

운송

공급 변화 없이, Fundamental 변화 없다

- I. 항공운송: 수요 부진, 경쟁구도 재편에 주목
- II. 해상운송: IMO2020 영향권 진입, 기업별 차별화된 결과에 주목
- III. 육상운송: 물류 기업과의 협력 확대 본격화
- IV. 투자유망종목

2019년 국내 운송 기업들은 부진한 수익률을 기록했다. 글로벌 경기 불확실성, 국내 여행 수요 둔화, 국가 간 외교 갈등 등으로 인한 수요 불확실성 확대에 기인한다. 비용 측면에서는 환율 상승으로 저유가 및 일부 고정비 절감 효과도 사라졌다. 세부 섹터별로 차별화되었지만, 전반적으로 2020년에도 글로벌 경기 불확실성으로 인해 의미 있는 운송 수요 회복 및 운임 회복을 기대하기 어렵다.

결국 2020년 운송 기업들의 주가 반등 트리거는 ‘공급 충격’이 될 전망이다. 항공사의 경우, 한계 기업의 매각, 퇴출 여부에 따라 경쟁구도가 큰 폭으로 변화될 전망이다. 해상운송은 2020년 1월부터 시행되는 황산화물 규제(IMO2020) 대응 결과에 따라 기업별로 차별화된 실적을 기록할 전망이다. 수요가 양호한 육상 운송의 경우, 물동량 증가로 지속적인 실적 개선이 예상되나, 투자 부담으로 인해 영업이익 개선폭은 제한적일 것으로 판단된다. 2020년 1분기부터 항공, 해상운송을 중심으로 경쟁구도 재편이 본격화될 것으로 예상되는 만큼, 양호한 이익 창출력, 비용 효율화, 우량한 재무구조를 보유한 기업에만 선별적으로 투자해야 한다.

I. 항공운송: 수요 부진, 경쟁구도 재편에 주목

2019년 수요 절벽과 공급과잉 심화로 항공사들은 생존 싸움을 진행하고 있다. 자체적인 비용 절감 여력이 낮고, 노선 포트폴리오가 열악한 항공사들은 한계 상황으로 내몰릴 전망이다. 일부 항공사 중심으로 매각 이슈가 존재하는 만큼 저가항공사 중심으로 경쟁구도가 급격히 변화할 가능성이 있다. 하지만 경쟁구도 재편 과정에서 예상치 못한 여러 경제, 정치적 변수가 존재하는 만큼 선부른 접근은 지양해야 한다.

II. 해상운송: 기업별 차별화된 결과에 주목

2020년 해상운송의 단연 화두는 IMO2020이다. 초기 과정에서 시행착오가 발생할 것으로 예상되는 만큼, 해운사의 안정적 운항 능력, 선박, 항로 관리 능력이 시험대에 오를 전망이다. 글로벌 경기는 상반기 소순환 사이클 상에서 일시적 회복이 예상되나, 연간 수요 개선폭은 제한적일 전망이다. 결론적으로 수급은 소폭 개선될 전망이나, 규제, 업황에 대한 불확실성은 여전할 것으로 판단된다. 이에 규제 대응 결과에 따라 기업별 격차가 확대될 전망이다.

공급 변화 없이, Fundamental 변화 없다

III. 육상운송: 물류 기업과의 협력 확대 본격화

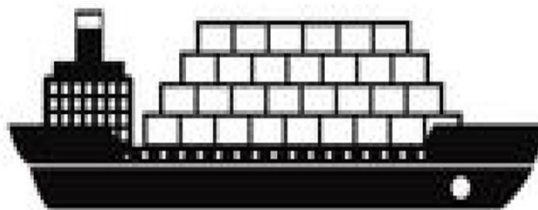
육상물류 기업들은 2020년에도 안정적인 수요 증가를 기반으로 견조한 실적을 기록할 전망이다. E-commerce 시장 확대를 위한 물류 투자 확대로 국내 물류 기업들의 사업 영역도 확장될 전망이다. 다만 투자자들이 예상하는 이익 개선 속도와 국내 물류 기업들의 실제 이익 성장 속도 간에는 괴리가 있다. 이에 밸류에이션 부담으로 단기 기간 조정 국면이 예상되나, 중장기 이익 개선세는 이어질 전망이다.

IV. 투자유망 종목: 대한항공, CJ대한통운

2020년 운송 기업 Top-pick으로는 대한항공과 CJ대한통운을 제시한다. 대한항공의 경우, 화물 수요가 점진적으로 개선되는 가운데, 공급 충격 이벤트 발생시, 1위 사업자로써 점유율 확장이 기대된다. CJ대한통운은 택배 물동량 증가와 더불어 단가 인상이 동반되면서 이익 개선세가 2020년에도 이어질 전망이다. 풀필먼트 등 사업 영역 확장과 해외 인수 기업들에게서도 점진적인 이익 개선이 기대된다.



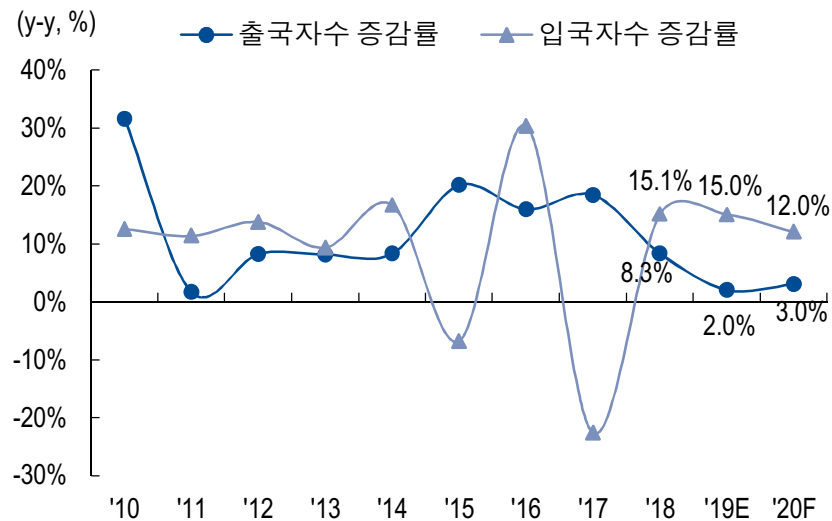
Restructuring



(항공) 2020년 연간 국제선 수요 증가율 5.6%, 상저하고 예상

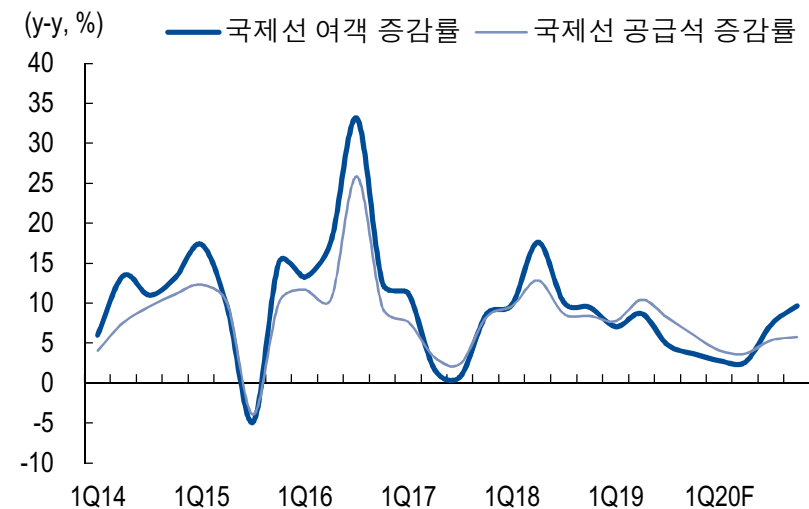
- 2020년 출국자 수 증가율은 3.0%, 입국자 수 증가율은 12.0%로 전망 (2019년 출국자 수 증가율, 2.0%, 입국자 수 15.0%)
- **이에 따른 2020년 전국공항 국제선 여객 증가율은 5.6%로 2019년 증가율 6.0%와 유사한 수준을 기록할 것으로 예상**
- 분기별로 보면, 여객 수요는 상저하고 흐름을 나타낼 것으로 예상. 2020년 상반기 여객 증가율은 2% 수준으로 낮으나, 하반기 도쿄 올림픽(7~8월), 2019년도보다 더 긴 추석 연휴(10월) 등으로 인해 수요가 개선되는 모습을 나타낼 전망
- 2020년 국제선 여객 수요의 변수로는 1) 도쿄올림픽을 앞두고 한-일 관계 개선 여부, 2) 하반기 글로벌 경제 성장률, 3) 원달러 환율 방향성

