



2020. 03. 30

[운송/유통]

운송업종 1Q20 Preview

Overweight (Maintain)

커버리지종목		
종목명	투자 의견	목표주가
현대글로벌비스(086280)	Buy	160,000(하향)
CJ대한통운(000120)	Buy	180,000(하향)
대한항공(003490)	Buy	26,000(하향)
제주항공(089590)	Buy	23,000(하향)
진에어(272450)	Buy	13,000(하향)
티웨이항공(091810)	Buy	4,200(하향)
팬오션(028670)	Buy	5,000(유지)

[운송/유통]

하준영(2122-9192) jyha@hi-ib.com

김관효(2122-9194)kkh0468@hi-ib.com

하이투자증권 

[편집상 공백입니다]

CONTENTS

코로나 19 영향이 가득한 1Q20 실적

[산업분석]	Summary	4
	I. 육상운송	6
	코로나 19로 인한 택배 물동량 증가 예상	
	신세계의 로젠택배 인수전 참여	
	우정사업본부의 우체국 축소는 민간 택배업체에 기회	
	II. 항공운송	9
	여객수 급감으로 고전 중	
	상위 업체 위주로 선별적 접근 필요	
	LCC: 쌓아놓은 현금이 많아도 안전할 수 없다	
	정부 정책을 기대해 보지만 중요한건 기초 체력	
	코로나 19 종식되면 보복소비에 저유가 수혜도 받을 전망	
	III. 해상운송	18
	코로나 19로 물동량 감소 여파 지속	
	벌크선 운임은 상저하고 흐름 예상	
[기업분석]	현대글로비스(086280)_ 2Q20 바닥으로 영업이익 YoY 개선 예상	22
	CJ 대한통운(000120)_ 언택트소비 증가 수혜 예상	28
	대한항공(003490)_ 코로나 19로 길어진 보릿고개	36
	제주항공(089590)_코로나 19 사태 이후를 보자	44
	진에어(272450)_ 두 가지 희망: 코로나 19사태 안정과 국토부 제재 해제	52
	티웨이항공(091810)_피해갈 수 없는 코로나 19 여파	60
	팬오션(028670)_ 1Q20을 바닥으로 영업이익 증가 예상	66

Summary

코로나 19 영향이 가득한 1Q20 실적

육상운송

육상운송 업체들은 코로나 19의 수혜를 볼 것으로 예상한다. 코로나 19로 소비자들이 외출을 꺼리면서 온라인쇼핑으로 생필품을 구매했기 때문이다. 이에 따라 택배 물동량은 2월과 3월에 전년동기대비 약 30%정도씩 성장했을 것으로 추정한다. 또한, 폭 넓은 세대가 온라인 쇼핑의 편리함을 경험하면서 온라인쇼핑 고성장 기조는 이어질 것으로 예상한다.

신세계의 SSG 닷컴이 로젠택배 인수전에 참여한다고 언론에 보도되었는데 SSG 닷컴이 로젠택배 인수에 성공한다고 하더라도 경쟁 택배사의 실적에 미치는 영향은 미미하다는 판단이다. 대형 유통 업체들의 경우 배송 안정성을 높이기 위해 택배물량을 여러 업체로 분산하기 때문이다.

우정사업본부가 경영합리화의 일환으로 2023년까지 전국의 동네 우체국 1,352곳 중 약 절반인 677곳을 줄일 계획이다. 우체국이 지점을 줄일 경우 민간 택배 업체로 물량이 이동하면서 민간택배 업체가 수혜를 입을 것으로 예상한다.

항공운송

항공운송 업체들의 1Q20 실적은 부진할 것으로 예상한다. 코로나 19로 항공여객수요가 급감했기 때문이다. 3월초까지는 한국이, 3월 중순부터는 유럽과 미국 등 전 세계적으로 코로나 19가 확산되면서 항공여객수요 회복은 빨라야 5월 이후에나 가능할 것으로 예상된다. 이에 따라 일부 항공운송업체들은 유동성 리스크에 직면할 것으로 판단한다.

항공운송산업에 대해 상위 업체 위주로 선별적 접근이 필요하다는 판단이다. 항공운송산업은 자본 투입이 큰 산업으로 고정비 부담이 크기 때문에 매출이 감소하면 회사의 현금이 급속도로 소진되기 때문이다.

항공운송업체의 고정비에는 항공기 및 기타임차료, 인건비, 주재료(비행기 주차료), 보험료 등이 있는데 이 중 비용파악이 가능한 부분은 감가상각비 및 임차료와 인건비이다. 이렇게 추정해 볼 때 항공사별 월 최소 고정비는 대한항공 3,803억원, 제주항공 375억원, 진에어 220억원, 티웨이항공 251억원이다.

LCC들의 경우 쌓아 놓은 현금이 많아도 안전할 수 없다는 판단이다. 1)고정비가 크고, 2)코로나 19 사태로 항공권 환불이 많았을 것으로 추정하기 때문이다. 당사가 커버하는 LCC 3사의 2019년 말 기준 현금성 자산은 각각 제주항공 2,242억원, 진에어 2,971억원, 티웨이항공 1,847억원이다. 또한 선수금은 각각 제주항공 1,853억원, 진에어 918억원, 티웨이항공 1,046억원이다. 코로나 19 사태로 대부분의 항공권이 취소 됐다고 가정하면 LCC들이 보유한 현금의 상당부분이 항공권 환불금으로 소진되었을 것이다.

항공운송업체들은 코로나 19가 종식되면 보복소비에 저유가 수혜까지 받을 것으로 예상된다. 지난해 7월 일본 불매운동부터 시작된 항공여객수요 위축은 2020년 1월부터 살아날 조짐이 보였으나 코로나 19가 급격히 확산되면서 다시 위축되었다. 따라서 글로벌로 확산된 코로나 19 사태가 상반기 중 마무리 된다면 그 동안 억눌렸던 해외여행 수요가 폭발적으로 증가할 전망이다.

해상운송

금년 초 발생한 코로나 19 사태로 2020년 해상운송 물동량은 당초 예상보다 감소할 것이다. 시장조사기관인 Clarkson에 따르면 코로나 19 사태 이전('20.01)에 예상한 2020년 해상운송 물동량 증가율은 3.0%였으나 코로나 사태 이후('20.03)에는 증가율 예상치가 2.1%로 하락했다.

벌크선 운임은 뚜렷한 상저하고 움직임을 보일 것으로 예상된다. 벌크선 운임의 계절성에 더해 코로나 19 사태로 중국의 제조업이 1Q20을 바닥으로 2Q20부터 개선될 것이기 때문이다. 여기에 코로나 19 사태로 선박의 운항도 원활치 못해 중국 항구의 철광석 재고도 감소한 상황이다. 이에 따라 벌크선 운임은 4월부터 개선될 것으로 예상된다.

표1. 운송업종 커버리지 업체 1Q20 실적 추정

(단위: 십억 원)

업종	종목	1Q20E (하이투자 예상치)		YoY		QoQ		컨센서스		하이투자 예상치와 차이	
		매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
육상운송	CJ대한통운	2,625.2	71.7	7.9%	58.1%	-7.1%	-29.2%	2,560.2	74.5	2.5%	-3.8%
복합운송	현대글로벌비스	4,269.3	186.3	1.1%	0.6%	-11.1%	-18.5%	4,431.5	206.1	-3.7%	-9.6%
항공운송	대한항공	2,559.9	-195.8	-18.4%	적자전환	-15.8%	적자전환	2,610.1	-205.5	-1.9%	-4.7%
	제주항공	226.8	-73.1	-42.3%	적자전환	-26.7%	적자지속	212.0	-65.4	7.0%	11.8%
	진에어	148.6	-63.1	-48.8%	적자전환	-18.4%	적자지속	214.9	-11.2	-30.9%	463.4%
	티웨이항공	137.6	-44.8	-42.9%	적자전환	-25.6%	적자지속	200.6	-18.7	-31.4%	139.6%
해상운송	팬오션	511.9	35.6	-4.3%	-20.8%	-17.3%	-30.4%	520.8	37.6	-1.7%	-5.3%

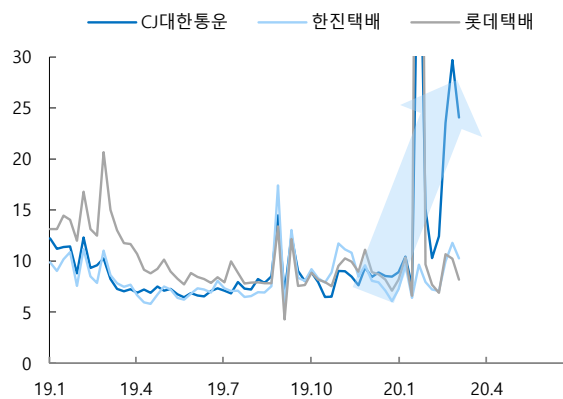
자료: 각 사, 리서치센터

I. 육상운송

코로나 19로 인한 택배 물동량 증가 예상

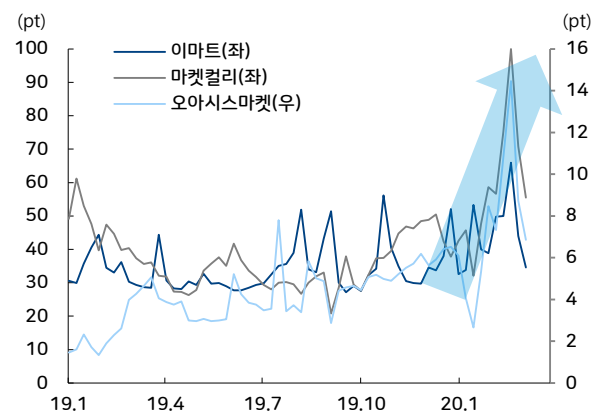
육상운송 업체들은 코로나 19의 수혜를 볼 것으로 예상된다. 코로나 19로 소비자들이 외출을 꺼리면서 온라인쇼핑으로 생필품을 구매했기 때문이다. 이에 따라 택배 물동량은 2월과 3월에 전년동기대비 20~30%씩 증가했을 것으로 추정한다. 네이버 트렌드에 따르면 택배 3사와 식료품 배달업체(이마트,마켓컬리,오아시스마켓)의 검색량은 코로나 19 사태가 발생한 1월말부터 급증했다. 이에 따라 국내 육상운송업체들은 1Q20 택배물동량이 급증하면서 양호한 택배사업부문 실적을 시현할 것으로 예상된다.

그림1. 택배 3사 네이버 검색량 추이



자료: Naver, 리서치센터

그림2. 식료품 배달 업체 네이버 검색량 추이



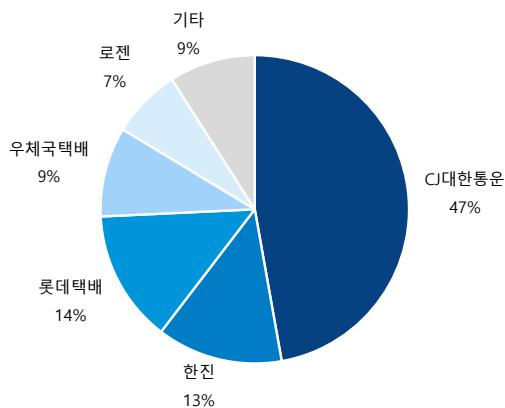
자료: Naver, 리서치센터

신세계의 로젠택배 인수전 참여

신세계의 SSG 닛컴이 로젠택배 인수전에 참여한다고 언론에 보도되었다. 로젠택배는 시장점유율 약 7%로 우체국에 이은 업계 5 위 업체이다. 현재 지분 100%를 베어링 PEA 가 보유하고 있으며 인수 희망가격은 약 4,000 억원이다. SSG 닛컴은 배송경쟁력을 강화할 목적으로 로젠택배 인수를 검토하고 있는 것으로 알려졌다.

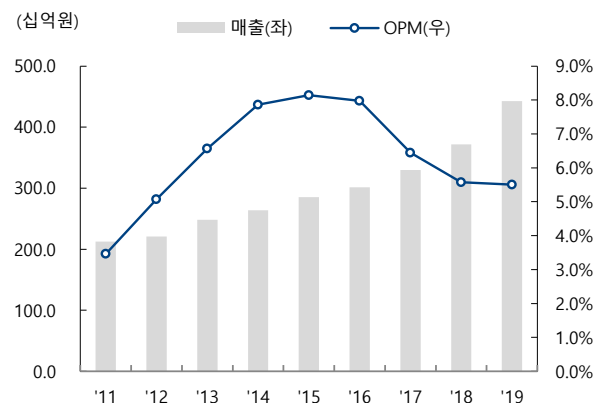
SSG 닛컴이 로젠택배 인수에 성공한다고 하더라도 경쟁 택배사의 실적에 미치는 영향은 미미하다는 판단이다. 대형 유통 업체들의 경우 배송 안정성을 높이기 위해 택배물량을 여러 업체로 분산하기 때문이다. CJ 대한통운의 경우 가장 큰 고객사의 물량도 전체 택배 물량의 2%를 넘지 않는 것으로 알려져 있다.

그림3. 택배시장 점유율



자료: 업계자료, 리서치센터

그림4. 로젠택배 실적추이



자료: 로젠, 리서치센터

표2. 로젠택배 재무현황(2018년 10월 CB 1,096억원 주식 전환)

(단위: 십억원)

	'16	'17	'18	'19
자산	218.3	215.6	200.7	298.4
현금성자산	2.2	25.6	22.8	65.2
부채	173.5	176.9	42.9	124.3
이자발생부채	100.8	110.9	0.0	0.0
자본	44.8	38.7	157.8	174.2
부채비율	387.2%	457.2%	27.2%	71.3%

* 2018년 10월 CB 1,096억원 주식 전환

** 2019년 IFRS16도입에 따라 사용권자산(리스부채) 약 700억원 발생

자료: 로젠, 리서치센터

우정사업본부의 우체국 축소는 민간 택배업체에 기회

우정사업본부의 우체국 축소는 민간택배업체에 기회가 될 것이다. 우정사업본부의 우편사업단은 우편물(서신 등) 감소와 택배시장 경쟁력 저하로 매출은 정체되어있는 반면 인건비성 경비가 증가하며 경영수지가 악화되고 있다. 이에 따라 우체국은 경영합리화에 박차를 가하고 있다.

우정사업본부가 지난 1 월 말 발표한 2020 년 경영합리화 기본계획에 따르면 우정사업본부는 2023 년까지 전국의 동네 우체국 1,352 곳 중 약 절반인 677 곳을 줄일 계획이다. 이번 계획의 일환으로 금년에는 서울 24 국, 경기도/인천 28 국, 부산 29 국 등 전국 171 국을 줄일 예정이다. 우체국은 택배 물동량 기준 4 위(점유율 약 9%) 업체로 우체국이 지점을 줄일 경우 민간 택배 업체로 물량이 이동할 것이다. 이에 따라 민간택배 업체가 수혜를 받을 것으로 예상된다.

그림5. 전국 우체국 현황

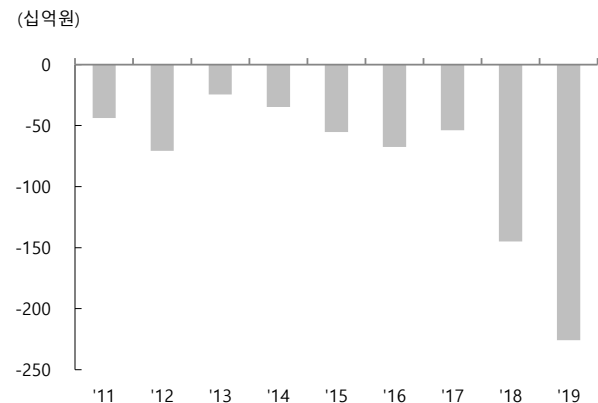
구분	국(지점) 수
4급국	138
5급국	167
6급국	1,511
7급국	20
출장소	104
별정우체국	728
합계	2,668

→ 6급 이하 우체국 중
직영 우체국 대상
감축 예정

* 우편취급국(민간위탁): 771국

자료: 언론 보도, 우정사업본부, 리서치센터

그림6. 우체국 우편사업 경영수지 추이



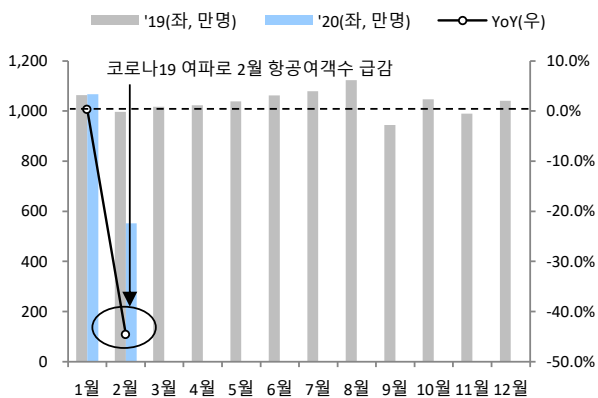
자료: 우정사업본부, 리서치센터

II. 항공운송

여객수 급감으로 고전 중

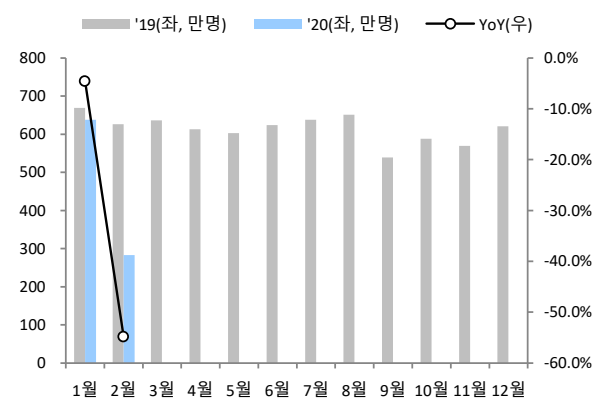
항공운송 업체들의 1Q20 실적은 부진할 것으로 예상된다. 코로나 19로 항공여객수요가 급감했기 때문이다. 1월까지만 해도 전년과 비슷한 수준을 보였던 항공여객수 증가율은 2월부터 급감했다. 2월 항공여객수는 551.6만명으로 YoY 44.6% 급감했다. 장거리 국제선의 경우 YoY 4.3% 감소한 반면 단거리 국제선은 YoY 54.8%나 감소했다. 3월 초까지는 한국이, 3월 중순부터는 유럽과 미국 등 전세계적으로 코로나 19가 확산되면서 항공여객수요 회복은 빨라야 5월 이후에나 가능할 것으로 예상된다. 이에 따라 일부 항공운송업체들은 유동성 리스크에 직면할 것으로 판단한다.

그림7. 전국공항 항공여객수 추이



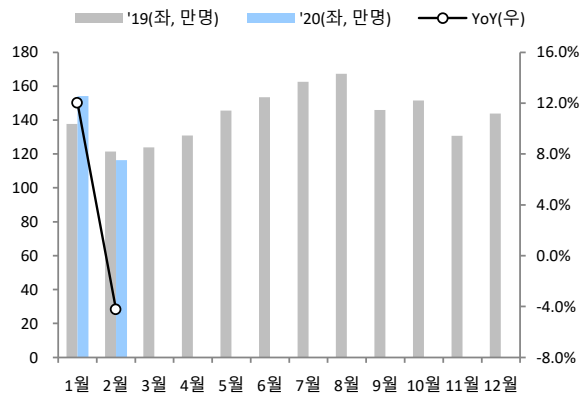
자료: 인천공항, 공항공사, 리서치센터

그림8. 단거리국제선 항공여객수 추이



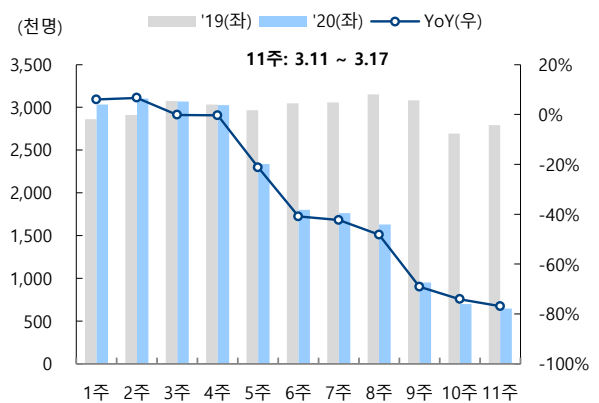
자료: 인천공항, 공항공사, 리서치센터

그림9. 장거리국제선 항공여객수 추이



자료: 인천공항, 공항공사, 리서치센터

그림10. 전국공항 항공여객수 추이(주간)



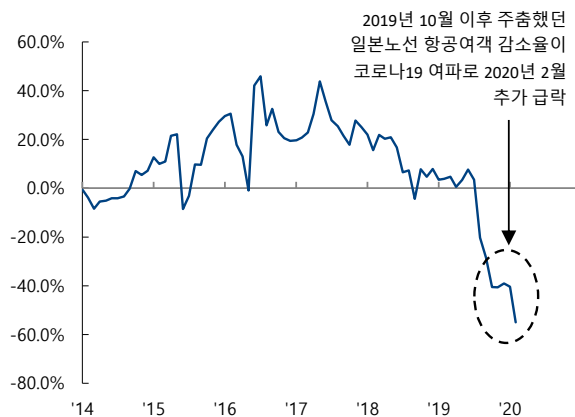
자료: 에어포탈, 리서치센터

그림11. 중국노선 여객수 증가율 추이



자료: 인천공항, 공항공사, 리서치센터

그림12. 일본노선 여객수 증가율 추이



자료: 인천공항, 공항공사, 리서치센터

상위 업체 위주로 선별적 접근 필요

항공운송산업에 대해 상위 업체 위주로 선별적 접근이 필요하다는 판단이다. 항공운송산업은 자본 투입이 큰 산업으로 고정비 부담이 크기 때문에 매출이 감소하면 회사의 현금이 급속도로 소진되기 때문이다.

항공운송업체의 고정비에는 항공기 및 기타임차료, 인건비, 주기로, 보험료 등이 있는데 이 중 비용파악이 가능한 부분은 항공기 및 기타임차료와 인건비이다. 여기에 항공권 취소가 발생하면 항공권을 미리 판매한 선수금이 환불되면서 현금이 유출된다. 이에 따라 항공운송업체들은 비용을 최대한 줄이기 위해 무급휴직을 실시하거나 임금을 삭감하는 등 뼈를 깎는 노력을 하고 있다.

