재고자산	1.3	1.5	1.6	1.8	1.8
비유동자산	482.7	460.4	468.4	470.6	471.3
유형자산	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8
무형자산	1.8	2.7	2.1	1.7	1.4
투자자산	31.2	30.7	33.0	35.7	36.7
자산총계	757.8	952.3	1,049.0	1,104.9	1,158.9
유동부채	392.3	486.6	534.5	481.6	446.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	40.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	14.9	108.5	68.5	28.5
비유동부채	270.6	322.7	235.2	212.5	192.1
사채	14.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	662.9	809.3	769.7	694.1	638.3
자본금	52.2	52.2	52.2	52.2	52.2
자본잉여금	296.6	296.1	296.1	296.1	296.1
기타포괄이익누계액	-0.9	-1.0	-1.1	-1.1	-1.1
이익잉여금	-305.0	-194.8	-58.3	73.1	182.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	94.9	143.0	279.3	410.8	520.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	175.6	417.4	160.6	307.2	301.5
당기순이익(손실)	-63.5	133.9	136.5	131.4	109.8
유형자산상각비	95.8	89.9	110.9	161.8	177.2
무형자산상각비	1.8	0.8	0.5	0.4	0.3
운전자본의 증감	138.4	59.0	-152.4	-6.5	-2.4
투자활동 현금흐름	-13.6	-218.8	-114.2	-197.2	-189.9
유형자산의증가(CAPEX)	-0.1	-0.6	-88.8	-161.8	-177.2
투자자산의감소(증가)	-1.7	0.4	-2.2	-2.7	-1.0
재무활동 현금흐름	-130.9	-223.8	10.1	-95.6	-72.4
차입금의 증감	50.0	-61.9	83.9	-75.6	-55.8
자본의 증가	-0.5	-0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	31.1	-25.5	56.5	14.4	39.3
기초현금	44.4	75.4	49.9	106.3	120.7
기말현금	75.4	49.9	106.3	120.7	160.0

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	11,368	24,468	28,536	30,068	30,534
EPS(지배주주)	-1,217	2,564	2,616	2,518	2,103
CFPS	695	6,807	6,220	6,549	6,187
EBITDAPS	580	5,227	6,044	6,528	6,247
BPS	1,819	2,739	5,351	7,869	9,972
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-13.5	4.6	3.7	3.9	4.7
PCR	23.7	1.7	1.6	1.5	1.6
PSR	1.4	0.5	0.3	0.3	0.3
PBR	9.0	4.3	1.8	1.2	1.0
EBITDA(십억원)	30.3	272.9	315.5	340.8	326.1
EV/EBITDA	33.8	1.9	1.4	0.9	0.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-47.5	112.5	64.7	38.1	23.6
EBITDA 이익률	5.1	21.4	21.2	21.7	20.5
부채비율	698.2	566.0	275.5	169.0	122.6
금융비용부담률	2.6	1.3	1.4	1.3	1.0
이자보상배율(x)	-4.3	10.7	9.7	8.9	9.0
매출채권회전율(x)	32.7	34.5	35.5	34.7	33.5
재고자산회전율(x)	435.7	899.8	947.7	926.4	892.6

Industry Indepth
2024. 8. 13

한국공항 005430

한국 공항 파이 확장

▲ 운송

Analyst **오정하**
02. 6454-4873
jungaha.oh@meritz.co.kr

- ✓ 기재 도입 지연으로 항공운항 편수는 2025년까지도 회복세가 이어질 예정
- ✓ 항공화물은 반도체 및 C커머스 수출화물 증가세에 2024년 13% 확대 전망
- ✓ 여객매출과 대한항공 계열사 운항편수 간 상관관계수는 0.92 수준
- ✓ 인천국제공항 4분기 4단계 확장 프로젝트 완공. 운항횟수 Capa 20% 확대
- ✓ 아시아나에어포트와 합병으로 비용 효율화 및 시너지 기대

Not Rated

적정주가 (12개월) -
현재주가 (8.12) **55,600 원**
상승여력 -

KOSPI	2,618.30pt
시가총액	1,760억원
발행주식수	317만주
유동주식비율	37.05%
외국인비중	5.02%
52주 최고/최저가	77,200원/37,650원
평균거래대금	15.6억원

주요주주(%)	
대한항공	59.54

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-25.0	-0.5	28.7
상대주가	-18.1	-0.5	27.4

주가그래프



항공업 구조적 성장기

비행기가 많이 뜰수록 조업사 한국공항의 실적은 좋아진다. 여객매출은 운항편수와 상관관계수가 0.92 수준이다. 항공여객은 수요가 지속되는 가운데 기재 도입지연으로 정상화 움직임이 2025년까지도 이어질 전망이다.

화물 매출은 반도체 수출량 및 서구향 전자상거래 수출 증가에 힘입어 2024E 13% 성장할 전망이다. 인천공항 4단계 공사 완공에 Capa는 약 20% 늘어날 예정이다. 한편, 8월말 5단계 공사 마스터플랜이 공개되고 계획이 구체화되면 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있다.

대한항공-아시아나항공 합병의 수혜주

양대 국적사 합병에 따라 1등 조업사의 지위는 더욱 견고해진다. 아시아나에어포트를 인수해 시장점유율이 매출액 기준 약 19.3% 확대되고, 시너지를 통해 마진을 극대화할 수 있을 전망이다. 한국공항의 현금성자산은 1Q24 기준 1,200억원 수준으로 자체자금을 활용해 인수할 여력이 충분하다.

부담없는 가격

조업료 인상과 항공업황 회복에 대한 기대감으로 주가는 연초대비 44.6% 인상되었는데, 실적에 대한 실망감으로 디레이팅되었다. 12개월 Trailing PER 기준 4.8배에 거래 중이다. 1) 기재공급, 인천공항 확장으로 인한 Q의 확대와 2) 아시아나와의 시너지 창출이 추가 상승여력을 제공할 수 있다고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	503.8	22.4	16.3	5,136	0.0	102,021	8.8	0.4	1.7	5.1	43.9
2020	303.2	-50.6	-47.5	-14,989	적전	86,072	-2.5	0.4	-1.7	-15.9	56.1
2021	345.5	-0.9	3.3	1,027	흑전	91,611	42.7	0.5	2.1	1.2	32.3
2022	400.5	2.6	5.8	1,824	77.6	107,151	22.1	0.4	0.6	1.8	24.1
2023	544.7	34.0	31.4	9,924	444.2	110,055	5.0	0.4	1.0	9.1	36.8

기업 개요

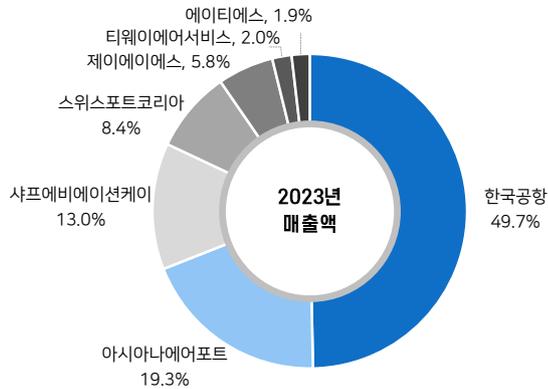
인하우스 조업사

한국공항은 매출액 기준 시장점유율 50%를 상회하는 국내 1위 항공조업 업체이다. 항공기 운항편수가 늘어나면 사업량은 확대된다. 국내 경쟁사로는 아시아나에어포트, 샤프에비에이션케이 등이 있다. 동사는 다른 조업사에 비해 규모가 커 품질이 높고 비용이 비싼 편이다. 주요 고객은 계열사 대한항공, 진에어다.

사업부문은 항공지상조업, 항공화물조업, 급유, 기타(생수, 렌탈, 박물관 등)로 나뉜다. 판매방법 및 조건은 항공사와 조업사 간 매년 단가계약을 맺고 월간 단위로 대금을 정산한다.

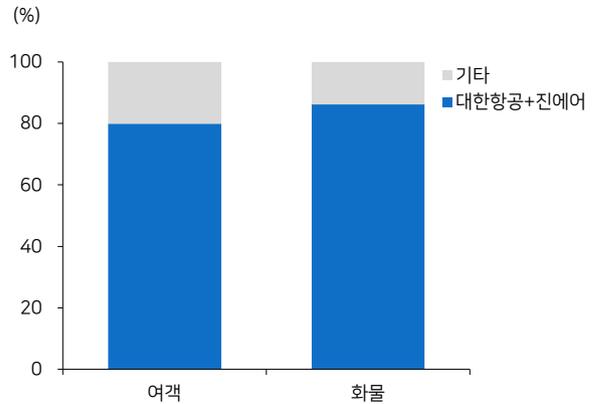
1Q24 기준 대한항공이 지분 54.91%를 지니고 있다. 종속기업은 에어코리아(지분100%)가 있다. 에어코리아는 2008년 설립된 업체로 항공사의 여객서비스 위탁 업무를 담당하고 있다.