연간 출국자, 입국자 수 증가율 전망



자료: 한국관광공사, NH투자증권 리서치본부 전망

2020년 국제선 수요 증가율 전망, 분기별로 보면 상저하고

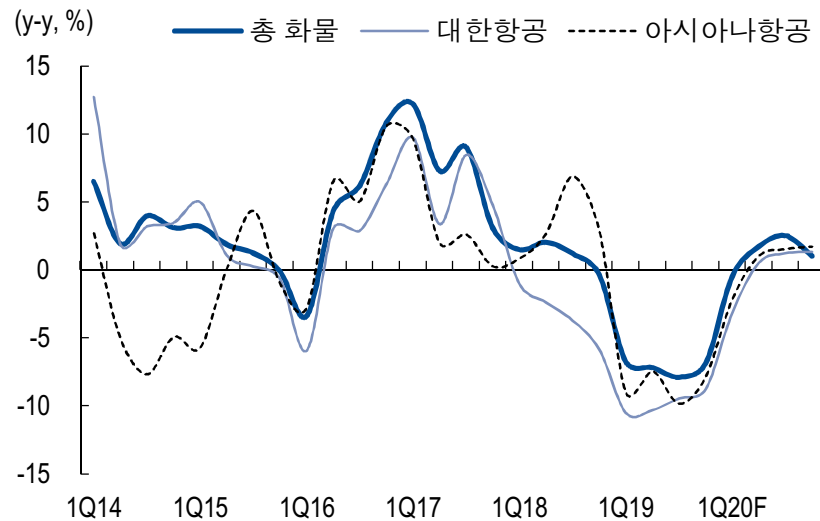


자료: 한국공항공사, 인천공항공사, NH투자증권 리서치본부 전망

(항공) 화물 수요 개선 기대감 증폭, 2분기부터 물동량 제한적인 증가세

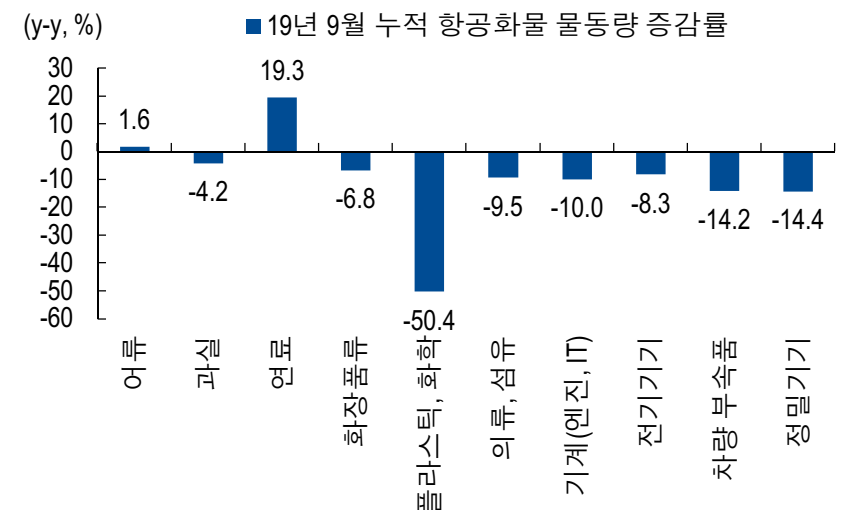
- 2020년 항공 화물 물동량 증가율은 전년 대비 1.2%로 회복세를 나타낼 전망(2019년 물동량 증감률 -7.2% y-y)
- 2019년 4분기까지 항공 화물 증감률은 전년도 4분기 역기저 영향으로 감소가 불가피할 것
- 기저효과와 더불어 반도체 및 IT 제품, 장비 수요 개선으로 인해 2020년 1분기부터는 화물 물동량 감소세(-0.5% y-y)가 축소되고, 2분기부터는 증가세(+1.7% y-y)로 전환될 전망
- 대형국적사(FSC)의 화물기 확충 계획(=공급 증가)이 없으므로 수요 개선이 즉각적인 수익성 개선으로 연결 가능
- 다만, 물동량 증가율이 1.2%인 점을 감안하면, 화물 부문 실적 개선이 전체 실적 개선에 미치는 영향은 제한적

분기별 항공 화물 물동량 증감률



자료: 한국공항공사, 인천공항공사, NH투자증권 리서치본부 전망

2019년 9월 누적 기준, 제품별 화물 물동량 증감률

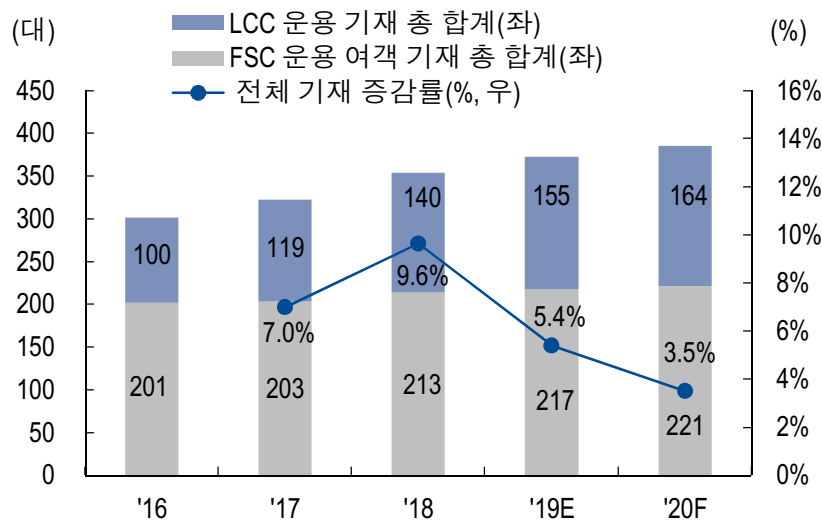


자료: 한국무역통계(KITA), NH투자증권 리서치본부

(항공) 공급 과잉 우려는 축소되지만, 부담은 여전히 크다

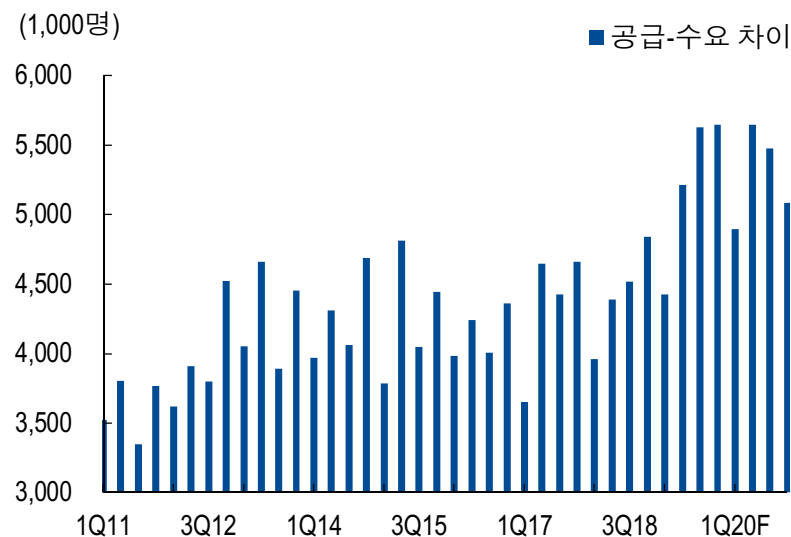
- 2020년 국제선 공급(좌석 기준) 증가율은 4.7%(19년 공급 증가율 8.0%)로 전망. 운용 기재 증가율은 3.5%
- 공급 과잉 우려는 축소되나 공급 과잉 규모는 여전히 높은 수준을 이어감에 따라 강한 운임 반전을 기대하기는 어려움
- 2020년 국내 LCC의 기재 순증 규모는 9대로 전년도 15대 순증 대비 축소. 신규 LCC 3곳이 운항을 시작하나, 에어로케이, 에어프레미아의 실제 운항 시점은 2020년 하반기로 예상되어 공급 증가 기여도 낮음
- 다만 저가항공사 중심으로 노선 중복이 심각. 노선에 따라 노선 중복에 따른 공급 부담이 2020년에도 이어질 전망
- 공급측 변수: 1) 재무구조가 열악한 항공사의 퇴출 여부, 2) B737 MAX 재개 여부, 3) B737NG 기종 동체 균열 이슈 장기화 여부

