

Issue & Pitch

1 Oct. 2019

운송/자동차 이한준 hanlee@ktb.co.kr

Companies on our radar

종목명	투자의견	목표가	Top pick
현대글로비스	BUY	19.5만원	
CJ대한통운	HOLD	16.5만원	
대한항공	BUY	3만원	●
제주항공	HOLD	2.1만원	
진에어	BUY	2만원	●
팬오션	BUY	5.5천원	
한진칼	HOLD	2.5만원	

운송 (Overweight)

3Q19 Preview

► Issue

3Q19 Preview. 2Q에 이어서 항공주 컨센서스 하회폭이 큰 것이 특징. 단거리 여객수요는 부진이 심화되었고, 항공화물 수요는 회복세가 나타나지 않음. 육운과 해운 업황은 양호

► Pitch

- 항공업황은 하반기 중 변곡점을 기대하기 어려울 전망. 그러나 EBITDA 대비 기업가치로 보면 대한항공, 진에어는 저평가 영역이므로 매수 가능한 주가
- 호실적 지속되는 현대글로비스 양호한 주가 흐름 예상. 연말까지 BDI는 약세 예상하나, 이에 연동하여 팬오션 주가 하락 시 매수 추천. CVC 선박 도입에 따른 증익 가시성 높음

► Rationale

- 현대글로비스: 원달러 환율 상승으로 CKD 마진 호조 지속. PCC부문에서의 비계열항 매출액 증가세 높음. 완성차 공장 가동률 상승의 수혜도 물류부문 실적개선으로 이어짐
- CJ대한통운: 물량 회복세이나 단가 인상 모멘텀 둔화될 전망. Valuation 부담 여전
- 대한항공: 여객은 일본 노출도 낮아 양호하지만 화물부문 감익이 크게 작용. 인건비를 비롯한 비용증가, 환율 상승도 부담으로 작용했음
- 제주항공: 단거리 수요 부진한 가운데 기체는 증가, 고정비 부담이 크게 작용
- 진에어: 역시 부진한 실적 예상하나 주가는 선제적으로 하락해 있는 상태
- 팬오션: 평균 BDI 상승에 근거해 양호한 실적을 예상. 환율도 긍정적인 영향

(단위: 원, 십억원)

	회사명 코드	현대글로비스 (086280)	CJ대한통운 (000120)	대한항공 (003490)	제주항공 (089590)	진에어 (272450)	팬오션 (028670)	한진칼 (180640)
투자의견		BUY 유지	HOLD 유지	BUY 유지	HOLD 유지	BUY 유지	BUY 유지	HOLD 유지
목표주가		195,000 유지	165,000 유지	30,000 하향	21,000 유지	20,000 유지	5,500 유지	25,000 하향
상승여력(%)		25.0	14.2	31.0	-14.1	32.5	20.4	-7.7
변경 후 (3Q19)	매출액	4,638.0	2,591.2	3,467.9	373.1	245.5	742.2	320.0
	영업이익	210.3	76.3	204.7	(3.2)	6.0	62.9	19.9
	순이익	102.7	20.2	(108.1)	(15.2)	3.0	49.3	(16.7)
변경 전	매출액	4,632.6	2,620.9	3,553.2	419.1	280.3	758.4	451.1
	영업이익	208.2	70.6	410.6	40.1	44.1	61.9	59.1
	순이익	159.1	17.6	123.6	22.2	31.8	48.3	87.8
컨센서스	매출액	4,612.5	2,625.0	3,442.0	389.0	266.6	761.0	n/a
	영업이익	202.0	77.0	289.3	32.4	23.0	61.0	n/a
	순이익	159.1	20.1	64.0	22.0	10.3	47.8	n/a
%변경전·후 변화율(%)	매출액	0.1	-1.1	-2.4	-11.0	-12.4	-2.1	-29.1
	영업이익	1.0	8.1	-50.2	n/a	-86.4	1.7	-66.4
	순이익	-35.5	14.8	n/a	n/a	-90.7	2.1	n/a
전년동기	매출액	6.1	7.1	-1.4	6.6	-10.9	-3.8	-10.1
대비 (YoY, %)	영업이익	12.4	44.3	-49.1	적전	-76.5	9.4	-46.0
	순이익	-33.3	290.2	적전	적전	-84.1	15.0	적전
전분기 대비 (QoQ, %)	매출액	3.2	2.2	11.1	19.2	14.7	17.4	11.0
	영업이익	4.0	6.3	흑전	적지	흑전	24.6	흑전
	순이익	-15.5	16.0	적지	적지	흑전	33.6	적지

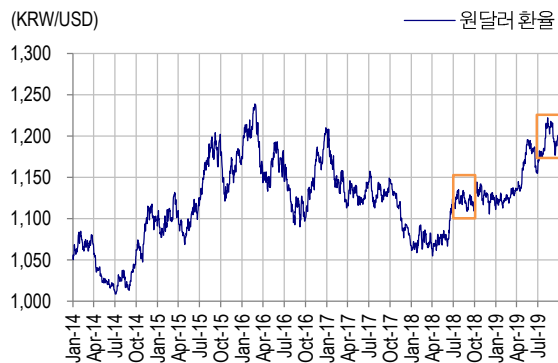
Note: K-IFRS 연결 기준(진에어는 별도 기준) / Source: KTB투자증권

Fig. 01: 실적추정의 주요 가정

			1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	YoY
환율	(원/달러)	평균	1,201.4	1,163.3	1,121.4	1,157.4	1,154.3	1,129.4	1,132.2	1,105.7	1,072.3	1,078.6	1,121.6	1,127.5	1,125.1	1,165.9	1,192.8	6.3
		기말	1,153.5	1,164.7	1,096.3	1,208.5	1,116.1	1,139.6	1,146.7	1,071.4	1,066.5	1,121.7	1,112.7	1,118.1	1,137.8	1,156.8	1,191.1	7.0
	(원/100엔)	평균	1,042.8	1,076.1	1,095.0	1,058.4	1,015.2	1,017.3	1,020.4	979.1	989.0	989.4	1,007.1	999.4	1,022.0	1,060.4	1,111.6	10.4
		기말	1,026.0	1,132.2	1,083.7	1,036.8	998.5	1,017.6	1,020.4	949.1	1,001.5	1,014.8	981.2	1,013.2	1,028.2	1,073.4	1,106.5	12.8
	(원/유로)	평균	1,324.9	1,313.3	1,251.0	1,247.0	1,229.5	1,242.8	1,330.2	1,301.8	1,317.2	1,286.8	1,304.3	1,286.4	1,277.9	1,309.9	1,327.8	1.8
		기말	1,307.4	1,295.5	1,230.3	1,267.6	1,192.6	1,304.0	1,350.9	1,279.3	1,312.0	1,297.0	1,294.6	1,279.2	1,277.5	1,315.1	1,312.4	1.4
WTI	평균(\$/bbl)		33.5	45.4	45.0	49.1	51.9	48.3	48.1	55.5	63.0	67.9	69.6	58.8	54.9	59.9	56.5	-18.9
Dubai	평균(\$/bbl)		30.8	42.9	43.4	47.8	52.9	49.6	50.5	59.2	64.0	71.8	73.8	67.0	63.2	67.2	60.9	-17.5
항공유	평균(\$/bbl)		43.0	54.5	55.1	61.2	64.7	60.6	63.8	72.9	79.1	86.9	88.8	83.5	77.2	80.1	76.7	-13.7
BDI	평균		362.1	611.2	734.1	991.5	941.4	1,019.3	1,135.8	1,496.2	1,176.0	1,256.7	1,606.6	1,352.8	803.4	995.6	2,051.8	27.7

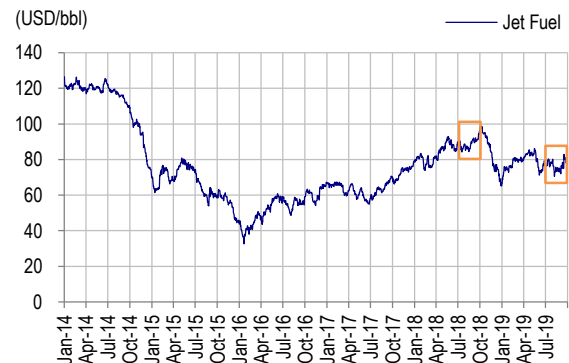
Source: 한국은행, Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 02: 원달러 환율 추이



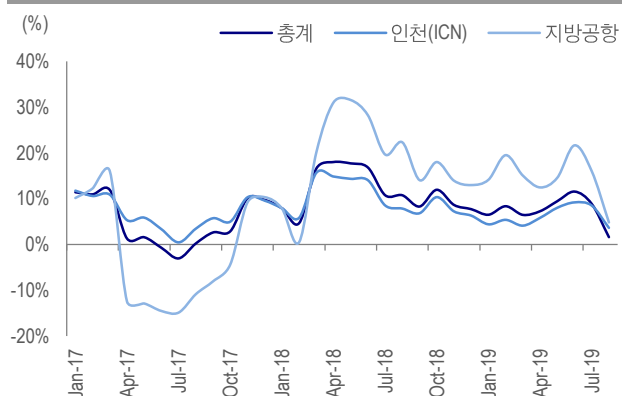
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 03: 항공유가 추이



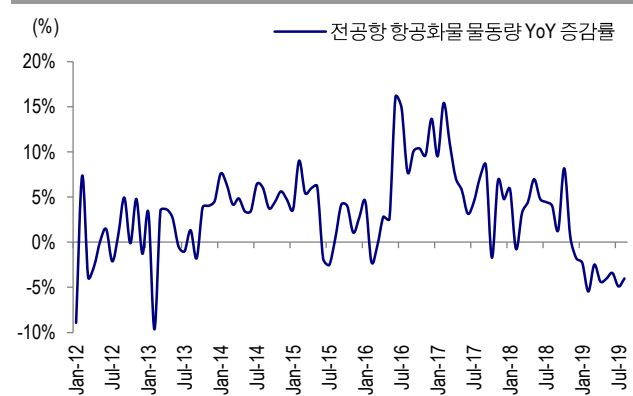
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 04: 공항별 여객수송량 YoY 증감률 추이(~'19.8월)



Source: 항공정보포탈시스템, KTB투자증권

Fig. 05: 국내 전공항 화물수송량 YoY 증감률 추이(~'19.8월)



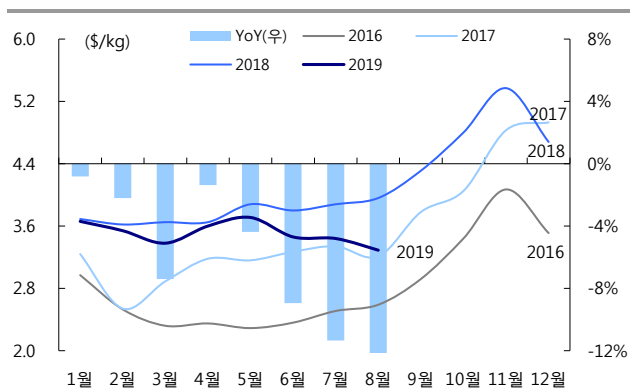
Source: 항공정보포탈시스템, KTB투자증권

Fig. 06: 전공항 국적사 합산 국제여객 수송량 추이(노선별)

(만명)	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Aug-19
국제선 합계	757	690	715	694	690	704	734	786	679	739	705	754	806	747	760	744	748	777	800	818
일본	195	180	190	175	174	171	174	192	150	177	178	191	202	187	199	176	180	184	180	153
중국	120	118	126	130	133	135	143	159	143	149	132	131	138	137	140	150	156	158	159	179
아시아	310	273	277	264	249	255	263	280	249	274	281	310	332	304	300	291	270	285	301	322
미주	44	39	43	43	47	49	51	50	43	46	40	43	46	38	41	43	50	51	53	52
유럽	42	39	42	47	52	56	62	65	59	56	43	42	48	43	46	51	58	63	68	71
대양주	38	34	29	28	27	29	30	31	27	27	23	29	33	30	26	26	26	28	30	31
기타	8	8	8	8	8	8	10	10	9	9	7	7	8	8	8	8	8	8	10	10
(YoY)	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Aug-19
국제선 합계	8.1	5.1	16.9	18.3	17.6	16.9	10.9	10.8	8.3	11.9	8.7	7.8	6.6	8.3	6.3	7.2	8.4	10.4	9.1	4.1
일본	22.1	15.6	21.9	20.3	20.9	16.8	6.6	7.3	-4.4	7.8	4.7	7.9	3.5	3.9	4.7	0.5	3.4	7.7	3.5	-20.3
중국	-22.1	-20.9	10.4	43.7	39.7	34.4	27.3	24.8	23.5	22.8	24.2	13.9	15.2	16.2	11.7	15.3	17.0	17.2	11.5	12.9
아시아	18.4	12.6	20.5	13.3	12.2	14.9	10.4	9.1	12.3	12.4	9.8	10.2	6.9	11.6	8.4	10.1	8.5	11.7	14.2	15.0
미주	1.7	10.4	16.2	10.3	5.6	2.1	-2.4	-4.1	-0.7	3.3	4.1	1.1	4.1	-3.6	-3.7	0.9	6.2	4.1	2.9	3.8
유럽	12.4	12.2	11.3	8.1	12.1	13.4	12.4	18.4	13.2	15.3	12.6	11.0	14.3	11.0	7.8	9.7	13.0	11.8	8.9	10.0
대양주	6.5	7.2	1.5	-0.9	1.7	5.0	-2.1	0.1	-5.9	-6.0	-27.7	-23.8	-13.0	-10.0	-9.7	-7.6	-3.8	-5.5	-1.1	0.1
기타	-5.8	-5.6	-7.7	-1.1	-1.9	7.2	8.5	5.9	0.0	5.2	3.3	-0.3	4.5	-2.1	-5.9	-6.6	-5.8	-0.5	-0.4	4.3

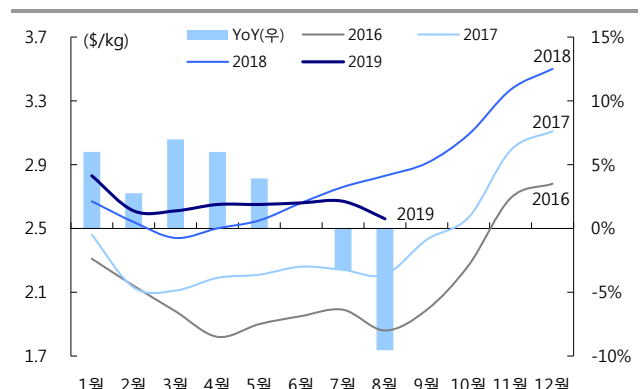
Source: 항공정보포털시스템, KTB투자증권

Fig. 07: 글로벌 항공화물 운임 추이(홍콩-북미)



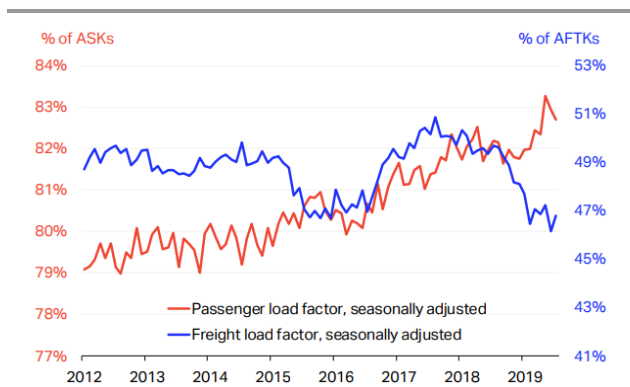
Source: TAC Index, KTB투자증권

Fig. 08: 글로벌 항공화물 운임 추이(홍콩-유럽)



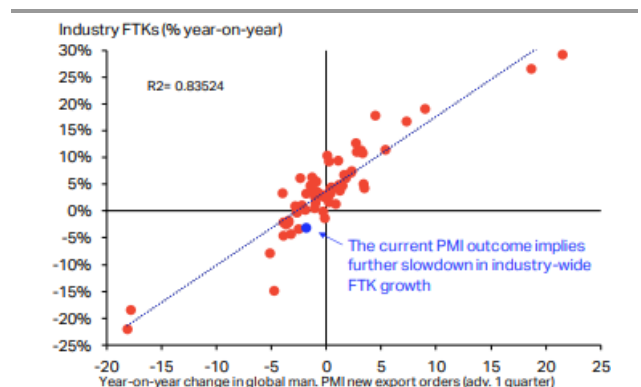
Source: TAC Index, KTB투자증권

Fig. 09: 글로벌 항공화물 Load Factor는 2015년 수준까지 하락



Source: IATA

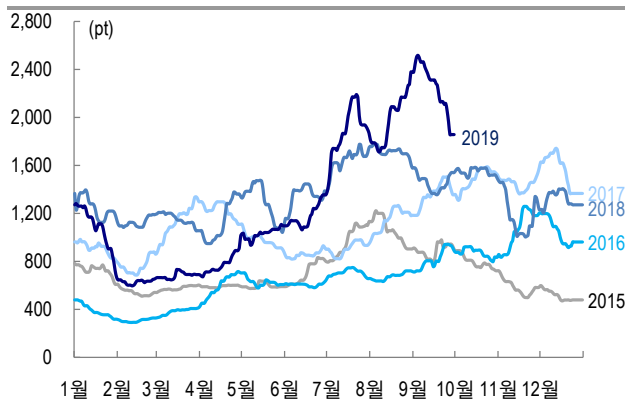
Fig. 010: 글로벌 PMI New Export Order와 글로벌 FTK YoY 증감률