그림93 항공조업시장 점유율



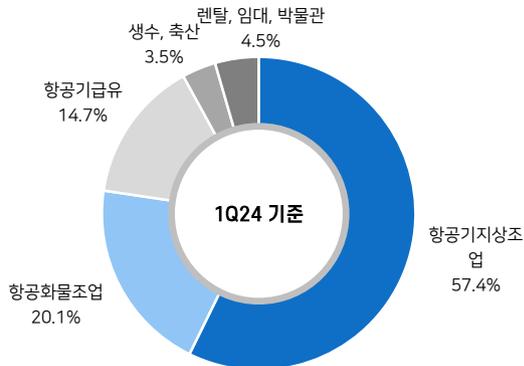
자료: 다투전자공시, 메리츠증권 리서치센터

그림94 1Q24 계열사 물량 비중 80% 상회



자료: 한국공항, 메리츠증권 리서치센터

그림95 사업부문별 비중 (연결)



자료: 한국공항, 메리츠증권 리서치센터

그림96 한국공항 지배구조도



자료: 한국공항, 메리츠증권 리서치센터

실적 추이 및 전망

2Q24 한국공항은 매출액 1,500.1억원(+13.3% YoY, 이하 YoY), 영업이익 142.5억원(+18.2%)을 기록했다. 조업료 인상 효과가 시장 기대치 대비 약했다. 하늘길이 재개된 2023년 평균 12개월 Trailing PER 8.7배에 거래되었는데, 현재 4.8배 수준으로 하락했다. 향후 사업량 확대에 추가 상승여력이 있다고 판단한다.

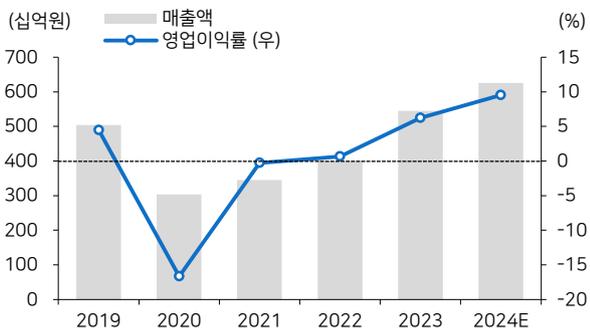
1) 여객 및 화물 시장의 구조적 확대, 2) 양대 국적항공사 합병에 따른 규모의 경제 효과가 기대된다. 기재 공급이 정상화되고 수출화물이 증가하며 이익은 지속적으로 성장할 전망이다. 인천공항 확장 공사는 시장 확대 이벤트이다.

표40 한국공항 실적 추이

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	2022	2023	2024E
WTI	95.2	108.8	91.6	82.8	76.0	73.5	82.5	78.6	73.9	80.8	94.6	77.7	77.9
매출액(연결)	89.6	98.3	103.0	109.6	112.1	132.4	147.4	152.9	149.9	150.0	400.5	544.7	614.9
여객	27.7	33.2	38.2	42.4	46.7	58.1	64.2	67.7	70.1	-	141.5	236.7	277.2
화물	28.4	31.3	26.7	27.2	25.2	29.2	30.0	31.2	30.2	-	113.6	115.6	124.5
급유	20.5	18.8	20.9	22.0	20.6	22.2	24.6	26.2	22.1	-	82.2	93.6	89.4
정비	1.1	1.2	1.3	1.5	1.9	2.3	3.0	3.0	3.0	-	5.1	10.2	12.0
그외	7.9	8.9	10.0	10.1	10.2	11.6	12.2	12.3	11.8	-	36.9	46.3	54.2
에어코리아	4.2	5.1	6.3	7.1	8.4	9.9	14.5	14.3	14.2	-	22.8	47.1	56.0
% YoY	20.0	11.7	15.3	14.1	22.3	32.1	38.0	36.1	31.2	6.3	15.9	36.0	12.9
여객	21.0	11.4	35.5	46.2	68.6	75.0	68.1	59.7	50.1	-	28.8	67.3	17.1
화물	-1.7	-2.2	-10.7	-11.4	-11.3	-6.7	12.4	14.7	19.8	-	-6.5	1.8	7.7
급유	78.3	41.4	41.2	2.3	0.5	18.1	17.7	19.1	7.3	-	34.5	13.9	-4.5
영업이익	-5.8	2.2	-1.3	7.5	-5.2	12.1	20.8	6.4	15.0	14.3	2.6	34.0	50.5
영업이익률 (%)	-6.5	2.2	-1.3	6.9	-4.7	9.1	14.1	4.2	10.0	9.5	0.6	6.2	8.2
지배순이익	-4.1	2.6	0.2	7.0	-2.9	10.6	17.3	6.4	13.0	11.4	5.8	31.4	41.0

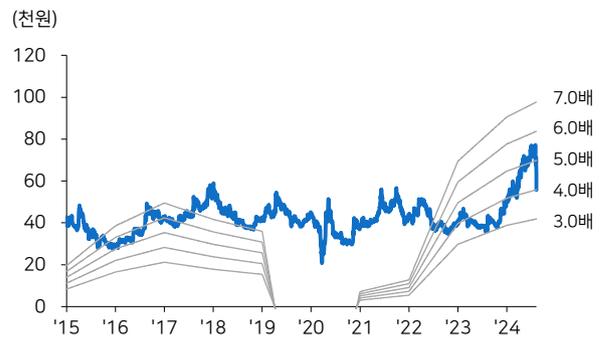
자료: 한국공항, 메리츠증권 리서치센터

그림97 한국공항 영업이익률 추이



자료: 한국공항, 메리츠증권 리서치센터

그림98 한국공항 12개월 Trailing PER Band Chart



자료: 한국공항, 메리츠증권 리서치센터

표41 글로벌 Peer Valuation

	PER(배)			EPS(% YoY)			PBR(배)			ROE(%)		
	23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E
한국공항	4.6	-	-	436.9	-	-	0.6	-	-	13.6	-	-
싱가포르 공항	86.4	90.9	23.2	-226.9	-256.0	296.0	1.9	1.9	1.8	2.4	2.0	8.1
Fraport	8.9	9.2	8.2	205.9	14.3	12.0	0.9	0.9	0.8	10.9	9.7	10.0
파리공항공단	14.4	21.3	16.2	25.8	-16.7	31.5	2.5	2.4	2.3	18.4	11.3	14.6
업종평균	36.5	40.5	15.9	1.6	-86.2	113.2	1.8	1.7	1.6	10.6	7.7	10.9

주: 8월 9일 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

투자포인트 1. Q의 구조적 성장

1) 여객 공급, 화물 수요 확대

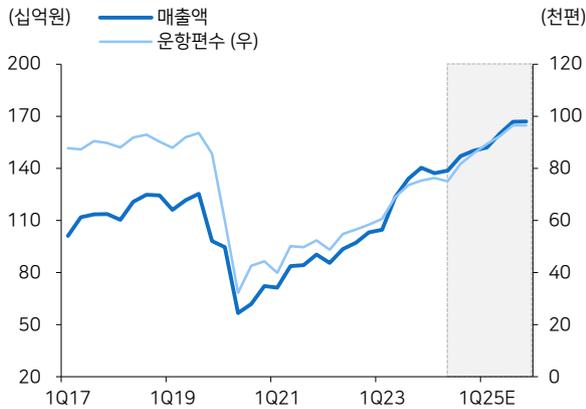
여객 운항편수

2024년 14.5% YoY 전망

동사는 운항편수, 화물 수송량이 많아질수록 Q가 확대된다. 여객부문은 여객기 운항편수와 상관계수가 0.9228에 달한다. 화물부문은 화물 운반톤수와 상관계수가 0.6109 수준이다. 2023년 매출액 중 여객(에어코리아 포함)과 화물부문 비중은 각각 52.1%, 21.2%이다.

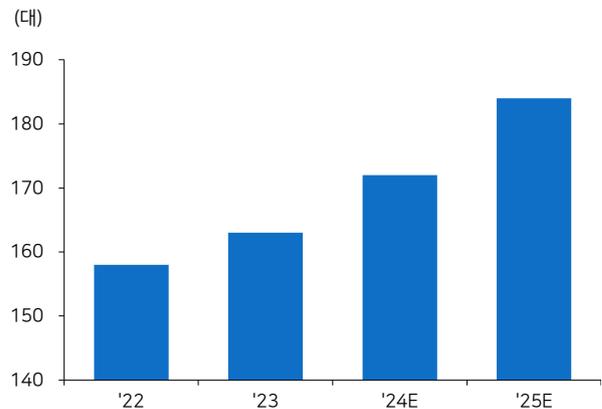
여행 수요가 유지되고, 항공사들이 기단을 확대하며 2024년 운항편수는 14.5% 증가할 전망이다. 여객 운항편수는 서비스가격이 더 높은 국제선 비중이 높아지고 있는 점도 긍정적이다. 1Q24 기준 국제선 비중은 57.4%로 2019년 56.1%보다도 높다. 화물은 반도체 및 서구향 전자상거래 수출 물량 확대가 2024년 13.2% 증가를 이끌 예정이다.