항공사별 기재 도입 계획 점검



자료: 각 사, Dart, NH투자증권 리서치본부 전망

국제선 공급 과잉 부담은 2020년 2분기부터는 축소



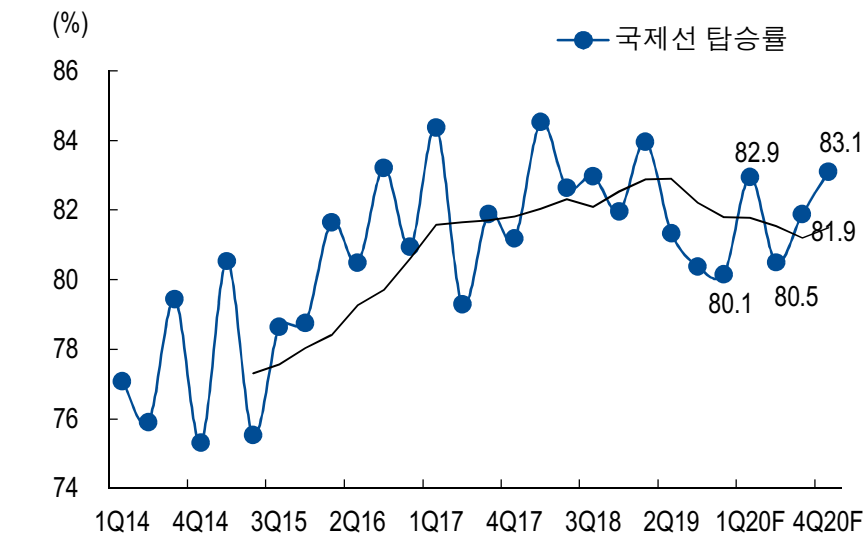
주: 공급-수요로 위로 높을 수록 공급 과잉이 심하다는 의미

자료: 각 사, Dart, NH투자증권 리서치본부 전망

(항공) 외부 변수 변화에 따른 비용 절감 효과는 상반기에만 존재

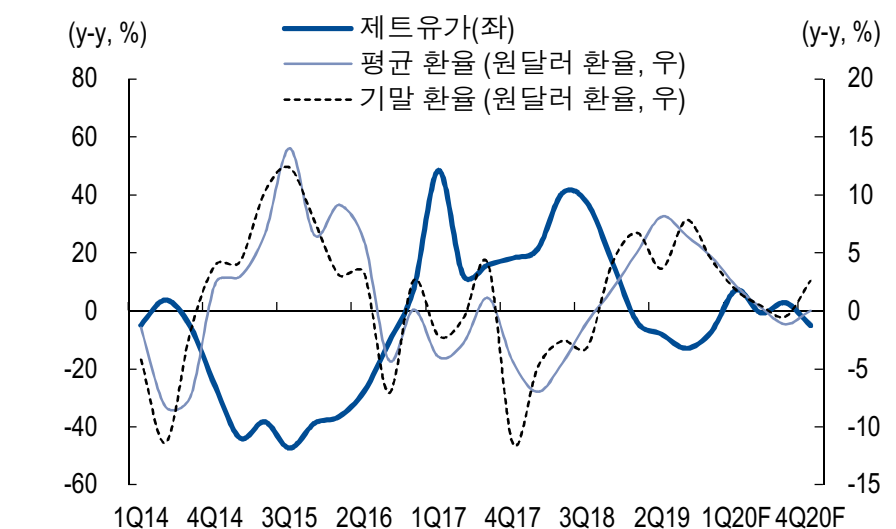
- 국제선 탑승률 하락세는 진정될 전망
- 상반기 원달러 환율 하락 기대. 이에 따른 상반기 국내 항공사들의 외화 관련 비용 절감 효과 가능
- 국제유가(WTI)도 55~60달러 수준의 박스권을 형성할 것으로 기대되나, IMO2020 시행에 따른 제트유가와 WTI 간의 가격 Spread 확대가 제트유가에 부담으로 작용. 제트유가-WTI 가격 Spread(배럴당 18~21달러 전망)는 IMO2020이 시행되는 1분기 가장 높을 전망이며, 이후 차츰 안정화될 전망
- 하반기에는 원달러 환율 상승이 예상되어 공항관련비, 리스비, 연료비 등이 재차 증가할 것으로 예상됨. 전반적으로 연간 비용 절감 효과는 제한적이며, 상반기에 대형국적사 중심으로 적극적인 디레버리징(부채축소)이 필요

국제선 탑승률(L/F)는 안정세 기대



자료: 한국공항공사, 인천공항공사, NH투자증권 리서치본부 전망

외부 변수(유가, 환율) 추이

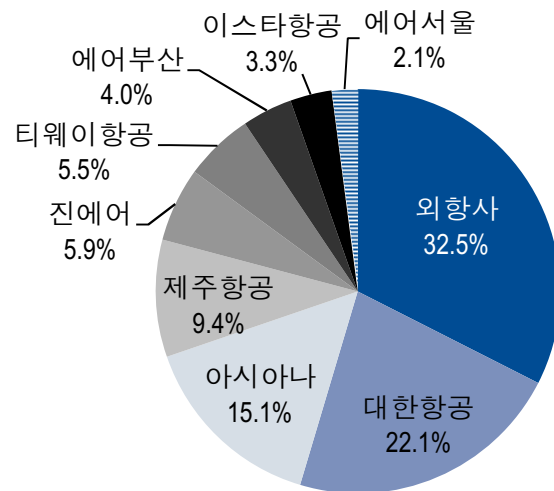


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

(항공) 공급 충격 Event 점검: 산업 내 경쟁구도 재편 임박

- 제한적인 수요 개선이 예상되므로 의미 있는 주가 상승을 위해서는 공급 충격을 동반한 경쟁 구도 재편이 반드시 필요
- 항공사는 50% 이상 자본잠식 될 경우, 국토부로부터 '재무구조 개선명령'을 받게 됨. 이후에도 자본잠식 상황이 1년 이상 지속될 경우, 면허 반납 대상
- 2019년 하반기 저가항공사를 중심으로 대규모 영업적자를 기록할 전망이며, 공급 과잉에 따른 출혈경쟁은 2020년 1분기까지 이어질 것으로 판단. 이에 재무구조가 취약한 기업들은 유동성 부족, 자본 잠식 등의 한계 상황에 직면할 가능성이 높음
- 아시아나항공, 이스타항공 등을 공급 충격을 발생시킬 수 있는 기업으로 판단

항공사별 국제선 시장 점유율 현황



자료: 한국공항공사, 인천공항공사, NH투자증권 리서치본부
주: 2019년 9월 누적 국제선 여객 수 기준

항공사 경쟁구도 재편 가능성, 공급 충격 가능성에 대비

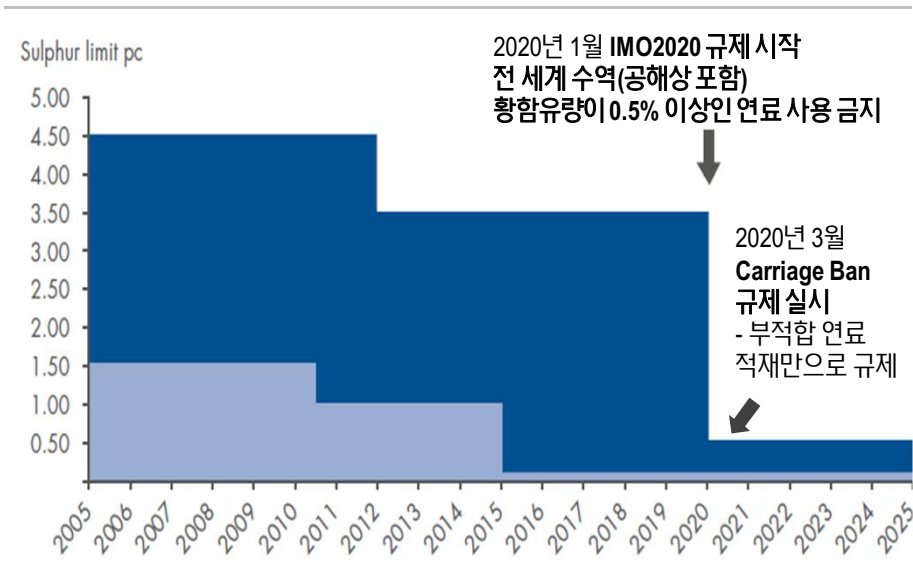
| | | |
|-----------|---|--|
| 대한항공 | → | - 항공 업황 악화로 매각 과정이 장기화될 수 있음 |
| 아시아나항공 | → | - 매각 절차 장기화 시, 향후 산업은행을 포함한 채권단의 추가적인 지원이 필요 |
| 제주항공 | } | - 현금성 자산 2,000억~3,000억원 보유 |
| 티웨이항공 | | - 단기 유동성 풍부 |
| 진에어 | | - 진에어의 경우, 비용 비효율 해소를 위한 국토부 제재 해제가 필요 |
| 이스타항공 | → | - 재무구조 취약. 추가적인 유동성 확보 필요 |
| 에어부산 | } | - 아시아나항공 분리매각 시 매물 대상 |
| 에어서울 | | - 에어부산 : 김해공항에만 Base |
| | | - 에어서울 : 열악한 재무구조 |
| 신규 3개 LCC | → | - 이익 창출 불가. 지속적 자본 투입 없이는 생존 한계 |

자료: NH투자증권 리서치본부

(해운) IMO 영향권 진입, 규제 시행에는 변화 없다

- 글로벌 전 수역에서 황함유량 0.5% 이하인 연료만을 사용하는 IMO2020 규제가 2020년 1월부터 실시. 2020년 3월부터는 Carriage Ban(비적합 연료 적재만으로도 규제 대상이 됨)이 시행되면서 규제 위반 사례가 나타날 전망
- 규제 시행으로 인해 1) 스크러버 설치, 2) 저유황유(LSFO) 사용, 3) LNG추진선으로의 선박 개조가 필요함
- 규제 시행 이후 1) 국지적 연료 부족 가능성에 따른 연료비 변동폭 확대, 2) 선박 가동 문제, 선박 개조 영향에 따른 일시적인 선박 공급 차질이 발생할 것으로 전망. 이번 IMO2020은 선사들의 안정적인 선박 운항 능력, 연료 확보 능력을 시험하는 규제가 될 전망
- 중장기적으로 선박 관련 환경 규제가 강화되면서 대형선사와 소형선사 간의 역량 차이가 확대될 전망