표3. 항공운송업체별 최소 고정비 추정(연간)

(단위: 십억 원)

		제주항공	진에어	티웨이항공
영업비용 (a+b+c)		1,416.9	959.0	831.2
고정비 a	소계	449.9	263.8	301.5
	인건비	256.8	146.9	147.8
	항공기 및 기타임차료(추정)	193.1	116.9	153.7
변동비 및 기타 b	소계	967.0	695.1	529.7
	연료유류비	401.4	276.4	245.8
	정비비	124.4	124.8	-
	공항관련비	249.0	163.6	50.8
	판매수수료	12.9	16.6	-
	기타	179.3	113.7	233.2

자료: 각 사, 리서치센터

표4. 항공운송업체별 최소 고정비 추정(월간)

(단위: 십억 원)

	제주항공	진에어	티웨이항공
월 최소 고정비(추정)	37.5	22.0	25.1

자료: 각 사, 리서치센터

표5. 항공운송업체별 비용 절감 노력

항공사	내용
대한항공	- 2년 이상 객실승무원 대상 3개월 희망 무급휴직(1회 연장, 6개월까지 가능) - 외국인 조종사 1개월 희망 무급휴직 - 희망퇴직
아시아나항공	- 임원 급여 50%, 조직장 30% 임금 삭감 - 전 직원 10일 이상 무급휴직
제주항공	- 임원 급여 30% 이상 반납 - 15일 이상 유급휴직 또는 단축 근무
진에어	- 전 직원 대상 희망 무급휴직(최대 12개월) - 객실 승무원 1개월 단위 유급 순환휴직
에어부산	- 임원 급여 30~50% 반납, 부서장 급여 20% 반납 - 전 직원 60% 유급휴직
이스타항공	- 임직원 2월 급여 40%만 지급, 연말정산환급금 미지급 - 조종사 25% 임금 삭감 - 희망 무급휴직, 근로 시간 단축
티웨이항공	- 주 4일 근무, 희망 무급휴직 시행

자료: 각 사, 리서치센터

표6. 항공운송업체별 순차입금(2019년 말 기준)

	대한항공	제주항공	진에어	티웨이항공
순차입금 ((-)는 순현금)	7,172.9	-156.9	-297.1	-184.7
현금 및 현금성자산	816.3	29.6	62.9	123.1
단기금융자산	719.7	194.6	234.1	61.5
단기차입금	762.9	10.0	0.0	0.0
유동성장기부채	2,985.4	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,832.8	57.3	0.0	0.0
장기부채	3,127.8	0.0	0.0	0.0

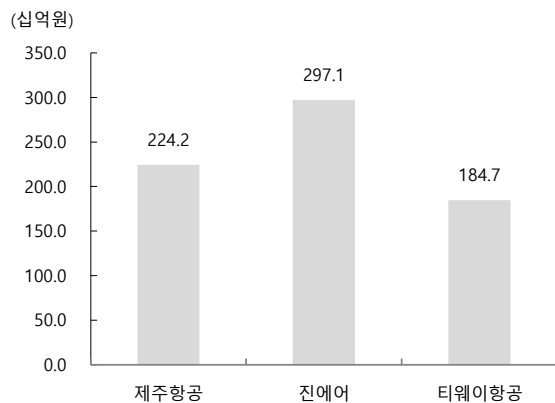
자료: 각 사, 리서치센터

쌓아놓은 현금이 많아도 안전할 수 없다

LCC 들의 경우 쌓아 놓은 현금이 많아도 안전할 수 없다는 판단이다. 1)고정비가 크고, 2)코로나 19 사태로 항공권 환불이 많았을 것으로 추정하기 때문이다. 당사가 커버하는 LCC 3 사의 2019 년 말 기준 현금성 자산은 각각 제주항공 2,242 억원, 진에어 2,971 억원, 티웨이항공 1,847 억원이다. 또한 선수금은 각각 제주항공 1,853 억원, 진에어 918 억원, 티웨이항공 1,046 억원이다. 코로나 19 사태로 대부분의 항공권이 취소 됐다고 가정하면 LCC 들이 보유한 현금의 상당부분이 항공권 환불금으로 소진되었을 것이다.

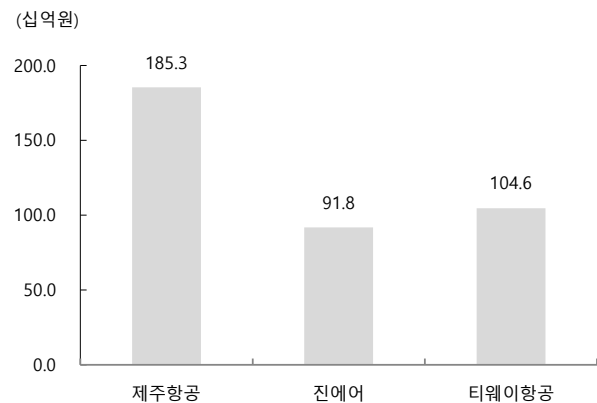
여기에 감가상각비와 임차료, 인건비로만 추정해 볼 때 항공사별 월 최소 고정비는 제주항공 375 억원, 진에어 220 억원, 티웨이항공 251 억원이다. 항공운송업체는 상반기 코로나 19 의 세계적 유행으로 재무적 어려움을 겪고 있으며 따라서 이러한 위기를 버텨낼 수 있는 상위 업체 위주로 보수적 접근이 필요하다는 판단이다.

그림13. LCC 업체별 현금성자산(2019 년 말 기준)



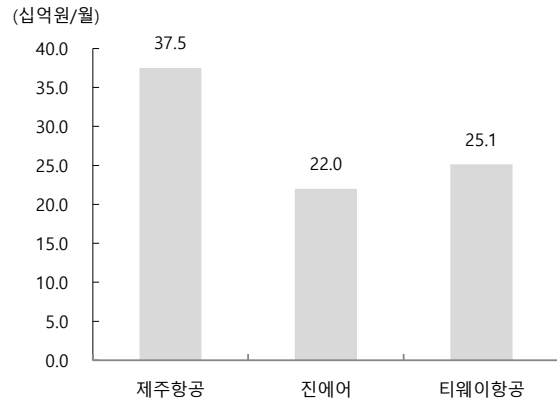
자료: 각 사, 리서치센터

그림14. LCC 3사 선수금(2019 년 말 기준)



자료: 각 사, 리서치센터

그림15. LCC 업체별 월 최소 고정비 추정



자료: 각 사, 리서치센터

그림16. LCC 업체별 차입금 현황 (2019년 말 기준)

(단위: 십억 원)

	제주항공	진에어	티웨이항공
단기차입금	10.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0
장기차입금	57.3	0.0	0.0
사채	0.0	0.0	0.0
합계	67.3	0.0	0.0

자료: 각 사, 리서치센터

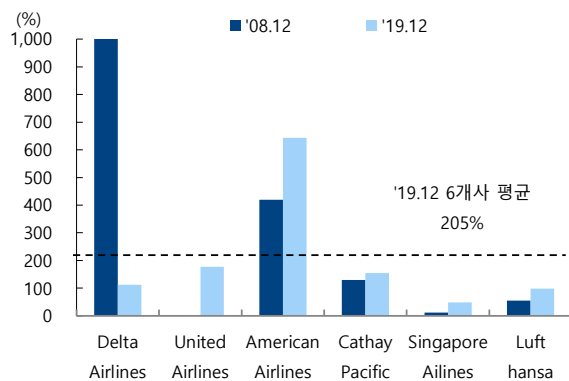
정부 정책을 기대해 보지만 중요한건 기초 체력

코로나 19 로 항공여객 수요가 급감하면서 세계 각국 정부가 위기에 빠진 항공 운송업체를 지원하기 시작했다. 미국 정부는 위기에 빠진 항공산업에 500 억 달러의 지원책을 마련했으며 이와 별개로 40 억 달러의 금융 지원책도 마련했다. 유럽도 마찬가지이다. 독일은 루프트한자등 자국 항공사를 무제한 대출 대상에 포함시키기로 했고 프랑스도 에어프랑스에 무조건적인 지원을 하기로 했다.

우리 정부도 지원에 나섰다. 먼저 LCC 를 대상으로 최대 3 천억원의 유동성을 공급하기로 하고 신청한 3 개 항공사에 대해 400 억원의 유동성을 지원했다. 제주항공에 대해서도 2 천억 한도로 이스타항공 인수대금과 유상증자대금을 지원하기로 했다.

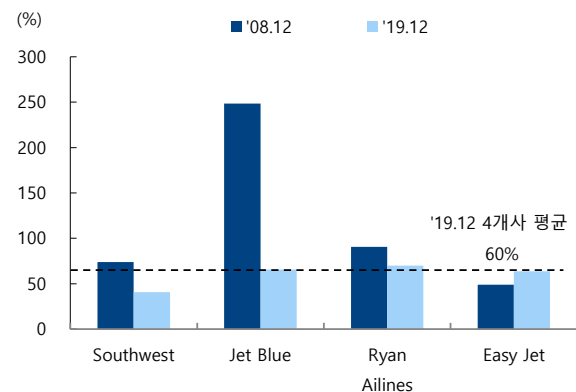
하지만 역사적으로 지금과 같은 위기에선 재무구조가 튼튼한 업체들이 살아남아 도산한 업체의 시장점유율을 가져왔다. 이번 위기에서도 시장은 대형 업체 위주로 재편될 가능성이 높고 이들은 위기 이후 시장 점유율을 높여 이익 레버리지를 극대화 할 것으로 예상된다.

그림17. 글로벌 FSC 부채비율



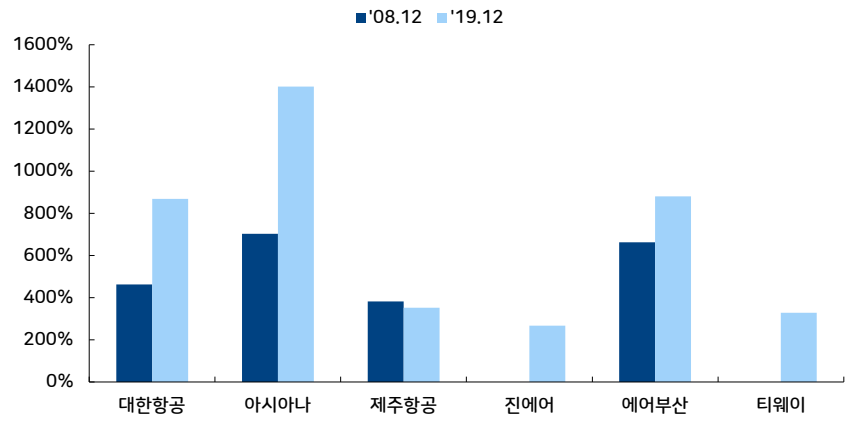
자료: Bloomberg, 리서치센터

그림18. 글로벌 LCC 부채비율



자료: Bloomberg, 리서치센터

그림19. 국내 항공운송업체 부채비율



자료: Quantiwise, 리서치센터

코로나 19 종식되면 보복소비에 저유가 수혜도 받을 전망

항공운송업체들은 코로나 19가 종식되면 보복소비에 저유가 수혜까지 받을 것으로 예상한다. 지난해 7월 일본 불매운동부터 시작된 항공여객수요 위축은 2020년 1월부터 살아날 조짐이 보였으나 코로나 19가 급격히 확산되면서 다시 위축되었다. 따라서 글로벌로 확산된 코로나 19 사태가 상반기 중 안정 된다면 그동안 억눌렸던 해외여행 수요가 폭발적으로 증가할 전망이다.

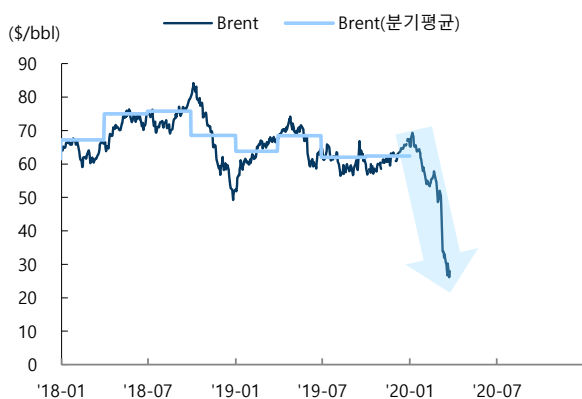
최근의 유가 급락은 항공사들에게 유리하게 작용할 것이다. 당장의 수혜는 어렵지만 코로나 19 사태가 종식된다면 항공여객수요가 급증하면서 항공사들은 저유가 수혜까지 받을 것으로 예상하기 때문이다.

표7. 항공사별 유가 변동에 따른 영업이익 민감도 추정(연간)

구분	대한항공	아시아나항공	제주항공	진에어
연간 유류소모량	3,479만bbl	1,837만bbl	403만bbl	315만bbl
유가 민감도 (\$1/bbl 변동 시)	=3,479만bbl * 1,200/\$ =417억원	=1,837만bbl * 1,200원/\$ =220억원	=403만bbl * 1,200원/\$ =48억원	=315만bbl * 1,200원/\$ =32억원

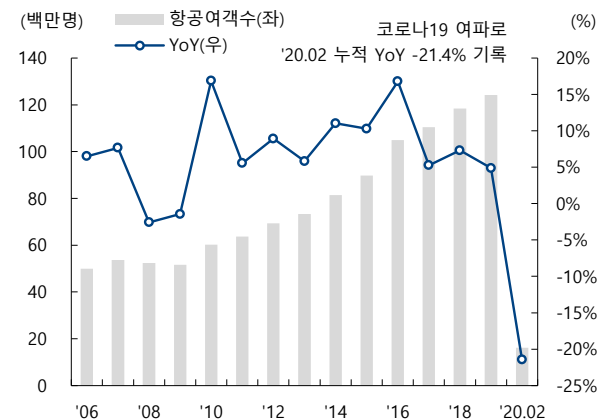
자료: 각 사, 리서치센터

그림20. 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 리서치센터

그림21. 연도별 항공여객수 추이



자료: 인천공항, 공항공사, 리서치센터

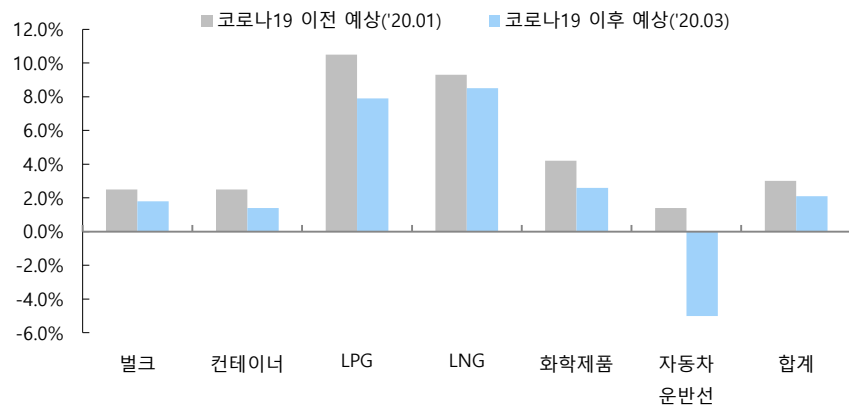
III. 해상운송

코로나 19 로 물동량 감소 여파 지속

금년 초 발생한 코로나 19 사태로 2020 년 해상운송 물동량은 당초 예상보다 감소할 것이다. 시장조사기관인 Clarkson 에 따르면 코로나 19 사태 이전('20.01)에 예상한 2020 년 해상운송 물동량 증가율은 3.0%였으나 코로나 사태 이후('20.03)에는 증가율 예상치가 2.1%로 하락했다.

물동량이 가장 크게 감소할 것으로 예상되는 부문은 자동차운반선 부문이다. 서플라이체인 붕괴와 글로벌 경제 충격에 따른 수요 감소때문이다. 자동차 물동량 증가율은 당초 YoY +1.4%에서 코로나 19 사태로 YoY -5.0%로 예상치가 크게 변경되었다. 이 외에도 LPG, 화학제품, 컨테이너, 벌크 등 전 섹터의 해상 물동량이 감소할 것으로 예상된다. 이에 따라 스왑 비중이 높은 선사는 1Q20 고전할 것으로 판단한다.

그림22. 부문별 해상운송 물동량 증가율 예상치



자료: Clarkson, 리서치센터

별크선 운임은 상저하고 흐름 예상

별크선 운임은 뚜렷한 상저하고 움직임을 보일 것으로 예상된다. 별크선 운임의 계절성에 더해 코로나 19 사태로 중국의 제조업이 1Q20 을 바닥으로 2Q20 부터 회복될 것이기 때문이다. 중국의 지난 2월 제조업 PMI 는 국가통계국 기준 35.7pt, Caixin/Markit 기준 40.3pt 로 금융위기보다 낮은 수준을 기록했다. 이에 따라 별크선 운임은 582pt(3/24 기준)로 최근 3 년 운임 평균값(약 1,000pt)을 크게 하회하고 있다.

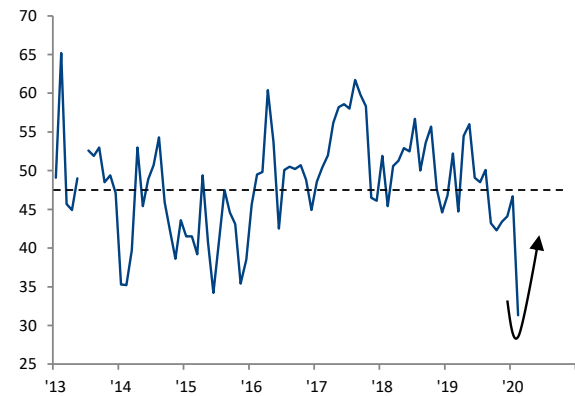
하지만 별크선 운임은 2 분기를 바닥으로 크게 개선될 가능성이 높다. 4 월부터 중국의 제조업이 정상화되고 중국 정부의 부양책이 본격화 될 것이기 때문이다. 여기에 코로나 19 사태로 선박의 운항도 원활치 못해 중국 항구의 철광석 재고도 감소한 상황이다. 중국 항구의 철광석 재고는 약 1.2 억톤으로 YoY 16.2% 감소한 했다. 이에 따라 별크선 운임은 4 월부터 개선될 것으로 예상된다.

그림23. 중국 PMI 추이



자료: WIND, 리서치센터

그림24. 중국 철강 PMI 추이



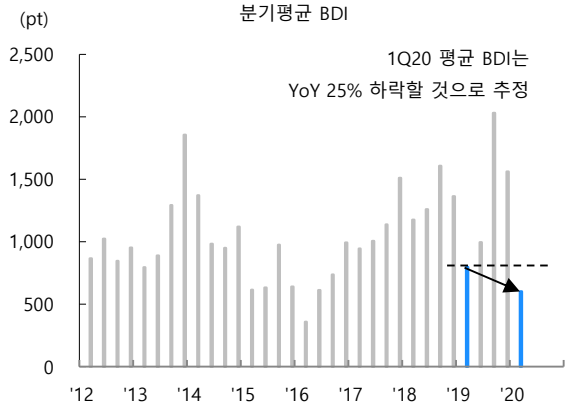
자료: WIND, 리서치센터

그림25. 중국 항구 철광석 재고 추이



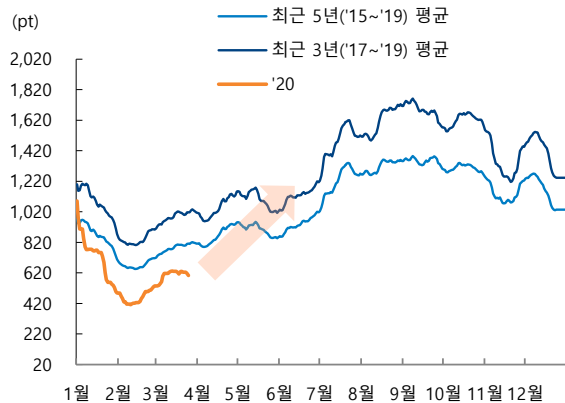
자료: Bloomberg, 리서치센터

그림26. 분기평균 BDI 추이



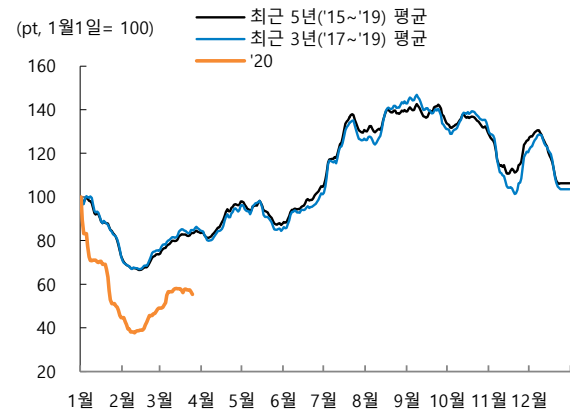
자료: Bloomberg, 리서치센터

그림27. BDI 추이



자료: Clarkson, 리서치센터

그림28. BDI 및 과거 BDI 추이(상대지수)



자료: Clarkson, 리서치센터

기업 분석

현대글로비스(086280)_ 2Q20 바닥으로 영업이익 YoY 개선 예상	22
CJ 대한통운(000120)_ 언택트소비 증가 수혜 예상	28
대한항공(003490)_ 코로나 19 로 길어진 보릿고개	36
제주항공(089590)_코로나 19 사태 이후를 보자	44
진에어(272450)_ 두 가지 희망: 코로나 19 사태 안정과 국토부 제재 해제	52
티웨이항공(091810)_피해갈 수 없는 코로나 19 여파	60
팬오션(028670)_ 1Q20 을 바닥으로 영업이익 증가 예상	66

현대글로비스 (086280)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	160,000 원(하향)
증가(2020/03/27)	88,500 원
상승여력	80.8 %

Stock Indicator	
자본금	19십억원
발행주식수	3,750만주
시가총액	3,319십억원
외국인지분율	36.3%
52 주 주가	73,300~168,000 원
60 일평균거래량	113,699 주
60 일평균거래대금	13.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-29.5	-38.8	-41.6	-29.2
상대수익률	-13.1	-16.7	-25.4	-9.3

Price Trend



FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	16,866	18,270	18,402	19,671
영업이익(십억원)	710	877	853	945
순이익(십억원)	437	502	545	620
EPS(원)	11,663	13,395	14,528	16,539
BPS(원)	113,605	124,541	133,477	146,518
PER(배)	11.1	6.6	6.1	5.4
PBR(배)	1.1	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	10.6	11.2	11.3	11.8
배당수익률(%)	2.6	4.0	4.3	4.3
EV/EBITDA(배)	6.0	3.3	2.9	2.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[운송/유통]

하준영 (2122-9192) jyha@hi-ib.com

김관효 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

2Q20 바닥으로 영업이익 YoY 개선 예상

1Q20 Preview: 코로나 19 영향은 시차를 가지고 반영 예상

동사의 1Q20 실적은 매출 42,693 억원(YoY +1.1%), 영업이익 1,863 억원(YOY +0.5%)를 시현할 것으로 예상된다. 예상보다 코로나 19 영향이 1Q20에 덜 한 이유는 동사의 중국사업 비중이 크지 않기 때문이다. 코로나 19는 1월부터 중국에서 확산되었으며 2월에는 한국에서 확산되기 시작했다. 미국, 유럽, 인도 지역에서의 코로나 19 확산은 3월 중순부터 본격화되었기 때문에 코로나 19 영향은 2Q20에 반영될 것으로 예상된다.

물류사업부문은 중국을 제외한 해외와 국내에서의 매출이 대부분을 차지하기 때문에 1Q20에는 코로나 19 영향이 미미할 것으로 전망한다. 다만 매출 성장률은 낮아져 YoY +4.3%를 기록할 것으로 예상된다.

해운사업부문 내 PCC 사업부문은 코로나 19 영향으로 역성장까진 아니지만 매출 성장률이 대폭 낮아질 것으로 예상된다. 다만, 2Q20에는 미국과 유럽 공장 가동 중단 영향이 반영될 전망이다. **벌크선사업부문**은 지속적인 외형 축소작업이 이어지고 있는데다가 운임까지 급락하면서 매출이 YoY 36% 감소할 것으로 예상된다.

유통사업부문 내 CKD 사업부문은 중국에서 사업을 진행하고 있지 않아 1Q20에 코로나 19 영향은 적을 것으로 판단한다. 하지만 유럽과 미국, 인도가 본격적으로 코로나 19 영향을 받는 2Q20부터는 동사의 CKD 사업부문 실적에도 코로나 여파가 반영될 것으로 예상된다.