Source: IATA

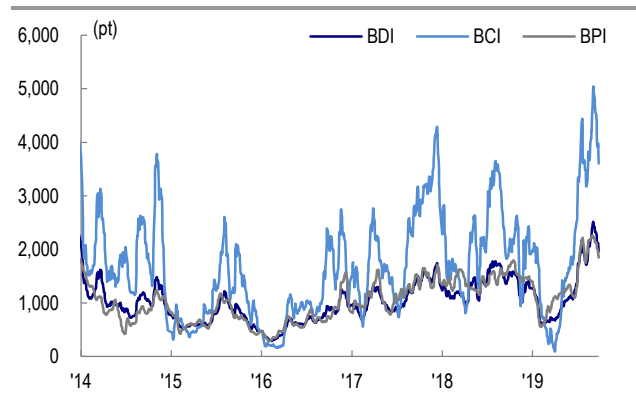
Note: 글로벌 PMI New Export Order 7월 48.3pt, 8월 47.5pt로 YoY 하락세 지속. 2~3개월 선행지수임을 감안시 4Q19 항공화물 물동량도 낙관하기 어려움

Fig. 011: Baltic Dry Index 추이



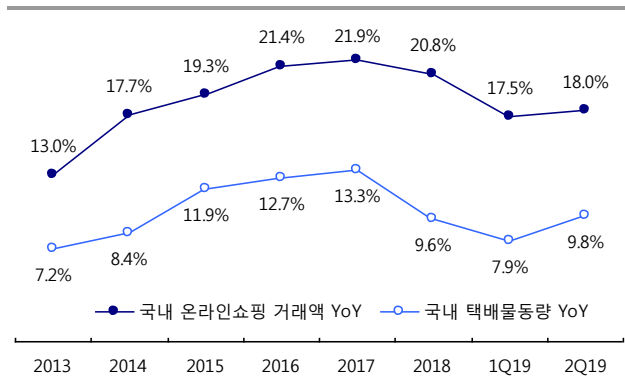
Source: Baltic Exchange, KTB투자증권

Fig. 012: BDI, BCI, BPI 추이



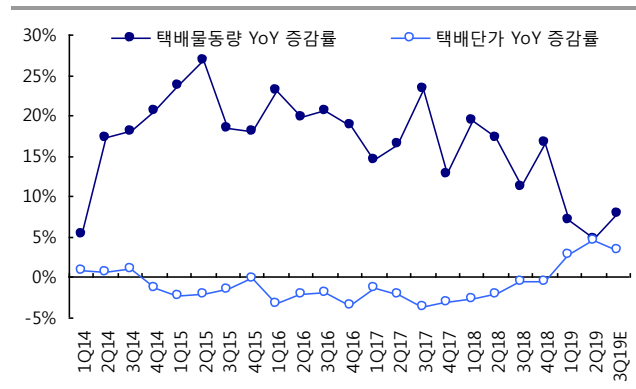
Source: Baltic Exchange, KTB투자증권

Fig. 013: 국내 온라인쇼핑 거래액 및 택배물동량 YoY 증감률



Source: 통계청, 한국통합물류협회, KTB투자증권

Fig. 014: CJ대한통운 택배물동량과 택배단가 YoY 추이



Source: CJ대한통운, KTB투자증권

Fig. 015: 운송업종 Peer 대비 Performance와 Valuation 비교

	업체	국가	Mkt Cap. (Mil. USD)	Performance(%)					PER (X)		PBR(X)		ROE(%)		EV/EBITDA(X)	
				1W	1M	3M	6M	YTD	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
항공	대한항공	한국	1,813	(2.8)	3.2	(20.9)	(28.1)	(30.7)	-	14.7	0.9	0.8	(14.5)	6.0	7.2	6.8
	아시아나항공	한국	949	(4.1)	(10.8)	(6.4)	46.4	24.3	-	18.8	0.9	0.8	(10.0)	5.1	9.7	7.9
	제주항공	한국	538	1.0	2.1	(26.2)	(38.2)	(27.1)	17.3	10.5	1.6	1.4	9.9	15.1	4.4	3.7
	진에어	한국	378	(3.5)	6.7	(28.4)	(34.6)	(21.6)	22.1	8.7	1.7	1.4	7.2	17.1	4.3	3.3
	ANA	일본	11,744	(3.0)	0.1	1.8	(10.5)	(7.8)	10.9	11.4	1.1	1.0	11.1	9.4	5.4	5.4
	JAL	일본	10,396	(4.9)	(3.2)	(6.7)	(17.6)	(17.5)	8.5	9.8	1.0	0.9	12.3	9.6	2.7	2.6
	Air China(H)	중국	15,184	(3.1)	1.5	(12.6)	(28.7)	1.0	10.5	8.3	0.9	0.8	9.0	10.3	7.1	6.4
	China Southern Airlines(H)	중국	10,226	(0.6)	8.2	(12.3)	(32.1)	(1.6)	10.3	7.6	0.8	0.7	6.9	8.8	8.7	7.8
	China Eastern Airlines(H)	중국	10,659	(1.8)	3.5	(17.1)	(31.4)	(12.4)	11.2	7.9	0.8	0.7	7.6	9.6	8.4	7.5
	Cathay Pacific	홍콩	4,927	(3.0)	(3.9)	(15.9)	(28.5)	(11.8)	11.1	10.5	0.6	0.6	3.9	5.1	7.1	6.6
	Singapore Airlines	싱가폴	7,850	0.4	3.6	(1.3)	(5.3)	(2.9)	14.9	14.2	0.8	0.8	5.2	5.7	7.3	6.0
	SOUTHWEST AIRLINES	미국	29,209	(0.3)	3.9	7.0	4.7	16.9	12.8	10.6	2.4	2.1	22.9	24.4	7.0	6.2
	Delta Airlines	미국	37,894	(0.6)	0.7	2.7	12.8	16.8	8.2	7.8	2.5	2.0	31.2	27.2	5.7	5.6
	Lufthansa	독일	7,524	1.9	3.6	(3.8)	(26.0)	(26.5)	5.5	4.3	0.7	0.6	12.8	15.0	2.8	2.6
	Qantas	호주	6,673	0.5	2.9	16.5	11.1	8.6	10.7	9.6	2.9	2.7	25.5	27.5	4.0	3.9
	SPRING AIRLINES	중국	5,469	(4.0)	(5.0)	(5.4)	4.8	33.8	19.4	15.7	2.6	2.3	12.9	13.8	13.8	11.0
	RYANAIR HOLDINGS	영국	12,601	3.1	12.9	3.0	(11.6)	(3.2)	11.3	14.2	2.4	2.2	21.0	14.8	6.5	7.1
해운	현대상선	한국	958	(5.1)	6.8	(2.2)	(0.4)	(1.9)	-	-	-	-	-	-	-	-
	Evergreen	대만	1,890	(0.8)	1.2	4.4	8.8	9.2	37.9	12.8	0.9	0.8	1.6	5.5	11.4	8.4
	Yang Ming	대만	584	(1.3)	(2.0)	(4.4)	(9.8)	(11.4)	-	-	1.0	0.8	(15.2)	(17.6)	17.8	17.1
	OOIL	홍콩	2,766	(1.0)	(1.0)	(21.3)	(30.5)	(34.6)	3.2	19.8	0.5	0.5	13.8	2.3	7.3	7.5
	CSCCL	중국	3,213	(1.1)	3.4	(8.2)	(12.6)	12.5	-	-	-	-	-	-	-	-
	Maersk	덴마크	22,752	(1.9)	6.3	(9.1)	(0.5)	0.5	51.8	24.1	0.8	0.8	1.0	3.0	6.7	6.3
	MOL	일본	386	(0.4)	3.4	7.9	(8.1)	(11.8)	8.2	7.0	0.9	0.8	11.1	11.8	7.7	8.5
	NYK	일본	2,846	(2.8)	13.8	4.4	11.3	6.7	-	12.7	0.6	0.6	(0.3)	5.3	14.5	11.3
	China Cosco	중국	7,378	(3.1)	(0.4)	(8.5)	(14.4)	(5.4)	11.2	12.8	1.0	1.0	5.6	6.0	13.2	13.4
	팬오션	한국	2,040	(2.9)	(6.0)	(1.5)	11.2	2.8	14.9	12.3	0.8	0.8	5.9	6.3	9.0	7.9
	대한해운	한국	451	(3.3)	(4.9)	(18.0)	4.5	1.6	6.1	5.4	0.6	0.6	10.8	10.8	8.6	8.1
	U-Ming	대만	913	(0.1)	(2.9)	0.3	8.1	4.0	22.5	27.3	1.0	1.0	7.4	-	-	-
	Pacific Basin	홍콩	963	(5.3)	5.9	13.3	(4.1)	8.7	23.0	9.0	0.7	0.7	3.5	7.3	8.4	6.8
	CSD	중국	3,151	(18.4)	(21.8)	(24.9)	(22.9)	(11.3)	10.3	5.7	0.4	0.4	3.6	6.0	10.6	8.5
	Dryships	그리스	454	0.0	1.0	36.9	13.2	(7.4)	-	-	-	-	-	-	-	-
육운	현대글로비스	한국	4,884	1.3	(2.5)	(3.1)	21.4	20.9	10.9	9.4	1.3	1.1	12.0	12.6	6.7	6.3
	CJ대한통운	한국	2,752	0.3	1.0	7.4	(12.7)	(13.5)	69.5	33.2	1.0	1.0	1.6	3.2	13.9	12.0
	일본통운	일본	5,007	(2.0)	0.4	(3.8)	(10.6)	(10.0)	11.0	11.8	0.9	0.9	8.7	8.0	6.0	6.3
	Yamato	일본	6,202	(6.6)	(11.6)	(25.8)	(43.1)	(46.2)	17.8	18.0	1.1	1.1	6.4	6.2	5.4	5.2
	Sinotrans	홍콩	3,805	(2.0)	(2.8)	(13.4)	(27.0)	(27.6)	6.8	6.0	0.6	0.6	9.8	9.8	9.0	8.0
	UPS	미국	102,143	(1.4)	0.2	15.2	6.5	22.0	15.9	14.6	15.5	10.3	118.5	85.9	11.7	10.9
	Fedex	미국	37,822	(2.6)	(8.6)	(11.7)	(20.1)	(10.1)	9.5	11.5	1.9	2.0	19.7	17.5	8.1	8.7
	Expeditors	미국	12,512	(0.9)	3.1	(3.4)	(3.4)	7.6	20.8	19.5	6.3	6.2	30.6	31.8	13.8	13.1
	CH Robinson	미국	11,343	(0.8)	(0.8)	(0.7)	(3.7)	(0.4)	17.7	17.0	6.6	5.9	39.0	35.9	12.5	12.3
	DP DHL	독일	41,002	1.6	1.4	4.9	4.5	26.7	14.3	12.4	2.5	2.3	18.7	19.3	6.9	6.3
	Kuehne & Nagel	스위스	17,662	0.6	1.4	0.8	6.9	15.6	22.4	20.7	7.4	7.1	33.7	35.2	11.8	11.1
	DSV	덴마크	22,909	(0.6)	(3.7)	0.4	17.6	50.8	28.4	25.0	3.1	3.9	20.0	18.3	17.2	14.7
	Singapore Post	싱가폴	1,596	1.0	6.5	3.2	(2.0)	7.1	21.8	21.8	1.4	1.5	5.8	7.3	12.4	12.3

Source: Bloomberg, KTB투자증권

현대글로벌비스 (086280)

3Q19 Preview: 아무 걱정하지 말아요

Investment Point

- 3분기 연결 매출액 4.6조원(YoY +6.1%), 영업이익 2,103억원(YoY +12.4%) 전망
- CKD 매출액 1.7조원(YoY +1.5%), 영업이익 930억원(OPM 5.5%) 예상. 미주와 유럽 지역 매출액 기여도가 높는데, HMMA, KMMG, KMS 가동률이 YoY 개선되었고 금번 분기부터 인도공장 실적도 반영되기 시작. 3Q19 원달러 평균환율이 1,190원으로 1Q19 1,125원 대비 65원(5.8%) 상승, 영업이익률 5.5%로 호조 예상
- PCC 매출액 5,130억원(YoY +37.3%), 영업이익 374억원(YoY +67%, OPM 7.3%) 예상. 현대/기아차 합산 국내발 수출물량은 3Q19 YoY 6% 증가할 것으로 추정하며, 비계열항 매출액은 YoY 60% 증가하며 고성장세를 지속
- 물류부문 매출액 1.5조원(YoY +10.2%). 2Q19에 이어 3Q19에도 완성차 미국공장 가동률은 YoY 개선세 지속되므로 Glovis America법인을 필두로 해외물류 실적개선 전망
- 기말환율(1,190원 가정) 상승으로 USD표시 외화부채 \$1.2B에서 약 400억원의 외화환산손실 발생 예상, 순이익은 YoY 33% 감소한 1,027억원 추정
- 양호한 실적 시현 후 12월에는 2020년~2021년 현대차 그룹 완성차 수출물량 배선권 재협상 예정. 현재 60%에서 70%로 상향 가정하고 있으며, 12MF PER 12x 적용한 목표주가 19.5만원 유지

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	195,000		유지
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	11.1	11.7	8.7
PBR(배)	1.2	1.3	1.1
EV/EBITA(배)	6.0	6.5	6.2
배당수익률(%)	2.6	2.1	2.1

Fig. 01: 현대글로벌비스의 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비	전년 동기 대비(yoy)	전분기 대비(qoq)	시장 컨센서스 대비
	2019.09(E)	2019.09(E) 차이(%)	2018.09A 차이(%)	2019.06A 차이(%)	2019.09(E) 차이(%)
매출액	4,638.0	4,632.6 0.1	4,373.0 6.1	4,496.1 3.2	4,612.5 0.6
영업이익	210.3	208.2 1.0	187.1 12.4	202.2 4.0	202.0 4.1
순이익	102.7	159.1 (35.5)	153.9 (33.3)	121.5 (15.5)	159.1 (35.4)
이익률(%)					
영업이익	4.5	4.5	4.3	4.5	4.4
순이익	2.2	3.4	3.5	2.7	3.4
이익률 차이(%P)					
영업이익		0.0	0.3	0.0	0.2
순이익		(1.2)	(1.3)	(0.5)	(1.2)

Note: K-IFRS 연결

Source: 현대글로벌비스, KTB투자증권

Fig. 02: 현대글로벌비스의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%, %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	4,632.6	4,736.3	4,388.0	4,687.9	4,638.0	4,798.4	4,457.2	4,683.6	0.1	1.3	1.6	(0.1)
영업이익	208.2	211.2	201.5	214.8	210.3	214.6	206.1	214.9	1.0	1.6	2.3	0.1
영업이익률(%)	4.5	4.5	4.6	4.6	4.5	4.5	4.6	4.6	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	259.6	263.2	254.0	268.0	262.0	267.0	259.0	268.4	0.9	1.4	1.9	0.2
EBITDA이익률(%)	5.6	5.6	5.8	5.7	5.6	5.6	5.8	5.7	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	159.1	171.3	152.8	162.1	102.7	169.5	160.8	166.8	(35.5)	(1.0)	5.3	2.9