IMO의 황산화물 규제 시행 Time-Line



자료: IMO, NH투자증권 리서치본부

IMO2020 규제 대응 과정에서 발생할 수 있는 이슈

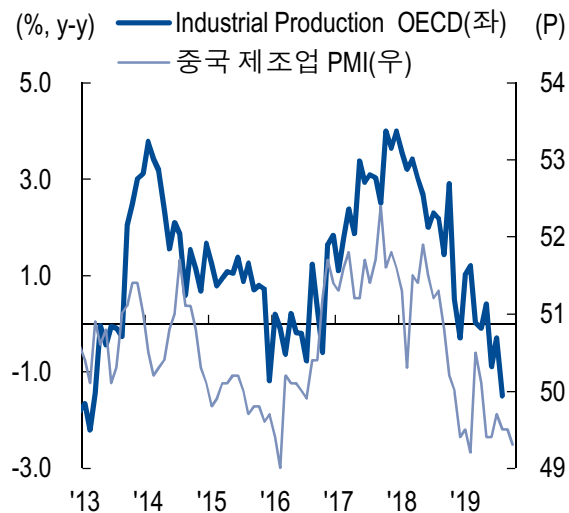
| | 발생가능 이슈 | 구체적 영향 |
|------------|------------------------------------|---|
| 가동률 하락 | 스크러버 설치로 선박 가동 제한 | 벌크선 0.9%, 탱커 1.4%, 컨테이너선 1.2% 선복량 감소 효과 전망 |
| 운항 속도 | 연료 절감을 위해 저속 운항 | 연간 0.25노트의 속도 저하는 전체 선박의 선복량 2~3%p 감소 효과 |
| 폐선 | 연료 효율성 낮은 노 후 선박 해체 | 20년 선박 폐선량은 3,600만dwt (벌크선 1.1%, 탱커 0.8%, 컨테이너선 0.7%, 선복 감소) |
| 석유화학 제품 | Fuel Oil 수요 감소 Distillate 수요 증가 | 20년 석유화학제품운반선(Product Tanker) 수요는 6.0% 증가할 전망 |
| 탱커 저장 | 연료 확보를 위한 저장용 탱커 사용 | 2,500만배럴 저장을 위해서 350만dwt 필 요 (탱커 선복량의 1%) *09년 2.15억 배럴이 저장된 바 있음 |

자료: Clarkson(Scrubber Count Update IMO2020 Market Impact Assessment), NH투자증권 리서치본부

(해운) 중국항 원자재 수요 둔화는 부담 요인

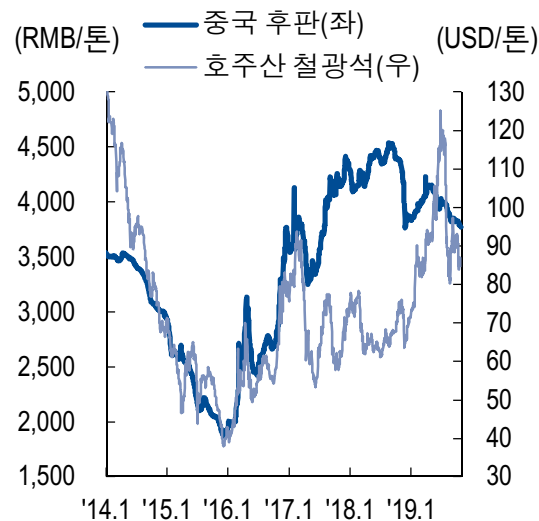
- 중국 제조업 PMI 지수는 10월 49.3p로 재차 하락세를 기록. 신규 주문, 생산 전반이 부진한 흐름을 나타냄. 반면 차이신 제조업 PMI 지수는 51.7p로 개선세를 기록해 정반대의 그림을 나타냄
- 4분기 들어 중국항 원자재 수요도 둔화되고 있음. 철광석 가격 상승에도 불구하고, 중국 내 철강 제품 가격 인상 실패로 인해 중국 철강 기업들에 대한 수익성 하락 압력이 여전. 중국 내 고로가동률은 10월 말 기준 63%로 여전히 하락세가 이어지고 있음
- 중국의 석탄 수요도 단기 부담 요인. 중국 내 석탄 수입량 제한으로 인해 4분기 석탄 수요 급감 가능성 존재
- 중국 경기 부양책 확대에 따른 2020년 상반기 일시적 수요 개선이 기대되나, 2020년 연간 중국의 GDP 성장률이 5% 수준으로 하향 안정화됨에 따라 재고비축을 동반한 중국항 원자재의 강한 수요 상승세를 기대하기는 어려움

OECD 산업생산, 중국 제조업 PMI
지수 추이



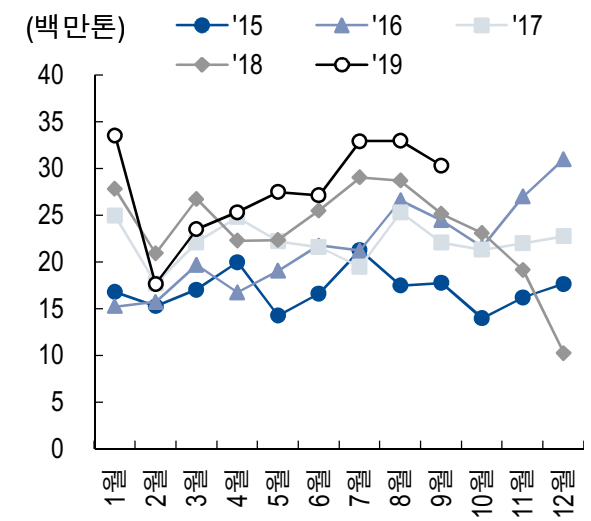
자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

철광석 및 중국 내수 후판 가격 추이



자료: MySteel, NH투자증권 리서치본부

중국 월별 석탄 수요 추이



자료: GACC, NH투자증권 리서치본부

(해운) 스크러버 설치, 선박 해체, 발주 감소로 공급 증가는 제한적

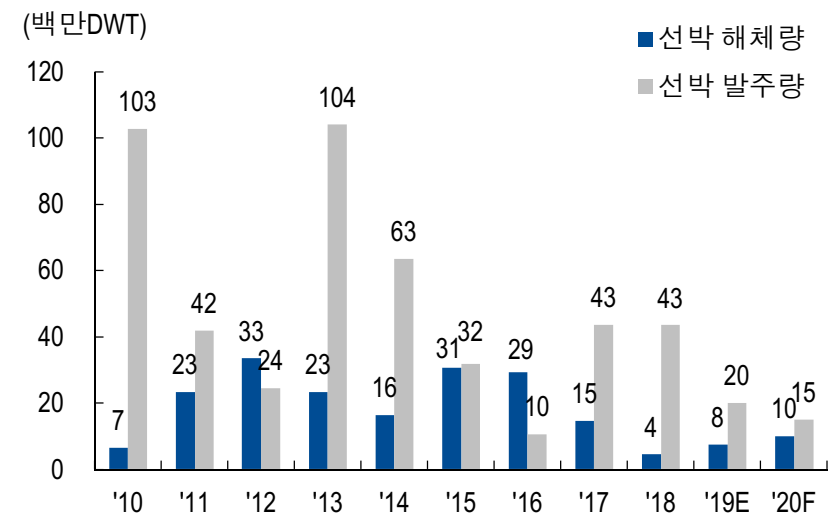
- 스크러버 설치는 2019년 하반기 ~ 2020년 1분기에 집중될 전망. 9월 말 기준 전체 선박의 7%에 설치된 반면 2019년 내로 전체 선박의 7%에 추가로 설치할 예정이며, 2020년 연간 추가 5%의 선박이 스크러버를 설치할 계획
- 벌크선의 경우, 대형선인 Capesize 중심으로 설치가 집중되어 있음. 2020년에도 선박 공급 증가 대비 스크러버 설치로 인해 실제 공급 증가량은 0.9%p 감소할 전망
- 2020년 벌크선 해체량은 1,000만DWT로 가정. 현재 20년 이상 된 노후선 비중은 전체 선대의 7%로 6,070만DWT. IMO 2020 규제 시행 직후부터 20년 이상 된 노후선 폐선이 본격적으로 진행될 전망. 벌크선 신규 발주도 2019년 2,000만, 2020년 1,500만DWT로 전망. 공급 증가는 제한적으로 판단