2Q20을 바닥으로 영업이익 YoY 개선 예상

동사의 영업이익은 2Q20을 바닥으로 3Q20부터 개선될 것이다. 3월 말부터 미국과 유럽, 인도 등에서 확산된 코로나 19 영향이 4월에 본격화될 것이기 때문이다. 다만, 2분기 내에는 코로나 19 사태가 안정되면서 2분기를 바닥으로 3분기부터 동사의 영업이익이 YoY 증가할 것으로 예상된다(3Q19에는 벌크선 반선 이슈로 일회성 영업이익 약 200억원 반영됨, 이 부분 제외하면 3Q20부터 영업이익은 YoY 증익).

동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하지만 코로나 19로 인한 물동량 감소 우려를 반영해 목표주가를 160,000 원으로 하향 조정한다. 목표주가 160,000 원은 2020년 예상 BPS 133,477 원에 Target P/B 1.2 배를 적용하여 산출했다. Target P/B는 과거 2년 평균 P/B 1.2 배를 적용하였다.

표1. 현대글로비스 1Q20 Preview

(단위: 십억원)

	1Q19	4Q19	당사추정			컨센서스		
			1Q20	YoY	QoQ	1Q20	YoY	QoQ
매출액	4,220.8	4,802.4	4,269.3	1.1%	-11.1%	4,431.5	5.0%	-7.7%
영업이익	185.3	228.5	186.3	0.5%	적자전환	206.1	11.3%	적자전환
OPM	4.4%	4.8%	4.4%	-	-	4.7%	-	-

자료: Quantiwise, 리서치센터

표2. 현대글로비스 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

구 분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	4,220.8	4,496.1	4,750.7	4,802.4	4,269.3	4,115.1	5,134.4	4,883.2	18,270.1	18,402.0	19,671.1
YoY	12.6%	6.3%	8.6%	6.4%	1.1%	-8.5%	8.1%	1.7%	8.3%	0.7%	6.9%
물류	1,365.4	1,495.0	1,497.3	1,500.7	1,424.8	1,443.1	1,613.9	1,574.5	5,858.4	6,056.3	6,436.4
YoY	11.2%	12.0%	10.9%	1.1%	4.3%	-3.5%	7.8%	4.9%	0.0%	0.0%	0.0%
국내물류	355.9	378.5	351.7	379.9	359.5	401.2	362.3	395.1	1,466.0	1,518.0	1,566.3
YoY	14.2%	13.3%	6.7%	0.2%	1.0%	6.0%	3.0%	4.0%	8.2%	3.5%	3.2%
해외물류	1,009.5	1,116.5	1,145.6	1,120.8	1,065.3	1,041.9	1,251.7	1,179.4	4,392.4	4,538.3	4,870.1
YoY	10.2%	11.5%	12.2%	1.4%	5.5%	-6.7%	9.3%	5.2%	8.6%	3.3%	7.3%
해운	805.4	797.2	828.7	788.3	683.2	711.3	812.5	758.8	3,219.6	2,965.8	3,182.2
YoY	28.7%	19.4%	7.9%	-6.0%	-15.2%	-10.8%	-2.0%	-3.7%	0.0%	0.0%	0.0%
PCC	448.3	505.9	554.0	542.8	454.6	492.9	598.2	562.4	2,051.0	2,108.1	2,324.5
YoY	32.9%	36.5%	48.3%	21.4%	1.4%	-2.6%	8.0%	3.6%	34.2%	2.8%	10.3%
벌크선	357.1	291.3	274.7	245.5	228.5	218.5	214.3	196.4	1,168.6	857.7	857.7
YoY	23.7%	-2.0%	-30.4%	-37.2%	-36.0%	-25.0%	-22.0%	-20.0%	-14.8%	-26.6%	0.0%
유통	2,050.1	2,203.9	2,424.7	2,508.3	2,161.3	1,960.6	2,708.0	2,549.9	9,187.0	9,379.9	10,052.5
YoY	8.2%	-1.1%	7.6%	14.4%	5.4%	-11.0%	11.7%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
CKD	1,554.3	1,603.7	1,785.6	1,902.8	1,650.7	1,364.4	2,047.3	1,923.0	6,846.4	6,985.4	7,546.5
YoY	19.4%	0.9%	7.2%	17.4%	6.2%	-14.9%	14.7%	1.1%	10.8%	2.0%	8.0%
오토비즈	111.7	133.4	125.9	133.0	115.1	148.1	137.2	144.9	504.0	545.3	590.4
YoY	10.3%	15.5%	14.1%	17.6%	3.0%	11.0%	9.0%	9.0%	14.5%	8.2%	8.3%
기타유통	384.1	466.8	513.2	472.5	395.6	448.1	523.5	481.9	1,836.6	1,849.2	1,915.7
YoY	-21.9%	-10.7%	7.3%	3.1%	3.0%	-4.0%	2.0%	2.0%	-5.8%	0.7%	3.6%
영업이익	185.3	202.3	260.6	228.5	186.3	168.4	258.9	239.1	876.6	852.7	944.8
OPM	4.4%	4.5%	5.5%	4.8%	4.4%	4.1%	5.0%	4.9%	4.8%	4.6%	4.8%
YoY	23.1%	12.0%	39.3%	19.0%	0.5%	-16.7%	-0.6%	4.6%	23.4%	-2.7%	10.8%

자료: 리서치센터

표3. 현대글로비스 목표주가 산정

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	비고
EPS (원)	13,271	12,834	14,300	10,048	13,486	18,147	11,663	13,395	14,528	-
BPS (원)	51,180	62,236	73,895	82,577	92,725	106,381	113,605	124,541	133,477	-
고점 P/E (배)	18.5	19.1	23.6	30.8	15.8	9.5	18.4	12.6	10.9	과거 2년간 평균: 15.5
평균 P/E (배)	15.9	15.6	18.5	21.4	13.3	8.3	11.6	11.1	8.9	과거 2년간 평균: 11.3
저점 P/E (배)	13.0	11.6	14.8	15.8	10.9	7.3	8.8	9.1	4.8	과거 2년간 평균: 8.9
고점 P/B (배)	4.8	3.9	4.6	3.8	2.3	1.6	1.9	1.4	1.2	과거 2년간 평균: 1.6
평균 P/B (배)	4.1	3.2	3.6	2.6	1.9	1.4	1.2	1.2	1.0	과거 2년간 평균: 1.2
저점 P/B (배)	3.4	2.4	2.9	1.9	1.6	1.3	0.9	1.0	0.5	과거 2년간 평균: 1.0
ROE	29.2%	22.6%	21.0%	12.9%	15.4%	18.2%	10.6%	11.2%	11.3%	지배주주 순이익 기준
Target P/B (배)	1.2									과거 2년 평균 P/B 배수
적용 BPS (원)	133,477									'20년 예상 BPS
적정주가 (원)	160,172									-
목표주가 (원)	160,000									-
전일 증가 (원)	88,500									-
상승 여력	80.8%									-

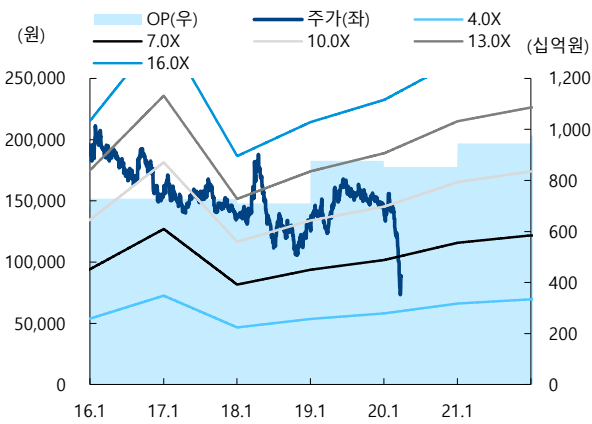
자료: 리서치센터

표4. Peer Valuation Table

업체명	주가	시가총액 (십억)	P/E(배)			P/B(배)			EV/EBITDA(배)			ROE		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
현대글로비스	88,500	3,318.8	6.6	7.0	5.4	0.7	0.7	0.6	5.3	4.0	3.7	11.2%	10.7%	12.7%
Fedex	125.6	32.8	10.4	8.2	13.2	1.7	1.6	1.7	7.2	6.0	7.5	-1.8%	19.7%	13.4%
KUEHNE+NAGEL	136.3	16.4	20.4	20.8	21.1	7.0	6.8	6.4	11.5	10.0	10.0	34.4%	33.7%	30.7%
C.H Robinson	65.9	8.9	15.8	15.0	18.6	5.3	5.3	5.4	12.2	10.3	12.6	35.3%	37.1%	29.4%
DP DHL	24.2	29.9	11.4	11.5	10.4	2.1	2.1	1.9	7.2	5.8	5.3	18.9%	18.7%	18.6%
Yamato Holdings	1,702	700.1	48.3	29.4	22.0	1.1	1.2	1.2	7.8	6.6	5.8	2.4%	4.1%	5.5%
Sagawa Holdings	2,512	804.3	18.3	17.1	16.5	2.1	2.1	1.9	9.4	9.3	8.8	12.0%	12.6%	12.0%
평균	-	-	18.7	15.6	15.3	2.9	2.8	2.7	8.6	7.4	7.7	-	-	-

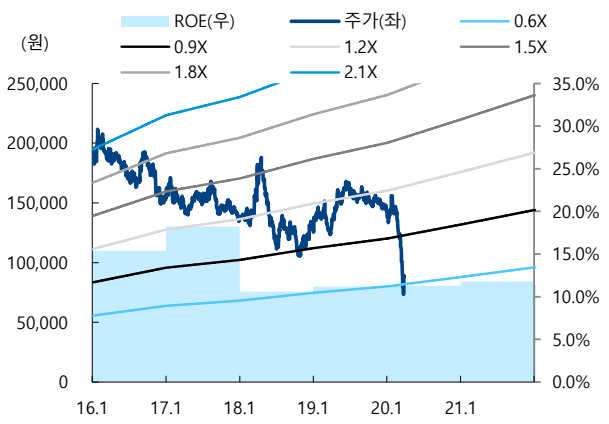
자료: Bloomberg, 리서치센터

그림1. 현대글로벌비스 P/E 밴드



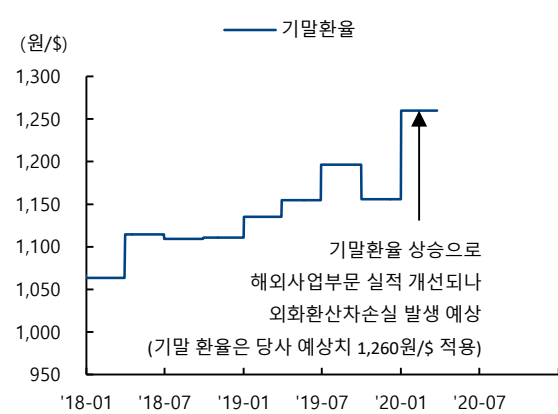
자료: Quantwise, 리서치센터

그림2. 현대글로벌비스 P/B 밴드



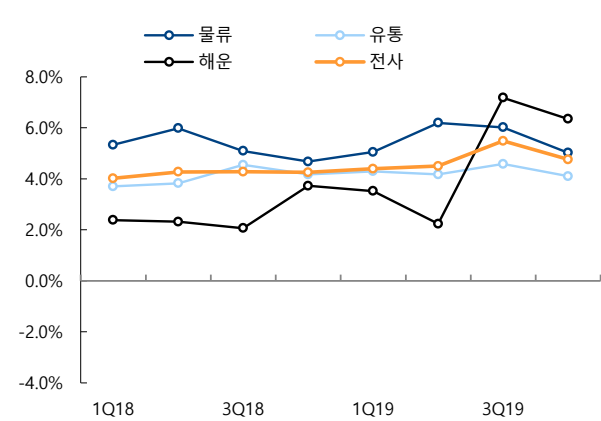
자료: Quantwise, 리서치센터

그림3. 원/달러 분기말환율 추이



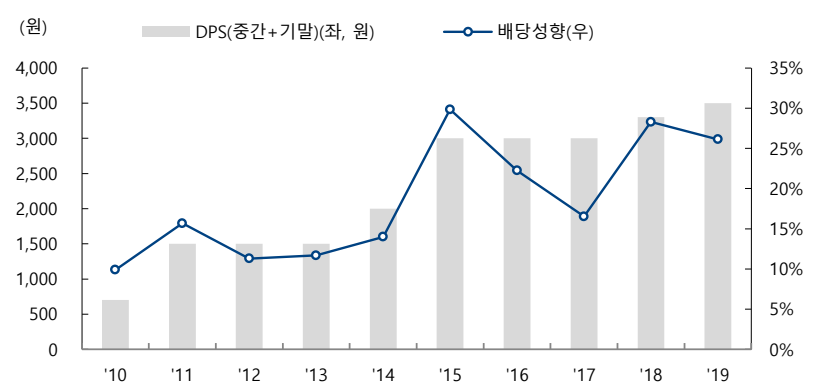
자료: Bloomberg, 리서치센터

그림4. 현대글로벌비스 사업부문별 OPM 추이



자료: 현대글로벌비스, 리서치센터

그림5. 현대글로벌비스 배당금 및 배당성향 추이



자료: Quantwise, 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	4,458	5,054	5,446	5,728
현금 및 현금성자산	641	690	1,013	1,058
단기금융자산	670	861	1,033	1,033
매출채권	2,080	2,330	2,208	2,361
재고자산	912	1,033	1,041	1,112
비유동자산	4,230	5,075	5,227	5,418
유형자산	3,247	3,825	3,943	4,098
무형자산	127	114	101	89
자산총계	8,688	10,130	10,673	11,146
유동부채	2,885	3,413	3,422	3,505
매입채무	1,292	1,348	1,357	1,451
단기차입금	901	1,002	982	952
유동성장기부채	294	549	549	549
비유동부채	1,543	2,046	2,246	2,146
사채	-	-	300	300
장기차입금	656	634	534	434
부채총계	4,428	5,459	5,668	5,651
자배주주지분	4,260	4,670	5,005	5,494
자본금	19	19	19	19
자본잉여금	154	154	154	154
이익잉여금	4,117	4,493	4,895	5,373
기타자본항목	-1	-1	-1	-1
비자배주주지분	0	0	0	0
자본총계	4,260	4,670	5,005	5,494

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	16,866	18,270	18,402	19,671
증가율(%)	3.1	8.3	0.7	6.9
매출원가	15,715	16,904	17,031	18,189
매출총이익	1,151	1,366	1,371	1,482
판매비와관리비	441	490	518	537
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	710	877	853	945
증가율(%)	-2.3	23.4	-2.7	10.8
영업이익률(%)	4.2	4.8	4.6	4.8
이자수익	19	33	44	45
이자비용	76	104	112	106
지분법이익(손실)	40	42	45	45
기타영업외손익	-70	-125	-45	-35
세전계속사업이익	626	727	789	898
법인세비용	189	225	244	278
세전계속이익률(%)	3.7	4.0	4.3	4.6
당기순이익	437	502	545	620
순이익률(%)	2.6	2.7	3.0	3.2
지배주주귀속 순이익	437	502	545	620
기타포괄이익	-48	32	32	32
총포괄이익	389	534	576	652
지배주주귀속총포괄이익	389	534	576	652

현금흐름표

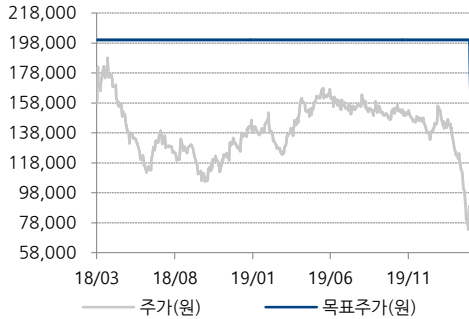
(단위:십억원)	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	490	741	1,016	879
당기순이익	437	502	545	620
유형자산감가상각비	172	316	382	395
무형자산상각비	10	15	14	12
지분법관련손실(이익)	40	42	45	45
투자활동 현금흐름	-390	-343	-638	-516
유형자산의 처분(취득)	-170	-182	-500	-550
무형자산의 처분(취득)	15	10	-	-
금융상품의 증감	310	239	495	46
재무활동 현금흐름	8	-364	-255	-576
단기금융부채의증감	304	356	-20	-30
장기금융부채의증감	-22	200	-100	-50
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-113	-124	-131	-143
현금및현금성자산의증감	112	48	323	46
기초현금및현금성자산	529	641	690	1,013
기말현금및현금성자산	641	690	1,013	1,058

주요투자지표

	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	11,663	13,395	14,528	16,539
BPS	113,605	124,541	133,477	146,518
CFPS	16,511	22,227	25,082	27,381
DPS	3,300	3,500	3,800	3,800
Valuation(배)				
PER	11.1	6.6	6.1	5.4
PBR	1.1	0.7	0.7	0.6
PCR	7.8	4.0	3.5	3.2
EV/EBITDA	6.0	3.3	2.9	2.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	10.6	11.2	11.3	11.8
EBITDA 이익률	5.3	6.6	6.8	6.9
부채비율	103.9	116.9	113.2	102.9
순부채비율	12.7	13.6	6.4	2.6
매출채권회전율(x)	8.1	8.3	8.1	8.6
재고자산회전율(x)	21.4	18.8	17.7	18.3

자료 : 현대글로비스, 하이투자증권 리서치본부

현대글로벌비스
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-08-28(담당자변경)	Buy	200,000	1년	-29.1%	-20.0%
2020-03-30	Buy	160,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 하준영, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	90.5%	9.5%	-

CJ 대한통운 (000120)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	180,000 원(하향)
증가(2020/03/27)	129,500 원
상승여력	39.0 %

Stock Indicator	
자본금	114십억원
발행주식수	2,281만주
시가총액	2,954십억원
외국인지분율	19.2%
52 주 주가	118,500~176,500 원
60 일평균거래량	67,935 주
60 일평균거래대금	9.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.8	-16.2	-11.6	-21.3
상대수익률	10.6	5.9	4.6	-1.3

Price Trend



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	9,220	10,415	11,105	11,745
영업이익(십억원)	243	307	364	419
순이익(십억원)	53	40	44	69
EPS(원)	2,309	1,741	1,916	3,035
BPS(원)	146,187	148,572	151,176	155,186
PER(배)	72.3	74.4	67.6	42.7
PBR(배)	1.1	0.9	0.9	0.8
ROE(%)	2.1	1.5	1.6	2.5
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	14.3	8.0	7.2	6.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[운송/유통]

하준영 (2122-9192) jyha@hi-ib.com

김관효 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

언택트소비 증가 수혜 예상

1Q20 Preview: 택배는 성장했지만 글로벌이 발목을 잡을 전망

동사의 1Q20 실적은 매출 26,252 억원(YoY +7.9%), 영업이익 717 억원(YoY +58.1%)를 시현할 것으로 예상된다. 코로나 19 사태로 택배사업부문 영업이익은 증가하겠지만 글로벌 사업부문은 부진한 실적을 시현할 것으로 예상된다.

택배사업부문은 코로나 19 영향으로 매출이 YoY 25.9% 성장했을 것으로 전망한다. 1Q20 택배시장 물동량은 YoY +20.0% 성장하고 동사의 택배물동량은 YoY +23.0% 성장하면서 동사의 택배시장점유율은 48.3%로 YoY +1.2%pt 증가했을 것으로 추정한다.

글로벌사업부문은 코로나 19 여파로 중국법인들의 실적이 부진할 것으로 예상된다. 동사는 두개의 중국 자회사 CJ Rokin(지분율 71.4%), Speedex(지분율 50%)를 보유하고 있다. 다만, CJ Rokin의 경우 3월부터 가동률이 대폭 회복되고 있어 4월부터는 정상 영업이 가능할 것으로 판단한다.

우체국 축소는 민간 택배업체에 기회

우정사업본부는 경영수지 악화로 경영합리화 계획을 실시하고 있다. 2020년 경영합리화 계획에 따르면 2023년까지 우체국 수는 1,352국에서 675국으로 약 절반이 감소할 전망이다. 우체국이 단계적으로 축소되면 그 빈자리는 민간 택배업체들이 담당할 것으로 예상된다. 우체국의 택배시장 점유율은 약 9%로 업계 4위 수준이며 CJ 대한통운은 택배시장 점유율 약 50%로 우체국 축소의 가장 큰 수혜를 받을 것으로 판단한다.

코로나 19 여파로 언택트소비 증가 수혜 예상

코로나 19는 소비자들의 소비 행태를 바꿀 것으로 예상된다. 언택트 소비의 편리함을 경험해본 소비자들이 생필품, 식료품 등을 온라인으로 계속 구매할 것이기 때문이다. 이에 따라 택배 물동량 증가율은 코로나 19 사태가 종식되어도 10% 이상 수준을 유지할 것으로 예상하며 동사 또한 수혜를 받을 것으로 예상된다.

동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하지만 목표주가를 180,000 원으로 하향조정한다. 목표주가 180,000 원은 2020년 예상 BPS 151,176 원에 Target P/B 1.2 배를 적용해서 산출했다. Target P/B 1.2 배는 과거 3년 평균 P/B를 적용했다.