Note: K-IFRS 연결

Source: 현대글로벌비스, KTB투자증권

Fig. 016: 현대글로벌비스 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
FX											
KRW/USD avg	1,072.3	1,078.0	1,121.6	1,128.0	1,125.0	1,165.9	1,190.0	1,185.0	1,100.0	1,166.5	1,172.5
KRW/USD end	1,066.5	1,122.0	1,112.7	1,118.1	1,137.8	1,156.8	1,190.0	1,185.0	1,104.8	1,167.4	1,172.5
KRW/EUR avg	1,317.2	1,286.8	1,304.3	1,286.0	1,278.0	1,309.9	1,327.0	1,300.0	1,298.6	1,303.7	1,242.5
연결 매출액	3,747.9	4,231.2	4,373.0	4,513.5	4,220.8	4,496.1	4,638.0	4,798.4	16,865.6	18,153.3	18,845.2
%YoY	-5.8%	1.0%	3.5%	13.8%	12.6%	6.3%	6.1%	6.3%	3.1%	7.6%	3.8%
물류부문	1,226.8	1,334.3	1,349.4	1,483.5	1,364.3	1,496.0	1,487.4	1,615.6	5,394.0	5,963.3	6,154.1
%YoY	-3.7%	-0.3%	1.8%	14.2%	11.2%	12.1%	10.2%	8.9%	3.0%	10.6%	3.2%
국내물류	311.7	334.1	329.7	379.0	355.8	378.5	353.1	405.5	1,354.5	1,492.9	1,556.9
%YoY	0.7%	5.2%	6.4%	20.1%	14.1%	13.3%	7.1%	7.0%	8.1%	10.2%	4.3%
해외물류	915.1	1,000.2	1,019.7	1,104.5	1,008.5	1,114.5	1,134.4	1,210.1	4,039.5	4,467.5	4,597.2
%YoY	-5.1%	-2.0%	0.5%	12.3%	10.2%	11.4%	11.2%	9.6%	1.4%	10.6%	2.9%
해운부문	625.8	667.8	768.3	838.2	805.4	797.2	868.1	914.5	2,900.1	3,385.2	3,659.4
%YoY	0.2%	-4.9%	10.6%	21.3%	28.7%	19.4%	13.0%	9.1%	6.9%	16.7%	8.1%
PCC	337.1	370.4	373.6	447.1	448.2	505.9	513.0	599.8	1,528.2	2,066.8	2,542.2
%YoY	-1.3%	1.3%	5.4%	28.3%	33.0%	36.6%	37.3%	34.1%	8.4%	35.2%	23.0%
벌크	288.7	297.4	394.7	391.1	357.2	291.3	355.1	314.8	1,371.9	1,318.4	1,117.2
%YoY	2.0%	-11.6%	16.1%	14.2%	23.7%	-2.0%	-10.0%	-19.5%	5.4%	-3.9%	-15.3%
유통부문	1,895.3	2,229.1	2,255.3	2,191.8	2,051.1	2,202.9	2,282.4	2,268.3	8,571.5	8,804.7	9,031.7
%YoY	-8.8%	3.7%	2.2%	10.9%	8.2%	-1.2%	1.2%	3.5%	1.9%	2.7%	2.6%
CKD	1,301.8	1,589.7	1,666.0	1,620.4	1,554.3	1,603.7	1,691.0	1,702.0	6,177.9	6,551.0	6,780.1
%YoY	-17.3%	1.1%	2.0%	14.2%	19.4%	0.9%	1.5%	5.0%	-0.3%	6.0%	3.5%
중고차	102.0	115.5	110.3	113.1	111.7	133.4	115.8	118.8	440.9	479.7	481.6
%YoY	4.8%	14.4%	14.2%	22.8%	9.5%	15.5%	5.0%	5.0%	13.9%	8.8%	0.4%
기타유통	491.4	524.1	479.0	458.3	385.1	467.5	475.7	447.6	1,952.8	1,775.8	1,770.0
%YoY	20.5%	10.2%	0.6%	-1.5%	-21.6%	-10.8%	-0.7%	-2.3%	7.0%	-9.1%	-0.3%
영업이익	150.5	180.6	187.0	192.0	185.3	202.2	210.3	214.6	710.1	812.4	863.8
%OPM	4.0%	4.3%	4.3%	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.2%	4.5%	4.6%
물류부문	65.8	79.4	68.6	69.4	69.0	92.5	78.8	80.8	283.2	321.1	307.7
%OPM	5.4%	6.0%	5.1%	4.7%	5.1%	6.2%	5.3%	5.0%	5.3%	5.4%	5.0%
해운부문	14.9	15.5	15.8	31.2	28.4	17.8	33.9	40.6	77.4	120.7	183.3
%OPM	2.4%	2.3%	2.1%	3.7%	3.5%	2.2%	3.9%	4.4%	2.7%	3.6%	5.0%
PCC	20.2	22.2	22.4	31.3	35.9	35.4	37.4	43.8	96.2	152.5	185.6
%OPM	6.0%	6.0%	6.0%	7.0%	8.0%	7.0%	7.3%	7.3%	6.3%	7.4%	7.3%
벌크	(5.3)	(6.7)	(6.6)	(0.1)	(7.5)	(17.7)	(3.6)	(3.1)	(18.8)	(31.8)	(2.2)
%OPM	-0.9%	-1.0%	-0.9%	0.0%	-0.9%	-2.2%	-1.0%	-1.0%	-0.6%	-0.9%	-0.1%
유통부문	69.8	85.7	102.6	91.4	87.9	91.9	97.6	93.2	349.5	370.6	372.7
%OPM	3.7%	3.8%	4.5%	4.2%	4.3%	4.2%	4.3%	4.1%	4.1%	4.2%	4.1%
CKD	66.1	71.9	95.4	89.6	79.3	86.6	93.0	88.5	323.0	347.4	353.6
%OPM	5.1%	4.5%	5.7%	5.5%	5.1%	5.4%	5.5%	5.2%	5.2%	5.3%	5.2%
중고차	4.1	4.6	4.4	4.5	4.5	5.3	4.6	4.8	17.6	19.2	19.3
%OPM	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
기타유통	(0.3)	9.2	2.8	(2.8)	4.2	(0.0)	(0.0)	(0.0)	8.9	4.1	(0.1)
%OPM	-0.1%	1.8%	0.6%	-0.6%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.2%	0.0%
영업외손익	8.9	(94.4)	31.2	(29.5)	(23.4)	(15.2)	(39.2)	5.5	(83.8)	(72.2)	19.2
금융손익	(10.4)	(14.0)	(15.3)	(14.1)	(13.7)	(18.3)	(18.3)	(18.3)	(53.7)	(68.6)	(73.2)
기타손익	10.0	(94.8)	32.8	(17.8)	(23.8)	(9.4)	(33.8)	10.9	(69.7)	(56.2)	43.4
지분법손익	9.2	14.3	13.7	2.3	14.2	12.5	13.0	13.0	39.5	52.7	49.0
세전이익	159.3	86.2	218.2	162.5	161.9	186.9	171.2	220.2	626.2	740.2	883.0
순이익	114.8	34.8	153.9	133.8	106.0	121.4	102.7	169.5	437.3	499.7	671.1
%YoY	-53.5%	-63.3%	23.2%	-37.5%	-7.6%	249.0%	-33.3%	26.7%	-35.7%	14.3%	34.3%

Source: 현대글로벌비스, KTB투자증권

재무제표 (현대글로벌비스 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,872.0	4,458.1	5,097.8	5,468.1	5,840.9
현금성자산	1,012.1	1,320.1	1,625.7	1,894.8	2,175.1
매출채권	2,082.8	2,075.6	2,329.2	2,399.1	2,462.9
재고자산	660.7	911.9	990.9	1,020.7	1,047.8
비유동자산	4,313.7	4,229.8	4,974.8	5,221.8	5,467.7
투자자산	885.0	854.7	911.3	948.3	966.8
유형자산	3,356.0	3,247.4	3,947.9	4,168.2	4,384.8
무형자산	71.6	126.7	115.5	105.2	96.0
자산총계	8,185.7	8,687.8	10,072.7	10,689.8	11,308.6
유동부채	2,539.4	2,884.8	3,600.0	3,654.4	3,704.5
매입채무	1,311.4	1,408.1	1,721.4	1,773.1	1,820.2
유동성이자부채	900.4	1,197.8	1,597.0	1,597.0	1,597.0
비유동부채	1,656.7	1,542.9	1,792.4	1,807.8	1,823.9
비유동이자부채	708.2	659.3	1,096.6	1,096.6	1,096.6
부채총계	4,196.1	4,427.7	5,392.4	5,462.3	5,528.4
자본금	18.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	153.6	153.6	153.6	153.6	153.6
이익잉여금	3,803.7	4,117.3	4,493.5	5,040.8	5,593.5
자본조정	13.2	(29.5)	14.4	14.4	14.4
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,989.5	4,260.2	4,680.3	5,227.6	5,780.2
투하자본	3,860.2	4,109.3	5,008.6	5,256.8	5,497.8
순차입금	596.4	537.1	1,067.9	798.7	518.4
ROA	8.4	5.2	5.3	6.5	6.1
ROE	18.2	10.6	11.2	13.5	12.3
ROIC	15.0	12.4	12.0	12.8	12.7

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	602.7	489.7	731.2	806.2	827.0
당기순이익	680.5	437.4	499.8	671.1	676.4
자산상각비	166.7	181.8	254.3	215.3	225.1
운전자본증감	(129.0)	(165.4)	244.2	(46.6)	(42.5)
매출채권감소(증가)	(77.5)	(163.8)	(199.6)	(69.8)	(63.8)
재고자산감소(증가)	27.4	(96.5)	(76.3)	(29.7)	(27.2)
매입채무증가(감소)	(59.4)	237.7	311.9	51.6	47.2
투자현금	(341.1)	(389.5)	(126.1)	(435.5)	(446.0)
단기투자자산감소	9.7	(198.1)	144.5	(22.2)	(23.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	11.4	19.0	16.8
설비투자	(367.5)	(181.2)	(290.6)	(423.3)	(430.5)
유무형자산감소	5.9	(3.2)	12.8	(2.0)	(2.0)
재무현금	(297.7)	7.6	(167.3)	(123.8)	(123.8)
차입금증가	(185.2)	120.1	(87.5)	0.0	0.0
자본증가	(112.5)	(112.5)	(79.8)	(123.8)	(123.8)
배당금지급	112.5	112.5	123.8	123.8	123.8
현금 증감	(65.9)	112.1	437.7	246.9	257.2
총현금흐름(Gross CF)	911.4	886.8	487.0	852.8	869.5
(-) 운전자본증가(감소)	(58.1)	230.4	18.0	46.6	42.5
(-) 설비투자	367.5	181.2	290.6	423.3	430.5
(+) 자산매각	5.9	(3.2)	12.8	(2.0)	(2.0)
Free Cash Flow	441.3	331.9	605.0	370.7	381.0
(-) 기타투자	0.0	0.0	(11.4)	(19.0)	(16.8)
잉여현금	441.3	331.9	616.5	389.7	397.7

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	16,358.3	16,865.6	18,153.3	18,845.2	19,163.4
증가율 (Y-Y,%)	6.6	3.1	7.6	3.8	1.7
영업이익	727.1	710.1	812.5	863.8	895.2
증가율 (Y-Y,%)	(0.2)	(2.3)	14.4	6.3	3.6
EBITDA	893.7	891.9	1,066.8	1,079.1	1,120.3
영업외손익	162.3	(83.8)	(72.2)	19.2	(5.2)
순이자소득	(41.7)	(53.7)	(19.0)	(73.2)	(73.2)
외화관련손익	166.4	(59.9)	(73.6)	23.4	0.0
지분법손익	44.8	39.5	53.0	49.0	48.0
세전계속사업손익	889.3	626.3	740.3	883.0	890.0
당기순이익	680.5	437.4	499.8	671.1	676.4
지배기업당기순이익	680.5	437.4	499.8	671.0	676.4
증가율 (Y-Y,%)	34.6	(35.7)	14.3	34.3	0.8
NOPLAT	556.3	495.9	548.5	656.5	680.4
(+) Dep	166.7	181.8	254.3	215.3	225.1
(-) 운전자본투자	(58.1)	230.4	18.0	46.6	42.5
(-) Capex	367.5	181.2	290.6	423.3	430.5
OpFCF	413.6	266.1	494.2	401.8	432.4
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	5.5	4.8	5.8	4.8	4.3
영업이익증가율(3Yr)	4.1	0.6	3.7	5.9	8.0
EBITDA증가율(3Yr)	6.3	2.6	6.4	6.5	7.9
순이익증가율(3Yr)	8.3	5.1	(0.4)	(0.5)	15.6
영업이익률(%)	4.4	4.2	4.5	4.6	4.7
EBITDA마진(%)	5.5	5.3	5.9	5.7	5.8
순이익률(%)	4.2	2.6	2.8	3.6	3.5

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	18,147	11,663	13,328	17,895	18,037
BPS	104,471	110,225	121,727	136,596	151,579
DPS	3,000	3,300	3,300	3,300	3,300
Multiples(x,%)					
PER	7.5	11.1	11.7	8.7	8.6
PBR	1.3	1.2	1.3	1.1	1.0
EV/ EBITDA	6.4	6.0	6.5	6.2	5.7
배당수익률	2.2	2.6	2.1	2.1	2.1
PCR	5.6	5.5	12.0	6.9	6.7
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	105.2	103.9	115.2	104.5	95.6
Net debt/Equity	14.9	12.6	22.8	15.3	9.0
Net debt/EBITDA	66.7	60.2	100.1	74.0	46.3
유동비율	152.5	154.5	141.6	149.6	157.7
이자보상배율	17.4	13.2	42.7	11.8	12.2
이자비용/매출액	0.4	0.4	0.3	0.5	0.5
자산구조					
투하자본(%)	67.0	65.4	66.4	64.9	63.5
현금+투자자산(%)	33.0	34.6	33.6	35.1	36.5
자본구조					
차입금(%)	28.7	30.4	36.5	34.0	31.8
자기자본(%)	71.3	69.6	63.5	66.0	68.2

CJ대한통운 (000120)

3Q19 Preview: P와 Q의 시소게임

Investment Point

- 3분기 연결 매출액 2.6조원(YoY +7.1%), 영업이익 763억원(YoY +44%) 전망
- 택배 매출액 6,559억원(YoY +11.6%), 매출총이익 530억원(YoY +48%). 물량은 8% 증가하며 2Q19 +4.7% 대비 회복될 전망. 다만 단가 인상속도는 +3.5%로 2Q19 +4.7% 대비 둔화 예상. 전년 동기 안전사고 및 택배노조 파업 등으로 150억원의 일회성 비용이 발생한 바 기저효과로 수익성은 크게 개선. GPM은 8.1% 예상
- 글로벌 매출액 1.1조원(YoY +12%), 매출총이익 976억원(YoY +12%, GPM 8.6%). 전년 8월부터 DSC가 연결반영되기 시작하면서 글로벌 매출액 증가 속도는 둔화 예상
- 택배 단가인상과 글로벌 매출기여로 판관비율은 하락추세 지속. 6.2% 예상
- 금융손익 -300억원, 기타손익 -155억원 추정. 일회성 비용 현재까지 파악된 바 없음
- 현재 주가는 2020E PER 36x, 자사주 제외하면 28x로 택배 단가 인상 모멘텀을 충분히 반영하고 있음. PER, PBR(영업권 제외)이 과도하게 높고, EBITDA는 동사 고유의 기타 손실과 높은 세율을 반영하지 못하므로 valuation 정당화 어려운 국면. Hold 의견 유지

HOLD

	현재	직전	변동
투자 의견	HOLD		유지
목표주가	165,000		유지
Earnings			상향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	100.6	90.3	36.2
PBR(배)	4.3	2.5	2.3
EV/EBITA(배)	14.3	12.6	11.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Fig. 03: CJ대한통운의 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)
매출액	2,591.2	2,620.9	(1.1)	2,418.4	7.1	2,534.8	2.2	2,625.0	(1.3)
영업이익	76.3	70.6	8.1	52.9	44.3	71.8	6.3	77.0	(0.9)
순이익	20.2	17.6	14.8	5.2	290.2	17.4	16.0	20.1	0.3
이익률(%)									
영업이익	2.9	2.7		2.2		2.8		2.9	
순이익	0.8	0.7		0.2		0.7		0.8	
이익률 차이(%P)									
영업이익		0.3		0.8		0.1		0.0	
순이익		0.1		0.6		0.1		0.0	

Note: K-IFRS 연결

Source: CJ대한통운, KTB투자증권

Fig. 04: CJ대한통운의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%, %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	2,620.9	2,645.3	2,666.6	2,771.7	2,591.2	2,655.2	2,666.6	2,771.7	(1.1)	0.4	0.0	0.0
영업이익	70.6	82.5	59.3	85.6	76.3	87.4	60.7	87.0	8.1	6.0	2.4	1.6
영업이익률(%)	2.7	3.1	2.2	3.1	2.9	3.3	2.3	3.1	0.3	0.2	0.1	0.0
EBITDA	132.5	144.8	122.2	148.9	138.3	149.8	123.6	150.3	4.4	3.5	1.2	0.9
EBITDA이익률(%)	5.1	5.5	4.6	5.4	5.3	5.6	4.6	5.4	0.3	0.2	0.1	0.0
순이익	17.6	25.9	9.7	28.1	20.2	28.0	12.1	30.4	14.8	8.1	24.6	8.3