선종별 스크러버 설치 비중

| 선종 | 설치 완료 (19년 9월말 기준) | 설치 대기 (19년 내) | 스크러버 설치한 선박 비중 전망 | |
|--------------|-----------------------|------------------|-------------------|------------|
| | | | '19E | '20F |
| Capesize | 13% | 13% | 26% | 36% |
| Panamax | 3% | 3% | 8% | 11% |
| Handymax | 2% | 4% | 6% | 8% |
| 벌크선 | 6% | 7% | 13% | 18% |
| 탱커 | 8% | 9% | 15% | 21% |
| 컨테이너선 | 6% | 13% | 18% | 27% |
| LPG선 | 6% | 5% | 10% | 17% |
| 전체 선박 | 7% | 7% | 14% | 19% |

자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부 전망

연간 벌크선 발주량, 해체량 추이

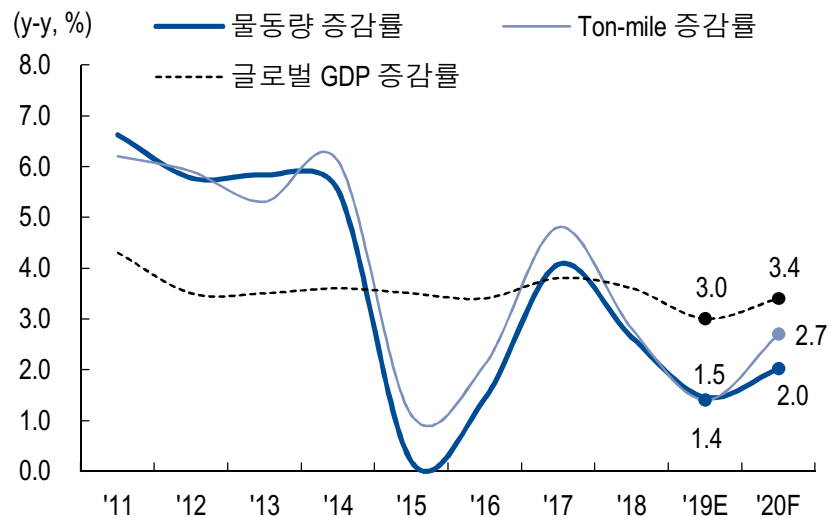


자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부 전망

(해운) 제한적 수요 개선 + 공급 증가율 둔화 = 소폭의 수급 개선 기대

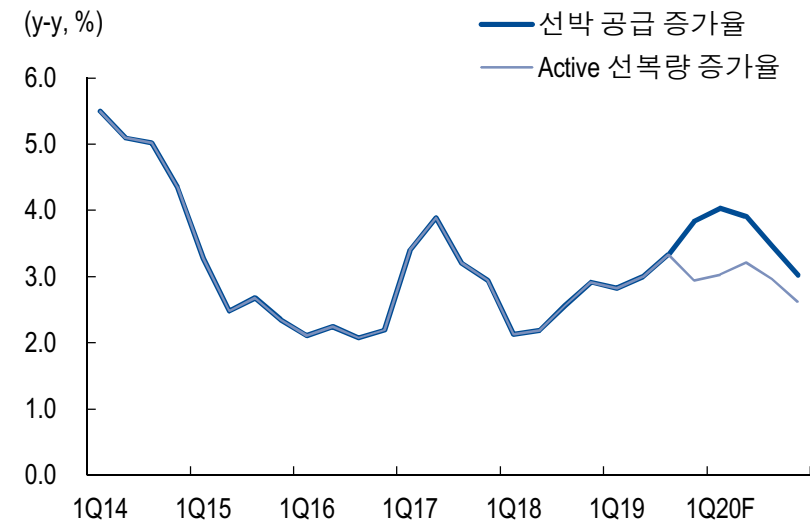
- IMF는 2019년 글로벌 GDP 성장률을 2019년 3.0%, 2020년 3.4%로 전망. 2020년 전망치가 2019년 대비 소폭 회복되는 것으로 나타나나 전망치가 계속 하락하고 있다는 점을 감안하면 낙관하기 어려움. 미국과 중국의 GDP 성장률이 하락하는 것도 부담 요인
- 벌크 물동량도 2019년 1.5% 증가에서 2020년 2.0% 증가로 소폭 회복세를 나타낼 전망. IMO2020 규제 등으로 운항 노선도 복잡, 다양해지면서 톤마일(무게x수송거리) 증가율은 1.4%에서 2.7%로 확대. 하지만 중국 경기 불확실성, 재생에너지 확대에 따른 구조적 석탄 수요 감소로 인해 전망치 하향 가능성 배제할 수 없음
- 스크러버 설치에 따른 가동률 저하(1.2%p)를 포함한 2019년 벌크선 Fleet 증가율은 2.9%. 2020년 스크러버 설치에 따른 선복량 저하 0.7%p를 감안한 선박 공급 증가율은 2.6%. 전년 대비 선박 공급 증가율 둔화로 인해 벌크선 수급은 소폭 개선될 전망

벌크 물동량, Ton-mile, 글로벌 GDP 증가율



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부 전망

글로벌 벌크선 선복량 증가율 전망

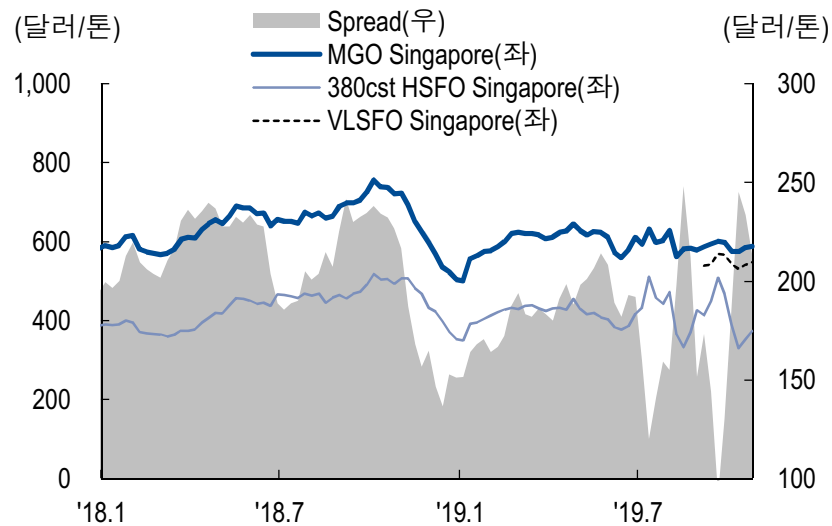


자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부 전망

(해운) 운임과 이익모멘텀은 2분기가 정점

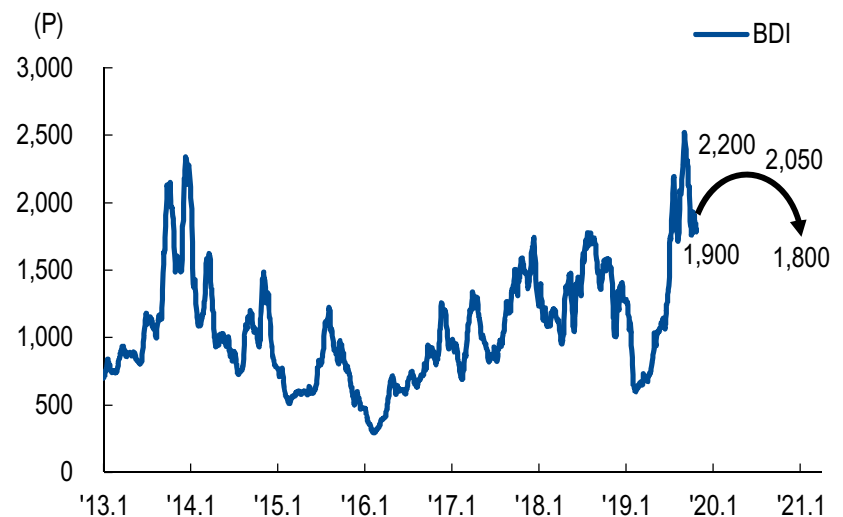
- 2019년 4분기 들어 규제 시행을 앞두고 연료별로 가격 변동성이 확대되고 있음. 항구별로 유종별 가격 방향성이 차별화되고 있음
- 연초 운임 변동성 확대는 해운 선사들에게는 비용 부담으로 작용할 전망이나 2분기부터는 Spot 운임에도 저유황유 사용에 따른 연료비 상승 전가가 가능할 전망
- 2019년 연평균 1,406p(+4.0% y-y), 2020년 연평균 1,988p(+41.4% y-y)로 전망. BDI운임지수 Level 상승과 신규 선박 도입 효과로 인해 국내 벌크선사들은 내년에도 증익이 가능할 것으로 기대. 분기별로 보면 2분기에 지수 정점을 기록할 전망
- 국내 벌크선사의 이익모멘텀도 기저효과와 글로벌 경기 기대감을 감안하면, 하반기보다는 상반기에 더 강할 것으로 예상