표1. CJ대한통운 1Q20 Preview

(단위: 십억원)

	1Q19	4Q19	당사추정			컨센서스		
			1Q20	YoY	QoQ	1Q20	YoY	QoQ
매출액	2,432.7	2,825.8	2,625.2	7.9%	-7.1%	2,560.2	5.2%	-9.4%
영업이익	45.3	101.4	71.7	58.1%	-29.3%	74.5	64.4%	-26.5%
OPM	1.9%	3.6%	2.7%	-	-	2.9%	-	-

자료: Quantiwise, 리서치센터

표2. Peer Valuation Table

업체명	단위	주가	시가총액 (십억)	P/E(배)			P/B(배)			EV/EBITDA(배)			ROE		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
CJ대한통운	KRW	129,500	2,954.2	46.0	70.7	28.3	1.0	0.9	0.9	15.5	11.2	9.6	2.4%	1.5%	3.3%
한진	KRW	27,500	329.3	5.7	n/a	43.9	0.4	0.4	0.4	19.3	12.9	10.7	7.8%	0.0%	0.8%
UPS	USD	99.8	85.7	13.9	13.3	12.9	21.1	12.3	13.3	10.9	10.0	9.9	237.2%	116.3%	99.7%
Fedex	USD	125.6	32.8	8.3	8.2	13.2	1.8	1.6	1.7	5.8	6.0	7.5	21.7%	19.7%	13.4%
D.P DHL	EUR	24.4	30.1	12.4	11.6	10.4	2.3	2.1	1.9	6.9	5.8	5.3	17.6%	18.7%	18.6%
C.H. Robinson	USD	65.9	8.9	14.3	15.0	18.6	5.8	5.3	5.4	9.8	10.3	12.6	41.7%	37.1%	29.4%
KUEHNE + NAGEL	CHF	136.3	16.4	20.9	20.8	21.1	7.4	6.8	6.4	14.6	10.0	10.0	33.0%	33.7%	30.7%
Yamato Holdings	JPY	1,702.0	700.1	18.6	29.4	22.0	1.2	1.2	1.2	5.7	6.6	5.8	6.4%	4.1%	5.5%

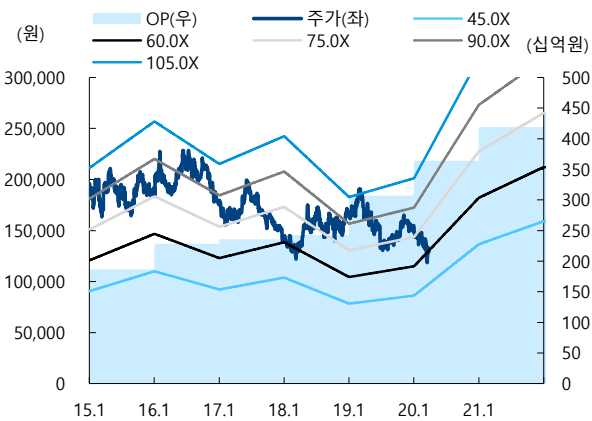
자료: Bloomberg, 리서치센터

표3. CJ대한통운 목표주가 산정

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	비고
EPS (원)	-2,445	2,510	2,014	2,446	2,050	2,309	1,741	1,916	-
BPS (원)	127,291	128,494	131,810	133,105	133,253	146,187	148,572	151,176	-
고점 P/E (배)	n/a	87.3	106.8	95.7	97.5	76.9	112.0	81.2	과거 3년간 평균: 95.5
평균 P/E (배)	n/a	56.3	93.1	83.0	81.8	65.4	89.5	73.0	과거 3년간 평균: 78.9
저점 P/E (배)	n/a	39.6	77.7	70.7	66.8	51.8	74.1	57.4	과거 3년간 평균: 64.2
고점 P/B (배)	1.0	1.7	1.6	1.8	1.5	1.2	1.6	1.3	과거 3년간 평균: 1.4
평균 P/B (배)	0.8	1.1	1.4	1.5	1.3	1.0	1.3	1.2	과거 3년간 평균: 1.2
저점 P/B (배)	0.6	0.8	1.2	1.3	1.0	0.8	1.1	0.9	과거 3년간 평균: 1.0
ROE	-2.5%	2.6%	2.0%	2.4%	2.0%	2.1%	1.8%	3.3%	지배주주 순이익 기준
Target P/B (배)								1.2	과거 3년간 평균 P/B 배수
적용 BPS (원)								151,176	-
적정주가 (원)								181,411	-
목표주가 (원)								180,000	'20년 실적 기준 P/B 1.2배
전일 종가 (원)								129,500	'20년 실적 기준 P/B 1.0배
상승 여력								39.0%	-

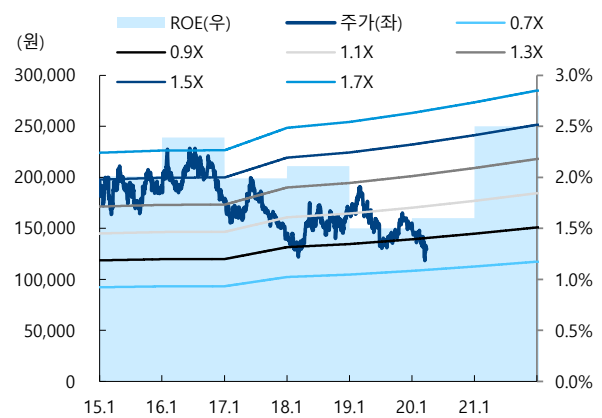
자료: 리서치센터

그림1. CJ대한통운 P/E 밴드



자료: Quantiwise, 리서치센터

그림2. CJ대한통운 P/B 밴드



자료: Quantiwise, 리서치센터

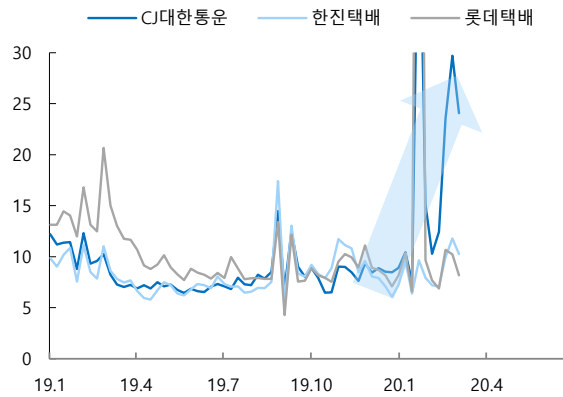
표4. CJ대한통운 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출	2,432.7	2,534.8	2,621.8	2,825.8	2,625.2	2,701.8	2,789.6	2,988.4	10,415.1	11,105.0	11,745.3
YoY	21.5%	10.9%	8.4%	12.3%	7.9%	6.6%	6.4%	5.8%	13.0%	6.6%	5.8%
CL	623.1	648.0	640.3	673.8	623.1	654.5	649.9	677.2	2,585.2	2,604.7	2,656.7
YoY	1.2%	1.1%	-1.4%	8.7%	0.0%	1.0%	1.5%	0.5%	2.4%	0.8%	2.0%
택배	612.8	642.6	664.3	728.5	771.6	748.6	758.2	827.8	2,648.2	3,106.1	3,455.5
YoY	10.1%	9.6%	13.0%	13.0%	25.9%	16.5%	14.1%	13.6%	11.5%	17.3%	11.2%
글로벌	1,022.0	1,080.6	1,148.5	1,190.8	1,053.9	1,133.5	1,211.1	1,248.6	4,441.9	4,647.1	4,878.5
YoY	32.2%	25.4%	13.6%	17.9%	3.1%	4.9%	5.5%	4.9%	21.5%	4.6%	5.0%
건설	174.8	163.6	168.7	232.6	176.5	165.2	170.4	234.9	739.7	747.1	754.6
YoY	212.1%	-16.5%	-0.9%	-3.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	11.6%	1.0%	1.0%
매출총이익	204.9	234.9	247.2	285.6	235.3	259.6	266.1	297.2	972.6	1,058.2	1,153.2
GPM	8.4%	9.3%	9.4%	10.1%	9.0%	9.6%	9.5%	9.9%	9.3%	9.5%	9.8%
YoY	16.9%	12.8%	19.7%	20.0%	14.8%	10.5%	7.6%	4.1%	17.5%	8.8%	9.0%
CL	60.0	63.0	65.0	71.5	59.2	67.4	66.9	70.4	259.5	264.0	274.3
GPM	9.6%	9.7%	10.2%	10.6%	9.5%	10.3%	10.3%	10.4%	10.0%	10.1%	10.3%
YoY	-0.8%	5.0%	-3.8%	-4.7%	-1.3%	7.0%	3.0%	-1.5%	-1.4%	1.7%	3.9%
택배	38.7	64.2	69.8	78.7	84.9	89.1	83.4	99.3	251.4	356.7	397.6
GPM	6.3%	10.0%	10.5%	10.8%	11.0%	11.9%	11.0%	12.0%	9.5%	11.5%	11.5%
YoY	-11.8%	9.6%	94.4%	63.3%	119.3%	38.8%	19.5%	26.2%	34.7%	41.9%	11.5%
글로벌	88.6	93.2	99.0	110.7	78.0	90.7	102.9	109.9	391.5	381.5	420.8
GPM	8.7%	8.6%	8.6%	9.3%	7.4%	8.0%	8.5%	8.8%	8.8%	8.2%	8.6%
YoY	27.3%	23.8%	13.7%	17.0%	-12.0%	-2.7%	4.0%	-0.7%	19.9%	-2.6%	10.3%
건설	17.6	14.5	13.4	24.7	13.2	12.4	12.8	17.6	70.2	56.0	60.4
GPM	10.1%	8.9%	7.9%	10.6%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	9.5%	7.5%	8.0%
YoY	1253.8%	0.7%	-15.7%	22.9%	-24.8%	-14.5%	-4.6%	-28.7%	0.0%	0.0%	100.0%
영업이익	45.3	71.8	88.7	101.4	71.7	85.2	94.3	112.4	307.2	363.6	418.8
OPM	1.9%	2.8%	3.4%	3.6%	2.7%	3.2%	3.4%	3.8%	2.9%	3.3%	3.6%
YoY	0.1%	25.7%	67.9%	16.0%	58.1%	18.7%	6.3%	10.9%	26.6%	18.4%	15.2%
택배물동량(백만BOX)											
시장	650.6	684.9	693.7	752.7	780.7	767.1	759.6	831.7	2,781.9	3,139.1	3,453.1
YoY	7.9%	9.8%	11.9%	8.1%	20.0%	12.0%	9.5%	10.5%	9.4%	12.8%	10.0%
CJ대한통운	306.5	321.2	331.2	361.1	377.0	369.4	374.3	406.2	1320.0	1526.9	1698.6
YoY	7.1%	4.7%	9.5%	9.8%	23.0%	15.0%	13.0%	12.5%	7.8%	15.7%	11.2%
CJ대한통운 M/S	47.1%	46.9%	47.7%	48.0%	48.3%	48.2%	49.3%	48.8%	47.4%	48.6%	49.2%
CJ대한통운택배단가(원/BOX)	2,023	2,001	2,006	2,017	2,047	2,027	2,026	2,038	2,006	2,034	2,034
YoY	3.3%	4.7%	3.7%	0.9%	1.2%	1.3%	1.0%	1.0%	3.4%	1.4%	0.0%

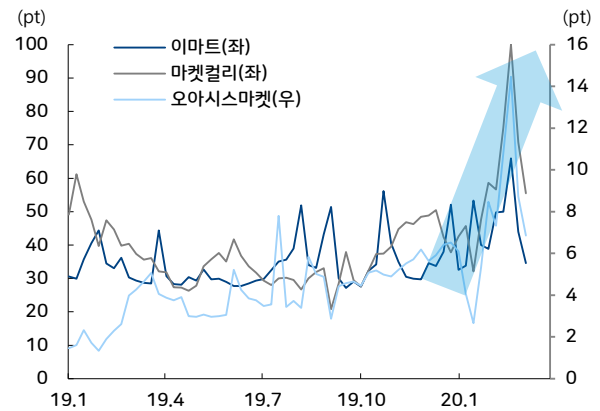
자료: 리서치센터

그림3. 택배 3사 네이버 검색량 추이



자료: Naver, 리서치센터

그림4. 식료품 배달 업체 네이버 검색량 추이



자료: Naver, 리서치센터

그림5. 전국 우체국 현황

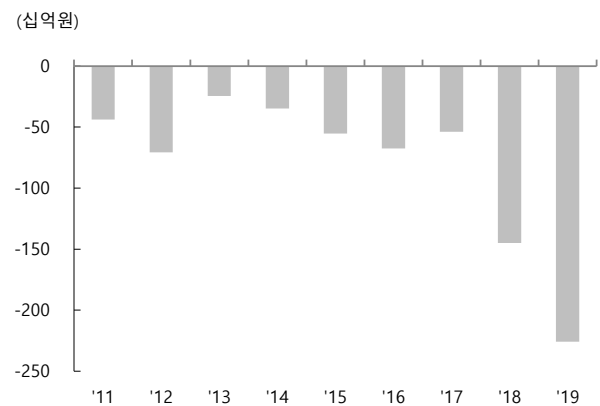
구분	국(지점) 수
4급국	138
5급국	167
6급국	1,511
7급국	20
출장소	104
별정우체국	728
합계	2,668

6급 이하 우체국 중
직영 우체국 대상
감축 예정

* 우편취급국(민간위탁): 771국

자료: 언론 보도, 우정사업본부, 리서치센터

그림6. 우체국 우편사업 경영수지 추이



자료: 우정사업본부, 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,181	2,419	2,559	2,692
현금 및 현금성자산	163	127	124	124
단기금융자산	50	57	57	57
매출채권	1,754	2,010	2,143	2,267
재고자산	21	24	26	27
비유동자산	5,688	5,629	5,469	5,374
유형자산	3,306	3,299	3,183	3,129
무형자산	1,777	1,713	1,655	1,603
자산총계	7,869	8,048	8,028	8,066
유동부채	2,614	2,729	2,799	2,865
매입채무	823	930	991	1,049
단기차입금	914	914	914	914
유동성장기부채	377	377	377	377
비유동부채	2,124	2,134	1,984	1,864
사채	1,168	1,138	1,018	828
장기차입금	457	497	467	537
부채총계	4,738	4,863	4,783	4,729
자배주주지분	2,654	2,697	2,745	2,817
자본금	114	114	114	114
자본잉여금	2,260	2,260	2,260	2,260
이익잉여금	592	632	676	745
기타자본항목	-460	-460	-460	-460
비자배주주지분	477	488	500	520
자본총계	3,131	3,185	3,245	3,337

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	9,220	10,415	11,105	11,745
증가율(%)	29.7	13.0	6.6	5.8
매출원가	8,392	9,443	10,047	10,592
매출총이익	828	973	1,058	1,153
판매비와관리비	585	665	695	734
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	243	307	364	419
증가율(%)	3.0	26.6	18.4	15.2
영업이익률(%)	2.6	2.9	3.3	3.6
이자수익	4	5	5	5
이자비용	86	128	122	116
지분법이익(손실)	-11	4	4	4
기타영업외손익	-47	-92	-138	-138
세전계속사업이익	100	94	103	164
법인세비용	33	43	47	75
세전계속이익률(%)	1.1	0.9	0.9	1.4
당기순이익	67	51	56	89
순이익률(%)	0.7	0.5	0.5	0.8
지배주주귀속 순이익	53	40	44	69
기타포괄이익	4	4	4	4
총포괄이익	70	54	60	92
지배주주귀속총포괄이익	55	42	46	72

현금흐름표

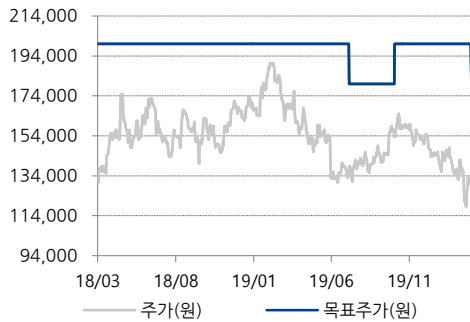
(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	62	310	404	426
당기순이익	67	51	56	89
유형자산감가상각비	156	338	345	335
무형자산상각비	58	64	58	53
지분법관련손실(이익)	-11	4	4	4
투자활동 현금흐름	-843	-626	-518	-568
유형자산의 처분(취득)	-487	-330	-230	-280
무형자산의 처분(취득)	41	-	-	-
금융상품의 증감	20	-29	-3	-1
재무활동 현금흐름	778	172	12	42
단기금융부채의증감	551	-	-	-
장기금융부채의증감	10	-150	-120	-125
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-2	-	-	-
현금및현금성자산의증감	9	-36	-2	-1
기초현금및현금성자산	154	163	127	124
기말현금및현금성자산	163	127	124	124

주요투자지표

	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	2,309	1,741	1,916	3,035
BPS	146,187	148,572	151,176	155,186
CFPS	11,676	19,324	19,593	20,013
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	72.3	74.4	67.6	42.7
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8
PCR	14.3	6.7	6.6	6.5
EV/EBITDA	14.3	8.0	7.2	6.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	2.1	1.5	1.6	2.5
EBITDA 이익률	5.0	6.8	6.9	6.9
부채비율	151.3	152.7	147.4	141.7
순부채비율	86.3	86.1	80.0	74.2
매출채권회전율(x)	5.7	5.5	5.3	5.3
재고자산회전율(x)	499.9	460.8	448.3	446.6

자료 : CJ 대한통운, 하이투자증권 리서치본부

CJ대한통운
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-08-01(담당자변경)	Buy	180,000	1년	-20.4%	-11.7%
2019-10-29	Buy	200,000	1년	-26.8%	-17.5%
2020-03-30	Buy	180,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 하준영, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-

대한항공 (003490)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	26,000 원(하향)
증가(2020/03/27)	18,950 원
상승여력	37.2 %

Stock Indicator	
자본금	480 십억원
발행주식수	9,484 만주
시가총액	1,797 십억원
외국인지분율	15.4%
52 주 주가	13,600~37,750 원
60 일평균거래량	1,341,711 주
60 일평균거래대금	28.1 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-17.4	-33.0	-17.8	-42.9
상대수익률	-1.0	-11.0	-1.6	-23.0

Price Trend



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	13,012	12,683	11,208	13,086
영업이익(십억원)	671	257	-59	902
순이익(십억원)	-168	-629	-625	594
EPS(원)	-1,756	-6,556	-6,516	6,189
BPS(원)	31,677	27,682	20,382	25,788
PER(배)				3.1
PBR(배)	1.0	0.7	0.9	0.7
ROE(%)	-5.1	-22.1	-27.1	26.8
배당수익률(%)	0.8			
EV/EBITDA(배)	7.1	7.3	7.9	5.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[운송/유통]

하준영 (2122-9192) jyha@hi-ib.com

김관효 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

코로나 19 로 길어진 보릿고개

1Q20 Preview: 항공화물은 양호하지만 이번에는 항공여객이 부진

동사의 1Q20 실적은 매출 25,599 억원(YoY -18.4%), 영업이익 -2,039 억원(YoY 적자전환)으로 영업적자를 시현할 것으로 전망한다. 항공화물사업부문은 양호한 실적이 기대되지만 코로나 19 사태로 항공여객사업부문이 부진하기 때문이다. 이에 따라 동사는 7 년만에 1 분기 영업적자를 시현할 것으로 예상된다. **항공여객사업부문**은 ASK(공급)을 YoY 19.8% 감축했음에도 불구하고 RPK(수요) 또한 YoY 26.9% 감소하면서 탑승률이 73.1%로 급락할 것으로 추정한다. **항공화물사업부문**은 공급이 감소하면서 탑승률(78.2%, YoY +8.3%pt)과 일드(375.2 원/톤·km, YoY +6.0%)가 모두 상승할 전망이다. 항공화물 물동량의 약 50%는 여객기의 Belly Cargo 를 통해 운반되는데 항공여객 수요 감소로 여객기 운항이 급감하면서 항공화물 공급도 감소했다.

영업비용 측면에서는 회계기준 변경으로 정비비와 감가상각비가 분기 약 500 억원 정도 감소할 것으로 추정한다.

영업외단에서는 원/달러 환율이 급등하면서 외화환산차손실이 약 8,500 억원(분기말 환율 1,260 원/\$ 가정) 반영될 것으로 예상된다. 다만, 이는 회계상 발생하는 손실로 2Q20 부터 환율이 안정되면서 다시 환입될 것으로 판단한다.

코로나 19 이후를 기대하지만 당분간 보수적인 접근 필요

코로나 19 사태가 안정되면 그 동안 지연 되었던 여행 수요가 폭발하면서 항공여객수가 급증할 것으로 예상된다. 지난해 7 월 일본 불매운동부터 시작된 항공여객수 위축은 2020 년 1 월부터 살아날 조짐이 보였으나 코로나 19 가 급격히 확산되면서 다시 위축되었다. 따라서 글로벌로 확산된 코로나 19 사태가 안정 된다면 그 동안 억눌렸던 해외여행 수요가 폭발적으로 증가할 전망이다.

장기적인 관점에서 동사의 이익 증가는 명확하다. 하지만 현재와 같이 항공여객수요가 급감한 상황에서는 단기적인 현금흐름에 문제가 발생할 가능성도 존재하므로 **당분간 보수적인 접근이 필요하다는 판단이다.**

동사에 대한 투자의견 Buy 를 유지한다. 코로나 19 사태가 안정화되면 이익이 급증할 것으로 예상하기 때문이다. 다만, 코로나 19 사태를 반영하여 2020 년도 이익추정치를 하향조정하며 이에 따라 목표주가도 26,000 원으로 하향 조정한다. 목표주가 26,000 원은 2021 년 BPS 25,788 원에 과거 3 년 평균 P/B 1.0 배를 적용하여 산출하였다.

표1. 대한항공 1Q20 Preview

(단위: 십억원)

	1Q19	4Q19	당사추정			컨센서스		
			1Q20	YoY	QoQ	1Q20	YoY	QoQ
매출액	3,138.9	3,040.6	2,559.9	-18.4%	-15.8%	2,610.1	-16.8%	-14.2%
영업이익	140.6	119.1	-203.9	적자전환	적자전환	-205.5	-246.2%	-272.5%
OPM	4.5%	3.9%	-8.0%	-	-	-7.9%	-	-

자료: Quantiwise, 리서치센터

표2. 대한항공 목표주가 산정

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	비고
EPS (원)	-3,304	-10,627	-7,939	-7,639	8,631	-1,756	-6,556	-6,516	6,189	-
BPS (원)	44,274	34,974	32,280	23,809	37,824	31,677	27,682	20,382	25,788	-
고점 P/E (배)	n/a	n/a	n/a	n/a	4.6	n/a	n/a	n/a	8.2	과거 3년간 평균: 4.6
평균 P/E (배)	n/a	n/a	n/a	n/a	3.7	n/a	n/a	n/a	6.9	과거 3년간 평균: 3.7
저점 P/E (배)	n/a	n/a	n/a	n/a	2.9	n/a	n/a	n/a	3.7	과거 3년간 평균: 2.9
고점 P/B (배)	1.1	1.5	1.7	1.5	1.0	1.3	1.5	1.3	1.2	과거 3년간 평균: 1.3
평균 P/B (배)	0.8	1.0	1.2	1.2	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0	과거 3년간 평균: 1.0
저점 P/B (배)	0.6	0.9	0.8	1.0	0.7	0.8	0.5	0.6	0.5	과거 3년간 평균: 0.7
ROE	-8.5%	-26.8%	-25.2%	-27.2%	29.4%	-5.1%	-22.1%	-21.5%	15.2%	지배주주 순이익 기준
Target P/B (배)									1.0	과거 3년간 평균 P/B 배수
적용 BPS (원)									25,788	'21년 예상 BPS
적정주가 (원)									25,788	-
목표주가 (원)									26,000	-
전일 증가 (원)									18,950	-
상승 여력									37.2%	-

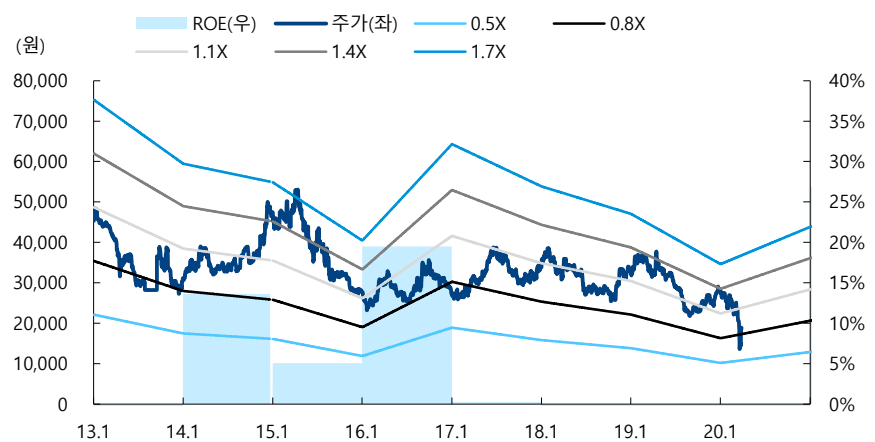
자료: 리서치센터

표3. 항공운송업종 Peer Valuation Table

업체명	주가	시가총액 (십억)	P/E(배)			P/B(배)			EV/EBITDA(배)			ROE		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
FSC														
대한항공	18,950	1,816.0	n/a	n/a	n/a	1.0	0.7	0.7	8.3	8.1	6.5	-5.1%	-23.0%	-4.6%
아시아나항공	3,375	753.4	n/a	n/a	n/a	0.9	0.8	0.4	8.7	14.7	7.7	-19.0%	-59.0%	-23.8%
LCC														
제주항공	16,900	445.4	12.5	n/a	n/a	2.3	1.4	1.6	5.2	8.2	9.6	19.9%	-12.4%	-14.0%
진에어	9,770	293.1	13.0	n/a	n/a	2.2	1.2	1.5	3.1	9.8	4.6	0.0%	-13.6%	-15.8%
티웨이항공	2,835	133.2	7.9	n/a	n/a	1.6	0.7	0.8	1.6	32.1	18.7	0.0%	-27.6%	-15.3%
에어부산	2,865	149.2	15.0	n/a	n/a	2.1	1.7	2.4	8.5	n/a	12.6	14.8%	-64.4%	-20.7%