그림99 매출액과 운항편수 추이 및 전망



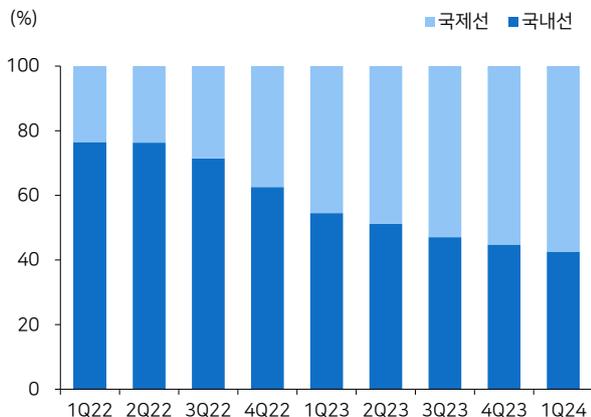
자료: 한국공항, 메리츠증권 리서치센터

그림100 대한항공+진에어 기체 수 확대 추이



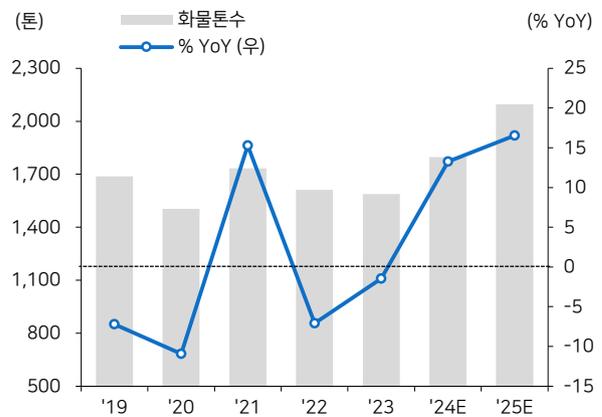
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림101 여객 국제선 비중 확대



자료: 한국공항, 메리츠증권 리서치센터

그림102 대한항공 화물톤수 추이 및 전망



자료: 에어포털, 메리츠증권 리서치센터

2) 인천공항 4단계 확장 완공

10월 4단계 완공 시
운항횟수 20% 증가

2024년 10월 인천공항 4단계 건설공사가 완공될 예정이다. 4단계 건설공사는 4.8조원을 투입하여 제2여객터미널을 확장했고, 활주로를 1개 추가했다. 동사 실적과 관련 있는 운항 횟수는 연간 10만회 늘어나는데, 약 20%의 Capa가 늘어나는 셈이다.

8월말 5단계 건설공사
마스터플랜 공개 예정 +
운항횟수 추가 38% 확대 가능성

4단계 공사 후에는 제5활주로와 제3여객터미널 건설을 핵심으로 하는 5단계 공사도 추진될 예정이다. 인천공항에 따르면 2040년까지 국제공항 수요가 연평균 4.1%의 성장세가 예상되며 2033년(1억 977만명) 포화상태가 예상되기 때문이다. 공항 확장 기간이 8~10년 소요되는 점을 고려해 확장이 진행될 예정이다. 5단계 마스터플랜 용역 완료 기한은 8월말이다. 연구용역 결과에 귀추가 주목된다.

일본 진출 가능성

일본 진출 가능성도 존재한다. 대한항공 그룹 차원에서 검토 중으로 알려졌다. 인력난에 시달린 일본 대형 조업사들은 2024년 임금을 5.28% 올리기로 합의했다. 33년간 최대 인상폭이다. 일본 조업사가 보유한 항공유가 부족한 이유도 있다. 직격타를 맞은 나리타공항은 7월 16일 한국으로부터 항공유를 긴급 수입했다.

표42 5단계 건설공사도 예정

	1단계	2단계	3단계	4단계	5단계
사업기간	1992~2001	2001~2008	2009~2017	2017~2024	(예정)
사업비	5.6조원	3.0조원	4.6조원	4.8조원	5.9조원
활주로	2본	1본	-	1본	1본
연간 여객처리능력	3,000만명	2,400만명	2,300만명	2,900만명	3,000만명
연간 화물처리능력	270만톤	180만톤	50만톤	130만톤	370만톤
연간 운항횟수	33만회	17만회	-	10만회	23만회
계류장(여객)	60개소	49개소	54개소	73개소	82개소
계류장(화물)	24개소	12개소	11개소	13개소	33개소

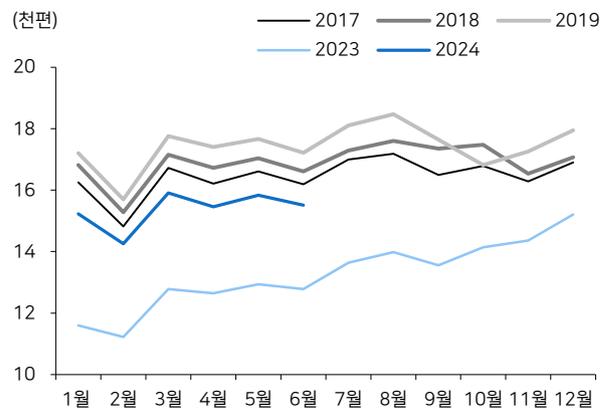
자료: 인천국제공항, 메리츠증권 리서치센터

그림103 인천국제공항 4단계 건설공사



자료: 인천국제공항, 메리츠증권 리서치센터

그림104 일본 나리타공항 국제선 운항횟수 19년대비 -9.9%



자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

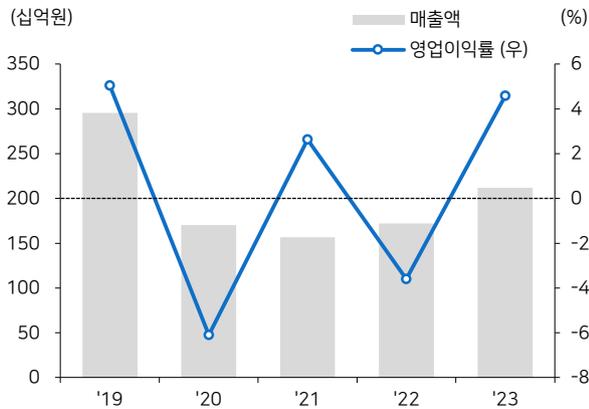
투자포인트 2. 아시아나 합병으로 독과점 지위 강화

대한항공과 아시아나 합병에 따른 수혜가 기대된다. 아시아나에어포트의 2023년 매출액은 2,121억원으로 한국공항대비 42.2% 수준이다. 아시아나항공, 에어부산, 에어서울의 합산 운항편수는 대한항공 계열사의 41.8% 수준이다. 화물톤수로 계산하면 22.5%인데, 시장점유율 8.8%가 더해지는 셈이다.

조업사 간 합병이 진행된다면 한국공항이 비상장사인 아시아나에어포트의 지분을 매입하는 방식을 예상한다. 2024년 1분기말 한국공항의 현금및현금성자산과 단기 금융상품 보유액은 1,208억원이다. 아시아나에어포트의 자산은 1,155억원 수준이다. 매입여력은 충분하다. 합병 이후 규모의 경제를 통한 시너지가 기대된다.

아시아나에어포트는 상장사와 비상장사가 합병을 하게 되면 상장사는 시장가 기준으로 합병 비율을 결정한다. 합병비율 상 우위를 위해 한국공항 주가 부양의 필요성도 있다.

그림105 아시아나에어포트 실적 추이



자료: 아시아나에어포트, 메리츠증권 리서치센터

그림106 2022년 공정위 조건부 승인

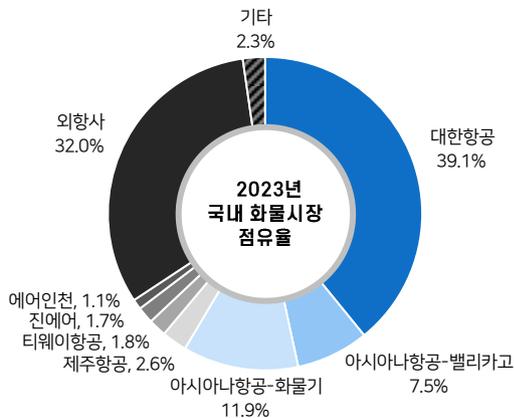
< 항공기 정비시장 등 기타 시장 >

□ 당사회사 간 수평·수직적 중첩이 존재하는 항공기 정비업, 항공기 취급업 등 기타 시장은 당사회사의 낮은 점유율, 타 항공사와 상호 교환하는 형태의 서비스 공급구조, 경쟁사업자의 존재 등을 고려할 때, 경쟁이 제한될 가능성은 낮다고 판단하였다.

* ①항공기 정비업, ②항공기 취급업, ③기내면세품 판매업, ④지디에스(GDS) 서비스 (예약·발권시스템) 보급업, ⑤조종사 훈련서비스업, ⑥정보기술(IT)서비스업(SI)