Note: K-IFRS 연결

Source: CJ대한통운, KTB투자증권

Fig. 017: CJ대한통운 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	2,001.5	2,284.6	2,418.4	2,515.2	2,432.7	2,534.8	2,591.2	2,655.2	9,219.7	10,214.0	11,166.4
%YoY	25.5%	33.8%	29.1%	30.0%	21.5%	11.0%	7.1%	5.6%	29.7%	10.8%	9.3%
택배	556.6	586.2	587.8	644.9	612.8	642.6	655.9	735.3	2,375.5	2,646.7	2,941.8
%YoY	16.2%	15.0%	10.7%	16.1%	10.1%	9.6%	11.6%	14.0%	14.5%	11.4%	11.2%
물량(백만Box)	286.2	306.7	302.6	328.9	306.5	321.2	326.3	358.9	1,224.4	1,312.8	1,417.4
%YoY	19.4%	17.4%	11.3%	16.6%	7.1%	4.7%	7.8%	9.1%	16.1%	7.2%	8.0%
ASP(원/Box)	1,944.8	1,911.3	1,942.5	1,960.8	1,999.3	2,000.6	2,010.5	2,049.0	1,940.1	2,016.0	2,075.5
%YoY	-2.7%	-2.0%	-0.5%	-0.5%	2.8%	4.7%	3.5%	4.5%	-1.4%	3.9%	3.0%
CL	615.5	641.0	649.2	619.7	623.1	648.0	655.7	625.9	2,525.4	2,552.7	2,578.2
%YoY	5.1%	6.3%	4.7%	0.0%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	4.0%	1.1%	1.0%
글로벌	773.3	861.6	1,011.1	1,009.8	1,022.0	1,080.6	1,129.6	1,124.0	3,655.8	4,356.2	4,846.4
%YoY	45.7%	44.8%	40.0%	32.9%	32.2%	25.4%	11.7%	11.3%	40.2%	19.2%	11.3%
건설	56.0	195.8	134.0	240.8	174.8	163.6	150.0	170.0	626.6	658.5	800.0
%YoY	n/a	n/a	n/a	n/a	212.2%	-16.4%	11.9%	-29.4%	n/a	5.1%	21.5%
매출총이익	175.3	208.3	206.5	237.9	204.9	234.9	236.9	249.4	828.0	926.1	1,020.1
%GPM	8.8%	9.1%	8.5%	9.5%	8.4%	9.3%	9.1%	9.4%	9.0%	9.1%	9.1%
택배	43.9	58.6	35.9	48.2	38.7	64.2	53.0	70.0	186.6	225.9	288.2
%GPM	7.9%	10.0%	6.1%	7.5%	6.3%	10.0%	8.1%	9.5%	7.9%	8.5%	9.8%
CL	60.5	60.0	67.6	75.0	60.0	63.0	72.1	68.8	263.1	264.0	251.2
%GPM	9.8%	9.4%	10.4%	12.1%	9.6%	9.7%	11.0%	11.0%	10.4%	10.3%	9.7%
글로벌	69.6	75.3	87.1	94.6	88.6	93.2	97.6	94.4	326.6	373.7	407.0
%GPM	9.0%	8.7%	8.6%	9.4%	8.7%	8.6%	8.6%	8.4%	8.9%	8.6%	8.4%
건설	1.3	14.4	15.9	20.1	17.6	14.5	14.3	16.2	51.7	62.5	73.7
%GPM	2.3%	7.4%	11.9%	8.3%	10.1%	8.9%	9.5%	9.5%	8.3%	9.5%	9.2%
판관비	130.0	151.2	153.6	150.5	159.6	163.1	160.7	162.0	585.3	645.3	683.5
%YoY	6.7%	22.0%	12.0%	9.4%	22.8%	7.9%	4.6%	7.6%	12.4%	10.3%	5.9%
% of Revenue	6.5%	6.6%	6.4%	6.0%	6.6%	6.4%	6.2%	6.1%	6.3%	6.3%	6.1%
영업이익	45.3	57.1	52.9	87.4	45.3	71.8	76.3	87.4	242.7	280.8	336.5
%YoY	-11.4%	-7.7%	-15.5%	45.6%	0.0%	25.7%	44.2%	0.0%	3.0%	15.7%	19.8%
%OPM	2.3%	2.5%	2.2%	3.5%	1.9%	2.8%	2.9%	3.3%	2.6%	2.7%	3.0%
영업외손익	(1.9)	(37.1)	(44.5)	(74.2)	(58.7)	(49.3)	(47.5)	(47.5)	(157.7)	(203.0)	(174.0)
금융손익	(17.2)	(20.8)	(23.3)	(23.2)	(33.4)	(30.0)	(30.0)	(30.0)	(84.5)	(123.4)	(104.0)
기타손익	17.6	(15.3)	(18.6)	(31.2)	(25.5)	(17.2)	(15.5)	(15.5)	(47.5)	(73.7)	(62.0)
지분법손익	(2.4)	(1.0)	(2.6)	(19.7)	0.2	(2.1)	(2.0)	(2.0)	(25.7)	(6.0)	(8.0)
세전이익	43.4	20.0	8.4	13.2	(13.4)	22.5	28.8	40.0	85.0	77.8	162.6
법인세비용	8.5	13.3	3.2	8.1	(0.6)	5.1	8.6	12.0	33.1	25.1	48.8
%T/R	19.7%	66.4%	38.1%	61.3%	4.5%	22.6%	30.0%	30.0%	39.0%	32.3%	30.0%
당기순이익	34.8	6.7	5.2	5.1	(12.8)	17.4	20.2	28.0	51.9	52.7	113.8
%YoY	685.8%	-72.5%	-51.9%	흑전	-136.7%	158.1%	287.5%	446.1%	33.4%	1.5%	116.0%
%NPM	1.7%	0.3%	0.2%	0.2%	-0.5%	0.7%	0.8%	1.1%	0.6%	0.5%	1.0%
지배순이익	32.9	4.6	(0.2)	0.5	(15.3)	13.3	16.1	22.4	37.9	36.5	91.0

Source: CJ대한통운, KTB투자증권

재무제표 (CJ대한통운 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,803.5	2,180.8	2,296.3	2,530.9	2,804.0
현금성자산	193.7	213.6	504.3	603.3	755.1
매출채권	1,425.4	1,716.7	1,534.7	1,665.7	1,782.7
재고자산	15.7	21.2	25.7	27.9	29.9
비유동자산	4,505.4	5,695.9	6,800.1	6,893.9	6,939.4
투자자산	607.5	612.8	1,586.2	1,603.1	1,620.2
유형자산	2,429.5	3,306.4	3,449.7	3,560.2	3,621.1
무형자산	1,468.4	1,776.7	1,764.2	1,730.7	1,698.1
자산총계	6,308.9	7,876.7	9,096.5	9,424.8	9,743.4
유동부채	1,890.1	2,614.0	2,639.5	2,740.1	2,801.4
매입채무	1,019.5	1,062.1	1,031.3	1,119.4	1,198.0
유동성이자부채	742.9	1,296.1	1,349.9	1,359.9	1,339.9
비유동부채	1,636.1	2,123.8	2,899.0	3,035.7	3,173.0
비유동이자부채	1,498.9	1,625.1	2,488.7	2,608.7	2,728.7
부채총계	3,526.2	4,737.8	5,538.5	5,775.8	5,974.4
자본금	114.1	114.1	114.1	114.1	114.1
자본잉여금	2,248.4	2,260.5	2,260.5	2,260.5	2,260.5
이익잉여금	573.5	600.3	633.4	724.4	844.5
자본조정	(564.3)	(511.8)	49.6	49.6	49.6
자기주식	(508.7)	(456.8)	(456.8)	(456.8)	(456.8)
자본총계	2,782.7	3,138.9	3,557.9	3,649.0	3,769.0
투하자본	4,731.3	5,750.1	6,792.8	6,910.8	6,974.8
순차입금	2,048.1	2,707.6	3,334.3	3,365.3	3,313.5
ROA	0.7	0.7	0.6	1.2	1.6
ROE	1.6	2.1	1.8	3.7	4.7
ROIC	2.8	2.8	3.0	3.4	3.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	246.4	61.9	1,217.3	324.2	362.3
당기순이익	38.9	51.8	52.7	113.8	150.1
자산상각비	161.3	213.7	247.0	253.4	257.0
운전자본증감	(53.0)	(254.0)	100.0	(44.9)	(40.1)
매출채권감소(증가)	(223.2)	(58.8)	10.5	(131.0)	(117.0)
재고자산감소(증가)	(0.1)	(0.8)	0.6	(2.2)	(2.0)
매입채무증가(감소)	84.8	(8.9)	78.6	88.1	78.6
투자현금	(689.6)	(843.5)	(1,371.2)	(357.8)	(313.2)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(12.7)	(2.6)	(2.7)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(6.0)	(12.0)	(12.2)
설비투자	(484.6)	(519.7)	(369.2)	(315.0)	(270.0)
유무형자산감소	(27.0)	(5.0)	(13.1)	(15.4)	(15.4)
재무현금	456.5	778.5	432.0	130.0	100.0
차입금증가	455.7	617.3	(129.5)	130.0	100.0
자본증가	(0.7)	0.0	561.5	0.0	0.0
배당금지급	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	15.6	9.0	278.0	96.4	149.2
총현금흐름(Gross CF)	374.3	434.3	1,117.3	369.1	402.4
(-) 운전자본증가(감소)	(42.2)	186.7	(146.9)	44.9	40.1
(-) 설비투자	484.6	519.7	369.2	315.0	270.0
(+) 자산매각	(27.0)	(5.0)	(13.1)	(15.4)	(15.4)
Free Cash Flow	(368.3)	(663.2)	(153.9)	(33.6)	49.2
(-) 기타투자	0.0	0.0	6.0	12.0	12.2
잉여현금	(368.3)	(663.2)	(159.9)	(45.6)	37.0

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	7,110.4	9,219.7	10,214.0	11,166.4	11,937.5
증가율 (Y-Y,%)	16.9	29.7	10.8	9.3	6.9
영업이익	235.7	242.7	280.9	336.5	388.3
증가율 (Y-Y,%)	3.2	3.0	15.7	19.8	15.4
EBITDA	397.0	456.4	527.9	589.9	645.3
영업외손익	(162.5)	(157.7)	(203.0)	(174.0)	(174.0)
순이자수익	(50.4)	(80.5)	(60.0)	(104.0)	(104.0)
외화관련손익	(13.5)	(2.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(20.9)	(28.9)	(6.0)	(8.0)	(8.0)
세전계속사업손익	73.1	85.0	77.8	162.6	214.4
당기순이익	38.9	51.8	52.7	113.8	150.1
지배기업당기순이익	31.5	37.9	36.5	91.0	120.0
증가율 (Y-Y,%)	(43.0)	33.2	1.7	115.9	31.9
NOPLAT	125.3	147.9	190.2	235.6	271.8
(+) Dep	161.3	213.7	247.0	253.4	257.0
(-) 운전자본투자	(42.2)	186.7	(146.9)	44.9	40.1
(-) Capex	484.6	519.7	369.2	315.0	270.0
OpFCF	(155.8)	(344.8)	215.0	129.1	218.8
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	16.0	22.2	18.9	16.2	9.0
영업이익증가율(3Yr)	12.1	9.1	7.1	12.6	17.0
EBITDA증가율(3Yr)	11.0	13.5	12.2	14.1	12.2
순이익증가율(3Yr)	(13.2)	1.9	(8.2)	43.0	42.6
영업이익률(%)	3.3	2.6	2.7	3.0	3.3
EBITDA마진(%)	5.6	5.0	5.2	5.3	5.4
순이익률(%)	0.5	0.6	0.5	1.0	1.3

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	1,380	1,660	1,601	3,991	5,262
BPS	39,595	38,820	56,698	62,157	68,846
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	101.4	100.6	90.3	36.2	27.5
PBR	3.5	4.3	2.5	2.3	2.1
EV/ EBITDA	13.2	14.3	12.6	11.3	10.2
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	8.5	8.8	3.0	8.9	8.2
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	126.7	150.9	155.7	158.3	158.5
Net debt/Equity	73.6	86.3	93.7	92.2	87.9
Net debt/EBITDA	515.9	593.3	631.6	570.5	513.5
유동비율	95.4	83.4	87.0	92.4	100.1
이자보상배율	4.7	3.0	4.7	3.2	3.7
이자비용/매출액	0.8	0.9	0.7	1.1	1.0
자산구조					
투하자본(%)	85.5	87.4	76.5	75.8	74.6
현금+투자자산(%)	14.5	12.6	23.5	24.2	25.4
자본구조					
차입금(%)	44.6	48.2	51.9	52.1	51.9
자기자본(%)	55.4	51.8	48.1	47.9	48.1

대한항공 (003490)

3Q19 Preview: 환율 상승, 업황 부진, 비용 부담

Investment Point

- 국제여객 매출액 2.0조원(YoY +1.9%). 수송량(RPK) +3%, 단가(원화yield) -1%, L/F +0.8%pt. 노선다변화로 국적사 중 상대적으로 국제 여객 수송량은 가장 양호
- Yield 하락세 전환. 유류할증료 감소 요인이 있겠으나, 원달러 환율 상승을 감안하면 부진하다는 판단. 고단가 일본노선 비중 하락에 따른 믹스효과와 유럽지역 수요 부진 탓
- 화물 매출액 6,571억원(YoY -13%). 수송량(FTK) -9%, 단가(원화yield) -4%, L/F -4.7%pt. 여객보다 환율에 민감함에도 단가 하락세 큰 것은 업황 부진의 단면. 아직까지 반등의 실마리 없어 화물 최성수기인 4Q19 실적도 우려 지속됨
- 영업비용이 YoY 1,281억원 증가. 일반직 노조 임금 협상 타결로 인건비 394억원 YoY 증가추경. 전년에는 임금협상 소급분을 4Q에 반영했기 때문에 4Q19에는 기저효과 기대. 환율상승과 최저임금 인상 영향으로 공항관련비와 화객비 합산 약 544억원 증가. 정비비 239억원 증가. 유류비는 약 700억원 절감 예상되지만 환율 상승에 노출된 기타비용 증가로 상쇄될 것으로 추정함
- 외화환산손익 때문에 동사 PER, PBR은 변동성이 높은 편. EV/EBITDA 지표로 본다면 주가는 저평가 영역에 있음. 다만 예상 EBITDA를 19E 2.5조원, 20E 2.7조원으로 하향하며 목표주가 3만원으로 하향. 동북아 FSC 최하단인 2020E EV/EBITDA 6.1x 적용

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	30,000	34,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	n/a	n/a	12.5
PBR(배)	1.2	1.0	0.9
EV/EBITA(배)	6.7	6.6	5.5
배당수익률(%)	0.8	1.1	1.1

Fig. 05: 대한항공의 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비	전년 동기 대비(yoy)	전분기 대비(qoq)	시장 컨센서스 대비
	2019.09(E)	2019.09(E) 차이(%)	2018.09A 차이(%)	2019.06A 차이(%)	2019.09(E) 차이(%)
매출액	3,467.9	3,553.2 (2.4)	3,517.9 (1.4)	3,121.0 (98.6)	3,442.0 0.8
영업이익	204.7	410.6 (50.2)	401.8 (49.1)	(98.6) 흑전	289.3 (29.3)
순이익	(108.1)	123.6 n/a	257.3 적전	(399.0) 적지	64.0 n/a
이익률(%)					
영업이익	5.9	11.6	11.4	(3.2)	8.4
순이익	(3.1)	3.5	7.3	(12.8)	1.9
이익률 차이(%P)					
영업이익		(5.7)	(5.5)	9.1	(2.5)
순이익		(6.6)	(10.4)	9.7	(5.0)

Note: K-IFRS 연결

Source: 대한항공, KTB투자증권

Fig. 06: 대한항공의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%, %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	3,553.2	3,306.2	3,201.5	3,145.0	3,467.9	3,248.0	3,208.1	3,146.3	(2.4)	(1.8)	0.2	0.0
영업이익	410.6	183.6	192.3	2.4	204.7	144.9	201.2	13.1	(50.2)	(21.1)	4.6	455.9
영업이익률(%)	11.6	5.6	6.0	0.1	5.9	4.5	6.3	0.4	(5.7)	(1.1)	0.3	0.3
EBITDA	937.3	715.9	711.1	515.2	744.9	687.8	720.4	526.3	(20.5)	(3.9)	1.3	2.2
EBITDA이익률(%)	26.4	21.7	22.2	16.4	21.5	21.2	22.5	16.7	(4.9)	(0.5)	0.2	0.3
순이익	123.6	73.0	53.6	(90.7)	(108.1)	45.1	79.0	(63.8)	적전	(38.2)	47.4	적지

Note: K-IFRS 연결

Source: 대한항공, KTB투자증권

Fig. 018: 대한항공 별도 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
주요가정											
평균환율	1,072	1,078	1,122	1,128	1,125	1,166	1,191	1,180	1,100	1,165	1,168
기말환율	1,067	1,122	1,113	1,118	1,138	1,157	1,191	1,180	1,118	1,180	1,160
항공유가(\$/bbl)	79.0	87.0	89.0	84.0	77.0	80.0	76.0	78.0	84.8	77.8	78.0
매출액	3,017.3	3,013.8	3,409.7	3,214.7	3,049.8	3,020.1	3,341.4	3,157.5	12,655.5	12,568.8	12,646.4
YoY	7.3%	5.7%	9.1%	6.6%	1.1%	0.2%	-2.0%	-1.8%	7.2%	-0.7%	0.6%
국내여객	98.0	131.6	125.0	114.2	105.6	132.9	126.2	115.3	468.8	480.1	480.1
YoY	-6.9%	-8.4%	-8.5%	-6.0%	7.8%	1.0%	1.0%	1.0%	-7.5%	2.4%	0.0%
RPK 증감률	-12.0%	-12.2%	-17.4%	-11.7%	4.3%	1.3%	1.3%	1.3%	-13.4%	1.9%	0.0%
Yield 증감률(원화)	5.9%	4.3%	10.9%	6.4%	3.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	6.8%	0.5%	0.0%
국제여객	1,754.0	1,715.2	2,003.1	1,796.4	1,800.1	1,812.6	2,041.2	1,820.3	7,268.7	7,474.3	7,532.3
YoY	11.4%	10.4%	12.1%	10.6%	2.6%	5.7%	1.9%	1.3%	11.2%	2.8%	0.8%
RPK 증감률	4.8%	5.2%	0.9%	4.0%	1.8%	4.2%	3.0%	2.0%	3.6%	2.8%	1.0%
Yield 증감률(원화)	6.3%	5.0%	11.1%	6.3%	0.9%	1.4%	-1.1%	-0.7%	7.3%	0.1%	-0.2%
화물	697.6	712.5	754.2	847.9	644.6	630.0	657.1	774.7	3,012.2	2,706.4	2,687.8
YoY	9.1%	5.9%	7.7%	6.5%	-7.6%	-11.6%	-12.9%	-8.6%	7.2%	-10.2%	-0.7%
FTK 증감률	-0.5%	-4.3%	-4.6%	-4.4%	-9.4%	-12.0%	-9.0%	-7.0%	-3.5%	-9.3%	0.0%
Yield 증감률(원화)	9.7%	10.7%	12.9%	11.5%	1.9%	0.4%	-4.3%	-1.8%	11.2%	-1.0%	-0.7%
기타	467.7	454.4	527.5	456.2	499.6	444.6	516.9	447.1	1,905.8	1,908.1	1,946.3
영업비용	2,840.5	2,931.3	3,016.9	3,199.3	2,901.6	3,121.6	3,145.0	3,018.6	11,988.1	12,186.8	12,049.0
유류비	729.3	796.1	879.3	891.1	724.7	816.6	810.7	826.7	3,295.7	3,178.6	3,188.2
노무비	518.4	539.7	490.1	520.8	488.5	611.2	529.6	495.8	2,069.0	2,125.0	2,134.0
감가상각비	409.1	421.0	424.4	405.9	495.2	491.5	505.9	508.7	1,660.4	2,001.3	1,986.0
공항관련비	295.7	297.8	312.2	338.3	309.9	338.3	354.8	356.8	1,244.0	1,359.7	1,377.8
화객비	113.6	117.3	130.0	115.6	129.9	140.8	141.8	120.0	476.5	532.5	468.4
정비비	113.6	87.9	100.0	170.0	151.4	56.2	123.9	113.3	471.6	444.7	546.8
판매수수료	108.0	109.7	114.3	112.6	101.4	111.2	111.7	108.5	444.6	432.8	391.5
임차료	84.4	83.9	85.0	87.7	6.4	14.5	15.3	15.4	341.0	51.6	59.5
기타	468.3	478.0	481.7	557.4	494.2	541.3	551.3	473.6	1,985.4	2,060.4	1,897.0
영업이익	176.8	82.4	392.8	15.4	148.2	(101.5)	196.4	138.9	667.4	382.0	597.3
YoY	-4.3%	-49.0%	3.7%	-93.3%	-16.2%	-223.1%	-50.0%	804.2%	-30.2%	-42.8%	56.3%
OPM	5.9%	2.7%	11.5%	0.5%	4.9%	-3.4%	5.9%	4.4%	5.3%	3.0%	4.7%