자료: Quantiwise, 리서치센터

그림1. 대한항공 P/B 밴드



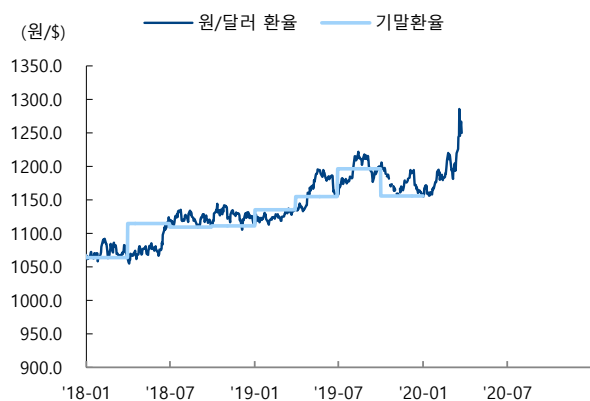
자료: Quantiwise, 리서치센터

표4. 대한항공 실적추이 및 전망

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E	
평균환율		[원/\$]	1125.3	1166.8	1194.1	1175.9	1200.0	1220.0	1200.0	1180.0	1165.8	1200.0	1137.5
브렌트유		[\$/bbl]	63.8	68.5	62.0	62.4	54.0	35.0	41.0	49.0	64.0	44.4	55.0
매출액		[십억원]	3,138.9	3,121.0	3,382.9	3,040.6	2,559.9	2,437.2	3,138.5	3,072.3	12,683.4	11,207.9	13,086.2
YoY		[%]	1.2%	0.5%	-3.8%	-7.7%	-18.4%	-21.9%	-7.2%	1.0%	-2.6%	-11.6%	16.8%
여객	매출액	[십억원]	1,905.7	1,945.5	2,114.6	1,801.7	1,250.0	1,188.7	1,830.6	1,799.4	7,767.5	6,068.7	7,806.8
	YoY	[%]	2.9%	5.3%	-0.6%	-5.7%	-34.4%	-38.9%	-13.4%	-0.1%	0.4%	-21.9%	28.6%
	ASK	[백만·인·km]	24,570	25,287	26,144	25,170	19,694	18,363	24,924	25,462	101,108	88,443	101,337
	YoY	[%]	0.5%	1.8%	1.6%	1.0%	-19.8%	-27.4%	-4.7%	1.2%	1.2%	-12.5%	14.6%
	RPK	[백만·인·km]	19,703	20,871	21,714	20,838	14,395	14,077	19,670	20,888	83,273	69,030	83,707
	YoY	[%]	1.8%	4.1%	3.2%	5.5%	-26.9%	-32.6%	-9.4%	0.2%	3.8%	-17.1%	21.3%
	L/F	[%]	80.2%	82.5%	83.1%	82.8%	73.1%	76.7%	78.9%	82.0%	82.4%	78.0%	82.6%
	YoY	[%pt]	1.0%	1.8%	1.3%	3.5%	-7.1%	-5.9%	-4.1%	-0.8%	2.1%	-4.3%	4.6%
	Yield	[원/km]	96.7	93.2	97.4	86.5	86.8	84.4	93.1	86.1	93.3	87.9	93.3
	YoY	[%]	1.0%	1.2%	-3.7%	-10.6%	-10.2%	-9.4%	-4.4%	-0.4%	-3.3%	-5.8%	6.1%
화물	매출액	[십억원]	644.6	630.0	640.1	642.7	710.6	694.6	665.9	678.4	2,557.4	2,749.5	2,832.8
	YoY	[%]	-7.6%	-11.6%	-15.1%	-24.2%	10.2%	10.3%	4.0%	5.6%	-15.1%	7.5%	3.0%
	AFTK	[백만·톤·km]	2,603	2,537	2,575	2,765	2,421	2,359	2,652	2,820	10,480	10,253	10,407
	YoY	[%]	-0.7%	-4.8%	-5.1%	-2.1%	-7.0%	-7.0%	3.0%	2.0%	-3.2%	-2.2%	1.5%
	RTK	[백만·톤·km]	1,821	1,781	1,845	2,035	1,894	1,870	1,900	2,116	7,482	7,781	7,936
	YoY	[%]	-9.4%	-12.0%	-11.3%	-6.7%	4.0%	5.0%	3.0%	4.0%	-9.8%	4.0%	2.0%
	L/F	[%]	70.0%	70.2%	71.7%	73.6%	78.2%	79.3%	71.7%	75.0%	71.4%	75.9%	76.3%
	YoY	[%pt]	-6.7%	-5.7%	-5.0%	-3.7%	8.3%	9.1%	0.0%	1.4%	-5.2%	4.5%	0.4%
	Yield	[원/km]	354.0	353.7	346.9	315.8	375.2	371.4	350.4	320.6	341.8	353.4	356.9
	YoY	[%]	1.9%	0.4%	-4.4%	-18.7%	6.0%	5.0%	1.0%	1.5%	-5.9%	3.4%	1.0%
영업비용		[십억원]	2,998.3	3,219.6	3,286.5	2,921.5	2,763.7	2,604.8	2,945.0	2,953.5	12,425.9	11,266.9	12,184.5
YoY		[%]	2.1%	5.9%	5.5%	-11.2%	-7.8%	-19.1%	-10.4%	1.1%	0.4%	-9.3%	8.1%
영역이익		[십억원]	140.6	-98.6	96.4	119.1	-203.9	-167.5	193.6	118.8	257.5	-59.0	901.7
YoY		[%]	-15.5%	적전	-76.0%	2100.3%	적전	적지	100.8%	-0.2%	-59.8%	적전	흑전
OPM		[%]	4.5%	-3.2%	2.9%	3.9%	-8.0%	-6.9%	6.2%	3.9%	2.0%	-0.5%	6.9%

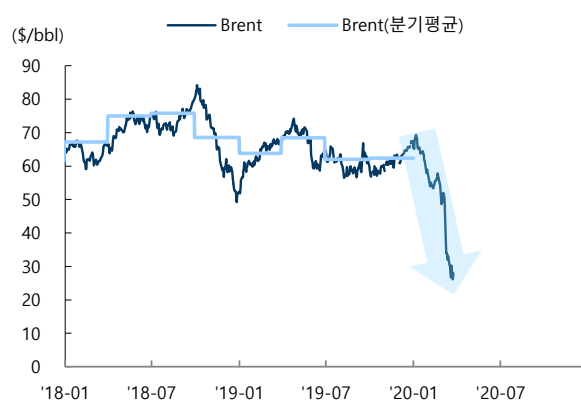
자료: 리서치센터

그림2. 원/달러 추이



자료: Bloomberg, 리서치센터

그림3. 유가 추이



자료: Bloomberg, 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,750	3,575	3,409	3,916
현금 및 현금성자산	1,504	816	813	1,056
단기금융자산	266	930	948	967
매출채권	883	900	795	928
재고자산	918	713	630	736
비유동자산	22,092	23,439	22,899	22,674
유형자산	20,098	21,310	20,798	20,598
무형자산	301	295	267	242
자산총계	25,843	27,014	26,308	26,591
유동부채	7,557	8,777	8,601	8,749
매입채무	154	196	174	203
단기차입금	732	763	763	763
유동성장기부채	3,589	4,507	4,507	4,507
비유동부채	15,123	15,456	15,621	15,242
사채	1,519	2,017	1,882	1,353
장기차입금	9,899	9,737	10,037	10,187
부채총계	22,680	24,233	24,222	23,991
자배주주지분	3,040	2,656	1,956	2,474
자본금	480	480	480	480
자본잉여금	946	720	720	720
이익잉여금	213	-346	-971	-377
기타자본항목	73	73	73	73
비자배주주지분	123	125	131	125
자본총계	3,163	2,781	2,087	2,599

현금흐름표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	2,793	2,334	1,764	2,802
당기순이익	-161	-623	-619	588
유형자산감가상각비	1,721	2,054	2,213	2,150
무형자산상각비	29	29	28	25
지분법관련손실(이익)	1	0	0	0
투자활동 현금흐름	-658	-1,595	-1,533	-1,784
유형자산의 처분(취득)	-1,198	-1,178	-1,700	-1,950
무형자산의 처분(취득)	1	2	-	-
금융상품의 증감	437	-24	16	262
재무활동 현금흐름	-1,408	-1,447	603	-140
단기금융부채의증감	178	948	-	-
장기금융부채의증감	336	165	-378	-589
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-68	-77	-	-
현금및현금성자산의증감	743	-688	-3	243
기초현금및현금성자산	761	1,504	816	813
기말현금및현금성자산	1,504	816	813	1,056

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	13,012	12,683	11,208	13,086
증가율(%)	7.6	-2.5	-11.6	16.8
매출원가	10,964	11,139	10,115	10,858
매출총이익	2,048	1,544	1,093	2,228
판매비와관리비	1,376	1,287	1,152	1,326
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	671	257	-59	902
증가율(%)	-28.6	-61.6	-122.9	-1,627.7
영업이익률(%)	5.2	2.0	-0.5	6.9
이자수익	41	56	44	51
이자비용	546	618	605	588
지분법이익(손실)	1	0	0	0
기타영업외손익	-395	-528	-160	370
세전계속사업이익	-178	-734	-730	784
법인세비용	-17	-112	-111	196
세전계속이익률(%)	-1.4	-5.8	-6.5	6.0
당기순이익	-161	-623	-619	588
순이익률(%)	-1.2	-4.9	-5.5	4.5
지배주주귀속 순이익	-168	-629	-625	594
기타포괄이익	-232	-58	-75	-75
총포괄이익	-393	-681	-694	513
지배주주귀속총포괄이익	-411	-688	-701	518

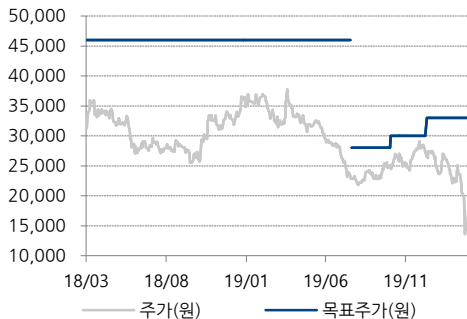
주요투자지표

	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	-1,756	-6,556	-6,516	6,189
BPS	31,677	27,682	20,382	25,788
CFPS	16,488	15,148	16,835	28,853
DPS	250	-	-	-
Valuation(배)				
PER				3.1
PBR	1.0	0.7	0.9	0.7
PCR	2.0	1.3	1.1	0.7
EV/EBITDA	7.1	7.3	7.9	5.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-5.1	-22.1	-27.1	26.8
EBITDA 이익률	18.6	18.5	19.5	23.5
부채비율	717.1	871.5	1,160.8	923.0
순부채비율	441.7	549.4	739.3	568.9
매출채권회전율(x)	14.1	14.2	13.2	15.2
재고자산회전율(x)	16.3	15.6	16.7	19.2

자료 : 대한항공, 하이투자증권 리서치본부

대한항공

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-08-16(담당자변경)	Buy	28,000	1년	-16.3%	-8.8%
2019-10-29	Buy	30,000	1년	-12.2%	-3.0%
2020-01-06	Buy	33,000	1년	-28.6%	-16.7%
2020-03-30	Buy	26,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 하준영, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-

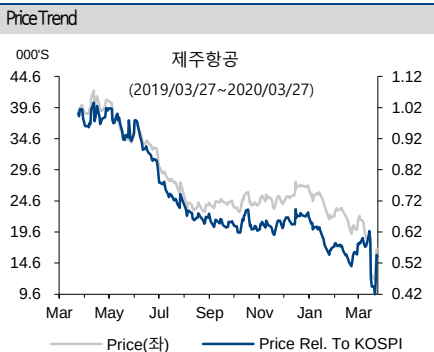
제주항공 (089590)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	23,000 원(하향)
증가(2020/03/27)	16,900 원
상승여력	36.1 %

Stock Indicator	
자본금	132 십억원
발행주식수	2,636만주
시가총액	445 십억원
외국인지분율	4.1%
52 주 주가	12,000~42,300 원
60 일평균거래량	234,579 주
60 일평균거래대금	4.5 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-18.2	-37.4	-30.6	-56.8
상대수익률	-1.8	-15.3	-14.4	-36.8



FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	1,259	1,384	1,093	1,579
영업이익(십억원)	101	-33	-186	123
순이익(십억원)	71	-33	-137	79
EPS(원)	2,689	-1,250	-5,207	2,991
BPS(원)	14,509	12,393	6,320	8,445
PER(배)	12.5			5.7
PBR(배)	2.3	1.4	2.7	2.0
ROE(%)	19.9	-9.3	-55.7	40.5
배당수익률(%)	1.9	3.8	3.8	3.8
EV/EBITDA(배)	4.8	12.2	8.9	1.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[운송/유통]

하준영 (2122-9192) jyha@hi-ib.com

김관효 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

코로나 19 사태 이후를 보자

1Q20 Preview: 덩치가 큰 만큼 비용도 크다

동사의 1Q20 실적은 매출 2,268 억원(YoY -42.3%), 영업적자 731(YoY 적자전환)억원을 시현할 것으로 예상된다. 코로나 19 사태가 당초 예상보다 심각해지면서 항공여객수가 급감했기 때문이다. 국제여객의 경우 ASK(공급)이 YoY 22.0% 감소하고 RPK(수요)는 무려 YoY 36.0% 감소할 것으로 추정한다. 이에 따라 1Q20 탑승률은 항공편 감축에도 불구하고 70% 초반대로 하락할 것으로 예상된다. 수요 부진으로 일드도 YoY 20% 하락해 매출이 YoY 48.8% 감소할 전망이다. 동사는 항공기 운용대수가 45대로 LCC 업체 중 가장 많기 때문에 여객수 감소에 따른 이익감소도 제일 클 것으로 추정한다.

코로나 19와 신용경색으로 높아진 시장의 우려

제주항공이 이스타항공의 지분 51.7%를 인수하기로 한 이후 코로나 19 사태로 항공운송업황이 최악으로 진입했다. 여기에 유가 급락으로 촉발된 글로벌 신용경색 우려까지 더해지면서 동사의 주가는 급락했다. 신용경색으로 동사의 현금흐름에 문제가 생길 가능성도 배제할 수 없기 때문이다. 따라서 동사에 대한 보수적인 접근이 필요하다는 판단이다. 다만, 산업은행과 수출입은행이 이스타항공 인수자금 및 유상증자대금을 2,000 억원 한도에서 지원해줄기로 했기 때문에 이번 위기만 잘 넘기게 된다면 동사는 압도적인 국내 1위 LCC 지위를 이용해 이익이 크게 증가할 것으로 예상된다.

코로나 19 사태 이후를 보자

코로나 19 사태가 안정되면 그 동안 이연 되었던 여행 수요가 폭발하면서 항공여객수가 급증할 것으로 예상된다. 지난해 7 월 일본 불매운동부터 시작된 항공여객수 위축은 2020 년 1 월부터 살아날 조짐이 보였으나 코로나 19 가 급격히 확산되면서 다시 위축되었다. 따라서 글로벌로 확산된 코로나 19 사태가 상반기 중 마무리 된다면 그 동안 억눌렸던 해외여행 수요가 폭발적으로 증가할 전망이다. LCC 중 동사의 레버리지가 가장 큰 만큼 이익 증가폭도 가장 클 것으로 예상된다.

동사에 대한 투자의견 Buy 를 유지한다. 코로나 19 종식 이후 큰 폭의 턴어라운드를 예상하기 때문이다. 다만 코로나 19 로 인한 항공여객수 급감을 반영해 목표주가를 23,000 원으로 하향 조정한다. 목표주가 23,000 원은 2021 년 예상 BPS 8,445 원에 Target P/B 2.7 배를 적용하여 산출하였다. Target P/B 는 과거 3 년 평균 P/B 인 2.7 배를 적용하였다.

표1. 제주항공 1Q20 Preview

(단위: 십억원)

	1Q19	4Q19	당사추정			컨센서스		
			1Q20	YoY	QoQ	1Q20	YoY	QoQ
매출액	392.9	309.4	226.8	-42.3%	-26.7%	212.0	-46.0%	-31.5%
영업이익	57.0	-45.1	-73.1	적자전환	적자지속	-65.4	적자전환	적자지속
OPM	14.5%	-14.6%	-32.2%	-	-	-30.8%	-	-

자료: Quantiwise, 리서치센터

표2. 제주항공 목표주가 산정

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	비고
EPS (원)	239	881	1,454	2,053	2,038	2,954	2,689	-1,250	-5,207	2,991	-
BPS (원)	1,511	2,391	3,639	8,948	10,342	12,643	14,509	12,393	6,320	8,445	-
고점 P/E (배)	n/a	n/a	n/a	25.1	20.1	13.7	19.3	n/a	n/a	9.1	과거 2년간 평균: 19.3
평균 P/E (배)	n/a	n/a	n/a	19.8	15.8	11.3	15.1	n/a	n/a	7.4	과거 2년간 평균: 15.1
저점 P/E (배)	n/a	n/a	n/a	17.8	12.2	8.2	10.3	n/a	n/a	3.7	과거 2년간 평균: 10.3
고점 P/B (배)	-	-	-	5.8	4.0	3.2	3.6	3.8	4.3	3.2	과거 2년간 평균: 3.7
평균 P/B (배)	-	-	-	4.6	3.1	2.7	2.8	2.5	3.5	2.6	과거 2년간 평균: 2.7
저점 P/B (배)	-	-	-	4.1	2.4	1.9	1.9	1.8	1.7	1.3	과거 2년간 평균: 1.9
ROE	17.0%	45.1%	48.2%	30.2%	0.0%	25.8%	19.9%	-9.3%	-55.7%	40.5%	지배주주 순이익 기준
Target P/B (배)										2.7	과거 3년 평균 P/B 배수
적용 BPS (원)										8,445	'21년 예상 BPS
적정주가 (원)										22,379	-
목표주가 (원)										23,000	-
전일 종가 (원)										16,900	-
상승 여력										36.1%	-

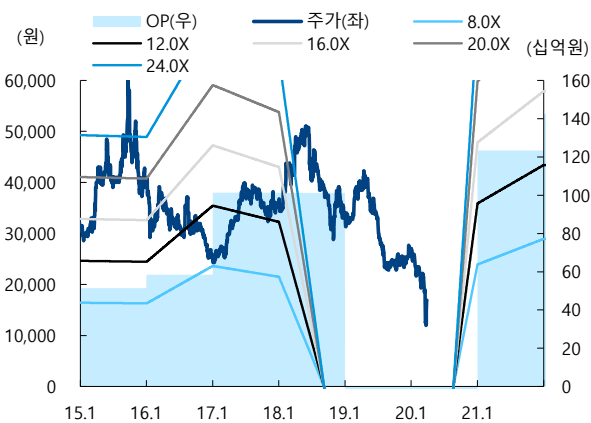
자료: Quantiwise, 리서치센터

표3. Peer Valuation Table

업체명	주가	시가총액 (십억)	P/E(배)			P/B(배)			EV/EBITDA(배)			ROE		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
FSC														
대한항공	18,950	1,816.0	n/a	n/a	n/a	1.0	0.7	0.7	8.3	8.1	6.5	-5.1%	-23.0%	-4.6%
아시아나항공	3,375	753.4	n/a	n/a	n/a	0.9	0.8	0.4	8.7	14.7	7.7	-19.0%	-59.0%	-23.8%
LCC														
제주항공	16,900	445.4	12.5	n/a	n/a	2.3	1.4	1.6	5.2	8.2	9.6	19.9%	-12.4%	-14.0%
진에어	9,770	293.1	13.0	n/a	n/a	2.2	1.2	1.5	3.1	9.8	4.6	0.0%	-13.6%	-15.8%
티웨이항공	2,835	133.2	7.9	n/a	n/a	1.6	0.7	0.8	1.6	32.1	18.7	0.0%	-27.6%	-15.3%
에어부산	2,865	149.2	15.0	n/a	n/a	2.1	1.7	2.4	8.5	n/a	12.6	14.8%	-64.4%	-20.7%