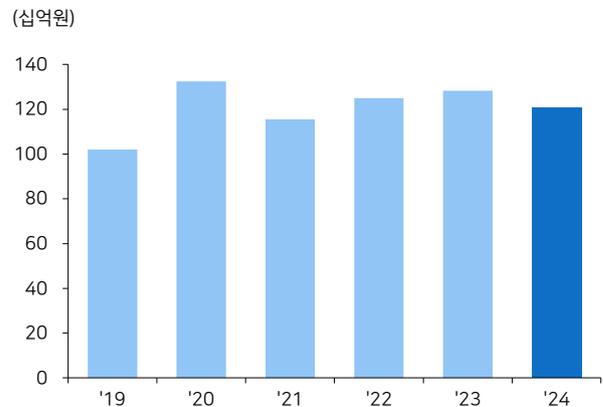
자료: 공정거래위원회

그림107 화물톤수 비중 - 아시아나 인수 후 점유율 약 48.0%



자료: 에어포탈, 메리츠증권 리서치센터

그림108 한국공항 현금성자산 추이



주: 2024년은 1분기말 기준
자료: 한국공항, 메리츠증권 리서치센터

한국공항 (005430)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	503.8	303.2	345.5	400.5	544.7
매출액증가율(%)	-4.2	-39.8	14.0	15.9	36.0
매출원가	459.4	328.9	324.0	369.6	479.8
매출총이익	44.4	-25.7	21.6	30.9	64.9
판매관리비	22.0	24.9	22.5	28.3	30.9
영업이익	22.4	-50.6	-0.9	2.6	34.0
영업이익률(%)	4.4	-16.7	-0.3	0.6	6.2
금융손익	0.8	-0.1	0.6	2.4	4.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.5	-4.2	0.8	1.8	1.7
세전계속사업이익	21.7	-54.9	0.4	6.8	39.9
법인세비용	5.2	-10.7	-0.1	1.0	8.5
당기순이익	16.3	-47.5	3.3	5.8	31.4
지배주주지분 순이익	16.3	-47.5	3.3	5.8	31.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	203.7	200.4	177.1	185.0	206.6
현금및현금성자산	21.6	127.4	106.0	37.1	40.4
매출채권	87.8	46.4	51.2	43.5	62.0
재고자산	5.9	3.7	3.8	4.8	5.4
비유동자산	261.0	224.9	206.8	236.1	270.3
유형자산	169.8	147.4	140.1	172.4	190.8
무형자산	8.7	7.6	6.7	5.7	4.6
투자자산	21.5	18.1	18.8	20.5	25.7
자산총계	464.7	425.4	383.9	421.1	476.9
유동부채	49.7	84.3	39.6	44.2	72.9
매입채무	2.5	1.6	2.7	2.3	4.1
단기차입금	0.0	30.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	9.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	92.0	68.5	54.2	37.6	55.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	141.7	152.8	93.8	81.8	128.4
자본금	15.8	15.8	15.8	15.8	15.8
자본잉여금	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
기타포괄이익누계액	40.6	39.1	36.3	59.4	59.4
이익잉여금	259.1	210.1	230.4	256.5	265.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	323.0	272.5	290.1	339.3	348.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	39.6	22.7	15.4	36.6	36.8
당기순이익(손실)	16.3	-47.5	3.3	5.8	31.4
유형자산상각비	25.4	23.8	21.1	20.0	22.0
무형자산상각비	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1
운전자본의 증감	-30.0	34.2	-20.3	-1.1	-37.6
투자활동 현금흐름	-19.3	69.1	-2.1	-93.8	-22.7
유형자산의증가(CAPEX)	-10.8	-7.4	-8.3	-13.6	-24.1
투자자산의감소(증가)	-0.3	3.4	-0.7	-1.7	-5.2
재무활동 현금흐름	-14.4	14.2	-34.7	-11.5	-10.8
차입금의 증감	40.4	17.3	-37.4	-4.2	11.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.8	105.8	-21.4	-68.9	3.3
기초현금	15.9	21.6	127.4	106.0	37.1
기말현금	21.6	127.4	106.0	37.1	40.4

Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022	2023
주당데이터(원)					
SPS	159,104	95,759	109,126	126,493	172,035
EPS(지배주주)	5,136	-14,989	1,027	1,824	9,924
CFPS	21,975	-3,787	11,117	11,512	22,081
EBITDAPS	15,373	-8,140	6,717	7,480	18,029
BPS	102,021	86,072	91,611	107,151	110,055
DPS	1,000	0	0	0	1,000
배당수익률(%)	2.2	0.0	0.0	0.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	8.8	-2.5	42.7	22.1	5.0
PCR	2.1	-9.9	3.9	3.5	2.2
PSR	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
PBR	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
EBITDA(십억원)	48.7	-25.8	21.3	23.7	57.1
EV/EBITDA	1.7	-1.7	2.1	0.6	1.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.1	-15.9	1.2	1.8	9.1
EBITDA 이익률	9.7	-8.5	6.2	5.9	10.5
부채비율	43.9	56.1	32.3	24.1	36.8
금융비용부담률	0.3	0.6	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	13.8	-26.5	-0.8	3.3	30.4
매출채권회전율(x)	5.6	4.5	7.1	8.5	10.3
재고자산회전율(x)	94.0	63.1	91.7	92.8	106.7

Industry Indepth
2024. 8. 13

CJ대한통운 000120

묵묵히 성장 중

▲ **운송**
Analyst **오정하**
02. 6454-4873
jungha.oh@meritz.co.kr

- ✓ C커머스 관련 우려에 과한 디레이팅. 12개월 선행 PBR 0.55배에 거래 중
- ✓ 유통업 경쟁 심화에 따라 물류 아웃소싱 수요가 확대되며 동사 C커머스, 풀필먼트 물동량 지속 성장 중
- ✓ 택배 사업부 자동화, CL사업부 생산성 혁신 프로젝트 진행하며 수익성 개선
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 131,000원으로 최선호주 의견 제시

Buy (신규) (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 131,000 원
현재주가 (8.12) 100,300 원
상승여력 30.6%

KOSPI	2,618.30pt
시가총액	22,881억원
발행주식수	2,281만주
유동주식비율	47.24%
외국인비중	13.03%
52주 최고/최저가	148,500원/74,300원
평균거래대금	78.7억원

주요주주(%)			
CJ제일제당 외 2인	40.19		
국민연금공단	9.33		
네이버	7.85		

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.8	-27.9	20.8
상대주가	18.7	-27.8	19.6



본업 성장 중

육운 내 Top-Pick이다. 회사 펀더멘털은 변함이 없는데, C커머스 안전문제가 불거지며 디레이팅이 이어졌다. 12개월 선행 PBR 기준 연초 0.8배에서 현재 0.6배로 내려왔다. 평가 인상은 없었지만, 소형화물 중심의 이커머스 물동량이 늘어나며 시장 물동량 성장률을 2.4%p 상회할 예정이다. CL사업부 생산성 혁신 프로젝트도 지속되며 비용효율화가 진행되고, 글로벌 부문에서는 동남아 법인의 실적반등이 기대된다.

1) 물류 아웃소싱 수요 확대, 2) 해외직구 시장 성장, 3) 수익성 개선 여력

이커머스 소비주기 단축에 따라 물류 난이도가 높아져 CJ대한통운의 경쟁력은 강화되고 있다. 도착보장, 일요배송 등 빠른 택배 서비스 수요에 기업의 자체 물류망 구축비용은 높아졌다. 유통시장 경쟁 심화 속 마진 압박에 물류 아웃소싱 트렌드는 확대될 전망이다.

해외직구 관련 물량은 5, 6월 모두 증가했고, 하반기에는 쉬인, 2025년에는 알리 당일배송 등 모멘텀이 있다. 국내 1위 수준의 택배사업부 자동화율, CL사업부 생산성 혁신 프로젝트를 통해 마진도 개선 중이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 131,000원 제시

CJ대한통운에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 131,000원을 제시하며 분석을 개시한다. Implied PBR 0.8배를 적용했다. 지난 6월 수주한 신세계 물량이 전체 인식되기 시작하는 2025년을 기준으로 계산했다. 2025E BPS 173,704원, ROE 8.4%, COE 8.9%를 적용했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	12,130.7	411.8	181.6	7,959	24.4	156,527	11.8	0.6	5.7	5.1	140.3
2023	11,767.9	480.2	224.8	9,854	23.4	157,980	12.9	0.8	5.8	6.3	131.4
2024E	12,261.2	525.2	272.9	11,964	22.8	160,491	8.4	0.6	4.9	7.5	135.2
2025E	12,746.9	571.7	320.6	14,055	17.3	173,704	7.1	0.6	3.5	8.4	123.9
2026E	13,125.5	599.2	348.0	15,253	8.9	188,269	6.6	0.5	3.0	8.4	113.2

실적추정 및 Valuation

2Q24 Review

CJ대한통운의 2Q24 실적은 매출액 3조 592억원(+3.3% YoY, 이하 YoY), 영업이익 1,254억원(+11.5%), 지배순이익 524억원(-2.8%)를 기록했다. 컨센서스에 부합했다. 부문별 매출액은 택배사업부 9,427억원(+2.3%), CL사업부 매출액 7,371억원(+3.3%), 글로벌사업부 1조 1,239억원(+5.0%)를 기록했다.

2024년 택배사업 평가 인상은 없지만, 소형화물 중심의 이커머스 물동량 성장이 지속되고 있다. 2Q24 수행한 물동량은 전년대비 4.0% 증가했다. 안전우려에도 C커머스 물량 성장 트렌드는 이어지고 있다.

CL사업부는 W&D 물량 확대 및 생산성 혁신 프로젝트가 지속되며 비용효율화가 진행 중이다. 영업이익률이 전분기대비 0.1%p 하락했는데, 미들마일 물류 플랫폼 '더운반' 관련 비용에 기인한다. 이를 제하면 영업이익률은 +1%p 개선되었다.