싱가포르 기준, 유종별 가격 추이 및 가격 Spread



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

BDI 운임 지수 전망

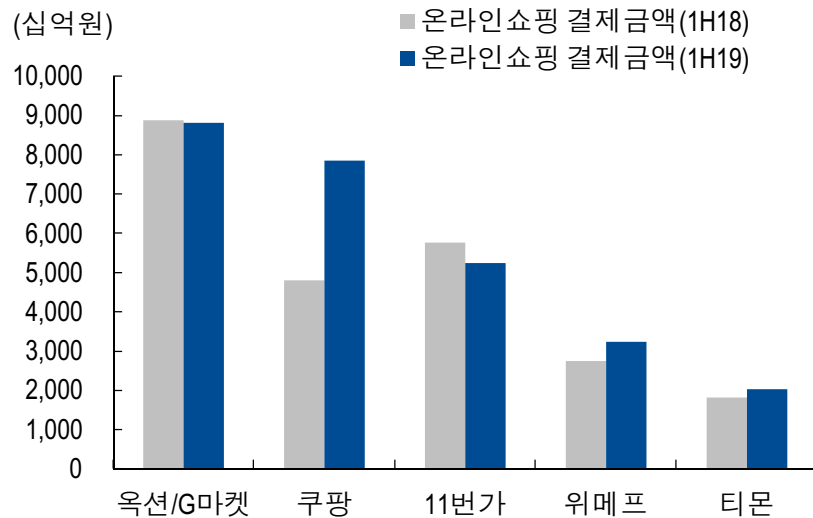


자료: Baltic Exchange, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

(육운) 물류 투자는 이어진다

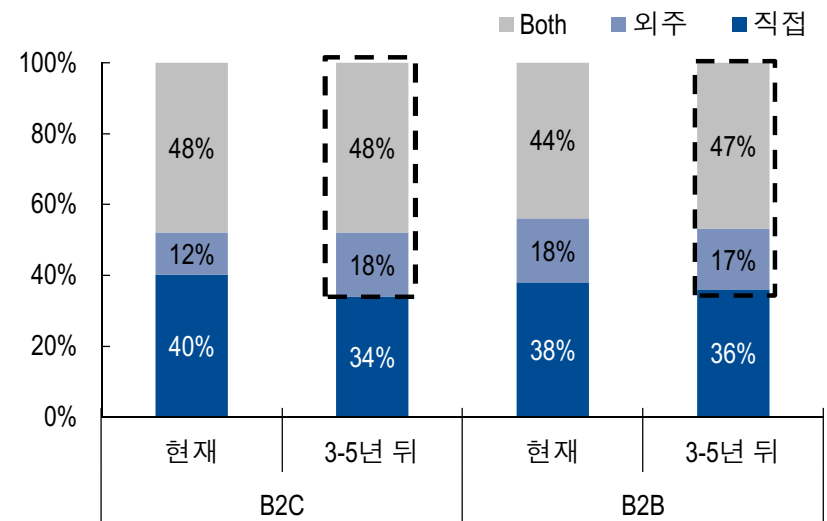
- '속도'가 구매를 결정하는 핵심 요인으로 부각. 아마존의 성장이 배송 속도에 기인하므로 다른 유통 기업도 물류 투자를 할 수밖에 없음
- 아마존의 FBA(Fulfillment By Amazon)처럼 Shopify는 신규 풀필먼트, E-bay는 Managed Delivery(관리배송) 서비스를 물류 기업과의 협력하에 제공할 계획. 국내에서도 네이버 등의 E-commerce 유통 기업과 국내 물류 기업의 협력 확대가 나타날 전망
- DHL이 900개 고객 대상으로 기업별 E-commerce 전략 시행여부에 대해 설문조사한 결과, B2C 기업의 경우 응답자의 31%, B2B 기업의 경우 응답자의 38% 기업만이 E-Commerce 전략을 시행하고 있다고 응답
- 기업들은 E-commerce 시행의 주요 제한 요인으로 인프라 부족, 투자 비용 부담, 기술적 한계, 좋은 파트너의 부재를 꼽고 있음. 여전히 사업자들은 좋은 물류 파트너를 찾고 있음

쿠팡의 급성장은 국내 플랫폼 기업으로 하여금 물류 투자 자극



자료: 와이즈앱, NH투자증권 리서치본부

풀필먼트 전략 확대를 위해서라도 국내 물류 기업과의 협력 강화 필요(DHL 설문조사 결과)

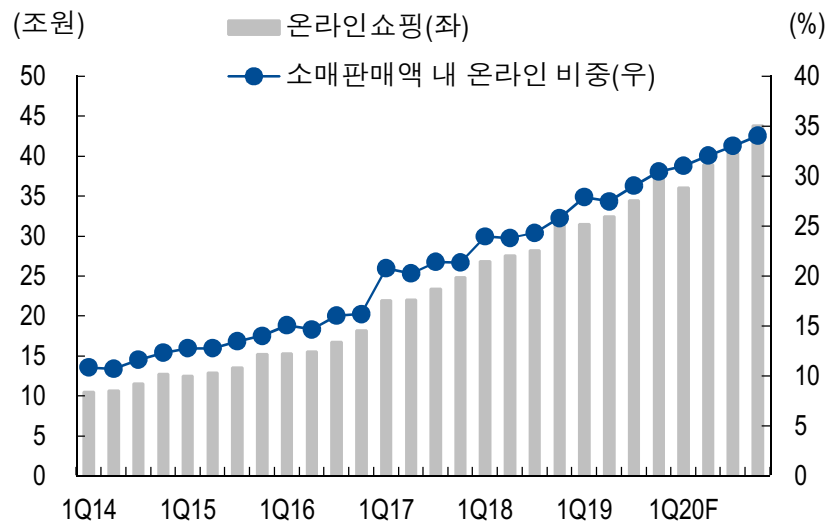


자료: DHL(Overcoming Growing Pains), NH투자증권 리서치본부

(육운) 택배 물량 증가, 단가도 더디지만 꾸준히 상승

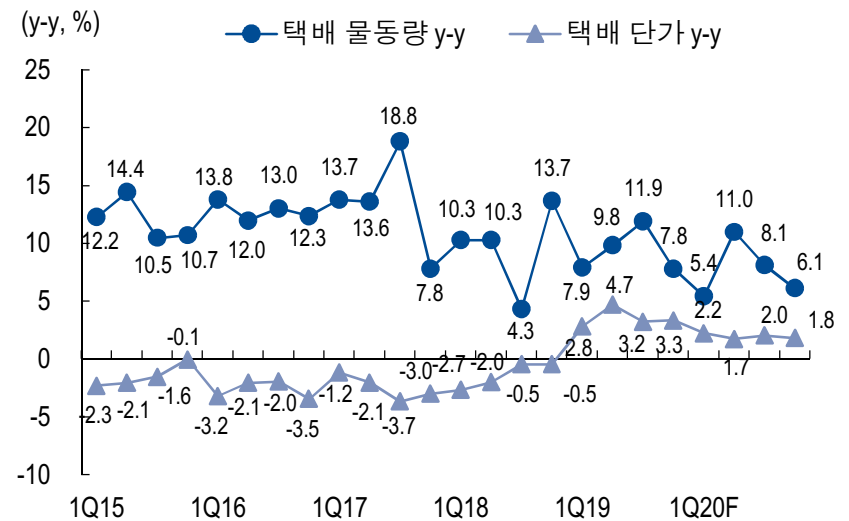
- 소매판매액 내 온라인 비중이 계속적으로 높아지고 있음. 2019년 2분기 기준, 온라인 비중이 27.4%를 차지. 중장기 전체 소매 판매 내에서 온라인 비중이 40~50% 까지 높아질 전망
- 이에 따라 Last-mile인 택배 물동량도 꾸준히 증가하는 추세
- 2020년에도 택배 단가 인상이 진행될 전망. 다만 2019년 연간 단가 인상률은 +3.6%, 2020년 단가 인상률은 +1.9%로 단가 인상을 측면에서는 2020년이 2019년 대비 낮음
- 비용 측면에서 핵심 요인인 최저임금 인상이 2020년 +2.87%에 그쳐 비용 증가 부담이 낮아짐. 택배 부문 수익성은 개선될 전망