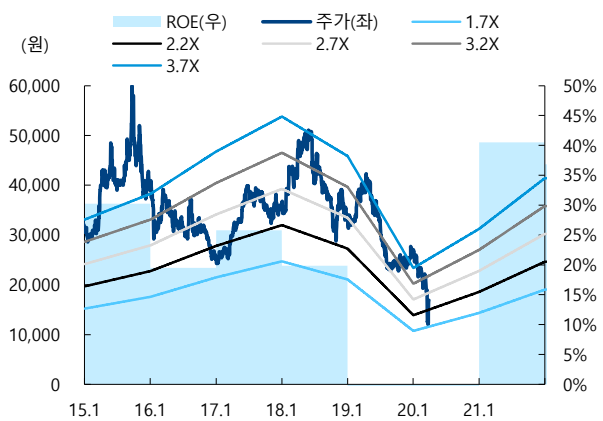
자료: Quantiwise, 리서치센터

그림1. 제주항공 P/E 밴드



자료: Quantiwise, 리서치센터

그림2. 제주항공 P/B 밴드



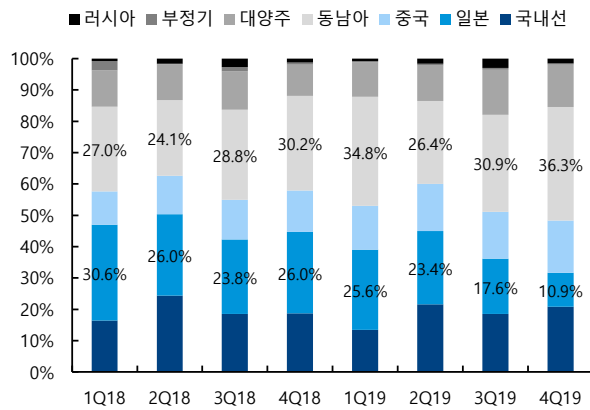
자료: Quantiwise, 리서치센터

표4. 제주항공 실적추이 및 전망

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E	
평균환율	[원/\$]	1125.3	1166.8	1194.1	1175.9	1200.0	1220.0	1200.0	1180.0	1165.8	1200.0	1137.5	
브렌트유	[\$/bbl]	63.8	68.5	62.0	62.4	54.0	35.0	41.0	49.0	64.0	44.4	55.0	
매출액	[십억원]	392.9	313.0	368.8	309.4	226.8	198.9	340.7	326.5	1,384.0	1,092.9	1,579.4	
YoY	[%]	27.3%	10.5%	5.3%	-2.5%	-42.3%	-36.4%	-7.6%	5.5%	9.9%	-21.0%	44.5%	
국내여객	매출액	[십억원]	48.8	60.9	62.6	57.8	30.7	46.3	71.0	65.5	230.1	213.6	227.1
	YoY	[%]	3.8%	-3.9%	4.7%	7.2%	-37.0%	-24.0%	13.4%	13.4%	2.7%	-7.2%	6.3%
	ASK	[백만·인·km]	570.5	627.6	655.5	646.5	473.5	564.9	694.9	691.7	2,500.2	2,425.0	2,495.0
	YoY	[%]	2.3%	4.1%	9.0%	6.5%	-17.0%	-10.0%	6.0%	7.0%	5.5%	-3.0%	2.9%
	RPK	[백만·인·km]	542.3	584.8	607.8	612.8	379.6	467.8	662.5	661.8	2,347.6	2,171.7	2,288.2
	YoY	[%]	3.8%	1.6%	8.4%	7.8%	-30.0%	-20.0%	9.0%	8.0%	5.4%	-7.5%	5.4%
	L/F	[%]	95.1%	93.2%	92.7%	94.8%	80.2%	82.8%	95.3%	95.7%	93.9%	89.6%	91.7%
	YoY	[%pt]	1.3%	-2.2%	-0.5%	1.2%	-14.9%	-10.4%	2.6%	0.9%	-0.1%	-4.3%	2.2%
	Yield	[원/km]	90.0	104.1	103.1	94.3	81.0	98.9	107.2	99.0	98.0	98.3	99.2
	YoY	[%]	0.0%	-5.5%	-3.4%	-0.5%	-10.0%	-5.0%	4.0%	5.0%	-2.6%	0.3%	0.9%
국제여객	매출액	[십억원]	315.0	221.4	270.2	219.9	161.3	118.7	233.0	222.1	1,026.5	735.0	1,198.5
	YoY	[%]	31.5%	12.8%	2.5%	-6.1%	-48.8%	-46.4%	-13.8%	1.0%	9.9%	-28.4%	63.1%
	ASK	[백만·인·km]	5,442.0	5,436.8	6,156.5	5,705.0	4,244.8	3,805.8	5,848.7	5,705.0	22,740.3	19,604.2	22,979.1
	YoY	[%]	34.0%	30.8%	30.2%	18.4%	-22.0%	-30.0%	-5.0%	0.0%	28.0%	-13.8%	17.2%
	RPK	[백만·인·km]	4,798.8	4,368.8	5,234.5	4,803.9	3,071.3	2,927.1	4,606.3	4,851.9	19,206.0	15,456.6	20,155.2
	YoY	[%]	30.9%	20.0%	27.6%	18.2%	-36.0%	-33.0%	-12.0%	1.0%	24.1%	-19.5%	30.4%
	L/F	[%]	88.2%	80.4%	85.0%	84.2%	72.4%	76.9%	78.8%	85.0%	84.5%	78.8%	87.7%
	YoY	[%pt]	-2.0%	-7.3%	-1.7%	-0.2%	-15.8%	-3.4%	-6.3%	0.8%	-2.6%	-5.6%	8.9%
	Yield	[원/km]	65.6	50.7	51.6	45.8	52.5	40.5	50.6	45.8	53.4	47.6	59.5
	YoY	[%]	0.4%	-6.0%	-19.7%	-20.5%	-20.0%	-20.0%	-2.0%	0.0%	-11.4%	-11.0%	25.0%
영업비용	[십억원]	335.9	340.4	386.1	354.5	300.0	279.8	353.0	346.5	1,416.9	1,279.3	1,456.0	
YoY	[%]	28.1%	25.3%	23.6%	13.6%	-10.7%	-17.8%	-8.6%	-2.3%	22.3%	-9.7%	13.8%	
종업원급여	종업원급여	[십억원]	68.0	61.7	70.1	69.6	57.8	60.5	72.2	71.7	269.4	262.2	284.2
	YoY	[%]	37.5%	23.6%	26.7%	27.9%	-15.0%	-2.0%	3.0%	3.0%	28.9%	-2.7%	8.4%
	감가상각비	[십억원]	36.5	37.9	40.3	51.7	40.2	40.0	40.1	41.6	166.4	161.9	192.8
	YoY	[%]	393.2%	398.4%	296.7%	366.2%	10.2%	5.3%	-0.5%	-19.4%	359.0%	-2.7%	19.1%
	임차료	[십억원]	10.1	10.1	11.3	2.7	10.6	10.6	11.3	11.0	34.2	43.4	46.3
	YoY	[%]	-68.9%	-69.7%	-69.1%	-92.6%	5.0%	5.0%	0.0%	300.0%	-75.5%	27.0%	6.8%
	연료유류비	[십억원]	90.3	100.2	111.0	101.3	68.9	45.6	76.1	84.7	402.7	275.3	358.0
	YoY	[%]	26.7%	27.6%	18.8%	5.7%	-23.7%	-54.5%	-31.4%	-16.4%	18.8%	-31.6%	30.1%
	정비비	[십억원]	28.8	29.3	37.3	28.6	29.6	30.2	37.6	32.9	123.9	130.3	142.8
	YoY	[%]	36.5%	63.5%	9.0%	22.6%	3.0%	3.0%	1.0%	15.0%	28.4%	5.2%	9.6%
공항관련비	[십억원]	58.4	58.4	67.2	53.1	49.7	49.6	65.2	54.7	237.1	219.1	240.5	
	YoY	[%]	23.0%	6.6%	49.1%	-0.9%	-15.0%	-15.0%	-3.0%	3.0%	18.0%	-7.6%	9.8%
영역이익	[십억원]	57.0	-27.4	-17.4	-45.1	-73.1	-80.9	-12.4	-20.0	-32.9	-186.4	123.4	
YoY	[%]	22.7%	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적전	적지	흑전	
OPM	[%]	14.5%	-8.8%	-4.7%	-14.6%	-32.2%	-40.7%	-3.6%	-6.1%	-2.4%	-17.1%	7.8%	

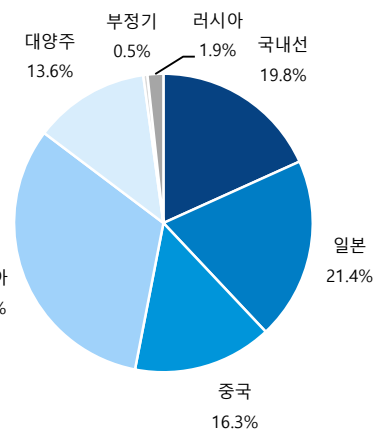
자료:리서치센터

그림3. 제주항공 여객매출 구성(분기)



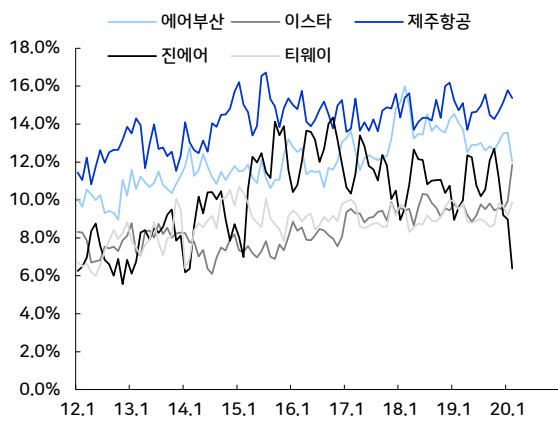
자료: 제주항공, 리서치센터

그림4. 제주항공 여객매출 구성(2019년)



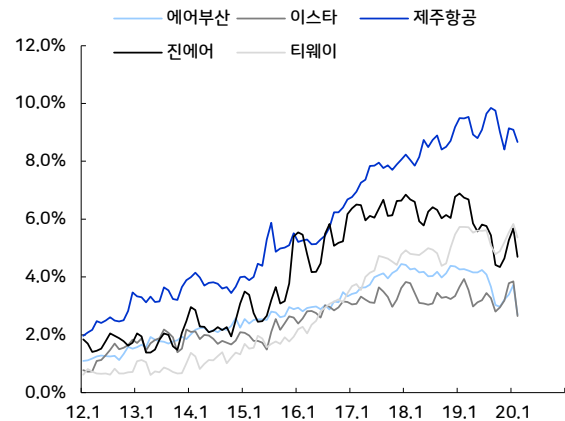
자료: 제주항공, 리서치센터

그림5. LCC 업체 국내선 시장점유율 추이



자료: 인천공항, 공항공사, 리서치센터

그림6. LCC 업체 국제선 시장점유율 추이



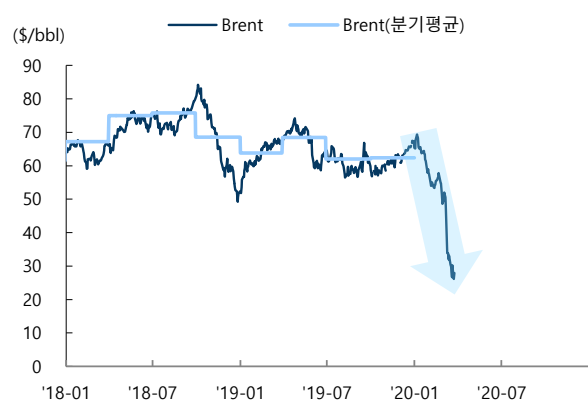
자료: 인천공항, 공항공사, 리서치센터

그림7. 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 리서치센터

그림8. 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	478	420	310	445
현금 및 현금성자산	223	221	121	221
단기금융자산	113	45	50	54
매출채권	59	64	51	74
재고자산	12	13	10	14
비유동자산	553	1,059	954	877
유형자산	331	833	726	647
무형자산	24	28	30	31
자산총계	1,032	1,479	1,265	1,321
유동부채	403	492	498	505
매입채무	1	1	1	1
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	15	98	98	98
비유동부채	246	660	601	595
사채	-	-	-	-
장기차입금	99	494	435	429
부채총계	649	1,152	1,099	1,099
자배주주지분	382	327	167	223
자본금	132	132	132	132
자본잉여금	90	90	90	90
이익잉여금	163	113	-42	20
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비자배주주지분	-	0	-1	0
자본총계	382	326	166	222

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,259	1,384	1,093	1,579
증가율(%)	26.4	9.9	-21.0	44.5
매출원가	1,016	1,260	1,156	1,280
매출총이익	244	124	-63	300
판매비와관리비	143	157	123	176
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	101	-33	-186	123
증가율(%)	-0.1	-132.5	466.6	-166.2
영업이익률(%)	8.0	-2.4	-17.1	7.8
이자수익	4	3	2	3
이자비용	1	30	27	26
지분법이익(손실)	-	0	0	0
기타영업외손익	-7	-13	-5	-5
세전계속사업이익	93	-47	-198	114
법인세비용	22	-14	-60	34
세전계속이익률(%)	7.4	-3.4	-18.1	7.2
당기순이익	71	-33	-138	79
순이익률(%)	5.6	-2.4	-12.6	5.0
지배주주귀속 순이익	71	-33	-137	79
기타포괄이익	-6	-6	-6	-6
총포괄이익	65	-39	-144	73
지배주주귀속총포괄이익	65	-39	-143	73

현금흐름표

(단위:십억원)	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	121	87	168	305
당기순이익	71	-33	-138	79
유형자산감가상각비	29	88	267	229
무형자산상각비	7	9	10	11
지분법관련손실(이익)	-	0	0	0
투자활동 현금흐름	-6	-518	-160	-151
유형자산의 처분(취득)	-153	-590	-160	-150
무형자산의 처분(취득)	7	12	12	12
금융상품의 증감	-15	-69	-95	105
재무활동 현금흐름	5	81	43	13
단기금융부채의증감	-40	83	-	-
장기금융부채의증감	395	-59	-6	-91
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-16	-17	-17	-17
현금및현금성자산의증감	119	-1	-100	100
기초현금및현금성자산	104	223	221	121
기말현금및현금성자산	223	221	121	221

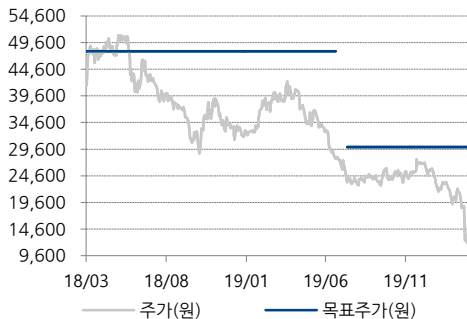
주요투자지표

	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	2,689	-1,250	-5,207	2,991
BPS	14,509	12,393	6,320	8,445
CFPS	4,064	2,407	5,302	12,080
DPS	650	650	650	650
Valuation(배)				
PER	12.5			5.7
PBR	2.3	1.4	2.7	2.0
PCR	8.3	7.0	3.2	1.4
EV/EBITDA	4.8	12.2	8.9	1.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	19.9	-9.3	-55.7	40.5
EBITDA 이익률	10.9	4.6	8.3	23.0
부채비율	169.8	353.0	663.1	494.9
순부채비율	-57.8	99.9	218.6	113.1
매출채권회전율(x)	24.2	22.5	18.9	25.4
재고자산회전율(x)	120.4	114.2	96.2	128.9

자료 : 제주항공, 하이투자증권 리서치본부

제주항공

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-08-07(담당자변경)	Buy	30,000	1년	-21.8%	-7.7%
2020-03-30	Buy	23,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 하준영, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-

진에어 (272450)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	13,000 원(하향)
증가(2020/03/27)	9,770 원
상승여력	33.1 %

Stock Indicator	
자본금	30 십억원
발행주식수	3,000만주
시가총액	293 십억원
외국인지분율	1.7%
52 주 주가	5,420~29,000 원
60 일평균거래량	294,986 주
60 일평균거래대금	3.2 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-23.4	-35.9	-35.7	-56.0
상대수익률	-7.0	-13.9	-19.5	-36.0

Price Trend



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	1,011	910	690	1,048
영업이익(십억원)	63	-49	-145	87
순이익(십억원)	44	-57	-118	56
EPS(원)	1,482	-1,888	-3,923	1,859
BPS(원)	8,873	6,536	2,483	4,054
PER(배)	13.0			5.3
PBR(배)	2.2	1.5	3.9	2.4
ROE(%)	17.9	-24.5	-87.0	56.9
배당수익률(%)	1.6	3.1	3.1	3.1
EV/EBITDA(배)	2.6	-	-	3.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[운송/유통]

하준영 (2122-9192) jyha@hi-ib.com

김관효 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

두 가지 희망: 코로나 19 사태 안정과 국토부 제재 해제

1Q20 Preview: 설상가상(雪上加霜)

동사의 1Q20 실적은 매출 1,486 억원(YoY -48.8%), 영업적자 631 억원(YoY 적자전환)을 시현할 것으로 예상된다. 1Q20 코로나 19 사태로 항공여객 수요가 급감했기 때문이다. 1Q20 국제여객 ASK(공급)은 YoY -31.0%, RPK(수요)는 YoY -43.0%를 기록했을 것으로 추정한다. 이에 따라 탑승률은 73.1%로 YoY 15.4%pt 하락했을 것으로 예상된다. 동사는 대형 기재를 가지고 있어 호황기에는 이익 레버리지가 크게 발생하지만 현재와 같이 항공여객수가 급감하면 그 만큼 고정비도 크게 발생 것으로 판단한다.

긍정적인 부분은 동사의 2019 년 말 기준 현금성 자산은 2,971 억원으로 우량한 재무구조를 가지고 있다는 점이다. 이에 따라 코로나 19 사태에서 상대적으로 재무 안정성이 돋보일 것으로 예상된다,

두 가지 희망: 코로나 19 사태 안정과 국토부 제재 해제

진에어의 주가 상승 모멘텀은 크게 두 가지가 있다는 판단이다. 첫 번째는 코로나 19 사태의 안정이다. 코로나 19 사태가 안정되면 지난해 7 월 일본 불매운동 이후 억눌려왔던 여행 소비가 폭발하면서 항공여객수요가 급증할 것으로 예상된다. 두 번째는 국토부의 제재 해제이다. 국토부의 제재로 신규 노선 확대가 불가능해 이번 코로나 19 사태에서 경쟁사대비 타격이 덜 한 것도 사실이다. 하지만 국토부의 제재로 외형 성장이 불가능해지면서 동사의 시장 점유율도 하락했다. 동사의 국제선 시장 점유율은 2019 년 1 월 6.9%를 고점으로 지속 하락하고 있다. 따라서 국토부의 제재가 해제된다면 동사는 신규 기재 도입으로 시장점유율을 끌어올릴 수 있을 것으로 예상된다. 다만, 코로나 19 사태로 항공여객이 급감한 상황이라 단기 현금흐름에 문제가 발생할 가능성도 있어 당장은 보수적인 접근이 필요하다는 판단이다.

동사에 대한 투자 의견 Buy 를 유지하지만 코로나 19 사태에 따른 2020 년 이익추정치 변경으로 목표주가를 13,000 원으로 하향조정한다. 목표주가 13,000 원은 동사의 이익이 정상화될 것으로 예상하는 2021 년 BPS 4,054 원에 Target P/B 3.1 배를 적용하여 산출하였다. Target P/B 는 동사의 과거 3 년 평균 P/B 3.1 배를 적용하였다.

표1. 진에어 1Q20 Preview

(단위: 십억원)

	1Q19	4Q19	당사추정			컨센서스		
			1Q20	YoY	QoQ	1Q20	YoY	QoQ
매출액	290.1	182.2	148.6	-48.8%	-18.4%	214.9	-25.9%	18.0%
영업이익	50.9	-60.1	-63.1	적자전환	적자지속	-11.2	적자전환	적자지속
OPM	17.6%	-33.0%	-42.5%	-	-	-5.2%	-	-

자료: Quantiwise, 리서치센터

표2. 진에어 목표주가 산정

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	비고
EPS (원)	156	484	841	1,457	2,721	1,482	-1,888	-3,923	1,859	-
BPS (원)	3,290	5,556	9,509	14,428	7,727	8,873	6,536	2,483	4,054	-
고점 P/E (배)	-	-	-	-	10.9	23.1	n/a	n/a	10.9	과거 3년간 평균: 17.0
평균 P/E (배)	-	-	-	-	9.9	17.4	n/a	n/a	8.8	과거 3년간 평균: 13.6
저점 P/E (배)	-	-	-	-	9.4	11.1	n/a	n/a	3.2	과거 3년간 평균: 10.3
고점 P/B (배)	-	-	-	-	3.8	3.9	4.8	8.7	5.6	과거 3년간 평균: 4.2
평균 P/B (배)	-	-	-	-	3.5	2.9	2.8	7.0	4.5	과거 3년간 평균: 3.1
저점 P/B (배)	-	-	-	-	3.3	1.9	2.0	2.6	1.6	과거 3년간 평균: 2.4
ROE	27.2%	54.8%	55.8%	60.9%	47.8%	17.9%	-24.5%	-97.4%	62.0%	지배주주 순이익 기준
Target P/B (배)									3.1	과거 3년 평균 P/B 배수
적용 BPS (원)									4,054	'21년 예상 BPS
적정주가 (원)									12,567	-
목표주가 (원)									13,000	-
전일 증가 (원)									9,770	-
상승 여력									33.1%	-

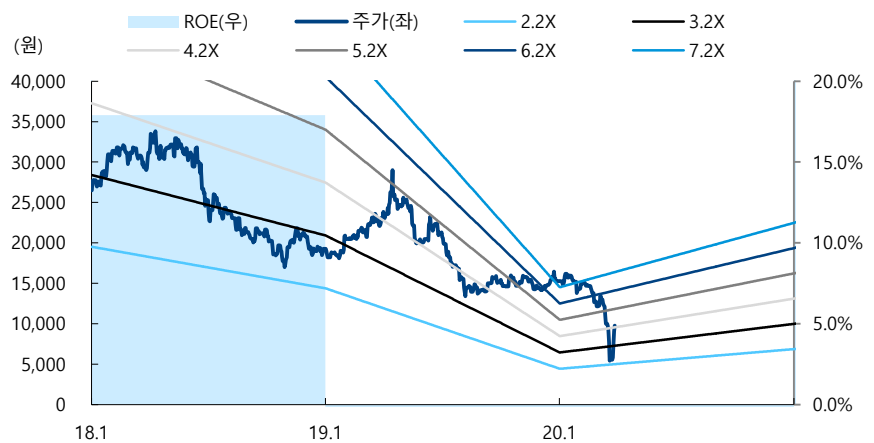
자료: Quantiwise, 리서치센터

표3. Peer Valuation Table

업체명	주가	시가총액 (십억)	P/E(배)			P/B(배)			EV/EBITDA(배)			ROE		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
FSC														
대한항공	18,950	1,816.0	n/a	n/a	n/a	1.0	0.7	0.7	8.3	8.1	6.5	-5.1%	-23.0%	-4.6%
아시아나항공	3,375	753.4	n/a	n/a	n/a	0.9	0.8	0.4	8.7	14.7	7.7	-19.0%	-59.0%	-23.8%
LCC														
제주항공	16,900	445.4	12.5	n/a	n/a	2.3	1.4	1.6	5.2	8.2	9.6	19.9%	-12.4%	-14.0%
진에어	9,770	293.1	13.0	n/a	n/a	2.2	1.2	1.5	3.1	9.8	4.6	0.0%	-13.6%	-15.8%
티웨이항공	2,835	133.2	7.9	n/a	n/a	1.6	0.7	0.8	1.6	32.1	18.7	0.0%	-27.6%	-15.3%
에어부산	2,865	149.2	15.0	n/a	n/a	2.1	1.7	2.4	8.5	n/a	12.6	14.8%	-64.4%	-20.7%