표43 CJ대한통운의 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원, 백만Box)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
실질GDP 성장률 (%YoY)	4.4	1.4	0.5	0.4	0.6	1.8	2.1	1.9	1.7	1.6	1.9
매출액	2,808	2,962	2,937	3,061	2,921	3,059	3,070	3,210	11,768	12,261	12,747
(1) 택배사업부	910.8	921.2	901.0	989.7	937.0	942.7	1,006.5	1,099.8	3,722.7	3,986.0	4,451.6
YoY(%)	7.6	-0.3	-1.4	3.0	2.9	2.3	11.7	11.1	-3.0	4.2	4.0
택배	850.6	857.1	836.0	927.6	868.8	874.1	909.9	1,003.0	3,471.3	3,655.8	4,042.2
이커머스	60.2	64.1	65.0	62.1	68.2	68.6	96.6	96.8	251.4	330.2	409.4
CJ대한통운 물동량	392.6	396.0	381.6	425.5	404.9	412.0	417.2	455.1	1,595.7	1,689.2	1,807.9
시장물동량	878.7	902.3	873.7	899.0	910.5	925.7	896.6	968.5	3,553.7	3,701.2	3,892.0
(2) CL사업부	679.4	713.6	723.4	737.2	696.8	737.1	754.9	749.8	2,853.6	2,938.6	3,059.3
YoY(%)	5.0	3.5	2.9	4.8	2.6	3.3	4.3	1.7	4.0	3.0	4.1
W&D	288.7	303.6	320.8	317.3	315.6	339.7	350.6	347.1	1,230.4	1,353.0	1,463.6
P&D	390.7	410.0	402.6	419.9	381.0	397.4	404.3	402.8	1,623.2	1,585.4	1,595.7
(3) 글로벌사업부	1,036.1	1,070.1	1,054.2	1,045.4	1,076.3	1,123.9	1,044.0	1,065.4	4,205.8	4,309.6	4,185.8
YoY(%)	-16.8	-21.5	-20.5	-7.5	3.9	5.0	-1.0	1.9	-17.0	2.5	-2.9
미국	265.0	262.0	265.0	283.0	264.0	264.0	273.0	291.2	1,075.0	1,092.2	1,118.6
인도	180.0	170.0	173.0	185.0	211.0	207.0	202.4	216.5	708.0	836.9	891.9
(4) 건설사업부	181.5	257.5	258.5	288.3	211.3	255.5	265.0	295.2	985.8	1,027.0	1,050.2
영업이익	99.0	112.4	124.8	144.0	109.4	125.4	145.3	145.1	480.2	525.2	571.7
택배사업부	49.3	61.6	55.7	79.5	53.5	61.7	70.4	81.5	246.1	267.1	298.8
CL사업부	35.0	37.6	44.2	27.5	41.3	42.6	46.5	33.2	144.3	163.6	178.6
글로벌사업부	14.0	15.7	15.4	32.3	11.6	18.5	18.6	24.1	77.4	72.8	74.1
건설사업부	0.7	-2.5	9.5	4.7	3.0	2.6	9.8	6.3	12.4	21.8	20.2
연결 영업이익률 (%)	3.5	3.8	4.2	4.7	3.7	4.1	4.7	4.5	4.1	4.3	4.5
택배사업부 (%)	5.4	6.7	6.2	8.0	5.7	6.5	7.0	7.4	6.6	6.7	6.7
CL사업부 (%)	5.2	5.3	6.1	3.7	5.9	5.8	6.2	4.4	5.1	5.6	5.8
글로벌사업부(%)	1.4	1.5	1.5	3.1	1.1	1.6	1.8	2.3	1.8	1.7	1.8
건설사업부 (%)	0.4	-1.0	3.7	1.6	1.4	1.0	3.7	2.1	1.3	2.1	1.9
영업외손익(금융손익)	-25.9	-34.8	-36.1	-39.9	-33.6	40.5	-21.8	-19.9	-136.7	-34.9	-65.9
세전이익	65.9	77.2	82.3	99.6	75.3	84.9	120.6	122.5	325.0	403.2	468.5
당기순이익	48.4	60.1	57.7	76.6	55.4	61.3	90.1	91.5	242.9	298.3	350.0
지배주주순이익	44.6	53.9	52.1	74.2	49.3	52.4	82.8	88.5	224.8	272.9	320.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

Valuation – 투자의견 Buy, 목표주가 131,000원

CJ대한통운을 투자의견 'Buy', 목표주가 131,000원으로 제시한다. 2025E BPS 173,704원, Target PBR 0.8배를 적용했다. 낮은 배당성향을 고려해 20% 할인한 멀티플이다. 목표주가는 신세계 물량이 전체 인식되는 2025년을 기준으로 계산했다. 물류창고 등 유형자산이 많은 특성상 PBR 밸류에이션을 활용했다.

1) 물류 아웃소싱 수요 확대, 2) 해외직구 시장 성장, 3) 수익성 개선 여력에 주목

- 1) 물류 아웃소싱 트렌드
- 2) 해외직구 시장 성장
- 3) 수익성 개선 여력

국내 1등 물류파트너인데 과도한 저평가 구간에 있다. 알리 재계약 및 안전 문제가 불거지며 주가는 2024년 2월 피크대비 38% 가량 하락했다. 그러나 회사 펀더멘털에 변화는 없다. 알리 재계약에 성공했고, 물량은 늘어나고 있다. 유통 경쟁 심화는 물류 아웃소싱 수요 확대에 긍정적 영향을 미칠 수 있다.

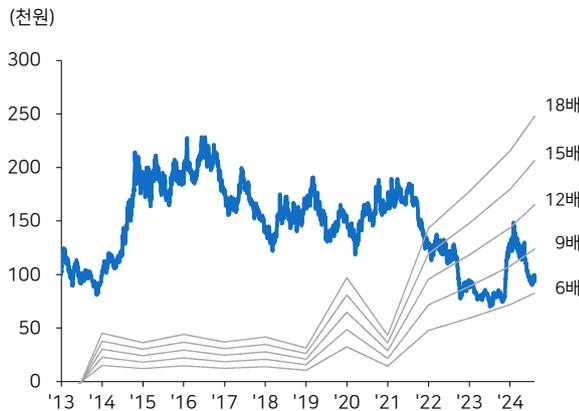
동사의 높은 배송퀄리티도 여전하다. 해외직구뿐만 아니라 풀필먼트 시장 내 주도권을 선점했다. 신세계 그룹과 MOU를 맺어 G마켓 물량을 확보했고, 2025년부터 SSG닷컴 물량도 수행한다. 기술 투자로 전사업부 수익성 개선도 진행 중이다.

표44 CJ대한통운의 Implied PBR Valuation

	2021	2022	2023	2024E	2025E
COE(%)	3.2	3.6	7.4	8.5	8.9
RiskFree	1.4	1.4	3.6	4.2	4.2
Risk Premium	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
Beta	0.4	0.4	0.8	0.8	0.9
ROE(%)	3.9	1.6	6.3	7.5	8.4
BPS(원)	146,331	156,296	157,979	160,491	173,704
(ROE-g)/(COE-g)	1.2	0.4	0.8	0.9	0.9
Fair Value(원)	177,114	68,459	132,952	142,300	164,155
Target PBR				0.9	0.8
적정주가(원)				142,000	131,000
Upside(%)				41.6	30.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림109 12개월 선행 PER Band



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림110 12개월 선행 PBR Band



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

기업 개요

택배사업부(매출 비중 31.6%):
택배 비중 93.2%, 이커머스 6.8%

CJ대한통운은 국내외 퍼스트마일부터 라스트마일 물류를 수행하며 4개 사업부문을 영위한다. 2023년 기준 사업 비중은 택배 31.6%, CL 24.2%, 글로벌 35.7%, 건설 8.4%이다. 택배사업은 다시 택배, 이커머스로 나뉜다. 택배는 최종소비자에게 배송하는 LMD(Last Mile Delivery)를 의미한다. 이커머스는 풀필먼트와 신 LMD(새벽배송, 당일배송, 일요일배송 등)를 담당한다. 이커머스 비중은 택배 매출의 6.8%이지만 성장세가 가파르다(2023년 매출액 +22.9%).

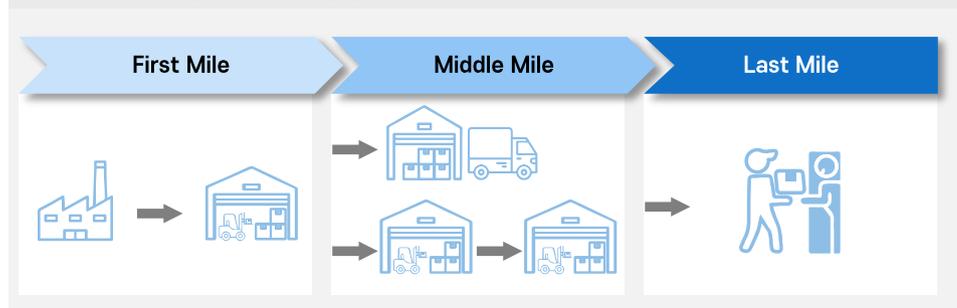
CL사업부(24.2%):
P&D 56.9%, W&D 43.1%

CL(Contract Logistics, 계약물류)은 3PL(3자 물류)를 수행한다. 3PL은 B2B사업으로 고객사에 하역, 보관, 입출고 및 재고 관리, 배송 등 전반적인 물류서비스를 제공한다. CL은 P&D(Port&Delivery), W&D(Warehouse&Distribution)로 나뉜다. P&D는 항만에서 철강·완성차·석탄 등을, W&D는 소비재 상품의 상품 보관·재고 관리·내륙 운송 등을 담당한다.