Source: 대한항공, KTB투자증권

재무제표 (대한항공 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,582.3	3,872.4	3,869.2	3,680.4	3,708.6
현금성자산	1,333.8	1,771.4	1,745.7	1,548.1	1,555.9
매출채권	908.1	815.7	824.3	827.1	834.9
재고자산	682.7	1,030.1	1,041.5	1,045.0	1,054.9
비유동자산	21,066.4	21,707.3	22,764.2	21,720.2	20,681.1
투자자산	1,699.7	1,659.2	2,051.0	2,134.3	2,220.9
유형자산	18,907.3	19,648.0	20,435.9	19,335.4	18,233.2
무형자산	363.5	300.8	277.3	250.6	227.0
자산총계	24,648.7	25,579.7	26,633.4	25,400.6	24,389.7
유동부채	6,638.1	7,521.9	7,650.1	7,280.5	6,913.1
매입채무	320.2	292.2	315.3	316.4	319.4
유동성이자부채	4,143.1	4,326.5	4,402.6	4,002.6	3,602.6
비유동부채	14,259.6	15,026.0	16,299.6	15,286.3	14,480.6
비유동이자부채	9,510.8	10,263.5	11,698.4	10,498.4	9,498.4
부채총계	20,897.6	22,547.9	23,949.7	22,566.8	21,393.7
자본금	479.8	479.8	479.8	479.8	479.8
자본잉여금	946.2	946.2	792.5	792.5	792.5
이익잉여금	576.7	81.8	(258.3)	(108.2)	54.0
자본조정	743.0	699.2	1,544.8	1,544.8	1,544.8
자기주식	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	3,751.1	3,031.8	2,683.7	2,833.8	2,996.0
투하자본	15,766.9	15,595.8	16,874.9	15,616.0	14,363.4
순차입금	12,320.0	12,818.6	14,355.3	12,952.9	11,545.1
ROA	3.3	(0.7)	(2.0)	0.7	0.7
ROE	29.8	(5.7)	(19.2)	6.6	6.7
ROIC	4.4	3.0	1.7	2.9	3.6

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	2,806.8	2,792.6	1,804.3	2,190.9	2,322.7
당기순이익	801.9	(185.7)	(523.8)	174.6	186.6
자산상각비	1,693.0	1,741.7	2,117.8	2,118.2	2,123.9
운전자본증감	(41.1)	141.1	(290.8)	21.5	12.2
매출채권감소(증가)	(19.5)	(112.1)	14.1	(2.8)	(7.9)
재고자산감소(증가)	(116.0)	(190.9)	(15.9)	(3.5)	(9.9)
매입채무증가(감소)	5.5	60.3	37.5	1.1	3.0
투자현금	(2,041.2)	(657.9)	(1,732.9)	(1,100.7)	(1,112.2)
단기투자자산감소	(402.2)	345.6	(149.3)	(26.4)	(27.5)
장기투자증권감소	5.8	0.0	(3.3)	(6.7)	(7.0)
설비투자	(1,876.5)	(1,276.2)	(1,197.5)	(984.3)	(991.4)
유무형자산감소	82.5	78.7	0.2	(6.6)	(6.6)
재무현금	(1,036.2)	(1,407.5)	(252.8)	(1,224.0)	(1,024.0)
차입금증가	(1,836.1)	(1,363.1)	(920.7)	(1,200.0)	(1,000.0)
자본증가	419.6	(24.0)	667.8	(24.0)	(24.0)
배당금지급	33.6	24.0	24.0	24.0	24.0
현금 증감	(328.7)	742.7	(408.1)	(224.0)	(19.6)
총현금흐름(Gross CF)	2,819.5	2,641.9	2,095.1	2,169.4	2,310.5
(-) 운전자본증가(감소)	162.9	(847.9)	(29.6)	(21.5)	(12.2)
(-) 설비투자	1,876.5	1,276.2	1,197.5	984.3	991.4
(+) 자산매각	82.5	78.7	0.2	(6.6)	(6.6)
Free Cash Flow	737.1	2,125.1	71.4	1,090.3	1,210.5
(-) 기타투자	(5.8)	0.0	3.3	6.7	7.0
잉여현금	742.9	2,125.1	68.2	1,083.5	1,203.5

자료: KTB 투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12,092.2	13,020.3	12,975.8	13,091.7	13,186.3
증가율 (Y-Y,%)	3.1	7.7	(0.3)	0.9	0.7
영업이익	939.8	640.3	391.6	625.6	705.1
증가율 (Y-Y,%)	(16.2)	(31.9)	(38.8)	59.8	12.7
EBITDA	2,632.8	2,382.0	2,509.3	2,743.8	2,828.9
영업외손익	181.9	(849.0)	(1,042.6)	(395.9)	(459.6)
순이자수익	(421.9)	(501.1)	(578.3)	(541.2)	(481.4)
외화관련손익	995.5	(363.2)	(535.5)	123.5	0.0
지분법손익	(14.7)	0.5	0.2	(0.0)	(0.0)
세전계속사업손익	1,121.7	(208.7)	(651.0)	229.7	245.5
당기순이익	801.9	(185.7)	(523.8)	174.6	186.6
지배기업당기순이익	791.5	(193.0)	(523.3)	174.2	186.2
증가율 (Y-Y,%)	흑전	적전	적지	흑전	6.9
NOPLAT	671.8	464.2	283.9	475.4	535.9
(+) Dep	1,693.0	1,741.7	2,117.8	2,118.2	2,123.9
(-) 운전자본투자	162.9	(847.9)	(29.6)	(21.5)	(12.2)
(-) Capex	1,876.5	1,276.2	1,197.5	984.3	991.4
OpFCF	325.4	1,777.6	1,233.7	1,630.9	1,680.6
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	0.5	4.1	3.4	2.7	0.4
영업이익증가율(3Yr)	33.5	(10.2)	(29.6)	(12.7)	3.3
EBITDA증가율(3Yr)	9.8	(2.0)	(4.4)	1.4	5.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	(39.8)	n/a
영업이익률(%)	7.8	4.9	3.0	4.8	5.3
EBITDA마진(%)	21.8	18.3	19.3	21.0	21.5
순이익률(%)	6.6	(1.4)	(4.0)	1.3	1.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	8,451	(2,035)	(5,521)	1,833	1,960
BPS	34,036	27,179	23,776	25,620	27,555
DPS	250	250	250	250	250
Multiples(x, %)					
PER	4.0	n/a	n/a	12.5	11.7
PBR	1.0	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/ EBITDA	5.9	6.7	6.6	5.5	4.9
배당수익률	0.7	0.8	1.1	1.1	1.1
PCR	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	557.1	743.7	892.4	796.3	714.1
Net debt/Equity	328.4	422.8	534.9	457.1	385.4
Net debt/EBITDA	467.9	538.2	572.1	472.1	408.1
유동비율	54.0	51.5	50.6	50.6	53.6
이자보상배율	2.2	1.3	0.7	1.2	1.5
이자비용/매출액	3.8	4.2	5.0	4.6	4.1
자산구조					
투하자본(%)	83.9	82.0	81.6	80.9	79.2
현금+투자자산(%)	16.1	18.0	18.4	19.1	20.8
자본구조					
차입금(%)	78.4	82.8	85.7	83.7	81.4
자기자본(%)	21.6	17.2	14.3	16.3	18.6

제주항공 (089590)

3Q19 Preview: 적자까지도 각오해야

Investment Point

- 3분기 연결 매출액 3,731억원(YoY +6.6%), 영업이익 -32억원(YoY 적자전환) 전망
- 국제여객 매출액 2,784억원(YoY +5.6%). 수송량(RPK) +20%, 단가(원화yield) -12%, L/F -4.8%pt. 기재가 전년대비 10대 증가하면서 공급(ASK)이 YoY 27% 증가. 수송량이 이에 못 미치는 20% 증가하며 탑승률 하락세 지속
- 최성수기 적자전환하는 것은 일본노선 부진의 영향. 그러나 일본 노선 불매운동이 시작되기 전인 2Q19에도 탑승률이 7.3%pt 하락했기 때문에 구조적인 수요부진에 불매운동 리스크가 겹친 것으로 이해. 부진한 수요에 역레버리지 효과가 나고 있어 2020년 기재계 획은 -2대~0대 수준이 될 것으로 예상
- 상반기 부진에 3Q 적자전환을 반영하면 2019년 영업이익은 166억원(YoY -84%)으로 전망하는데, 리스회계 변경으로 인한 이자비용과 외화환산손실 반영시 순손실 예상. 더 이상 PER에 근거한 투자가 어려움
- 2019년 EBITDA는 1,698억원으로 추정하며 연말 순차입금은 2,424억원 예상. 성숙시장의 LCC EV/EBITDA 최하단은 4.7x. 이를 적용시 적정주가는 2.1만원에 해당

HOLD

	현재	직전	변동
투자 의견	HOLD		유지
목표주가	21,000		유지
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	12.5	n/a	26.7
PBR(배)	2.5	2.0	1.9
EV/EBITA(배)	4.9	5.2	4.0
배당수익률(%)	1.9	3.3	3.3

Fig. 07: 제주항공의 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비	전년 동기 대비(yoy)	전분기 대비(qoq)	시장 컨센서스 대비
	2019.09(E)	2019.09(E) 차이(%)	2018.09A 차이(%)	2019.06A 차이(%)	2019.09(E) 차이(%)
매출액	373.1	419.1 (11.0)	350.1 6.6	313.0 19.2	389.0 (4.1)
영업이익	(3.2)	40.1 n/a	37.8 적전	(27.4) 적지	32.4 n/a
순이익	(15.2)	22.2 n/a	31.1 적전	(29.5) 적지	22.0 n/a
이익률(%)					
영업이익	(0.9)	9.6	10.8	(8.8)	8.3
순이익	(4.1)	5.3	8.9	(9.4)	5.7
이익률 차이(%P)					
영업이익		(10.4)	(11.6)	7.9	(9.2)
순이익		(9.4)	(12.9)	5.4	(9.7)

Note: K-IFRS 연결

Source: 제주항공, KTB투자증권

Fig. 08: 제주항공의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	419.1	358.4	438.9	334.8	373.1	338.8	438.9	334.8	(11.0)	(5.5)	0.0	0.0
영업이익	40.1	4.6	60.7	(28.4)	(3.2)	(9.7)	63.4	(20.6)	적전	적전	4.3	적지
영업이익률(%)	9.6	1.3	13.8	(8.5)	(0.9)	(2.9)	14.4	(6.2)	(10.4)	(4.2)	0.6	2.3
EBITDA	86.7	53.4	108.4	19.3	37.6	28.3	104.5	18.2	(56.7)	(47.0)	(3.6)	(5.8)
EBITDA이익률(%)	20.7	14.9	24.7	5.8	10.1	8.3	23.8	5.4	(10.6)	(6.6)	(0.9)	(0.3)
순이익	22.2	2.6	42.6	(25.1)	(15.2)	(9.6)	46.9	(18.0)	적전	적전	10.1	적지

Note: K-IFRS 연결

Source: 제주항공, KTB투자증권

Fig. 019: 제주항공 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
원달러 평균환율	1,072	1,078	1,122	1,128	1,125	1,166	1,190	1,185	1,100	1,166	1,168
Jet Fuel(MOPS) (\$/bbl)	79	85	89	84	77	80	77	77	84	78	77
%YoY	21.7%	37.7%	41.3%	20.0%	-2.2%	-5.5%	-13.8%	-8.7%	29.8%	-7.7%	-1.2%
기말 보유기재수	32	34	36	39	40	44	46	45	39	45	46
%YoY	14.3%	17.2%	20.0%	25.8%	25.0%	29.4%	27.8%	15.4%	25.8%	15.4%	2.2%
연결 매출액	308.6	283.3	350.1	317.5	392.9	313.0	373.1	338.8	1,259.4	1,417.7	1,518.6
별도법인	308.5	283.3	350.1	315.5	391.3	311.4	371.5	337.2	1,257.3	1,411.3	1,510.6
%YoY	28.4%	24.2%	31.3%	20.6%	26.8%	9.9%	6.1%	6.9%	26.2%	12.2%	7.0%
국내선 매출액	47.0	63.4	59.8	53.9	48.8	60.9	62.1	56.0	224.1	227.8	231.2
%YoY	7.3%	4.1%	-3.1%	-5.1%	3.8%	-3.9%	3.9%	3.9%	0.4%	1.7%	1.5%
ASK YoY 증감률	8.1%	4.3%	1.6%	3.9%	2.3%	4.1%	7.0%	7.0%	4.4%	5.2%	7.0%
RPK YoY 증감률	6.8%	3.9%	-1.2%	1.7%	3.8%	1.6%	6.0%	6.0%	2.6%	4.3%	1.5%
L/F YoY 증감	-1.2%pt	-0.4%pt	-2.7%pt	-2.0%pt	1.3%pt	-2.2%pt	-0.9%pt	-0.9%pt	-1.6%pt	-0.7%pt	-4.8%pt
원화yield YoY 증감률	0.5%	0.2%	-1.9%	-6.7%	0.0%	-5.5%	-2.0%	-2.0%	-2.2%	-2.6%	0.0%
국제선 매출액	239.7	196.3	263.6	234.2	315.0	221.4	278.4	249.2	933.8	1,064.0	1,145.9
%YoY	33.2%	34.1%	42.8%	27.9%	31.4%	12.8%	5.6%	6.4%	34.5%	13.9%	7.7%
ASK YoY 증감률	22.9%	30.0%	35.2%	37.2%	34.0%	30.8%	27.0%	15.0%	31.5%	26.2%	5.4%
RPK YoY 증감률	24.9%	32.7%	30.8%	31.2%	30.9%	20.0%	20.0%	12.0%	29.9%	20.5%	6.8%
L/F YoY 증감	1.4%pt	1.7%pt	-2.9%pt	-3.8%pt	-2.0%pt	-7.3%pt	-4.8%pt	-2.2%pt	-1.1%pt	-4.0%pt	1.1%pt
원화yield YoY 증감률	6.6%	1.1%	9.2%	-2.5%	0.4%	-6.0%	-12.0%	-5.0%	3.6%	-5.4%	0.9%
부가매출액	21.8	23.6	26.1	27.4	27.5	29.1	31.0	32.0	98.9	119.6	133.4
% of Total Revenue	7.1%	8.3%	7.5%	8.7%	7.0%	9.3%	8.3%	9.5%	7.9%	8.5%	8.8%
중속법인(호텔 등)	0.1	0.0	0.0	2.0	1.6	1.6	1.6	1.6	2.1	6.4	8.0
연결 영업비용	262.1	271.6	312.3	312.1	335.9	340.4	376.3	348.5	1,158.2	1,401.1	1,475.3
별도법인	262.2	271.4	311.4	309.4	333.5	339.1	375.0	347.2	1,154.4	1,394.8	1,469.7
%YoY	23.1%	28.1%	37.7%	26.9%	27.2%	25.0%	20.4%	12.2%	29.0%	20.8%	5.4%
연료비	71.3	78.4	93.3	96.1	90.3	100.2	104.5	98.9	339.0	393.8	412.6
리스료+상각비	39.6	40.7	46.0	47.4	45.4	47.0	51.3	48.2	173.6	192.0	202.5
정비비	21.1	25.4	26.7	23.4	28.8	29.3	31.4	30.5	96.5	120.0	122.5
노무비	47.6	47.1	51.0	49.1	62.1	55.7	63.8	59.4	194.8	241.0	252.6
공항관련비	50.4	51.3	57.9	59.5	65.6	66.2	76.8	71.2	219.1	279.6	297.9
판매수수료	3.0	2.7	3.5	2.9	4.1	2.6	4.7	3.7	12.1	15.0	15.9
기타	29.4	25.8	33.0	31.1	37.4	38.1	42.6	35.3	119.2	153.3	165.7
중속법인(호텔 등)	(0.1)	0.3	1.0	2.7	2.4	1.3	1.3	1.3	3.8	6.3	5.6
연결 영업이익	46.4	11.6	37.8	5.4	57.0	(27.4)	(3.2)	(9.7)	101.2	16.6	43.2
%YoY	70.6%	-28.2%	-6.5%	-69.3%	22.7%	적전	-108.5%	-280.1%	-0.1%	-83.6%	160.3%
%OPM	15.0%	4.1%	10.8%	1.7%	14.5%	-8.8%	-0.9%	-2.9%	8.0%	1.2%	2.8%
별도법인	46.2	11.9	38.1	6.1	57.8	(27.7)	(3.5)	(10.0)	102.3	16.5	40.8
%YoY	69.6%	-26.5%	-5.8%	-65.7%	25.0%	적전	-109.3%	-265.1%	0.7%	-83.8%	147.0%
%OPM	15.0%	4.2%	10.9%	1.9%	14.8%	-8.9%	-0.9%	-3.0%	8.1%	1.2%	2.7%
중속법인(호텔 등)	0.2	(0.3)	(1.0)	(0.7)	(0.8)	0.3	0.3	0.3	(1.7)	0.1	2.4
연결 당기순이익	36.9	16.8	31.1	(14.0)	42.1	(29.5)	(15.2)	(9.6)	70.8	(12.1)	24.1
%YoY	117.1%	9.8%	-3.7%	-205.9%	14.1%	적전	-148.8%	흑전	-9.0%	-117.1%	-298.5%
%NIM	12.0%	5.9%	8.9%	-4.4%	10.7%	-9.4%	-4.1%	-2.8%	5.6%	-0.9%	1.6%