자료: Quantiwise, 리서치센터

그림1. 진에어 P/B 밴드



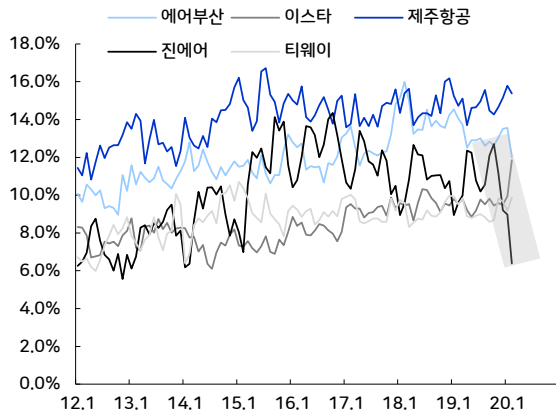
자료: Quantiwise, 리서치센터

표4. 진에어 실적추이 및 전망

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
평균환율	[원/\$]	1125.3	1166.8	1194.1	1175.9	1200.0	1220.0	1200.0	1180.0	1165.8	1200.0	1137.5
브렌트유	[\$/bbl]	63.8	68.5	62.0	62.4	54.0	35.0	41.0	49.0	64.2	44.4	55.0
매출액	[십억원]	290.1	214.0	223.9	182.2	148.6	129.8	212.1	199.9	910.2	690.4	1,048.1
YoY	[%]	3.7%	-5.5%	-18.8%	-20.4%	-48.8%	-39.4%	-5.2%	9.7%	-10.0%	-24.1%	51.8%
국내여객	매출액 [십억원]	30.5	50.5	45.6	45.5	20.0	33.6	49.3	51.1	172.1	154.0	185.8
YoY	[%]	-1.3%	-8.7%	2.7%	24.1%	-34.3%	-33.5%	8.2%	12.4%	2.9%	-10.5%	20.6%
ASK	[백만·인km]	288.0	422.0	397.0	398.0	250.6	337.6	408.9	409.9	300.7	405.1	417.1
YoY	[%]	-3.4%	-7.5%	5.6%	18.5%	-13.0%	-20.0%	3.0%	3.0%	-26.7%	34.7%	3.0%
RPK	[백만·인km]	276.0	392.0	355.0	372.4	201.5	274.4	369.2	391.0	272.0	370.4	387.7
YoY	[%]	0.4%	-7.3%	2.3%	16.4%	-27.0%	-30.0%	4.0%	5.0%	-30.4%	36.2%	4.6%
L/F	[%]	95.8%	92.9%	89.4%	93.6%	80.4%	81.3%	90.3%	95.4%	90.5%	91.4%	92.9%
YoY	[%pt]	3.6%	0.1%	-2.9%	-1.7%	-15.4%	-11.6%	0.9%	1.8%	-4.9%	1.0%	1.5%
Yield	[원/km]	110.4	128.8	128.5	122.2	99.3	122.4	133.6	130.7	109.3	140.7	133.6
YoY	[%]	-1.7%	-1.5%	0.3%	6.6%	-10.0%	-5.0%	4.0%	7.0%	-16.4%	28.8%	-5.0%
국제여객	매출액 [십억원]	241.2	148.1	161.6	123.9	110.0	80.9	145.7	135.2	674.8	471.8	784.3
YoY	[%]	1.8%	-4.2%	-25.5%	-29.4%	-54.4%	-45.4%	-9.8%	9.1%	-13.9%	-30.1%	66.3%
ASK	[백만·인km]	3,791.0	3,115.0	3,408.0	2,913.0	2,615.8	2,180.5	3,237.6	2,913.0	13,227.0	10,946.9	13,931.5
YoY	[%]	5.1%	9.8%	-8.5%	-13.0%	-31.0%	-30.0%	-5.0%	0.0%	-2.1%	-17.2%	27.3%
RPK	[백만·인km]	3,354.0	2,568.0	2,757.0	2,438.0	1,911.8	1,669.2	2,536.4	2,486.8	11,117.0	8,604.2	11,795.4
YoY	[%]	6.2%	8.9%	-9.3%	-13.0%	-43.0%	-35.0%	-8.0%	2.0%	-2.1%	-22.6%	37.1%
L/F	[%]	88.5%	82.4%	80.9%	83.7%	73.1%	76.6%	78.3%	85.4%	84.0%	78.6%	84.7%
YoY	[%pt]	0.9%	-0.7%	-0.7%	0.0%	-15.4%	-5.9%	-2.6%	1.7%	0.0%	-5.4%	6.1%
Yield	[원/km]	71.9	57.7	58.6	50.8	57.5	48.4	57.4	54.4	60.7	54.8	66.5
YoY	[%]	-4.2%	-12.0%	-17.9%	-18.8%	-20.0%	-16.0%	-2.0%	7.0%	-12.0%	-9.7%	21.3%
영업비용	[십억원]	239.1	240.7	237.0	242.3	211.7	191.2	217.0	215.4	959.0	835.4	960.8
YoY	[%]	5.5%	9.3%	-5.2%	-3.4%	-11.4%	-20.5%	-8.4%	-11.1%	1.2%	-12.9%	15.0%
연료유류비	[십억원]	70.3	71.3	72.9	61.9	47.7	28.2	46.6	49.6	276.4	172.1	248.2
YoY	[%]	1.0%	9.3%	-10.2%	-21.9%	-32.2%	-60.4%	-36.1%	-20.0%	-6.4%	-37.7%	44.2%
임차료 및 감가상각비	[십억원]	29.8	30.0	30.3	30.1	30.2	30.3	30.6	30.4	120.3	121.5	124.0
YoY	[%]	3.3%	1.5%	-4.0%	-7.8%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	-2.0%	1.1%	2.0%
정비비	[십억원]	26.4	25.4	25.5	47.4	32.0	30.0	32.9	30.8	124.8	125.7	129.5
YoY	[%]	4.6%	5.8%	-5.9%	87.3%	21.0%	18.0%	29.0%	-35.0%	22.7%	0.8%	3.0%
인건비	[십억원]	37.3	37.4	35.0	37.3	37.3	35.7	36.4	38.1	146.9	147.5	163.2
YoY	[%]	19.8%	12.8%	3.5%	-1.7%	0.0%	-4.5%	4.1%	2.2%	8.1%	0.4%	10.6%
공항관련비	[십억원]	42.9	45.1	40.8	34.8	36.4	38.3	39.6	35.9	163.6	150.2	172.8
YoY	[%]	10.3%	22.7%	-1.9%	-17.5%	-15.0%	-15.0%	-3.0%	3.0%	2.6%	-8.2%	15.0%
지급수수료	[십억원]	9.9	9.7	9.2	10.0	8.4	9.0	9.5	10.3	38.9	37.2	38.9
YoY	[%]	-3.9%	3.1%	-10.3%	-12.2%	-15.0%	-7.2%	3.0%	3.0%	-6.2%	-4.2%	4.6%
영역이익	[십억원]	50.9	-26.6	-13.1	-60.1	-63.1	-61.5	-4.9	-15.5	-48.8	-144.9	87.3
YoY	[%]	-4.1%	적전	적전	적지	적전	적지	적지	적지	적전	적지	흑전
OPM	[%]	17.6%	-12.4%	-5.8%	-33.0%	-42.5%	-47.4%	-2.3%	-7.7%	-5.4%	-21.0%	8.3%

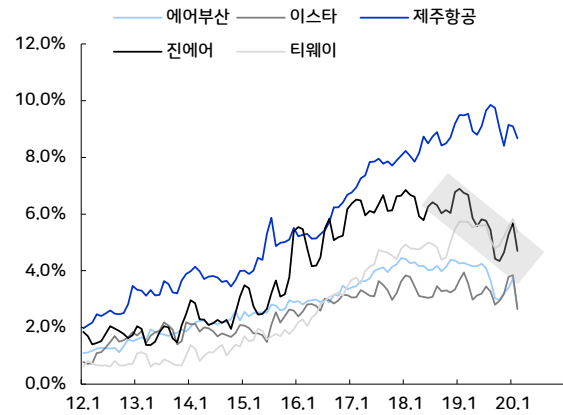
자료:리서치센터

그림2. LCC 업체 국내선 시장점유율 추이



자료: 인천공항, 공항공사, 리서치센터

그림3. LCC 업체 국제선 시장점유율 추이



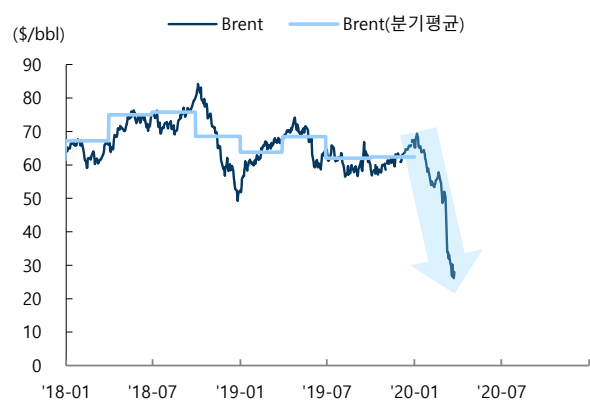
자료: 인천공항, 공항공사, 리서치센터

그림4. 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 리서치센터

그림5. 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	427	351	232	217
현금 및 현금성자산	57	48	75	89
단기금융자산	316	252	114	72
매출채권	32	29	22	33
재고자산	1	1	1	1
비유동자산	93	359	407	482
유형자산	29	305	349	427
무형자산	7	-3	2	-1
자산총계	520	710	639	699
유동부채	234	244	255	268
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	20	270	310	310
사채	-	-	-	-
장기차입금	10	260	300	300
부채총계	253	514	565	577
자배주주지분	266	196	75	122
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	92	92	92	92
이익잉여금	145	79	-47	0
기타자본항목	-	-	-	-
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	266	196	75	122

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,011	910	690	1,048
증가율(%)	13.8	-9.9	-24.1	51.8
매출원가	865	878	777	869
매출총이익	146	32	-86	179
판매비와관리비	83	81	59	92
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	63	-49	-145	87
증가율(%)	-35.0	-177.5	196.8	-160.2
영업이익률(%)	6.2	-5.4	-21.0	8.3
이자수익	8	10	6	5
이자비용	3	17	19	19
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-7	-13	1	1
세전계속사업이익	62	-69	-157	74
법인세비용	17	-12	-39	19
세전계속이익률(%)	6.1	-7.6	-22.7	7.1
당기순이익	44	-57	-118	56
순이익률(%)	4.4	-6.2	-17.0	5.3
지배주주귀속 순이익	44	-57	-118	56
기타포괄이익	-5	-5	-5	-5
총포괄이익	40	-61	-122	51
지배주주귀속총포괄이익	40	-61	-122	51

현금흐름표

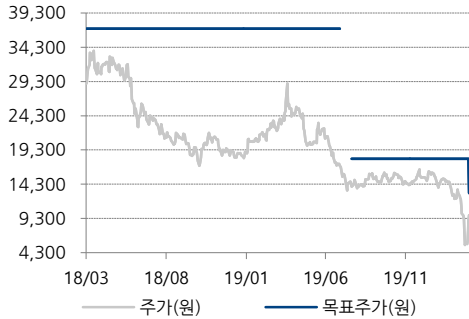
(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	55	-28	-74	94
당기순이익	44	-57	-118	56
유형자산감가상각비	18	4	37	42
무형자산상각비	1	10	-5	3
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-12	-212	64	-73
유형자산의 처분(취득)	-1	-280	-80	-120
무형자산의 처분(취득)	2	-	-	-
금융상품의 증감	20	-73	-112	-28
재무활동 현금흐름	-28	-12	-12	-12
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	250	40	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-8	-9	-9	-9
현금및현금성자산의증감	15	-10	27	14
기초현금및현금성자산	42	57	48	75
기말현금및현금성자산	57	48	75	89

주요투자지표

	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	1,482	-1,888	-3,923	1,859
BPS	8,873	6,536	2,483	4,054
CFPS	2,134	-1,424	-2,865	3,347
DPS	300	300	300	300
Valuation(배)				
PER	13.0			5.3
PBR	2.2	1.5	3.9	2.4
PCR	9.0	-6.9	-3.4	2.9
EV/EBITDA	2.6	-	-	3.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	17.9	-24.5	-87.0	56.9
EBITDA 이익률	8.2	-3.8	-16.4	12.6
부채비율	95.2	261.9	758.1	474.6
순부채비율	-136.4	-20.6	149.3	114.3
매출채권회전율(x)	32.2	29.9	27.2	38.0
재고자산회전율(x)	1,127.1	682.1	620.9	867.8

자료 : 진에어, 하이투자증권 리서치본부

진에어
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-08-16(담당자변경)	Buy	18,000	1년	-20.9%	-8.6%
2020-03-30	Buy	13,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 하준영, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	90.5%	9.5%	-

티웨이항공 (091810)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	4,200 원(하향)
증가(2020/03/27)	2,835 원
상승여력	48.1 %

Stock Indicator	
자본금	23십억원
발행주식수	4,697만주
시가총액	133십억원
외국인지분율	0.3%
52 주 주가	2,060~8,400 원
60 일평균거래량	368,391 주
60 일평균거래대금	1.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-27.1	-50.6	-41.6	-63.9
상대수익률	-10.7	-28.5	-25.4	-44.0



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	732	810	645	949
영업이익(십억원)	48	-19	-109	75
순이익(십억원)	38	-46	-115	32
EPS(원)	806	-981	-2,448	687
BPS(원)	4,805	3,746	1,220	1,830
PER(배)	9.3			4.1
PBR(배)	1.6	0.8	2.3	1.5
ROE(%)	33.6	-22.9	-98.6	45.1
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	1.6	-	-	5.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[운송/유통]

하준영 (2122-9192) jyha@hi-ib.com

김관효 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

피해갈 수 없는 코로나 19 여파

1Q20 Preview: 피해갈 수 없는 코로나 19 여파

동사의 1Q20 실적은 매출 1,376 억원(YoY -42.9%), 영업적자 448 억원(YoY 적자전환)을 시현할 것으로 예상된다. 코로나 19 여파로 항공여객수요가 급감했기 때문이다. 1 월까지만 하더라도 살아나는 듯 보였던 항공여객 수요는 코로나 19가 국내에 확산되면서 2 월부터 급감하였다. 3 월에는 미국과 유럽 등 각국으로 확산되면서 여행 수요 자체가 크게 위축되었다. 이에 따라 국제선 1Q20 ASK(공급)은 YoY 15.0% 감소했고, RPK(수요)는 YoY 28.0% 급감해 탑승률(L/F)은 74.4%까지 하락할 것으로 추정한다. 동사는 주 4 일 근무, 희망 무급휴직 시행 등으로 고정비를 줄이고 있으나 수요 급감에 따른 매출감소폭이 너무 크다는 판단이다.

대형기 도입으로 성장을 모색한다

티웨이항공은 대형기 도입으로 코로나 19 사태 이후를 준비하고 있다. 이미 지난 2 월 국토부가 진행한 국제항공운수권 배분에서 인천-시드니 노선 운수권을 배분 받았다. 이를 위해 티웨이항공은 2025 년까지 대형기 10 대를 도입한다는 계획이다. 다만, 장거리 노선에서 LCC의 수익성이 아직 검증되지 않은 만큼 주의가 필요하다는 판단이다.

동사에 대한 투자 의견 Buy 를 유지하지만 목표주가를 4,200 원으로 하향 조정한다. 투자 의견 Buy 를 유지하는 이유는 코로나 19 사태가 안정되면 그 동안 지연되었던 여행 수요가 폭발하면서 항공여객수가 급증할 것으로 예상하기 때문이다. 목표주가 4,200 원은 2021 년 예상 BPS 1,830 원에 Target P/B 2.3 배를 적용하여 산출하였다. Target P/B 2.3 배는 국내 LCC 업체인 제주항공과 진에어의 과거 3 년 평균 P/B 를 20% 할인하여 산정하였다.

표1. 티웨이항공 1Q20 Review

(단위: 십억원)

	1Q19	4Q19	당사추정			컨센서스		
			1Q20	YoY	QoQ	1Q20	YoY	QoQ
매출액	241.1	184.9	137.6	-42.9%	-25.6%	200.6	-16.8%	8.5%
영업이익	37.3	-21.0	-44.8	적자전환	적자지속	-18.7	-150.1%	-11.0%
OPM	15.5%	-11.4%	-32.6%	-	-	-9.3%	-	-

자료: Quantiwise, 리서치센터

표2. 티웨이항공 목표주가 산정

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	비고
EPS (원)	-449	871	209	81	59	1,174	945	-981	-2,448	687	-
BPS (원)	-853	-299	-127	-47	-48	1,080	4,805	3,746	1,220	1,830	-
고점 P/E (배)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	13.0	n/a	n/a	8.4	과거 2년간 평균: 13.0
평균 P/E (배)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9.5	n/a	n/a	6.5	과거 2년간 평균: 9.5
저점 P/E (배)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6.8	n/a	n/a	2.9	과거 2년간 평균: 6.8
고점 P/B (배)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.6	2.4	4.7	3.1	과거 2년간 평균: 2.5
평균 P/B (배)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.9	1.7	3.7	2.4	과거 2년간 평균: 1.8
저점 P/B (배)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.3	1.2	1.6	1.1	과거 2년간 평균: 1.3
ROE	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	16.8%	-22.9%	-98.6%	45.1%	지배주주 순이익 기준
Target P/B (배)										2.3	제주항공, 진에어 평균 P/B 20% 할인
적용 BPS (원)										1,830	'21년 예상 BPS
적정주가 (원)										4,209	-
목표주가 (원)										4,200	-
전일 종가 (원)										2,835	-
상승 여력										48.1%	-

자료: 리서치센터

표3. 국내 항공운송업종 Peer Valuation Table

업체명	주가	시가총액 (십억)	P/E(배)			P/B(배)			EV/EBITDA(배)			ROE		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
FSC														
대한항공	18,950	1,816.0	n/a	n/a	n/a	1.0	0.7	0.7	8.3	8.1	6.5	-5.1%	-23.0%	-4.6%
아시아나항공	3,375	753.4	n/a	n/a	n/a	0.9	0.8	0.4	8.7	14.7	7.7	-19.0%	-59.0%	-23.8%
LCC														
제주항공	16,900	445.4	12.5	n/a	n/a	2.3	1.4	1.6	5.2	8.2	9.6	19.9%	-12.4%	-14.0%
진에어	9,770	293.1	13.0	n/a	n/a	2.2	1.2	1.5	3.1	9.8	4.6	0.0%	-13.6%	-15.8%
티웨이항공	2,835	133.2	7.9	n/a	n/a	1.6	0.7	0.8	1.6	32.1	18.7	0.0%	-27.6%	-15.3%
에어부산	2,865	149.2	15.0	n/a	n/a	2.1	1.7	2.4	8.5	n/a	12.6	14.8%	-64.4%	-20.7%

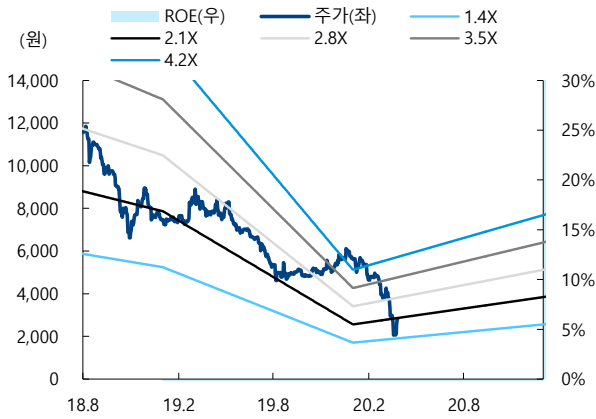
자료: Quantiwise, 리서치센터

표4. 티웨이항공 실적추이 및 전망

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E	
평균환율(원/\$)		1125.3	1166.8	1194.1	1175.9	1200.0	1220.0	1200.0	1180.0	1165.8	1200.0	1137.5	
브렌트유(\$/bbl)		63.8	68.5	62.0	62.4	54.0	35.0	41.0	49.0	64.0	44.4	55.0	
매출액	[십억원]	241.1	181.9	202.6	184.9	137.6	123.2	189.1	195.5	810.5	645.3	949.2	
YoY	[%]	18.3%	12.0%	5.4%	6.7%	-42.9%	-32.3%	-6.7%	5.8%	10.8%	-20.4%	47.1%	
국내여객	매출액	[십억원]	31.9	37.0	36.8	36.6	19.6	27.2	39.3	41.9	142.2	128.1	143.1
YoY	[%]	13.0%	-1.5%	3.6%	10.2%	-38.4%	-26.4%	6.8%	14.5%	5.8%	-10.0%	11.8%	
ASK	[백만·인km]	295.0	302.0	307.0	323.0	236.0	271.8	325.4	345.6	1,227.0	1,178.8	1,214.1	
YoY	[%]	8.1%	2.7%	3.7%	8.0%	-20.0%	-10.0%	6.0%	7.0%	5.6%	-3.9%	3.0%	
RPK	[백만·인km]	276.0	282.0	271.0	306.0	193.2	225.6	295.4	330.5	1,135.0	1,044.7	1,113.7	
YoY	[%]	10.8%	-0.7%	0.4%	10.5%	-30.0%	-20.0%	9.0%	8.0%	5.1%	-8.0%	6.6%	
L/F	[%]	93.6%	93.4%	88.3%	94.7%	81.9%	83.0%	90.8%	95.6%	92.5%	88.6%	91.7%	
YoY	[%pt]	2.4%	-3.2%	-2.9%	2.1%	-11.7%	-10.4%	2.5%	0.9%	-0.4%	-3.9%	3.1%	
Yield	[원/km]	115.4	131.1	135.8	119.6	101.6	120.7	133.1	126.8	125.3	122.6	128.5	
YoY	[%]	1.9%	-0.8%	3.2%	-0.3%	-12.0%	-8.0%	-2.0%	6.0%	0.7%	-2.2%	4.9%	
국제여객	매출액	[십억원]	192.5	127.4	147.2	126.8	101.2	78.5	131.2	133.2	593.9	444.0	726.9
YoY	[%]	18.6%	10.7%	1.6%	0.2%	-47.4%	-38.4%	-10.9%	5.0%	8.2%	-25.2%	63.7%	
ASK	[백만·인km]	2,795.0	2,851.0	3,061.0	3,105.0	2,375.8	2,138.3	2,908.0	3,105.0	11,812.0	10,527.0	12,286.7	
YoY	[%]	26.1%	33.7%	36.1%	38.1%	-15.0%	-25.0%	-5.0%	0.0%	33.5%	-10.9%	16.7%	
RPK	[백만·인km]	2,454.0	2,315.0	2,532.0	2,616.0	1,766.9	1,620.5	2,278.8	2,642.2	9,917.0	8,308.3	10,791.7	
YoY	[%]	25.8%	28.1%	32.8%	36.1%	-28.0%	-30.0%	-10.0%	1.0%	30.7%	-16.2%	29.9%	
L/F	[%]	87.8%	81.2%	82.7%	84.3%	74.4%	75.8%	78.4%	85.1%	84.0%	78.9%	87.8%	
YoY	[%pt]	-0.2%	-3.5%	-2.0%	-1.2%	-13.4%	-5.4%	-4.4%	0.8%	-1.8%	-5.0%	8.9%	
Yield	[원/km]	78.4	55.0	58.1	48.5	57.3	48.4	57.6	50.4	59.9	53.4	67.4	
YoY	[%]	-5.7%	-13.6%	-23.5%	-26.3%	-27.0%	-12.0%	-1.0%	4.0%	-17.2%	-10.8%	26.0%	
영업비용	[십억원]	203.8	207.7	212.3	205.9	182.4	170.6	197.1	204.0	829.7	754.0	874.2	
YoY	[%]	29.4%	29.6%	17.9%	10.8%	-10.5%	-17.9%	-7.2%	-0.9%	21.4%	-9.1%	15.9%	
인건비	[십억원]	42.3	36.8	36.4	42.0	34.3	33.9	38.5	44.9	157.4	151.6	173.9	
YoY	[%]	65.0%	31.7%	15.1%	23.3%	-19.0%	-8.0%	6.0%	7.0%	32.1%	-3.7%	14.7%	
감가상각비	[십억원]	23.6	25.2	24.1	26.0	26.0	26.2	26.5	26.6	98.9	105.2	108.4	
YoY	[%]	503.8%	1274.2%	703.3%	644.3%	10.0%	4.0%	10.0%	2.0%	708.2%	6.4%	3.0%	
임차료	[십억원]	15.2	12.3	13.8	13.7	13.7	13.1	13.5	13.7	55.1	54.0	55.1	
YoY	[%]	-52.3%	-63.2%	-61.3%	-63.7%	-10.0%	6.0%	-2.0%	0.0%	-60.3%	-1.9%	2.0%	
연료유류비	[십억원]	54.9	62.6	64.4	63.8	45.1	29.8	44.5	54.1	245.8	173.4	224.5	
YoY	[%]	26.4%	33.7%	19.4%	17.6%	-17.8%	-52.5%	-30.9%	-15.2%	23.8%	-29.4%	29.5%	
공항시설이용료	[십억원]	12.7	12.8	13.9	11.1	10.8	11.5	13.3	11.4	50.5	47.1	57.5	
YoY	[%]	24.3%	39.3%	33.3%	4.8%	-15.0%	-10.0%	-4.0%	3.0%	24.9%	-6.7%	22.0%	
조업비	[십억원]	17.7	18.5	20.5	13.4	13.2	14.8	19.5	13.8	70.1	61.4	77.4	
YoY	[%]	26.4%	34.0%	43.9%	-14.0%	-25.0%	-20.0%	-5.0%	3.0%	21.6%	-12.5%	26.1%	
기타	[십억원]	37.4	39.3	39.2	35.9	39.3	41.3	41.2	39.5	151.9	161.2	177.4	
YoY(%)	[%]	31.7%	45.2%	25.6%	19.4%	5.0%	5.0%	5.0%	10.0%	30.0%	6.2%	10.0%	
영역이익	[십억원]	37.3	-25.8	-9.7	-21.0	-44.8	-47.4	-8.0	-8.5	-19.2	-108.7	75.1	
YoY	[%]	-19.6%	적전	적전	적지	적전	적지	적지	적지	적전	적지	흑전	
OPM	[%]	15.5%	-14.2%	-4.8%	-11.4%	-32.6%	-38.5%	-4.2%	-4.3%	-2.4%	-16.8%	7.9%	