국내 소매판매액 내에서 온라인 비중 확대 추세



자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부 전망

국내 택배 단가 및 물동량 증가율 전망

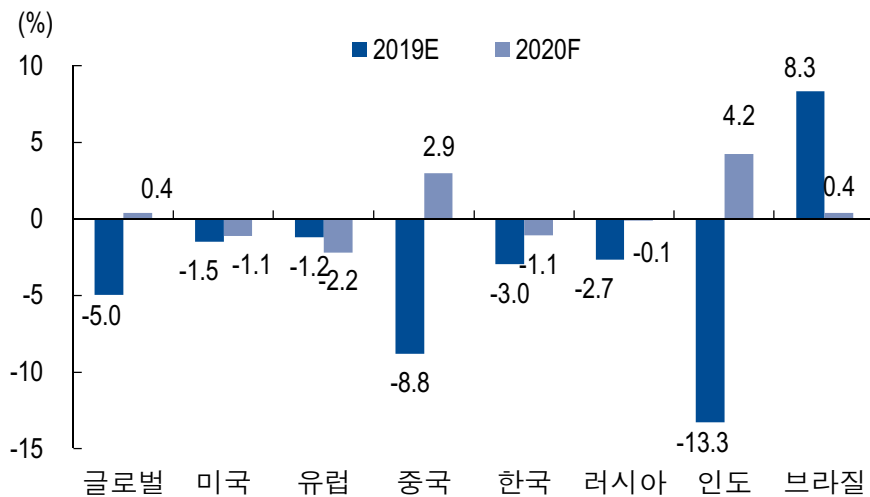


자료: 국내통합물류협회, NH투자증권 리서치본부

(육운) 계열사 생산량 확대에 따른 2차 물류 기업 외형 성장세 지속

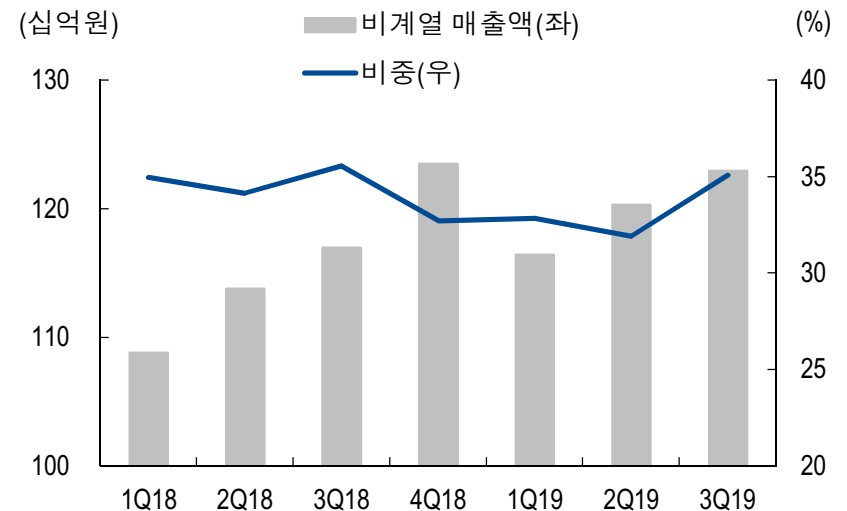
- 국내 대표 2차 물류 기업인 현대글로비스의 경우, 계열사인 현대차와 기아차의 신차 효과에 따른 판매 호조와 해외 공장 생산 확대에 따른 실적 호조세 지속. 2020년에도 글로벌 자동차 수요가 정체되는 가운데, 계열사만 홀로 판매 호조세를 나타낼 전망
- 현대글로비스는 계열사 외에 3차 물류 등의 비계열 매출로도 점진적으로 사업 영역을 확대하면서 견조한 이익 성장세를 나타낼 것으로 예상. 완성차해상운송 또한 GM, Ford 등 비계열 매출이 증가하면서 전반적인 외형 성장세 시현할 것
- 다만 중장기적으로 2차 물류 기업들의 밸류에이션은 계열사 외의 물류 사업 영역을 확대하여야만 확장 가능. 여전히 계열사 매출 비중이 높은 만큼, 중장기 비계열 매출 확장을 위한 성장 계획 확립이 필요

글로벌 연간 지역별 자동차 수요 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

현대글로비스 국내 물류 중 비계열 매출 및 비중 추이

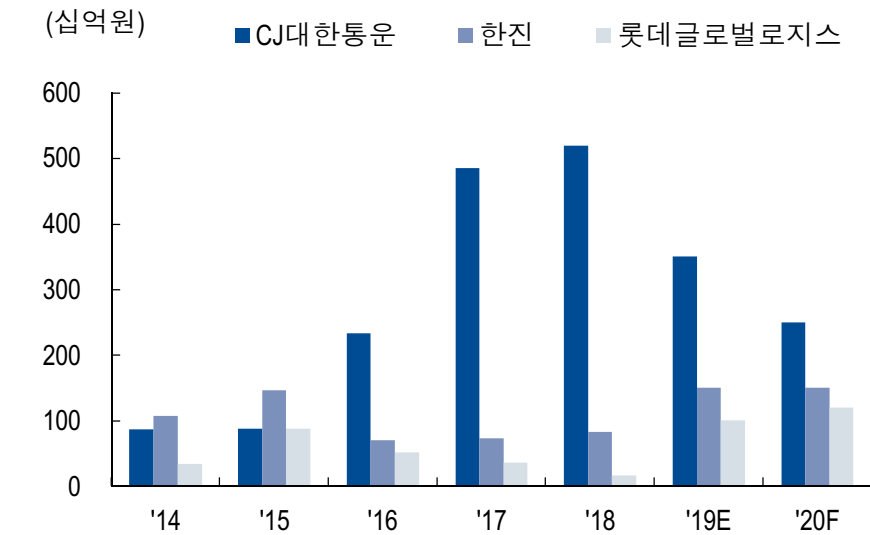


자료: 현대글로비스, NH투자증권 리서치본부

(육운) 2020년에도 이어지는 수익성 개선, 다만 속도는 천천히

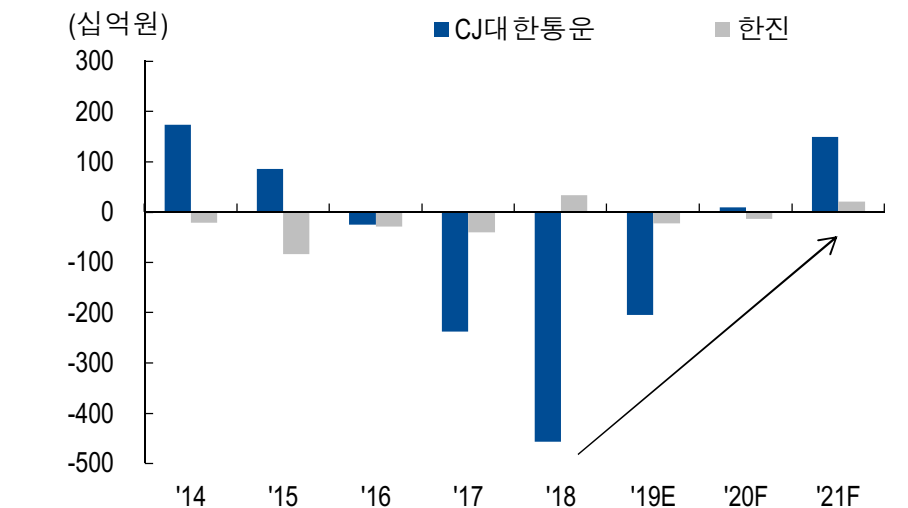
- 택배 부문의 낮은 기대수익률은 경쟁 심화를 제한하는 요인으로 작용할 전망. 기존 사업자 중심의 택배 물동량 증가 및 단가 인상에 따른 점진적인 수익성 개선은 2020년에도 이어질 것으로 판단
- 물류 영역이 확대됨에 따라, 국내 기업들의 사업 기회는 증가할 것으로 판단되나, 택배 터미널을 포함한 인프라 구축이 계속해서 진행되므로 국내 기업들의 CAPEX 투자 부담은 여전히 존재. 선제적 투자를 실시한 CJ대한통운의 CAPEX만이 축소될 것으로 예상
- 중장기 육상 물류 산업은 자본집약화 되어 인프라 경쟁력이 핵심 역량으로 작용할 전망. 이에 따라 향후 재차 CAPEX 확대 흐름이 나타날 수 있음. 비용 부담으로 인해 이익 개선 속도는 더디게 진행될 전망

국내 물류 기업의 CAPEX 부담은 여전



자료: 각 사, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

국내 물류기업 잉여현금흐름 전망



자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부 전망

투자유망종목 1: 대한항공(003490.KS) - 목표주가 31,000원

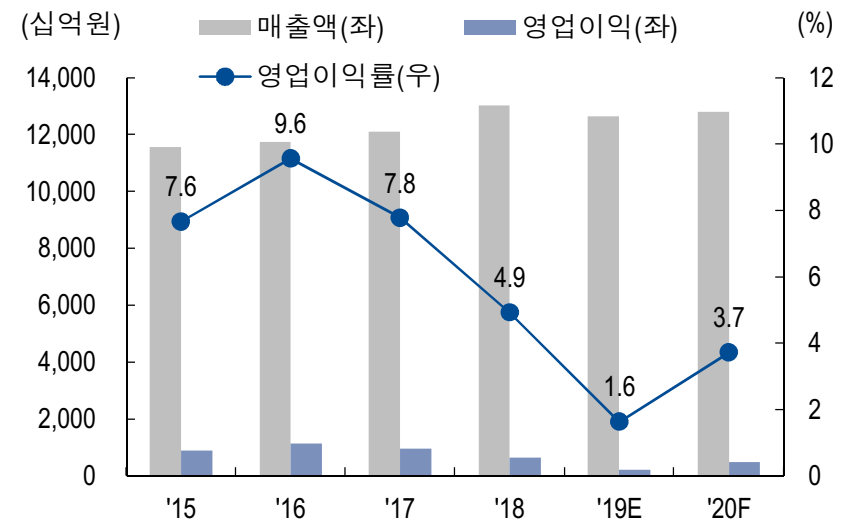
- 2020년 대한항공 주가가 상승 요건: 1) 화물 부문 물동량 증가 여부, 2) 국내 항공사들의 경쟁 구도 개편, 3) 비용 절감(환율 하락)
- 최근 IT 수요 회복에 따른 화물 물동량 개선 기대감, 환율 하락으로 대한항공에 대한センチ먼트가 개선되고 있음. 다만 실제 화물 물동량은 2020년 1분기 감소폭이 축소되고, 2분기부터 상승 전환할 것으로 기대
- 중장거리 수요 견조, 델타와의 JV 협력 확대에 따라 RPK 증가율은 견조한 반면, 경쟁 심화로 운임은 하락 전환하고 있음. 운임 하락이 마무리되려면 재무구조가 열악한 한계기업들의 퇴출 및 국내 항공산업의 경쟁구도 개편이 필요함
- 대한항공 자체적으로도 외화부채 축소 등 적극적인 Deleveraging 등 BPS(주당순자산) 상승을 위한 노력이 필요함