글로벌사업부(35.7%):
미국 25.6%, 인도 16.8%

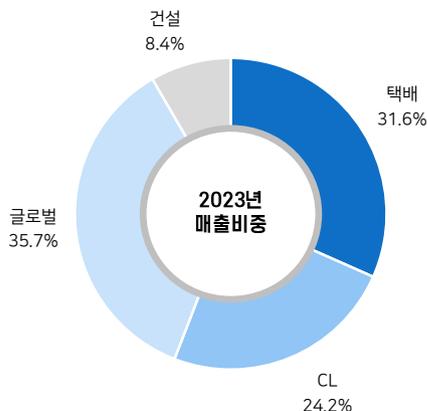
글로벌 부문은 해외 CL과 포워딩으로 이루어진다. 해외 CL의 주요 전략 국가는 미국, 인도, 베트남이다. 미국과 인도를 중심으로 성장하고 있다. 포워딩은 항공/해상 포워딩, Cross Border 이커머스를 의미한다. 방산·2차전지 공장 자재 및 설비 등을 해외로 운송하는 프로젝트 물류도 진행한다.

그림111 퍼스트마일과 라스트마일 물류



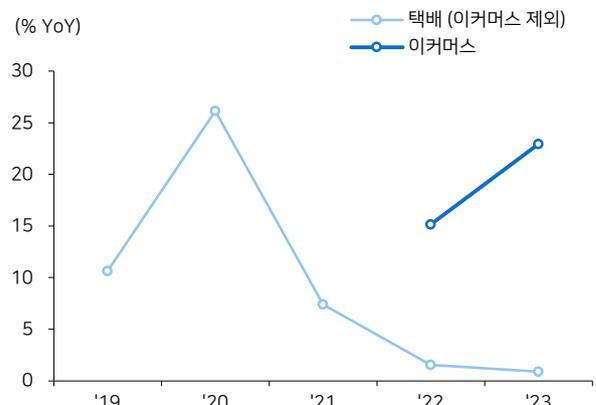
자료: Interlake Mecalux

그림112 사업부문별 매출 비중



자료: CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터

그림113 2023년 이커머스 부문 매출액 +22.9% YoY



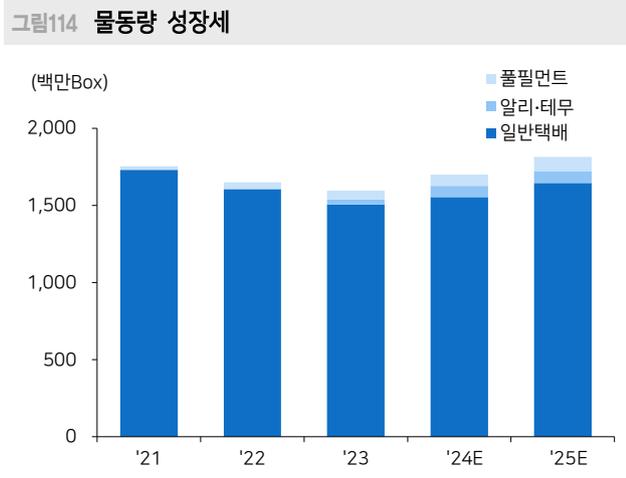
자료: CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터

투자포인트 1. 물류 아웃소싱 전문가

물류 난이도 및 비용부담, 자동화에 대한 니즈가 늘어나며 동사의 경쟁력은 부각되고 있다. 2분기 물동량 성장률은 시장을 1.4%p 상회했다. 물류 아웃소싱을 통해 화주들은 비용 효율화와 서비스 차별화를 누릴 수 있다. 그 예시로 CJ대한통운-신세계 동맹이 있다. 물류경쟁력은 이커머스 사업의 경쟁력과 직결된다.

CJ대한통운은 7월 1일부로 G마켓의 '스마일배송'의 라스트마일 배송을 수행하는데, 동탄 메가센터의 약 월 250만Box를 전담한다. 2025년부터는 SSG닷컴 물량 월 200만Box도 더해진다. 2023년 동사가 수행한 물동량 기준 스마일배송의 비중은 1.5%이고, 신세계 물량도 합산하면 3.4%에 해당한다.

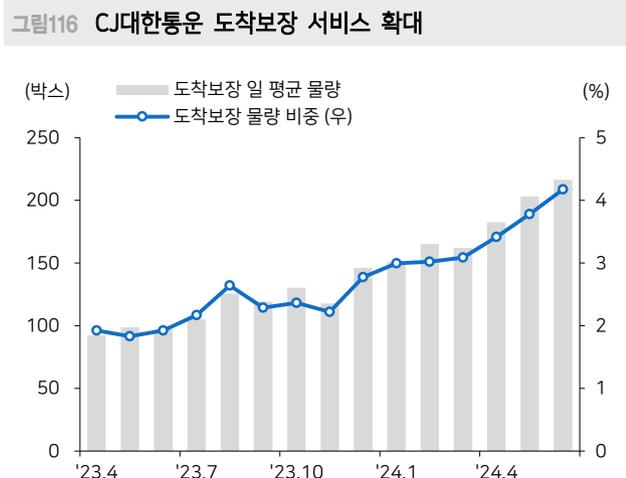
소비주기가 단축되며 도착보장 서비스에 대한 수요 증가가 물류난이도 상승을 야기했다. 빠른 배송 서비스는 단가도 비싸다. 네이버 고객 기준 도착보장 서비스는 약 150원, 그 외 고객은 170원 수준에 판매한다. 일요배송은 500~1,000원 가량으로 알려졌다. 물류 난이도의 상승은 동사 경쟁력 강화에 기여한다.



자료: CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터

그림115 G마켓의 풀필먼트 솔루션 '스마일배송'

자료: G마켓



자료: CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터

표45 SSG과 CJ대한통운의 시너지 (계획 포함)

구분	내용
익일배송	<ul style="list-style-type: none"> CJ대한통운은 익일배송을 보장. 주문 시간이 밤 12시까지로 4시간 연장
물류센터 운영	<ul style="list-style-type: none"> 김포NEO센터 2곳과 오포 물류센터 CJ대한통운로 단계적 이관 계획
멤버십·상품 협업	<ul style="list-style-type: none"> 신세계포인트와 CJ-ONE 포인트 통합 CJ제일제당과 이마트 단독 판매 상품 기획 등"

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

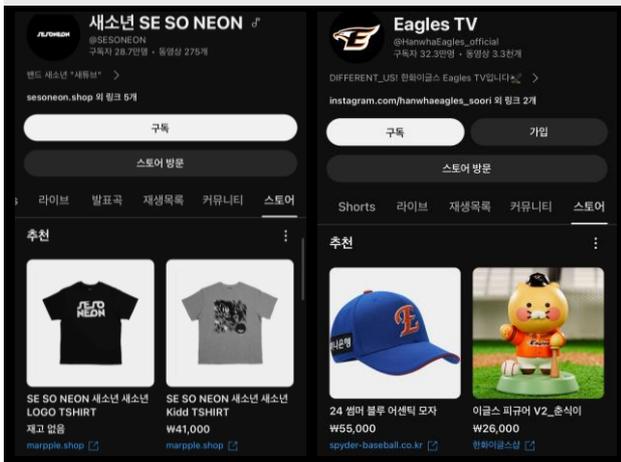
유튜브스토어 셀러 영업 채널 확보

지난 6월 유튜브 쇼핑 전용 스토어가 정식 오픈했는데, 유튜브스토어 성장 속 동사의 수혜도 기대된다. 유튜브는 커머스솔루션을 제공하는 카페24·마플코퍼레이션와 제휴를 통해 구매편리성을 확대했다. 트래픽이 확보된 플랫폼에 라이브커머스 기능이 합쳐지는 필승 공식에 시장의 관심이 쏠렸다.

유튜브스토어 커머스솔루션에 있어서 카페24가 독과점하는 형태인데, 동사는 2022년 12월 카페24와 풀필먼트 MOU를 체결한 바 있다. 카페24 창업센터에 입주한 셀러에 대한 영업을 가능하다.

마플코퍼레이션은 동사 물류센터를 이용하고 있다. 현재 7만개 이상의 마플샵에서 140만개 이상의 상품을 판매 중이다. 크리에이터가 직접 디자인한 굿즈는 물론, 일반 쇼핑물 상품들도 있다. 2015년 설립되었는데, 2023년 거래건수는 전년대비 187.5% 성장한 92만건을 기록했다.