Source: 제주항공, KTB투자증권

재무제표 (제주항공 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	450.1	478.2	461.3	530.9	594.7
현금성자산	350.3	335.8	309.5	374.1	434.7
매출채권	45.0	58.5	62.7	66.1	68.1
재고자산	9.4	11.6	16.1	17.0	17.5
비유동자산	350.3	553.4	958.7	907.7	855.0
투자자산	161.2	197.8	690.6	718.6	747.8
유형자산	170.6	331.3	242.6	165.3	84.7
무형자산	18.5	24.3	25.5	23.7	22.4
자산총계	800.4	1,031.6	1,419.9	1,438.6	1,449.7
유동부채	368.2	403.2	477.0	486.1	492.3
매입채무	71.4	85.9	123.7	130.5	134.4
유동성이자부채	58.2	25.5	123.3	123.3	123.3
비유동부채	100.7	246.0	590.1	596.7	603.5
비유동이자부채	0.0	101.4	428.5	428.5	428.5
부채총계	469.0	649.2	1,067.2	1,082.8	1,095.8
자본금	131.8	131.8	131.8	131.8	131.8
자본잉여금	89.6	89.8	89.8	89.8	89.8
이익잉여금	114.9	162.7	133.5	136.5	134.6
자본조정	(4.9)	(1.9)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
자기주식	(4.9)	(1.9)	(2.4)	(2.4)	(2.4)
자본총계	331.4	382.4	352.8	355.8	353.9
투하자본	37.0	171.1	592.7	531.1	468.4
순차입금	(292.1)	(208.9)	242.4	177.8	117.2
ROA	11.1	7.7	(1.0)	1.7	1.3
ROE	25.8	19.9	(3.3)	6.8	5.4
ROIC	na	73.9	3.2	5.8	7.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	144.6	121.5	600.7	196.1	195.9
당기순이익	77.8	70.9	(12.1)	24.1	19.2
자산상각비	25.2	36.2	153.2	161.4	166.9
운전자본증감	23.1	9.2	(46.5)	4.0	3.0
매출채권감소(증가)	(16.3)	(11.6)	(4.2)	(3.4)	(2.0)
재고자산감소(증가)	(1.1)	(2.2)	(4.6)	(0.9)	(0.5)
매입채무증가(감소)	26.1	23.6	31.0	6.8	3.9
투자현금	(223.4)	(6.3)	(721.6)	(99.4)	(103.5)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(168.3)	11.1	10.6
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(133.2)	(153.5)	(55.5)	(75.9)	(78.5)
유무형자산감소	(5.7)	(6.6)	(5.0)	(6.5)	(6.5)
재무현금	20.2	4.7	(73.7)	(21.1)	(21.1)
차입금증가	37.8	20.4	(56.2)	0.0	0.0
자본증가	(12.7)	(15.7)	(17.5)	(21.1)	(21.1)
배당금지급	13.1	15.7	17.1	21.1	21.1
현금 증감	(64.7)	119.2	(194.6)	75.7	71.3
총현금흐름(Gross CF)	139.2	143.5	647.2	192.1	192.9
(-) 운전자본증가(감소)	(61.1)	(25.0)	33.4	(4.0)	(3.0)
(-) 설비투자	133.2	153.5	55.5	75.9	78.5
(+) 자산매각	(5.7)	(6.6)	(5.0)	(6.5)	(6.5)
Free Cash Flow	(61.1)	146.3	(120.9)	96.7	92.4
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
잉여현금	(61.1)	146.3	(120.9)	96.6	92.3

자료: KTB 투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	996.4	1,259.4	1,417.7	1,518.6	1,570.2
증가율 (Y-Y, %)	33.3	26.4	12.6	7.1	3.4
영업이익	101.3	101.2	16.6	43.2	46.5
증가율 (Y-Y, %)	73.4	(0.1)	(83.6)	160.3	7.6
EBITDA	126.5	137.4	169.8	204.7	213.4
영업외손익	(0.1)	(7.9)	(32.4)	(11.5)	(21.3)
순이자수익	2.7	2.5	(27.9)	(30.4)	(31.3)
외화관련손익	(0.7)	(1.3)	(26.1)	8.9	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
세전계속사업손익	101.2	93.3	(15.8)	31.7	25.2
당기순이익	77.8	70.9	(12.1)	24.1	19.2
영업이익당기순이익	77.8	70.9	(12.1)	24.1	19.2
증가율 (Y-Y, %)	46.9	(8.9)	적전	흑전	(20.5)
NOPLAT	77.9	76.9	12.0	32.9	35.3
(+) Dep	25.2	36.2	153.2	161.4	166.9
(-) 운전자본투자	(61.1)	(25.0)	33.4	(4.0)	(3.0)
(-) Capex	133.2	153.5	55.5	75.9	78.5
OpFCF	31.0	(15.3)	76.4	122.4	126.8
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	25.0	27.5	23.8	15.1	7.6
영업이익증가율(3Yr)	50.8	25.3	(34.2)	(24.7)	(22.8)
EBITDA증가율(3Yr)	49.4	31.0	32.8	17.4	15.8
순이익증가율(3Yr)	34.5	14.5	n/a	(32.3)	(35.3)
영업이익률(%)	10.2	8.0	1.2	2.8	3.0
EBITDA마진(%)	12.7	10.9	12.0	13.5	13.6
순이익률(%)	7.8	5.6	(0.9)	1.6	1.2

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	2,954	2,689	(461)	915	727
BPS	11,871	13,587	12,417	12,599	12,574
DPS	600	650	800	800	800
Multiples(x, %)					
PER	12.0	12.5	n/a	26.7	33.6
PBR	3.0	2.5	2.0	1.9	1.9
EV/ EBITDA	5.1	4.9	5.2	4.0	3.6
배당수익률	1.7	1.9	3.3	3.3	3.3
PCR	6.7	6.2	1.0	3.4	3.3
PSR	0.9	0.7	0.5	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	141.5	169.8	302.5	304.3	309.7
Net debt/Equity	n/a	n/a	68.7	50.0	33.1
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	142.7	86.9	54.9
유동비율	122.2	118.6	96.7	109.2	120.8
이자보상배율	n/a	n/a	0.6	1.4	1.5
이자비용/매출액	0.0	0.1	2.1	2.0	2.0
자산구조					
투하자본(%)	6.7	24.3	37.2	32.7	28.4
현금+투자자산(%)	93.3	75.7	62.8	67.3	71.6
자본구조					
차입금(%)	14.9	24.9	61.0	60.8	60.9
자기자본(%)	85.1	75.1	39.0	39.2	39.1

진에어 (272450)

3Q19 Preview: 실적 부진 피해갈 수 없지만, 고유의 저평가 해소 기대

Investment Point

- 3분기 별도 매출액 2,455억원(YoY -10.9%), 영업이익 60억원 (YoY -77%) 전망
- 국제여객 매출액 1,776원(YoY -18%). 수송량(RPK) -10%, 단가(원화yield) -9%, L/F -3.5%pt. 국토부 제재로 인해 기재 증가가 없는 가운데, 국내선으로 공급을 돌리면서 국제선 ASK가 6% 감소해 L/F 하락폭이 제주항공보다는 덜 했음. 그러나 두 자릿수에 가까운 Yield 하락은 LCC 공통의 현상
- 기재증가는 없지만 인건비 YoY +5% 등 다른 고정비용 부담이 3Q까지는 이어질 전망. 수익성 확보가능한 부정기 영업이 불가한 점도 타 항공사 대비 불리한 부분
- 국토부에 경영문화 개선 완료에 대한 공식자료를 제출한 것은 제재해소를 위한 절차의 시작으로 해석하는데, 제재해소시 2020년 B737 1기, B777 1기 도입을 가정하고 있음. 부정기 영업 개시와 인건비 등 고정비 부담 해소에 실적이 개선될 여지가 존재
- 2019년 EBITDA는 1,309억원으로 추정. 이자성 부채가 없지만 리스회계 변경 반영시 연말 순현금은 883억원. 글로벌 LCC EV/EBITDA 멀티플 최하단은 4.7x이며 제재지속 중인 discount 반영하여 4x 적용시 적정주가는 2만원. 주가가 선제적으로 하락해 있어 상승여력 남아있고 국토부 제재해소라는 모멘텀을 기대할 수 있어 매수 의견 유지

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	20,000		유지
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	13.0	297.9	11.7
PBR(배)	2.2	1.8	1.6
EV/EBITA(배)	2.9	2.8	1.5
배당수익률(%)	1.3	1.7	1.7

Fig. 09: 진에어의 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)
매출액	245.5	280.3	(12.4)	275.5	(10.9)	214.0	14.7	266.6	(7.9)
영업이익	6.0	44.1	(86.4)	25.7	(76.5)	(26.6)	흑전	23.0	(73.8)
순이익	3.0	31.8	(90.7)	18.7	(84.1)	(24.4)	흑전	10.3	(71.2)
이익률(%)									
영업이익	2.5	15.7		9.3		(12.4)		8.6	
순이익	1.2	11.4		6.8		(11.4)		3.9	
이익률 차이(%P)									
영업이익		(13.3)		(6.9)		14.9		(6.2)	
순이익		(10.2)		(5.6)		12.6		(2.7)	

Note: K-IFRS 별도

Source: 진에어, KTB투자증권

Fig. 010: 진에어의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	280.3	236.9	290.1	226.9	245.5	215.4	268.2	226.4	(12.4)	(9.0)	(7.6)	(0.2)
영업이익	44.1	5.7	37.7	(7.5)	6.0	(13.0)	19.7	0.6	(86.4)	적전	(47.6)	흑전
영업이익률(%)	15.7	2.4	13.0	(3.3)	2.5	(6.1)	7.4	0.3	(13.3)	(8.4)	(5.6)	3.6
EBITDA	45.7	7.5	39.9	(5.1)	35.2	11.9	48.1	25.9	(22.8)	59.4	20.7	흑전
EBITDA이익률(%)	16.3	3.2	13.7	(2.2)	14.4	5.5	17.9	11.4	(1.9)	2.4	4.2	13.7
순이익	31.8	5.2	26.0	(8.0)	3.0	(8.9)	12.4	(1.7)	(90.7)	적전	(52.3)	적지

Note: K-IFRS 별도

Source: 진에어, KTB투자증권

Fig. 020: 진에어 별도 실적 추이 및 전망

(KRW billion)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
Assumptions											
Total Fleet	25	26	26	26	26	26	26	26	26	26	27
B737-800 (189)	21	22	22	22	22	22	22	22	22	22	23
B777-200ER (393)	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	5
* Total Seats	5,541	5,730	5,730	5,730	5,730	5,730	5,730	5,730	5,683	5,730	6,119
%YoY	11.4%	15.2%	7.1%	7.1%	3.4%	0.0%	0.0%	0.0%	10.1%	0.8%	6.8%
Jet Fuel(MOPS) (\$/bbl)	79	87	89	84	77	80	77	77	85	78	77
%YoY	22.3%	43.6%	39.5%	15.2%	-2.7%	-8.0%	-13.8%	-8.7%	29.4%	-8.5%	-1.2%
KRWUSD avg.	1,072	1,078	1,122	1,128	1,125	1,166	1,190	1,185	1,100	1,166	1,168
Total Revenue	279.8	226.5	275.5	228.8	290.1	214.0	245.5	215.4	1,010.7	965.1	1,012.1
%YoY	20.3%	18.4%	18.5%	-1.4%	3.7%	-5.5%	-10.9%	-5.9%	13.8%	-4.5%	4.9%
Domestic PAX	30.9	55.2	44.5	36.6	30.5	50.5	51.9	41.1	167.2	174.0	176.4
%YoY	-3.9%	-1.1%	-9.5%	-9.4%	-1.3%	-8.5%	16.6%	12.3%	-5.8%	4.1%	1.4%
ASK(M-km)	298.0	456.0	376.0	336.0	288.0	422.0	394.8	346.1	1,466.0	1,450.9	1,472.2
%YoY	-10.5%	-4.8%	-9.0%	-5.4%	-3.4%	-7.5%	5.0%	3.0%	-7.2%	-1.0%	1.5%
RPK(M-km)	275.0	423.0	347.0	321.0	276.0	392.0	381.7	346.7	1,366.0	1,396.4	1,416.4
%YoY	-13.2%	-6.6%	-11.5%	-5.0%	0.4%	-7.3%	10.0%	8.0%	-8.9%	2.2%	1.4%
Load Factor	92.3%	92.8%	92.3%	95.5%	95.8%	92.9%	96.7%	100.2%	93.2%	96.2%	96.2%
%ptYoY	-2.9%pt	-1.8%pt	-2.6%pt	0.3%pt	3.6%pt	0.1%pt	4.4%pt	4.6%pt	-1.8%pt	3.1%pt	0.0%pt
Yield(KRW)	112.2	130.5	128.3	114.1	110.4	128.8	136.0	118.6	122.4	124.6	124.6
%YoY	10.8%	6.0%	2.2%	-4.6%	-1.7%	-1.3%	6.0%	4.0%	3.4%	1.8%	0.0%
International PAX	236.9	154.6	216.8	175.5	241.2	148.1	177.6	158.4	783.8	725.2	765.1
%YoY	25.5%	23.9%	26.1%	-2.2%	1.8%	-4.2%	-18.1%	-9.8%	17.8%	-7.5%	5.5%
ASK(M-km)	3,532.0	2,910.0	3,725.0	3,344.0	3,791.0	3,115.0	3,501.5	3,143.4	13,511.0	13,550.9	13,869.9
%YoY	9.7%	14.6%	17.1%	-0.3%	7.3%	7.0%	-6.0%	-6.0%	9.9%	0.3%	2.4%
RPK(M-km)	3,142.0	2,374.0	3,037.0	2,814.0	3,354.0	2,567.0	2,733.3	2,617.0	11,367.0	11,271.3	11,794.3
%YoY	9.6%	11.3%	11.2%	-1.3%	6.7%	8.1%	-10.0%	-7.0%	7.4%	-0.8%	4.6%
Load Factor	89.0%	81.6%	81.5%	84.2%	88.5%	82.4%	78.1%	83.3%	84.1%	83.2%	85.0%
%ptYoY	-0.1%pt	-2.4%pt	-4.3%pt	-0.8%pt	-0.5%pt	0.8%pt	-3.5%pt	-0.9%pt	-1.9%pt	-1.0%pt	1.9%pt
Yield(KRW)	75.4	65.1	71.4	62.4	71.9	57.7	65.0	60.5	69.0	64.3	64.9
%YoY	14.5%	11.3%	13.4%	-1.0%	-4.6%	-11.4%	-9.0%	-3.0%	9.7%	-6.7%	0.8%
Cargo Revenue	1.6	1.9	0.7	1.5	2.2	0.9	2.3	2.0	5.7	7.4	7.2
%YoY	-3.1%	-3.5%	-64.9%	-21.7%	42.5%	-55.3%	226.5%	34.1%	-24.4%	29.8%	-2.2%
% of Total Revenue	0.6%	0.9%	0.3%	0.7%	0.8%	0.4%	0.9%	0.9%	0.6%	0.8%	0.0%
Ancillary Revenue	10.5	14.8	13.5	15.2	16.2	14.6	16.1	16.0	54.0	62.8	70.6
%YoY	3.3%	69.7%	45.2%	46.2%	53.7%	-1.1%	19.0%	5.0%	39.9%	16.3%	12.3%
% of Total Revenue	3.8%	6.5%	4.9%	6.6%	5.6%	6.8%	6.5%	7.4%	5.3%	6.5%	7.0%
Operating Expense	226.7	220.3	249.9	250.9	239.1	240.7	239.5	228.5	947.7	947.8	948.4
%YoY	14.1%	23.2%	24.3%	17.8%	5.5%	9.3%	-4.1%	-8.9%	19.8%	0.0%	0.1%
Fuel cost	69.6	65.2	81.2	79.3	70.3	71.3	71.1	65.1	295.3	277.7	281.4
%YoY	22.9%	39.7%	52.6%	31.6%	1.0%	9.3%	-12.5%	-17.9%	36.3%	-6.0%	1.3%
Airport charges	38.7	36.9	41.6	42.2	42.9	45.1	51.0	45.5	159.4	184.5	188.7
%YoY	9.9%	7.7%	11.3%	15.7%	10.9%	22.1%	22.6%	7.7%	11.9%	15.7%	2.3%
Labor	31.7	30.8	35.5	37.9	35.9	36.1	37.3	39.1	136.0	148.3	149.0
%YoY	31.7%	26.9%	30.4%	17.1%	13.0%	17.1%	5.0%	3.0%	22.7%	9.0%	0.5%
Rentals & Depreciation	28.7	29.2	31.2	33.6	29.4	29.6	29.1	24.8	122.7	112.9	111.8
%YoY	5.2%	15.9%	12.9%	18.8%	2.4%	1.4%	-6.6%	-26.2%	10.7%	-8.0%	-1.0%
Maintenance	25.3	24.2	26.9	25.3	26.3	26.5	21.2	27.3	101.7	101.3	99.9
%YoY	9.9%	9.1%	9.9%	-3.5%	4.1%	9.3%	-21.2%	7.8%	7.1%	-0.4%	-1.3%
In-flight service	6.8	6.6	7.5	5.0	7.2	4.8	5.3	4.7	25.9	22.0	20.3
%YoY	11.5%	34.9%	20.8%	-17.8%	5.5%	-27.2%	-29.2%	-5.4%	9.2%	-15.0%	-7.8%
Other operation	27.2	28.6	26.0	30.1	28.7	28.9	24.5	22.0	111.9	104.1	107.5
%YoY	3.4%	35.7%	4.3%	29.2%	5.5%	0.8%	-5.5%	-27.0%	17.8%	-7.0%	3.3%
Operating Profit	53.1	6.2	25.7	(22.0)	50.9	(26.6)	6.0	(13.0)	63.0	17.3	63.7
%YoY	55.8%	-50.0%	-18.4%	-215.9%	-4.1%	-527.1%	-76.5%	-40.8%	-35.0%	-72.5%	267.9%
%OPM	19.0%	2.8%	9.3%	-9.6%	17.6%	-12.4%	2.5%	-6.1%	6.2%	1.8%	6.3%
Net Income	40.3	1.0	18.7	(15.5)	31.8	(24.4)	3.0	(8.9)	44.5	1.5	38.8
%YoY	58.8%	-87.8%	-22.6%	-198.9%	-21.1%	-2554.5%	-84.1%	-42.7%	-39.2%	-96.6%	2442.6%
%NIM	14.4%	0.4%	6.8%	-6.8%	11.0%	-11.4%	1.2%	-4.1%	5.7%	0.2%	5.1%