실적 전망 및 Valuation (IFRS연결)

| (십억원) | 2018A | 2019E | 2020F | 2021F |
|-----------------|---------|-------------|--------|--------|
| 매출액 | 13,020 | 12,636 | 12,784 | 13,492 |
| 영업이익 | 640 | 205 | 474 | 538 |
| 영업이익률 (%) | 4.9 | 1.6 | 3.7 | 4.0 |
| EBITDA | 2,382 | 2,061 | 2,306 | 2,348 |
| 순이익 | -186 | -560 | -65 | 31 |
| 지배지분 순이익 | -193 | -583 | -67 | 32 |
| EPS (원) | -2,039 | -6,148 | -714 | 334 |
| PER (배) | N/A | N/A | N/A | 74.7 |
| PBR (배) | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| ROE (%) | -5.9 | -21.6 | -2.7 | 1.2 |
| Net Debt(-Cash) | 14,018 | 14,855 | 14,437 | 14,256 |
| 현재가(11/1, 원) | 25,000 | 외국인지분율 | | 19.7% |
| 시가총액(십억원) | 2,371.1 | 배당수익률('19E) | | 1.0% |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

대한항공 매출액, 영업이익, 영업이익률 전망



자료: 대한항공, NH투자증권 리서치본부 전망

투자유망종목 2: CJ대한통운(000120.KS) - 목표주가 190,000원

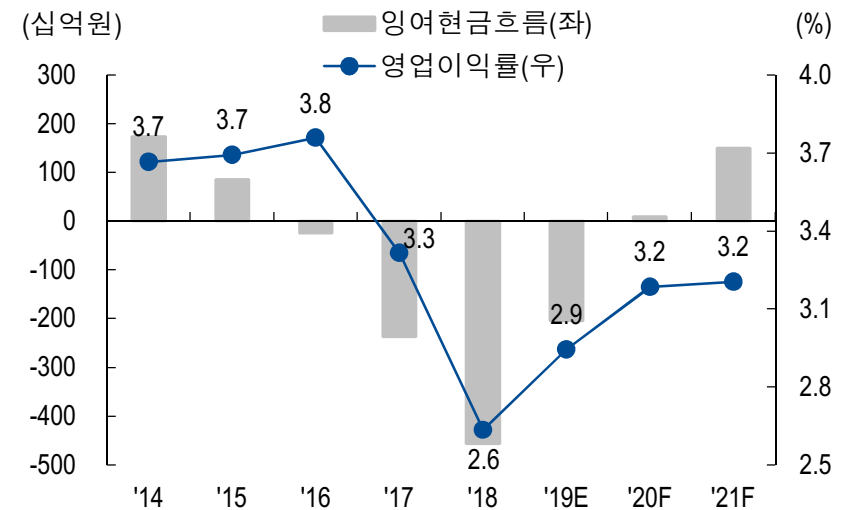
- CJ대한통운은 선제적으로 물류 투자를 진행함에 따라 CAPEX가 감소하는 사이클에 진입. 2020년부터는 잉여현금흐름이 정상화되며 2021년부터는 차입금 축소가 진행될 것으로 예상
- 국내 선두 물류 기업으로 중장기 국내 E-Commerce 플랫폼 기업과의 풀필먼트 사업 연계가 2020년부터 본격화될 전망
- 2020년에도 택배 단가 인상은 진행. 다만 2019년 연간 단가 인상률은 +3.6%, 2020년 단가 인상률은 +1.9%로 낮아질 전망
- 중장기 물류 영역 확대에 따라 물류 핵심 파트너로서 CJ대한통운의 입지가 확대될 전망. 이익 개선 속도는 더디지만 지속적인 외형 성장세와 물류 기업의 중요성 부각으로 높은 밸류에이션이 정당화되는 국면 지속 기대

실적 전망 및 Valuation (IFRS연결)

| (십억원) | 2018A | 2019E | 2020F | 2021F |
|-----------------|---------|-------------|--------|--------|
| 매출액 | 9,220 | 10,346 | 11,236 | 12,152 |
| 영업이익 | 243 | 304 | 358 | 389 |
| 영업이익률 (%) | 2.6 | 2.9 | 3.2 | 3.2 |
| EBITDA | 456 | 545 | 600 | 625 |
| 순이익 | 52 | 57 | 128 | 154 |
| 지배지분 순이익 | 38 | 42 | 109 | 131 |
| EPS (원) | 1,660 | 1,862 | 4,757 | 5,750 |
| PER (배) | 100.6 | 85.4 | 33.4 | 27.6 |
| PBR (배) | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.2 |
| ROE (%) | 1.5 | 1.6 | 3.9 | 4.6 |
| Net Debt(-Cash) | 2,661 | 2,839 | 2,838 | 2,700 |
| 현재가(11/7, 원) | 163,000 | 외국인지분율 | | 19.5% |
| 시가총액(십억원) | 3,718.4 | 배당수익률('19E) | | 0.06% |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

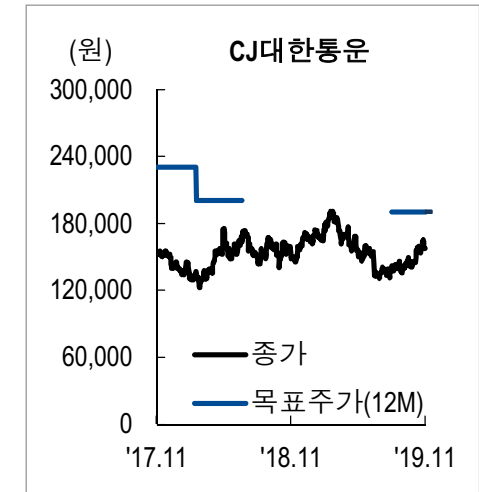
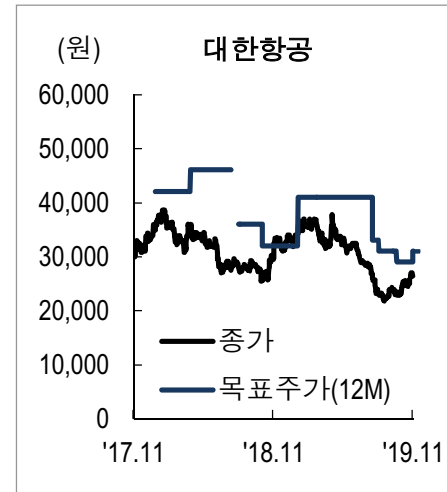
CJ대한통운 영업이익률 및 잉여현금흐름 추이



자료: CJ대한통운, NH투자증권 리서치본부 전망

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목명 | 코드 | 제시일자 | 투자 의견 | 목표가 | 과리율 (%) | |
|--------|-----------|------------|---------------|----------------|---------|--------|
| | | | | | 평균 | 최저/최고 |
| 대한항공 | 003490.KS | 2019.11.13 | Buy | 31,000원(12개월) | - | - |
| | | 2019.10.01 | Buy | 29,000원(12개월) | -14.4% | -7.1% |
| | | 2019.08.15 | Buy | 31,000원(12개월) | -25.9% | -21.6% |
| | | 2019.07.29 | Buy | 33,000원(12개월) | -26.2% | -21.1% |
| | | 2019.01.15 | Buy | 41,000원(12개월) | -19.9% | -7.9% |
| | | 2018.10.15 | Buy | 32,000원(12개월) | -3.0% | 6.3% |
| | | 2018.08.14 | Buy | 36,000원(12개월) | -22.7% | -18.8% |
| | | 2018.07.25 | 담당 Analyst 변경 | | | |
| | | 2018.07.25 | Buy | 36,000원(12개월) | - | - |
| | | 2018.04.09 | Buy | 46,000원(12개월) | -31.8% | -21.8% |
| CJ대한통운 | 000120.KS | 2019.08.12 | Buy | 190,000원(12개월) | - | - |
| | | 2019.02.26 | | 1년경과 | -21.9% | -4.8% |
| | | 2018.07.25 | 담당 Analyst 변경 | | | |
| | | 2018.02.27 | Buy | 200,000원(12개월) | -21.9% | -5.5% |
| | | 2017.09.28 | Buy | 230,000원(12개월) | -35.8% | -27.6% |



- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.