그림117 유튜브스토어 예시



자료: 유튜브

그림118 카페24 12개월 선형 PER 밴드



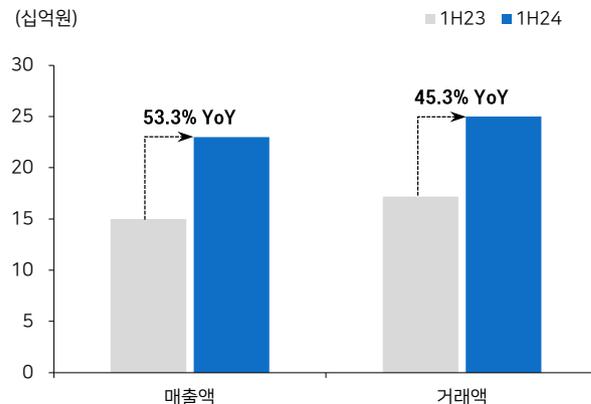
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림119 마플샵 배송은 CJ대한통운 담당

MarpplShop	
Creator	Pop-up Store Shop
고객 FAQ	
자주하는 질문	배송은 언제 되나요?
주문/결제	출고 완료 문자를 받았는데 조치가 안됩니다.
배송	<마플샵 배송 상품> 상품 발송 치러가 되면 운송장 번호를 문자(알림톡)으로 보내드립니다. 대부분의 경우 익일부터 배송주기가 가능하며 상품 출고 후 영업일 기준 2~3일내 도착합니다. 배송중 상태기 3 영업일(주말/공휴일 제외) 동안 지속되는 경우 택배사 고객센터로 연락하여 상품 있습니다. 마플샵 상품은 CJ 대한통운을 통해 발송됩니다. [CJ 택배 운송장조회] 대표번호 : 1588-1255
취소/환불	<크리에이터 배송 상품> 크리에이터 배송 상품은 구매내역 상세페이지에 입력된 택배사와 운송장번호에 맞춰 조회 부탁드립니다
반품/교환	
디지털 굿즈 구매 가이드	
기타	

자료: 마플코퍼레이션

그림120 마플샵 성장추이



자료: 마플코퍼레이션, 메리츠증권 리서치센터

투자포인트 2. 해외직구 시장의 성장

빠른 해외배송에는 통관장이 필수

해외직구 물류에서 최대 규모의 '국내 수입 통관 → 라스트마일' 통합 서비스를 제공한다. CJ대한통운은 인천공항 국제특송장(ICC)에서 월 최대 220만박스의 통관과 라스트마일을 처리하고 있다. 통관과 라스트마일 업무가 서로 다른 곳에서 진행될 경우 별도 비용이 발생하거나 배송기간이 늘어나는 등 효율성이 떨어진다.

국내 경쟁력 확보를 위해 더 까다로운 외국 화주

지난 3월 알리의 물류입찰은 까다로운 서비스 품질 기준으로 주목 받았다. 입찰 조건에서 서비스 유형을 구분하고, 충족 기준과 패널티 조항, 보상 방법까지 자세히 명시했다. 국내 물류입찰은 통상 단가 위주로 이루어진다. 서비스 품질 충족 여부 데이터도 요구했는데, 서비스 품질에 대한 기대가 커짐을 의미한다. 해당 입찰에서 동사는 물량 비중 80% 이상의 재계약에 성공했다.

통관장과 빠른 배송경쟁력을 보유해 쉬인 수주 개연성

세계 최대 패션플랫폼 쉬인이 4월 한국에 진출하며 C커머스 특수를 다시 기대한다. 쉬인의 물류파트너 선정에 있어 동사의 레퍼런스 및 설비가 부각될 전망이다. 현재 테스트물량을 진행하며 계약을 논의 중이다.

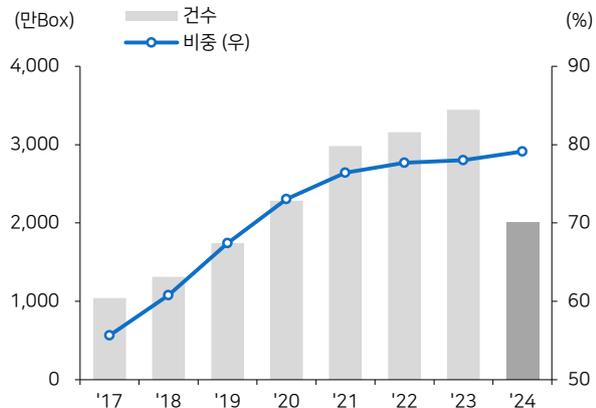
쉬인은 AI 기반으로 트렌드를 파악해 3일만에 초도물량을 생산한 후, 반응에 따라 추가 생산을 결정한다. 전 제품을 24시간 내에 출고, 5~8일 내 도착을 보장한다. 한국 주요 패션 플랫폼들이 무료배송은 기본, 빠른 배송 서비스를 제공하며 쉬인도 대적할만한 배송 퀄리티를 필요로 할 전망이다.

표46 주요 쇼핑 플랫폼 물류 파트너

쇼핑몰	물류업체	배송 서비스
지그재그	CJ대한통운	▪ 익일배송 '직진배송'
무신사	CJ대한통운	▪ 편집집 무신사 부티크 새벽배송
브랜디	팀프레시	▪ 저녁도착, 새벽배송, 하루배송
에이블리	CJ대한통운	▪ 당일배송 '삭출발'

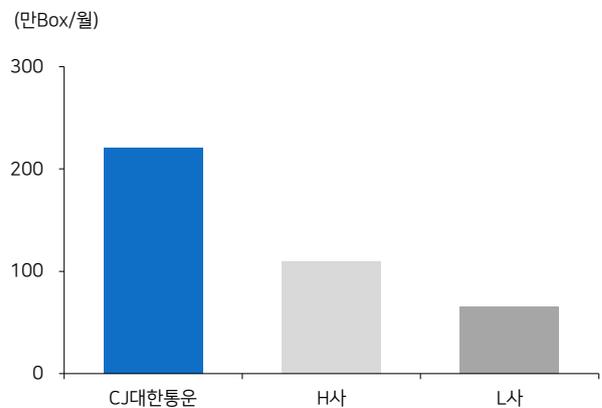
자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

그림121 전자상거래 수출입 물량 추이



자료: 국가물류통합정보센터, 메리츠증권 리서치센터

그림122 민간 통관시설 Capa



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

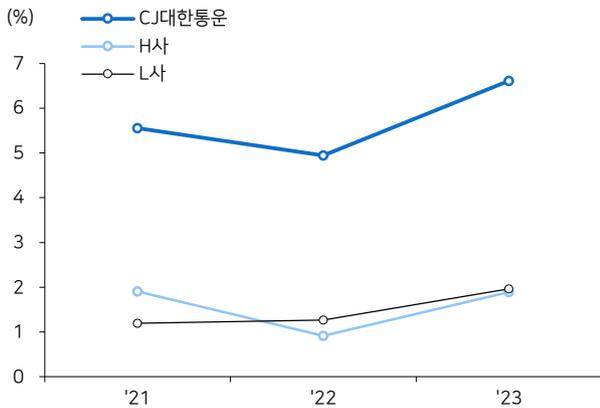
투자포인트 3. 수익성이 개선된다

물류 자동화 기술이 차별화된 서비스를 제공하고 수익성 향상에 기여할 전망이다. 택배사업부 영업이익률은 2023년 6.6%까지 개선되었다. 경쟁사의 택배사업부 영업이익률은 평균 1.9% 수준이다.

CJ대한통운은 2016년 곤지암 메가허브터미널을 착공하는 등 선제적인 준비를 시작했다. 로봇, 자동화 기술 적용 과정에서 고정비를 절감해 구조적인 수익성 향상이 가능하다. 동사는 2021년부터 선제적으로 자동화 로봇 도입을 시작했다. 업계 최대 휠소터 도입으로 전체 물량의 95% 이상이 자동화되었다.

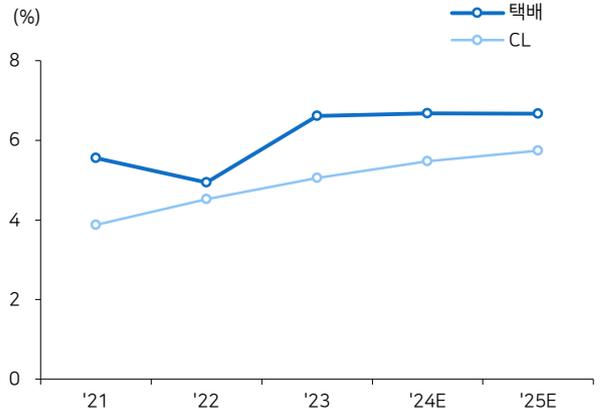
CL부문은 2021년 영업이익률 3.9%에서 2023년 5.1%까지 개선됐다. 2023년부터 생산성 혁신 프로젝트가 실행되고 있는데, 2023년 실적에 미친 영향은 30~40% 수준이었다. 2024~25년을 거쳐 마진은 계속 개선될 예정이다.

그림123 택배부문 영업이익률 비교



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

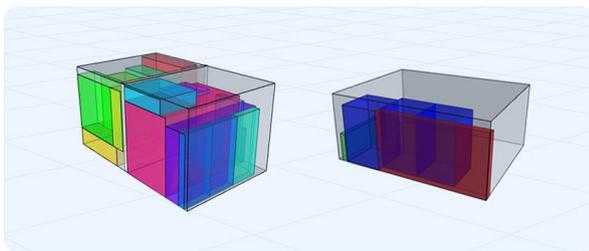
그림124 CL부문 영업이익률 개선 추이



자료: CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터

그림125 로이스 오팍(LoS O'Pack) - 0.04초만에 박스 추천

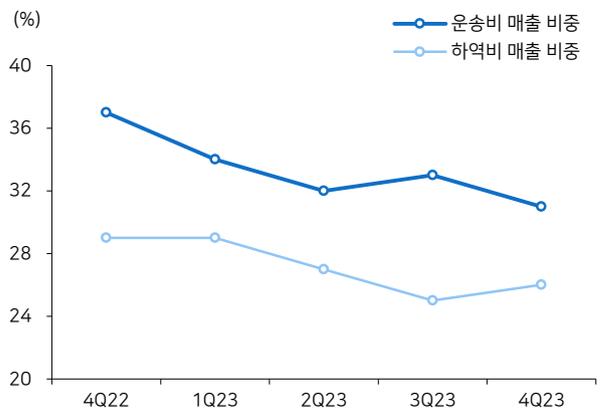
3D 시뮬레이션 기반 적재 알고리즘으로 정확도 UP



로이스 오팍은 3D 시뮬레이션 기술로 구현되는 알고리즘 시스템으로 운영됩니다. 사전에 등록된 각 상품의 체적 정보에 따라 박스 크기와 적재 방향을 고려해 박스를 자동으로 추천해 주는 방식입니다. 일련의 시뮬레이션 과정을 반복적으로 거침으로써, 해당 상품에 딱 맞는 최적의 결과를 도출합니다.