Source: 진에어, KTB투자증권

재무제표 (진에어 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	399.2	427.0	473.0	579.3	706.4
현금성자산	349.4	369.3	417.2	519.9	644.0
매출채권	29.8	29.5	27.6	30.8	33.5
재고자산	0.4	1.4	1.1	1.3	1.4
비유동자산	99.1	92.5	349.9	278.9	201.3
투자자산	46.3	56.5	385.8	401.4	417.7
유형자산	51.9	29.4	(41.6)	(127.7)	(221.3)
무형자산	0.9	6.6	5.7	5.3	4.9
자산총계	498.3	519.5	823.0	858.3	907.7
유동부채	232.7	233.7	323.1	326.5	329.6
매입채무	12.9	6.4	10.7	12.0	13.0
유동성이자부채	17.5	19.8	102.9	102.9	102.9
비유동부채	33.8	19.7	243.6	244.3	245.0
비유동이자부채	28.1	9.6	226.1	226.1	226.1
부채총계	266.5	253.3	566.7	570.8	574.7
자본금	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
자본잉여금	91.8	91.8	91.8	91.8	91.8
이익잉여금	110.3	144.5	134.7	166.0	211.6
자본조정	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	231.8	266.2	256.3	287.5	333.1
투자자본	(75.6)	(77.8)	163.4	91.8	13.1
순차입금	(303.7)	(339.9)	(88.3)	(191.0)	(315.0)
ROA	18.5	8.7	0.2	4.6	6.0
ROE	47.8	17.9	0.6	14.3	17.1
ROIC	na	na	na	37.9	115.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	124.7	54.7	446.1	147.1	170.9
당기순이익	74.1	44.5	1.5	38.8	53.1
자산상각비	17.4	19.5	113.6	107.9	117.0
운전자본증감	17.6	(2.0)	15.0	(0.3)	0.1
매출채권감소(증가)	(3.4)	0.8	0.3	(3.2)	(2.7)
재고자산감소(증가)	(0.0)	(1.0)	0.3	(0.1)	(0.1)
매입채무증가(감소)	2.7	(6.5)	4.3	1.2	1.0
투자현금	(171.3)	(12.5)	(329.4)	(24.9)	(27.8)
단기투자자산감소	(154.0)	(4.5)	9.9	12.0	11.6
장기투자증권감소	(9.3)	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.2)
설비투자	(7.7)	(0.7)	(9.5)	(20.2)	(22.0)
유무형자산감소	(0.2)	(2.1)	(0.8)	(1.0)	(1.0)
재무현금	58.8	(28.0)	(62.1)	(7.5)	(7.5)
차입금증가	(17.5)	(17.5)	(54.6)	0.0	0.0
자본증가	81.3	(7.5)	(7.5)	(7.5)	(7.5)
배당금지급	13.5	7.5	7.5	7.5	7.5
현금 증감	10.7	14.8	54.6	114.7	135.6
총현금흐름(Gross CF)	120.6	84.8	431.1	147.4	170.8
(-) 운전자본증가(감소)	(32.0)	9.3	(8.3)	0.3	(0.1)
(-) 설비투자	7.7	0.7	9.5	20.2	22.0
(+) 자산매각	(0.2)	(2.1)	(0.8)	(1.0)	(1.0)
Free Cash Flow	(33.2)	70.2	116.7	122.2	143.1
(-) 기타투자	9.3	0.0	0.1	0.2	0.2
잉여현금	(42.5)	70.2	116.6	122.0	142.9

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	888.4	1,010.7	965.1	1,012.1	1,101.0
증가율 (Y-Y,%)	23.4	13.8	(4.5)	4.9	8.8
영업이익	96.9	63.0	17.3	63.7	79.9
증가율 (Y-Y,%)	85.4	(35.0)	(72.5)	268.0	25.4
EBITDA	114.3	82.5	130.9	171.6	196.9
영업외손익	(0.4)	(1.2)	(15.0)	(12.7)	(10.1)
순이자수익	(0.3)	5.1	(3.1)	(13.3)	(10.6)
외화관련손익	2.6	1.4	(7.9)	0.0	0.0
지분법손익	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0
세전계속사업손익	96.5	61.8	2.3	51.0	69.8
당기순이익	74.1	44.5	1.5	38.8	53.1
증가율 (Y-Y,%)	88.4	(40.0)	(96.6)	2,448.7	36.9
NOPLAT	74.4	45.4	11.6	48.4	60.7
(+) Dep	17.4	19.5	113.6	107.9	117.0
(-) 운전자본투자	(32.0)	9.3	(8.3)	0.3	(0.1)
(-) Capex	7.7	0.7	9.5	20.2	22.0
OpFCF	116.1	54.9	123.9	135.9	155.8
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	36.3	29.9	10.3	4.4	2.9
영업이익증가율(3Yr)	79.0	28.5	(30.8)	(13.0)	8.3
EBITDA증가율(3Yr)	80.0	36.5	28.3	14.5	33.6
순이익증가율(3Yr)	78.3	25.1	(66.2)	(19.4)	6.1
매출총이익률(3Yr)	17.4	14.5	10.5	14.7	15.6
영업이익률(%)	10.9	6.2	1.8	6.3	7.3
EBITDA마진(%)	12.9	8.2	13.6	17.0	17.9
순이익률(%)	8.3	4.4	0.2	3.8	4.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	2,469	1,482	51	1,292	1,769
BPS	7,696	8,654	8,350	9,408	10,940
DPS	250	250	250	250	250
Multiples(x,%)					
PER	10.7	13.0	297.9	11.7	8.5
PBR	3.4	2.2	1.8	1.6	1.4
EV/ EBITDA	4.3	2.9	2.8	1.5	0.7
배당수익률	0.9	1.3	1.7	1.7	1.7
PCR	6.6	6.8	1.1	3.1	2.7
PSR	0.9	0.6	0.5	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	115.0	95.2	221.2	198.5	172.5
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	171.5	182.7	146.4	177.4	214.3
이자보상배율	367.9	n/a	5.5	4.8	7.5
이자비용/매출액	0.6	0.3	1.9	1.9	1.9
자산구조					
투자자본(%)	(23.6)	(22.4)	16.9	9.1	1.2
현금+투자자산(%)	123.6	122.4	83.1	90.9	98.8
자본구조					
차입금(%)	16.5	9.9	56.2	53.4	49.7
자기자본(%)	83.5	90.1	43.8	46.6	50.3

팬오션 (028670)

3Q19 Preview: 기대보단 덜하지만 무난한 증익

Investment Point

- 3분기 연결 매출액 7,422억원(YoY -3.8%), 영업이익 629억원(YoY +9.4%) 전망
- 벌크 부문 영업이익 591억원 (YoY +4%, QoQ +28%). 평균 BDI는 2,000pt(YoY +24.5%, QoQ +101%)로 가정. 평균 BDI 반등 폭에 비해 실적 개선폭이 미미. BDI는 7월부터 급등했으므로 5~6월의 낮은 운임 lagging 효과가 있고, V자 반등, 반락을 반복했으므로 예측가능성이 떨어지며 실제 실적에 전부 반영되지 못했을 것. Capesize 선박의 경우 2척을 제외하고 COA에 투입되는 경우가 많아 시황에 대한 노출도 낮아져 있음
- BDI는 4Q19 약세 전망. 중국 10월 국경절 대비 restocking이 끝났고, 4Q19 IMO 관련 불확실성을 회피하고자 하는 화주들이 3Q에 미리 출하를 하면서 BDI 급등세가 나타난 것으로 해석하기 때문. 단 공급 축소 요인이 있어 약세가 심하지는 않을 것. 4Q19 평균 BDI는 1,900pt 수준으로 가정하고 있음
- CVC 선박이 2Q19말 30척에서 2020년말 37척까지 증가할 전망. 2020년 증익 가시성 매우 높음. 화생 후 처음으로 배당에 대한 기대감도 가져볼 수 있어 BDI 하락과 함께 충분히 주가가 하락할 경우 매수 대응 추천

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	5,500		유지
Earnings			상향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	15.6	13.9	11.6
PBR(배)	0.9	0.8	0.8
EV/EBITA(배)	8.8	10.3	6.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Fig. 011: 팬오션의 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비	전년 동기 대비(yoy)	전분기 대비(qoq)	시장 컨센서스 대비
	2019.09(E)	2019.09(E) 차이(%)	2018.09A 차이(%)	2019.06A 차이(%)	2019.09(E) 차이(%)
매출액	742.2	758.4 (2.1)	771.5 (3.8)	632.3 17.4	761.0 (2.5)
영업이익	62.9	61.9 1.7	57.5 9.4	50.5 24.6	61.0 3.2
순이익	49.3	48.3 2.1	42.9 15.0	36.9 33.6	47.8 3.3
이익률(%)					
영업이익	8.5	8.2	7.5	8.0	8.0
순이익	6.6	6.4	5.6	5.8	6.3
이익률 차이(%P)					
영업이익		0.3	1.0	0.5	0.5
순이익		0.3	1.1	0.8	0.4

Note: K-IFRS 연결

Source: 팬오션, KTB투자증권

Fig. 012: 팬오션의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	758.4	715.6	663.5	813.9	742.2	711.5	650.8	772.8	(2.1)	(0.6)	(1.9)	(5.0)
영업이익	61.9	63.3	54.9	62.6	62.9	69.3	60.1	65.4	1.7	9.4	9.5	4.4
영업이익률(%)	8.2	8.9	8.3	7.7	8.5	9.7	9.2	8.5	0.3	0.9	1.0	0.8
EBITDA	106.3	107.8	99.4	107.2	108.2	114.6	105.5	110.8	1.8	6.3	6.2	3.4
EBITDA이익률(%)	14.0	15.1	15.0	13.2	14.6	16.1	16.2	14.3	0.6	1.0	1.2	1.2
순이익	48.3	49.7	39.8	47.5	49.3	55.6	44.0	49.2	2.1	11.9	10.6	3.7

Note: K-IFRS 연결

Source: 팬오션, KTB투자증권

Fig. 021: 팬오션 연결 실적 추이 및 전망

(K-IFRS 연결, 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
BDI 평균	1,175	1,260	1,607	1,363	798	995	2,000	1,900	1,351	1,423	1,749
%YoY	24.3%	25.2%	41.3%	-9.7%	-32.1%	-21.0%	24.5%	39.4%	17.6%	5.3%	22.9%
%QoQ	-22.1%	7.2%	27.5%	-15.2%	-41.5%	24.7%	101.0%	-5.0%			
매출액	565.5	678.8	771.5	652.5	534.8	632.3	742.2	711.5	2,668.3	2,620.7	3,023.2
%YoY	8.1%	7.3%	32.1%	9.3%	-5.4%	-6.9%	-3.8%	9.0%	14.2%	-1.8%	15.4%
벌크	435.2	512.3	556.4	522.0	415.4	429.5	526.3	581.1	2,026.0	1,952.2	2,264.8
%YoY	7.3%	16.8%	24.5%	15.7%	-4.6%	-16.2%	-5.4%	11.3%	16.3%	-3.6%	16.0%
장기운송계약 사선(CVC)	121.5	117.0	121.5	126.0	130.5	135.0	139.5	144.0	486.0	549.0	639.0
오픈사선+COA	83.7	115.3	144.9	131.0	124.9	134.5	170.0	179.1	475.0	608.4	644.9
SPOT 용선	230.0	280.0	290.0	265.0	160.0	160.0	216.8	258.0	1,065.0	794.9	980.9
비벌크	86.6	94.2	97.6	105.4	95.8	99.9	97.9	98.9	383.8	392.5	394.1
탱커	31.6	30.5	29.4	33.0	30.2	31.3	30.8	31.1	124.4	123.4	123.8
컨테이너	47.9	56.2	60.5	65.8	59.0	60.9	59.9	60.4	230.4	240.2	240.9
가스선 및 특수선	7.1	7.5	7.8	6.6	6.6	7.7	7.2	7.4	29.0	28.9	29.4
선박관리 및 곡물사업	81.3	115.7	161.5	69.1	63.5	152.5	165.4	83.8	427.6	465.1	568.2
연결조정	(37.5)	(43.5)	(44.1)	(44.0)	(39.8)	(49.6)	(47.4)	(52.3)	(169.1)	(189.1)	(203.8)
영업이익	44.0	50.1	57.5	52.3	45.0	50.5	62.9	69.3	203.9	227.6	269.3
%YoY	7.6%	2.6%	10.2%	-1.4%	2.2%	0.9%	9.4%	32.3%	4.6%	11.6%	18.3%
벌크	37.6	45.3	57.0	50.9	40.7	46.2	59.1	65.2	190.8	211.2	249.7
CVC	31.6	30.4	31.6	32.8	33.9	35.1	36.3	37.4	126.4	142.7	166.1
%OPM	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
오픈사선+COA	1.4	9.3	19.6	12.8	2.0	6.3	16.4	20.0	43.1	44.6	63.9
%OPM	1.7%	8.0%	13.5%	9.8%	1.6%	4.7%	9.6%	11.2%	9.1%	7.3%	9.9%
SPOT 용선	4.6	5.6	5.8	5.3	4.8	4.8	6.5	7.7	21.3	23.8	19.6
%OPM	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.0%	3.0%	2.0%
비벌크	5.7	5.3	0.6	2.3	4.7	5.0	5.8	6.4	14.0	22.0	24.8
탱커	1.1	0.6	(1.0)	(0.1)	0.5	0.5	1.5	2.0	0.6	4.6	7.3
컨테이너	3.5	3.1	1.1	1.4	3.3	3.6	3.4	3.5	9.1	13.8	14.0
가스선 및 특수선	1.2	1.6	0.5	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	4.3	3.6	3.5
선박관리 및 곡물사업	0.8	(0.4)	0.4	(0.2)	(0.3)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	0.6	(2.1)	(2.4)
연결조정	(0.1)	(0.1)	(0.5)	(0.7)	(0.2)	(0.0)	(1.5)	(1.7)	(1.5)	(3.4)	(2.8)
세전이익	36.8	37.6	43.1	31.6	28.3	37.0	49.5	55.8	149.0	170.6	205.2
순이익	36.4	37.3	42.9	32.0	28.1	36.9	49.3	55.6	148.6	170.0	204.7
Total Fleet	237	207	217	184	186	200	207	211	184	211	242
벌크 선대	210	180	190	155	158	173	180	184	155	184	215
사선	60	60	60	60	61	62	63	64	60	64	69
CVC	27	26	27	28	29	30	31	32	28	32	37
오픈사선	33	34	33	32	32	32	32	32	32	32	32
용선	150	120	130	95	97	111	117	120	95	120	146
탱커 선대	18	18	18	17	17	17	17	17	17	17	17
컨테이너 선대	6	6	6	9	8	7	7	7	9	7	7
LNG	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
중량물 운반	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2