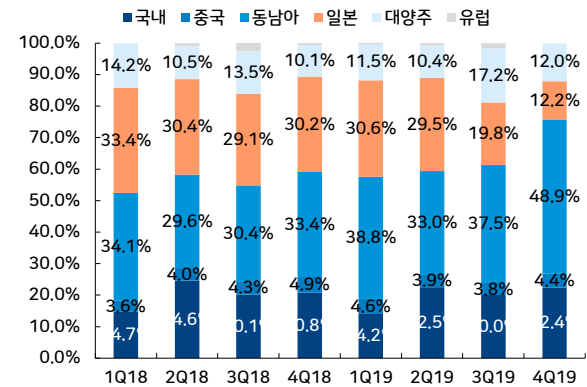
자료: 리서치센터

그림1. 티웨이항공 P/B 밴드



자료: Quantiwise, 리서치센터

그림2. 티웨이항공 노선별 매출 비중(분기)



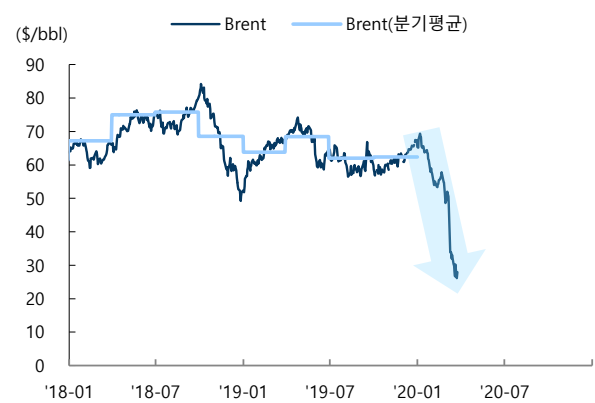
자료: 티웨이항공, 리서치센터

그림3. 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 리서치센터

그림4. 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	325	270	229	255
현금 및 현금성자산	219	162	145	154
단기금융자산	38	38	19	27
매출채권	16	17	14	20
재고자산	9	10	8	12
비유동자산	106	519	519	519
유형자산	51	464	464	464
무형자산	4	4	4	4
자산총계	431	789	748	774
유동부채	173	173	173	173
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	32	437	507	507
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	405	475	475
부채총계	205	610	680	680
자배주주지분	226	176	57	86
자본금	23	23	23	23
자본잉여금	178	178	178	178
이익잉여금	23	-23	-138	-106
기타자본항목	1	1	1	1
비자배주주지분	-	3	10	8
자본총계	226	179	67	94

현금흐름표

(단위:십억원)	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	31	-33	-99	24
당기순이익	38	-43	-108	30
유형자산감가상각비	11	-	-	-
무형자산감가상각비	1	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-74	-425	7	-20
유형자산의 처분(취득)	-23	-413	-	-
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	258	-58	-36	16
재무활동 현금흐름	152	-	70	-
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	405	70	-	20
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	112	-58	-17	9
기초현금및현금성자산	108	219	162	145
기말현금및현금성자산	219	162	145	154

포괄손익계산서

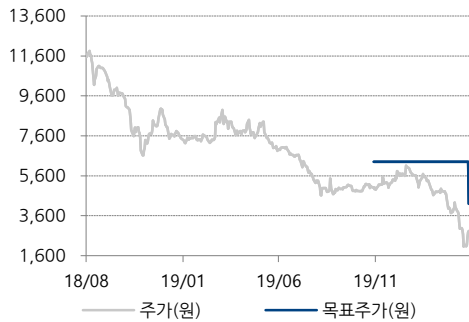
(단위:십억원,%)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	732	810	645	949
증가율(%)	-	10.8	-20.4	47.1
매출원가	621	762	700	795
매출총이익	111	49	-55	155
판매비와관리비	63	68	54	80
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	48	-19	-109	75
증가율(%)	-	-140.3	464.4	-169.1
영업이익률(%)	6.5	-2.4	-16.8	7.9
이자수익	4	6	5	5
이자비용	1	30	35	35
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	2	0	-	-
세전계속사업이익	49	-57	-144	40
법인세비용	12	-14	-36	10
세전계속이익률(%)	6.7	-7.1	-22.3	4.3
당기순이익	38	-43	-108	30
순이익률(%)	5.2	-5.3	-16.7	3.2
지배주주귀속 순이익	38	-46	-115	32
기타포괄이익	-4	-4	-4	-4
총포괄이익	34	-47	-112	27
지배주주귀속총포괄이익	34	-50	-119	28

주요투자지표

	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	806	-981	-2,448	687
BPS	4,805	3,746	1,220	1,830
CFPS	1,067	-981	-2,448	687
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	9.3			4.1
PBR	1.6	0.8	2.3	1.5
PCR	7.0	-2.9	-1.2	4.1
EV/EBITDA	1.6	-	-	5.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	33.6	-22.9	-98.6	45.1
EBITDA 이익률	8.2	-2.4	-16.8	7.9
부채비율	90.9	341.2	1,010.7	724.1
순부채비율	-114.2	114.6	461.6	313.4
매출채권회전율(x)	94.1	49.4	41.7	56.0
재고자산회전율(x)	156.7	82.4	69.5	93.3

자료 : 티웨이항공, 하이투자증권 리서치본부

티웨이항공
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-10-29	Buy	6,300	1년	-23.6%	-3.0%
2020-03-30	Buy	4,200	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 하준영, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-

팬오션 (028670)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	5,000 원(유지)
증가(2020/03/27)	2,830 원
상승여력	76.7 %

Stock Indicator	
자본금	535 십억원
발행주식수	53,457만주
시가총액	1,513 십억원
외국인지분율	11.3%
52 주 주가	2,085~5,140 원
60 일평균거래량	1,592,573 주
60 일평균거래대금	5.6 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-25.7	-37.8	-37.7	-30.4
상대수익률	-9.3	-15.7	-21.5	-10.4

Price Trend



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	2,668	2,468	2,553	2,661
영업이익(십억원)	204	210	223	239
순이익(십억원)	152	152	174	193
EPS(원)	285	284	326	361
BPS(원)	4,946	5,267	5,630	6,027
PER(배)	15.6	10.0	8.7	7.8
PBR(배)	0.9	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	6.1	5.6	6.0	6.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	8.8	6.4	6.0	5.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[운송/유통]

하준영 (2122-9192) jyha@hi-ib.com

김관호 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

1Q20 을 바닥으로 영업이익 증가 예상

1Q20 Preview: 코로나 19 사태로 감익 예상

동사의 1Q20 실적은 매출 5,119 억원(YoY -4.3%), 영업이익 356 억원(YoY -20.8%)을 시현할 것으로 예상된다. 영업이익이 전년동기대비 역성장하는 이유는 코로나 19 사태로 1Q20 해상물동량이 급감했기 때문이다. Clarkson 에 따르면 YoY 3.0% 증가할 것으로 예상되던 2020 년 해상 물동량은 코로나 19 사태로 YoY 2.1% 증가에 그칠 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 1Q20 벌크 물동량은 YoY 7.5% 감소할 전망이다.

물동량 감소로 BDI 도 1Q20 평균 600pt 내외로 YoY 약 25% 하락할 것으로 추정한다. 이는 지난 3 년간 1 분기 BDI 평균치 974pt 를 하회하는 수치이다. 이에 따라 동사의 오픈 사선은 손실이 발생할 것으로 추정한다. 다만, 동사의 CVC 계약과 스팟운항은 지속적으로 수익이 발생할 것으로 예상된다.

원/달러 환율의 상승은 동사의 1Q20 실적에 기여할 것이다. 원/달러 환율은 1Q19 기말 1,135.2 원에서 '20 년 3 월 27 일 1,200 원을 상회하고 있다.

1Q20 을 바닥으로 영업이익 증가 예상

팬오션의 영업이익은 1Q20 을 바닥으로 3 분기까지 증가할 것으로 예상된다. 1 분기가 바닥인 계절성도 존재하는데 금년에는 코로나 바이러스 영향까지 더해질 것이기 때문이다. 동사는 지난해 말 기준 약 173 척의 선대를 운영하고 있었는데 3 월 선대가 약 200 척까지 증가한 것으로 파악된다. 1Q20 에 수송하지 못했던 화물은 2Q20 으로 이연 되어 2Q20 부터 물동량이 크게 증가할 것으로 예상하는데 이렇게 된다면 미리 선대를 늘려놓은 동사의 수혜가 예상된다.

해상운송업체 특성상 경기에 민감할 수 밖에 없는데 코로나 19 영향으로 경기 둔화 우려가 불거지며 동사의 주가는 3 월 급락했다. 하지만 4 월을 바닥으로 해상 물동량이 늘어나고 BDI 도 상승하면 동사의 주가도 우상향 할 것으로 예상된다.

표1. 팬오션 1Q20 Preview

(단위: 십억원)

	1Q19	4Q19	당사추정			컨센서스		
			1Q20	YoY	QoQ	1Q20	YoY	QoQ
매출액	534.8	618.7	511.9	-4.3%	-17.3%	520.8	-2.6%	-15.8%
영업이익	45.0	51.1	35.6	-20.8%	-30.4%	37.6	-16.3%	-26.4%
OPM	8.4%	8.3%	7.0%	-	-	7.2%	-	-

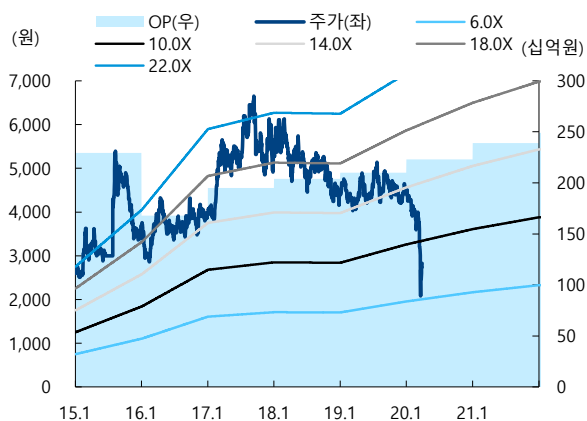
자료: 리서치센터

표2. 해상운송업종(벌크선) Peer Valuation Table

업체명	단위	주가	시가총액 (십억)	P/E(배)			P/B(배)			EV/EBITDA(배)			ROE		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
팬오션	KRW	2,830	1,512.8	10.0	9.9	8.8	0.5	0.5	0.5	8.3	7.0	6.0	5.5%	5.4%	5.6%
대한해운	KRW	12,500	305.3	3.6	2.7	3.1	0.4	0.3	0.3	n/a	7.9	7.1	10.7%	13.4%	10.0%
Star Bulk	USD	5.6	0.5	n/a	60.6	4.2	0.3	0.4	0.3	12.9	8.6	5.2	-1.1%	0.7%	8.5%
Golden Ocean	USD	2.9	0.4	8.6	8.7	10.6	0.3	0.3	0.3	10.7	8.2	8.5	2.4%	2.3%	5.4%
COSCO Shipping Energy Trans	HKD	3.7	30.8	14.2	21.0	7.8	0.5	0.5	0.5	n/a	14.1	12.7	3.4%	1.6%	6.4%
Pacific Basin	HKD	1.0	4.8	23.5	18.4	11.7	0.5	0.5	0.5	7.6	6.4	6.1	2.0%	3.3%	4.8%

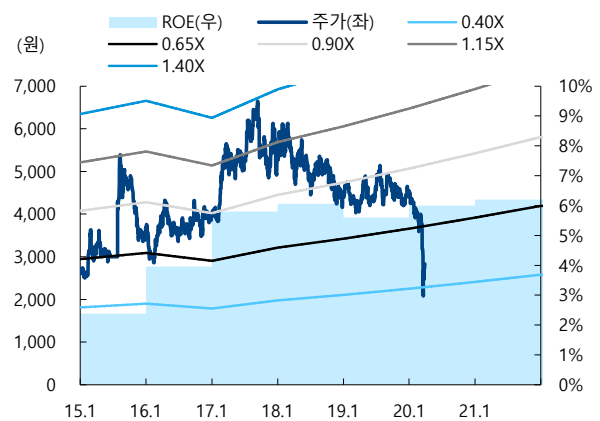
자료: Bloomberg, 리서치센터

그림1. 팬오션 P/E 밴드



자료: Quantiwise, 리서치센터

그림2. 팬오션 P/B 밴드



자료: Quantiwise, 리서치센터

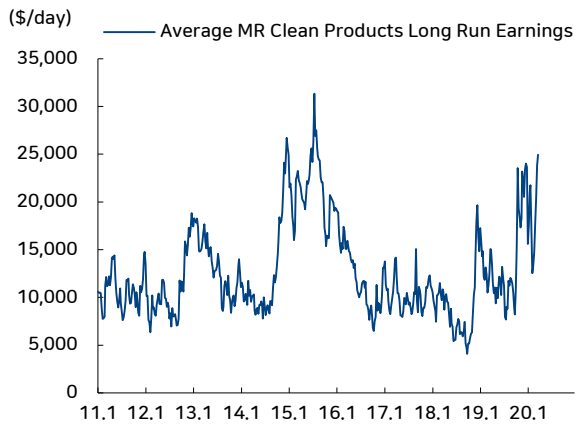
표3. 팬오션 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출	534.8	632.3	682.2	618.7	511.9	667.1	726.1	648.1	2,467.9	2,553.3	2,661.4
YoY	-5.4%	-6.9%	-11.6%	-5.2%	-4.3%	5.5%	6.4%	4.8%	-7.5%	3.5%	4.2%
벌크선	415.4	429.5	507.1	483.7	388.4	456.0	518.7	506.9	1,835.6	1,869.9	1,937.2
YoY	-4.6%	-16.2%	-8.9%	-7.9%	-6.5%	6.2%	2.3%	4.8%	-9.5%	1.9%	3.6%
컨테이너선	59.0	60.9	43.6	55.6	61.4	65.7	69.7	63.4	219.0	260.1	262.7
YoY	23.2%	8.2%	-28.0%	-15.5%	4.0%	8.0%	60.0%	14.0%	-4.9%	18.8%	1.0%
탱커선	30.2	31.3	36.0	36.9	31.4	32.6	40.4	45.4	134.5	149.8	182.5
YoY	-4.2%	2.8%	22.7%	11.9%	4.0%	4.0%	12.0%	23.0%	8.1%	11.4%	21.8%
곡물	33.7	120.7	96.1	45.0	34.4	123.1	98.1	45.9	295.6	301.5	307.5
YoY	-37.2%	34.9%	-27.7%	13.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-6.4%	2.0%	2.0%
영업이익	45.0	50.5	63.4	51.1	35.6	53.4	75.4	58.8	210.0	223.2	238.7
OPM	8.4%	8.0%	9.3%	8.3%	7.0%	8.0%	10.4%	9.1%	8.5%	8.7%	9.0%
YoY	2.2%	0.9%	10.3%	-2.4%	-20.8%	5.8%	18.9%	14.9%	3.0%	6.3%	7.0%
벌크선	40.7	46.2	58.3	48.1	31.1	47.9	67.4	50.7	193.3	197.1	209.4
OPM	9.8%	10.8%	11.5%	9.9%	8.0%	10.5%	13.0%	10.0%	10.5%	10.5%	10.8%
YoY	8.2%	2.0%	2.3%	-7.0%	-23.7%	3.6%	15.7%	5.4%	0.9%	1.9%	6.3%
컨테이너	3.3	3.6	2.4	0.8	1.8	3.6	4.2	3.2	10.1	12.8	13.2
OPM	5.6%	5.9%	5.5%	1.4%	3.0%	5.5%	6.0%	5.0%	4.6%	4.9%	5.0%
YoY	-5.7%	16.1%	118.2%	-42.9%	-44.2%	0.4%	74.2%	296.0%	11.0%	26.8%	0.0
탱커	0.5	0.5	2.6	3.1	2.8	2.8	3.6	4.1	6.7	13.2	16.4
OPM	1.7%	1.6%	7.2%	8.4%	9.0%	8.5%	8.8%	9.0%	5.0%	8.8%	9.0%
YoY	-54.5%	-16.7%	흑전	흑전	465.9%	453.9%	36.6%	31.8%	1016.7%	97.6%	24.1%

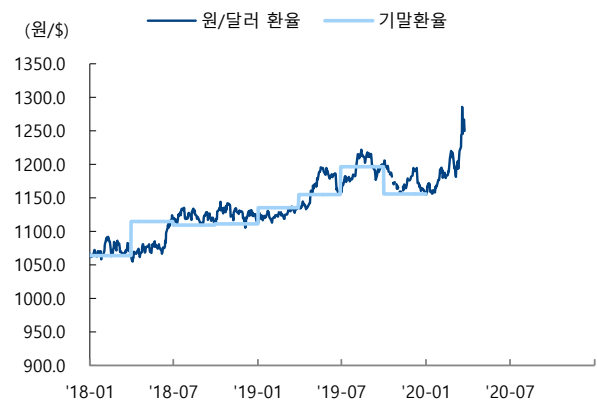
자료: 리서치센터

그림3. 탱커선 운임 추이



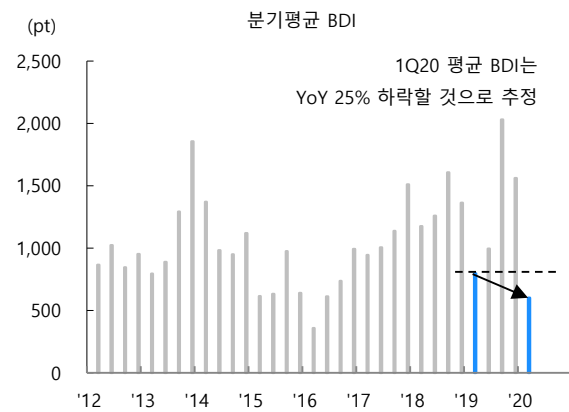
자료: Clarkson, 리서치센터

그림4. 원/달러 환율 추이



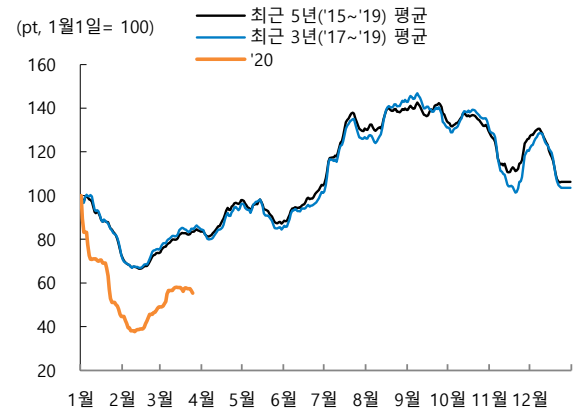
자료: Bloomberg, 리서치센터

그림5. 분기평균 BDI 추이



자료: Clarkson, 리서치센터

그림6. 2019년 BDI 및 과거 BDI 추이



자료: Clarkson, 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	692	704	697	747
현금 및 현금성자산	209	210	208	226
단기금융자산	26	66	66	85
매출채권	145	138	143	152
재고자산	61	64	66	69
비유동자산	3,427	3,760	4,197	4,193
유형자산	3,363	3,696	4,134	4,131
무형자산	9	7	6	5
자산총계	4,119	4,464	4,894	4,940
유동부채	671	742	746	689
매입채무	90	84	86	90
단기차입금	28	28	28	28
유동성장기부채	353	300	300	237
비유동부채	789	894	1,131	1,027
사채	42	27	14	0
장기차입금	704	824	1,074	984
부채총계	1,459	1,636	1,877	1,715
자배주지분	2,644	2,815	3,009	3,222
자본금	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	85	237	411	604
기타자본항목	5	5	5	5
비자배주지분	17	13	8	3
자본총계	2,660	2,828	3,017	3,225

현금흐름표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	268	344	406	421
당기순이익	149	148	169	187
유형자산감가상각비	167	166	222	234
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	0	0	1	1
투자활동 현금흐름	-127	-535	-656	-246
유형자산의 처분(취득)	-151	-500	-660	-230
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-19	41	-3	38
재무활동 현금흐름	-149	-69	56	-88
단기금융부채의증감	61	-53	-	-63
장기금융부채의증감	105	237	-104	-55
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	1	2	-3	18
기초현금및현금성자산	208	209	210	208
기말현금및현금성자산	209	210	208	226

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,668	2,468	2,553	2,661
증가율(%)	14.2	-7.5	3.5	4.2
매출원가	2,390	2,180	2,251	2,341
매출총이익	278	288	302	320
판매비와관리비	74	78	79	81
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	204	210	223	239
증가율(%)	4.6	3.0	6.3	7.0
영업이익률(%)	7.6	8.5	8.7	9.0
이자수익	3	4	4	4
이자비용	54	60	71	69
지분법이익(손실)	0	0	1	1
기타영업외손익	-3	-13	-6	-6
세전계속사업이익	149	148	170	188
법인세비용	0	1	1	1
세전계속이익률(%)	5.6	6.0	6.7	7.1
당기순이익	149	148	169	187
순이익률(%)	5.6	6.0	6.6	7.0
지배주주귀속 순이익	152	152	174	193
기타포괄이익	102	20	20	20
총포괄이익	250	168	189	207
지배주주귀속총포괄이익	257	172	194	213

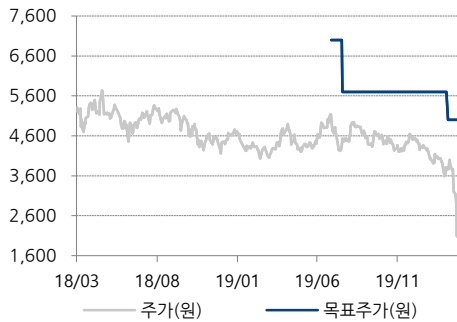
주요투자지표

	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	285	284	326	361
BPS	4,946	5,267	5,630	6,027
CFPS	600	598	743	800
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	15.6	10.0	8.7	7.8
PBR	0.9	0.5	0.5	0.5
PCR	7.4	4.7	3.8	3.5
EV/EBITDA	8.8	6.4	6.0	5.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.1	5.6	6.0	6.2
EBITDA 이익률	14.0	15.3	17.5	17.8
부채비율	54.8	57.8	62.2	53.2
순부채비율	33.5	31.9	37.9	29.1
매출채권회전율(x)	15.4	17.4	18.2	18.1
재고자산회전율(x)	47.9	39.4	39.1	39.3

자료 : 팬오션, 하이투자증권 리서치본부

팬오션

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-07-24	Buy	7,000	1년	-35.3%	-30.4%
2019-08-14	Buy	5,700	1년	-22.9%	-13.4%
2020-03-02	Buy	5,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 하준영, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-