자료: CJ대한통운

그림126 CL 생산성 혁신 프로젝트 결과 지표



자료: CJ대한통운, 메리츠증권 리서치센터

CJ 대한통운 (000120)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	12,130.7	11,767.9	12,261.2	12,746.9	13,125.5
매출액증가율(%)	6.9	-3.0	4.2	4.0	3.0
매출원가	10,944.7	10,468.8	10,747.3	10,919.8	11,116.0
매출총이익	1,186.0	1,299.1	1,513.9	1,827.1	2,009.6
판매관리비	774.2	818.9	988.7	1,255.4	1,410.3
영업이익	411.8	480.2	525.2	571.7	599.2
영업이익률(%)	3.4	4.1	4.3	4.5	4.6
금융손익	-100.5	-136.7	-34.9	-65.9	-51.5
중속/관계기업손익	15.7	8.7	3.7	4.4	4.3
기타영업외손익	-41.7	-27.3	-9.9	-41.7	-41.7
세전계속사업이익	285.3	325.0	484.2	468.5	510.4
법인세비용	88.5	82.1	104.9	118.5	129.1
당기순이익	196.8	242.9	298.3	350.0	381.3
지배주주지분 순이익	181.6	224.8	272.9	320.6	348.0

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,956.5	2,488.3	3,087.5	3,642.6	4,227.8
현금및현금성자산	582.9	290.1	708.6	1,078.5	1,465.6
매출채권	1,422.7	1,433.2	1,576.5	1,734.1	1,907.5
재고자산	34.3	29.8	31.3	32.4	33.3
비유동자산	6,736.8	6,869.3	6,653.8	6,370.0	6,087.1
유형자산	3,364.2	3,327.9	3,193.1	2,964.7	2,734.6
무형자산	1,197.5	1,185.0	1,162.0	1,097.9	1,037.3
투자자산	494.2	537.4	512.1	520.8	528.6
자산총계	9,693.3	9,357.6	9,741.3	10,012.6	10,314.9
유동부채	3,108.8	2,622.3	2,925.2	2,868.2	2,809.2
매입채무	831.5	864.0	906.7	951.3	997.9
단기차입금	789.6	366.0	695.9	615.9	535.9
유동성장기부채	526.5	326.0	204.2	144.2	84.2
비유동부채	2,550.2	2,692.2	2,675.0	2,672.5	2,668.3
사채	654.7	938.4	908.7	908.7	908.7
장기차입금	367.1	218.2	218.4	198.4	178.4
부채총계	5,659.0	5,314.5	5,600.2	5,540.7	5,477.5
자본금	114.1	114.1	114.1	114.1	114.1
자본잉여금	2,324.8	2,326.8	2,326.8	2,326.8	2,326.8
기타포괄이익누계액	-56.9	-13.4	-12.7	-12.7	-12.7
이익잉여금	924.8	1,112.4	1,369.4	1,670.8	2,003.1
비지배주주지분	463.6	439.2	479.9	509.3	542.6
자본총계	4,034.3	4,043.1	4,141.1	4,471.9	4,837.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	622.9	836.6	993.4	1,128.6	1,143.2
당기순이익(손실)	196.8	242.9	298.3	350.0	381.3
유형자산상각비	458.5	522.8	511.1	743.4	760.6
무형자산상각비	53.6	56.4	46.2	64.1	60.6
운전자본의 증감	-152.9	-52.4	-72.1	-90.4	-106.5
투자활동 현금흐름	-566.9	-80.1	-426.0	-500.7	-504.3
유형자산의증가(CAPEX)	-254.9	-257.1	-410.0	-515.0	-530.5
투자자산의감소(증가)	227.0	-34.6	29.1	-4.3	-3.6
재무활동 현금흐름	290.4	-1,055.7	-154.1	-258.0	-251.8
차입금의 증감	779.0	-382.9	185.0	-146.8	-148.1
자본의 증가	-8.0	2.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	353.4	-292.8	418.5	369.9	387.1
기초현금	229.5	582.9	290.1	708.6	1,078.5
기말현금	582.9	290.1	708.6	1,078.5	1,465.6

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	531,761	515,856	537,481	558,770	575,369
EPS(지배주주)	7,959	9,854	11,964	14,055	15,253
CFPS	41,233	46,880	52,412	58,630	60,439
EBITDAPS	40,499	46,441	47,453	60,456	62,266
BPS	156,527	157,980	160,491	173,704	188,269
DPS	500	500	700	700	700
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	11.8	12.9	8.4	7.1	6.6
PCR	2.3	2.7	1.9	1.7	1.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.6	0.8	0.6	0.6	0.5
EBITDA(십억원)	923.9	1,059.4	1,082.5	1,379.2	1,420.4
EV/EBITDA	5.7	5.8	4.9	3.5	3.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.1	6.3	7.5	8.4	8.4
EBITDA 이익률	7.6	9.0	8.8	10.8	10.8
부채비율	140.3	131.4	135.2	123.9	113.2
금융비용부담률	1.0	1.3	0.4	0.7	0.7
이자보상배율(x)	3.5	3.1	10.2	6.2	6.8
매출채권회전율(x)	8.7	8.2	8.1	7.7	7.2
재고자산회전율(x)	408.2	367.0	401.1	400.4	399.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

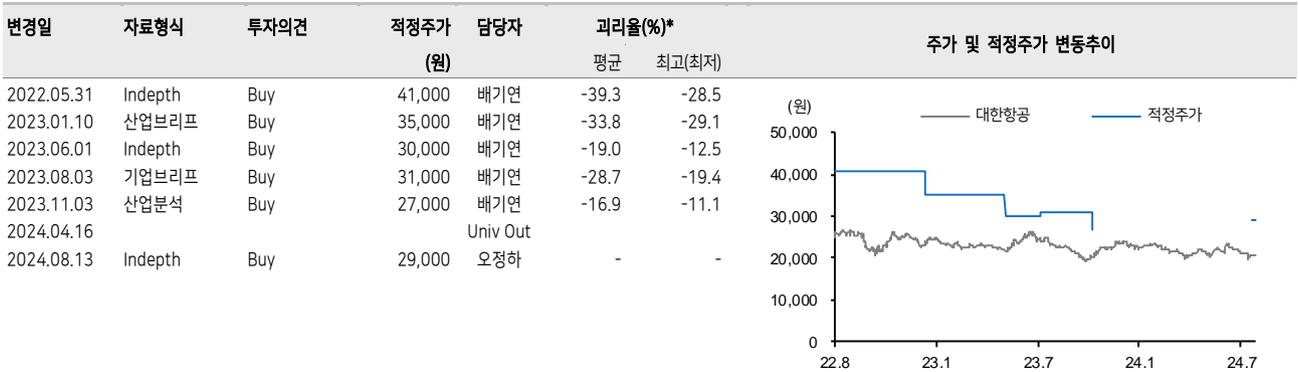
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

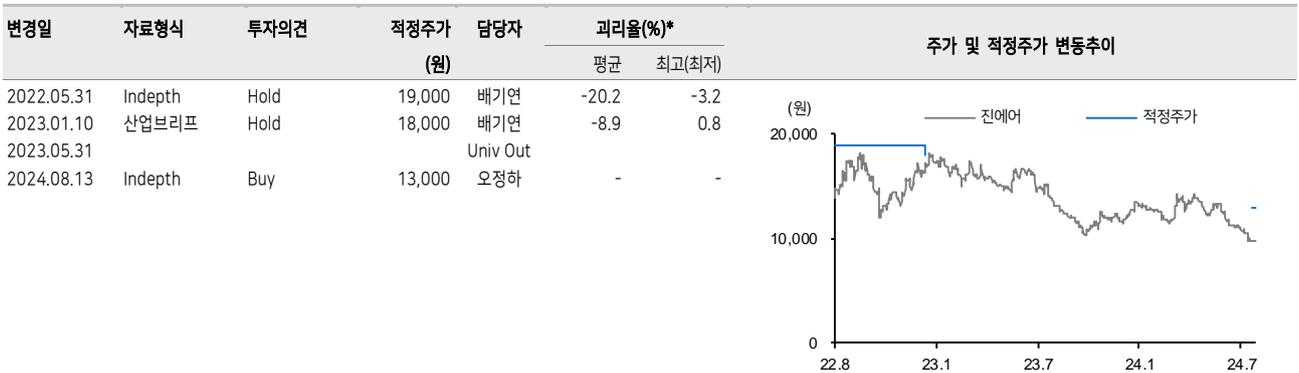
대한항공 (003490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



진에어 (272450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



CJ 대한통운 (000120) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.08.09	기업브리프	Buy	170,000	배기연	-39.2	-24.7	
2022.11.02	Indepth	Buy	135,000	배기연	-39.1	-29.8	
2023.11.02		1년 경과			-12.0	10.0	
2024.04.16				Univ Out			
2024.08.13	Indepth	Buy	131,000	오정하	-	-	