Source: 팬오션, KTB투자증권

재무제표 (팬오션 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	613.2	594.7	785.7	896.9	1,011.8
현금성자산	257.3	236.7	431.1	524.3	615.9
매출채권	105.0	145.1	128.0	138.5	152.3
재고자산	50.3	61.1	73.3	79.3	87.2
비유동자산	3,281.2	3,427.3	3,661.4	3,693.2	3,749.3
투자자산	47.9	56.0	47.1	49.0	51.0
유형자산	3,223.6	3,362.8	3,606.0	3,636.6	3,691.3
무형자산	9.6	8.6	8.3	7.6	7.0
자산총계	3,894.4	4,119.5	4,447.0	4,590.0	4,761.1
유동부채	545.5	594.4	721.3	692.1	666.0
매입채무	113.4	101.3	117.9	127.5	140.3
유동성이자부채	320.2	384.3	493.6	453.6	413.6
비유동부채	939.2	788.6	799.8	761.2	722.6
비유동이자부채	902.5	746.1	765.3	725.3	685.3
부채총계	1,484.6	1,459.1	1,521.1	1,453.3	1,388.6
자본금	534.5	534.6	534.6	534.6	534.6
자본잉여금	1,941.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1
이익잉여금	(66.1)	85.2	261.3	472.2	707.9
자본조정	(20.6)	81.9	173.8	173.8	173.8
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,409.8	2,660.4	2,925.9	3,136.7	3,372.5
투하자본	3,361.6	3,526.5	3,713.2	3,749.2	3,811.7
순차입금	965.4	893.7	827.8	654.6	483.0
ROA	3.4	3.7	4.0	4.5	4.9
ROE	5.7	5.9	6.1	6.8	7.1
ROIC	5.4	5.9	6.3	7.2	7.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	261.6	268.1	397.4	386.7	411.6
당기순이익	141.3	148.6	170.0	204.7	228.9
자산상각비	168.0	168.4	90.6	182.1	184.3
운전자본증감	(45.8)	(53.2)	38.7	(7.3)	(9.5)
매출채권감소(증가)	(14.5)	(21.9)	(13.2)	(10.5)	(13.8)
재고자산감소(증가)	(8.3)	(7.9)	(5.3)	(6.0)	(7.9)
매입채무증가(감소)	10.7	(3.9)	36.5	9.6	12.8
투자현금	(117.2)	(126.6)	(191.9)	(216.2)	(242.9)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(39.5)	(2.7)	(2.9)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.6)	(1.2)	(1.3)
설비투자	(106.5)	(165.4)	(194.7)	(211.6)	(238.1)
유무형자산감소	(0.9)	13.8	(0.2)	(0.4)	(0.4)
재무현금	(155.0)	(149.1)	(50.6)	(80.0)	(80.0)
차입금증가	(155.0)	(148.9)	(142.6)	(80.0)	(80.0)
자본증가	0.0	0.0	92.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(37.4)	1.1	154.9	90.5	88.7
총현금흐름(Gross CF)	359.6	381.3	358.7	393.9	421.1
(-) 운전자본증가(감소)	20.5	17.3	(21.1)	7.3	9.5
(-) 설비투자	106.5	165.4	194.7	211.6	238.1
(+) 자산매각	(0.9)	13.8	(0.2)	(0.4)	(0.4)
Free Cash Flow	196.7	201.5	205.5	170.5	168.7
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.6	1.2	1.3
잉여현금	196.7	201.5	204.9	169.3	167.5

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,336.2	2,668.4	2,620.7	3,023.2	3,401.8
증가율 (Y-Y, %)	24.7	14.2	(1.8)	15.4	12.5
영업이익	195.0	203.9	227.6	269.3	297.6
증가율 (Y-Y, %)	16.2	4.6	11.6	18.3	10.5
EBITDA	363.0	372.3	318.3	451.5	481.9
영업외손익	(51.8)	(54.9)	(57.1)	(64.1)	(68.1)
순이자수익	(48.3)	(50.9)	(23.8)	(57.8)	(61.8)
외화관련손익	4.4	(1.2)	(0.2)	0.0	0.0
지분법손익	0.3	0.1	0.3	0.4	0.4
세전계속사업손익	143.2	149.0	170.5	205.2	229.5
당기순이익	141.3	148.6	169.9	204.7	228.9
연말기업당기순이익	143.1	152.4	176.3	210.9	235.8
증가율 (Y-Y, %)	45.5	5.2	14.3	20.5	11.8
NOPLAT	192.4	203.5	226.9	268.6	296.8
(+) Dep	168.0	168.4	90.6	182.1	184.3
(-) 운전자본투자	20.5	17.3	(21.1)	7.3	9.5
(-) Capex	106.5	165.4	194.7	211.6	238.1
OpFCF	233.4	189.1	143.8	231.9	233.5
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	12.4	13.6	11.8	9.0	8.4
영업이익증가율(3Yr)	(3.3)	(3.8)	10.7	11.4	13.4
EBITDA증가율(3Yr)	(1.1)	(1.7)	(1.9)	7.5	9.0
순이익증가율(3Yr)	(43.6)	48.3	20.5	13.2	15.5
영업이익률(%)	8.3	7.6	8.7	8.9	8.7
EBITDA마진(%)	15.5	14.0	12.1	14.9	14.2
순이익률(%)	6.0	5.6	6.5	6.8	6.7

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	268	285	330	394	441
BPS	4,451	4,930	5,432	5,827	6,269
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	19.7	15.6	13.9	11.6	10.4
PBR	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/ EBITDA	10.4	8.8	10.3	6.9	6.1
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	7.8	6.2	6.8	6.2	5.8
PSR	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	61.6	54.8	52.0	46.3	41.2
Net debt/Equity	40.1	33.6	28.3	20.9	14.3
Net debt/EBITDA	266.0	240.0	260.1	145.0	100.2
유동비율	112.4	100.1	108.9	129.6	151.9
이자보상배율	4.0	4.0	9.6	4.7	4.8
이자비용/매출액	2.2	2.0	1.3	2.6	2.3
자산구조					
투하자본(%)	91.7	92.3	88.6	86.7	85.1
현금+투자자산(%)	8.3	7.7	11.4	13.3	14.9
자본구조					
차입금(%)	33.7	29.8	30.1	27.3	24.6
자기자본(%)	66.3	70.2	69.9	72.7	75.4

한진칼 (180640)

3Q19 Preview: 자회사에 동반한 실적 부진

Investment Point

- 3분기 연결 매출액 3,200억원(YoY -10%), 영업이익 199억원(YoY -46%) 전망
- 매출비중과 이익기여도 가장 높은 진에어의 실적 부진이 대부분을 설명. 연결 대상인 진에어의 매출액이 2,455억원으로 YoY 11% 감소, 영업이익 60억원으로 YoY 76% 감소
- 칼호텔네트워크 매출액 277억원(YoY -5%), 영업이익 -9.9억원(적자축소). 투숙률은 예년의 72%로 가정하고 있으나 ASP 하락세가 지속되고 있음. ASP -5% 가정
- 별도법인, 토파스여행정보, 정석기업 등의 실적은 전년과 유사한 수준일 것으로 추정
- 전년 11월 KCGI의 지분 공시 이후 주가는 실적 흐름과 무관한 행보를 지속하고 있음. 주요 자회사들(대한항공, 진에어, 한진)의 주가 하락폭이 큼. 상장자회사 적정가치 변동을 반영한 SOTP valuation 상 주당NAV는 2.5만원 수준. 이는 비상장자회사들의 재평가 등을 가정하지 않고 장부가 위주로 평가한 수치임
- 현재 주가는 당사가 산출한 NAV 대비 할증 거래되고 있음. Delta의 10% 지분 확보를 동사의 경영구조 변화 가능성 약화로 해석할 경우, 자산 재평가 혹은 매각 등의 할증요소를 반영하기 어렵다는 판단. 추가적인 주가 상승을 볼 수 있는 합리적인 근거가 미약해 투자 의견 Hold 유지

HOLD

	현재	직전	변동
투자 의견	HOLD		유지
목표주가	25,000	34,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	n/a	n/a	15.8
PBR(배)	1.2	1.2	1.1
EV/EBITA(배)	11.3	12.4	12.1
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.7

Fig. 013: 한진칼의 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비	전년 동기 대비(yoy)	전분기 대비(qoq)	시장 컨센서스 대비
	2019.09(E)	2019.09(E) 차이(%)	2018.09A 차이(%)	2019.06A 차이(%)	2019.09(E) 차이(%)
매출액	320.0	451.1 (29.1)	356.0 (10.1)	288.2 (11.0)	n/a n/a
영업이익	19.9	59.1 (66.4)	36.8 (46.0)	(15.5) 흑전	n/a n/a
순이익	(16.7)	87.8 n/a	90.4 적전	(151.3) 적지	n/a n/a
이익률(%)					
영업이익	6.2	13.1	10.3	(5.4)	
순이익	(5.2)	19.5	25.4	(52.5)	
이익률 차이(%P)					
영업이익		(6.9)	(4.1)	11.6	
순이익		(24.7)	(30.6)	47.3	

Note: K-IFRS 연결

Source: 한진칼, KTB투자증권

Fig. 014: 한진칼의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	451.1	440.5	514.8	415.6	320.0	284.6	335.4	300.6	(29.1)	(35.4)	(34.9)	(27.7)
영업이익	59.1	23.8	95.4	22.4	19.9	(4.6)	32.0	12.5	(66.4)	적전	(66.5)	(44.3)
영업이익률(%)	13.1	5.4	18.5	5.4	6.2	(1.6)	9.5	4.1	(6.9)	(7.0)	(9.0)	(1.2)
EBITDA	70.6	35.1	106.6	33.6	30.9	6.3	42.7	23.1	(56.3)	(82.2)	(60.0)	(31.2)
EBITDA이익률(%)	15.6	8.0	20.7	8.1	9.6	2.2	12.7	7.7	(6.0)	(5.8)	(8.0)	(0.4)
순이익	87.8	42.7	91.9	22.8	(16.7)	(0.6)	36.4	(5.5)	적전	적전	(60.4)	적전

Note: K-IFRS 연결

Source: 한진칼, KTB투자증권

Fig. 022: 한진칼 연결 실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	YoY(%)	QoQ(%)
매출액(백만원)										
별도자체사업(브랜드+임대+배당)	32,502	9,293	10,218	9,801	36,812	9,479	10,088	9,725	-1.3	6.4
토파스	10,118	9,147	8,147	10,168	9,392	8,920	7,945	9,916	-2.5	-10.9
진에어	279,820	226,501	275,540	228,844	290,052	214,039	245,549	215,440	-10.9	14.7
KAL호텔네트워크	23,881	25,744	29,048	28,383	24,269	26,584	27,706	26,707	-4.6	4.2
정석기업	10,780	10,849	10,593	10,468	10,823	10,609	10,638	10,513	0.4	0.3
기타 자회사 및 연결조정	-8,567	20,568	22,459	10,586	-14,229	18,597	18,117	12,341		
매출액 Total	348,534	302,102	356,006	298,249	357,119	288,227	320,044	284,642	-10.1	11.0
영업이익(백만원)										
별도자체사업(브랜드+임대+배당)	28,397	5,684	6,616	5,959	32,413	4,741	6,531	5,913	-1.3	37.8
토파스	5,108	3,929	2,792	4,935	4,434	3,817	2,723	4,812	-2.5	-28.7
진에어	53,135	6,231	25,652	-22,009	50,943	-26,612	6,024	-13,037	-76.5	-122.6
KAL호텔네트워크	-3,788	-1,828	-1,386	-1,013	-2,747	-763	-990	-632	-28.6	29.7
정석기업	3,917	2,659	5,948	880	3,598	2,496	5,973	883	0.4	139.3
기타 자회사 및 연결조정	-21,501	1,911	-2,787	-647	-28,791	821	-381	-2,524		
영업이익 Total	65,268	18,586	36,834	-11,896	59,850	-15,500	19,880	-4,585	-46.0	-228.3
영업이익률(%)										
별도자체사업(브랜드+임대+배당)	87.4	61.2	64.7	60.8	88.0	50.0	64.7	60.8	0.0pt	14.7pt
토파스	50.5	43.0	34.3	48.5	47.2	42.8	34.3	48.5	0.0pt	-8.5pt
진에어	19.0	2.8	9.3	-9.6	17.6	-12.4	2.5	-6.1	-6.9pt	14.9pt
KAL호텔네트워크	-15.9	-7.1	-4.8	-3.6	-11.3	-2.9	-3.6	-2.4	1.2pt	-0.7pt
정석기업	36.3	24.5	56.1	8.4	33.2	23.5	56.1	8.4	0.0pt	32.6pt
기타 자회사 및 연결조정										
Total 영업이익률	18.7	6.2	10.3	-4.0	16.8	-5.4	6.2	-1.6		

Source: 한진칼, KTB투자증권

Fig. 023: 한진칼 SOTP Valuation

		평가액 (십억원)							비고
A) 영업가치	- '18 배당수입 제외 조정 NOPLAT 173억원을 영구적 현금흐름으로 가정 (브랜드 가치+자회사사업) - 할인율을 8%에서 10%로 상향. 그룹 전반 리스크 상승 반영	173.0							DCF로 산출(g=0%, WACC 8%적용)
B) 비영업가치		1,471.7							
비상장기업 지분가액	보유주식 수	지분율(%)	순자산	18 NP	장부가액	multiple	ROE	567.3	
토파스여행정보㈜	755,924	94.35	28.8	12.9	53.7	DCF	24.1%	110.4	17.8월 주식취득 추가 취득가 적용
㈜칼호텔네트워크	25,645,439	100.00	315.1	-15.9	292.5	PBR 1x	-5.4%	315.1	PBR 1.0x
㈜한진관광	600,000	100.00	7.6	0.0	17.4	PBR 2.3x		17.4	18년말 장부가
정석기업㈜	594,320	48.27	216.1	10.4	90.2	PBR .4x		90.2	18년말 장부가
㈜제동레저	2,800,000	100.00	26.8	0.0	26.6	PBR 1.0x		26.6	18년말 장부가
와이키키 호텔		100.00			7.6			7.6	18년말 장부가
상장기업 지분가치	보유주식 수	지분율(%)				할인율	주가	904.4	
㈜진에어	18,000,000	60.0			1.5	30%	20,000	252.0	목표주가 적용, 보유 지분의 30% 할인
대한항공	28,375,505	29.9			1,045.2	30%	30,000	595.9	목표주가 적용, 보유 지분의 30% 할인
㈜한진	2,590,179	21.6			76.7	30%	31,150	56.5	현 주가 적용, 보유 지분의 30% 할인
C) 우선주 가치		20.3							우선주 시가총액 차감
D) 순차입금		173.4							2Q19말 별도 기준
유동성차입금		254.9							
비유동차입금		167.7							
현금 및 단기금융상품		249.2							
E) 총 기업가치(E = A+B-C-D)		1,451.0							
F) 주식수		59,170,458							
총 주식수		59,170,458							
자사주(보통주)		0							
G) 적정주가(주당 NAV)		24,523							
현재주가(원)		27,100							
상승여력(%)		-10%							

Source: 한진칼, KTB투자증권

재무제표 (한진칼 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	725.6	854.3	793.9	829.4	881.3
현금성자산	629.9	751.6	680.7	708.8	755.3
매출채권	56.8	56.7	61.1	67.3	71.7
재고자산	1.9	5.3	11.2	12.2	13.0
비유동자산	2,050.2	1,957.0	2,091.9	2,128.0	2,168.6
투자자산	1,452.1	1,306.1	1,491.0	1,552.9	1,618.0
유형자산	592.5	640.5	591.0	565.5	541.3
무형자산	5.6	10.4	9.9	9.6	9.4
자산총계	2,775.8	2,811.3	2,885.8	2,957.4	3,049.9
유동부채	736.3	652.1	669.6	671.5	672.8
매입채무	28.3	22.5	24.9	27.4	29.2
유동성이자부채	381.6	353.7	367.5	365.5	363.6
비유동부채	329.7	475.5	706.8	680.2	659.5
비유동이자부채	253.1	377.8	603.8	573.0	547.9
부채총계	1,066.1	1,127.5	1,376.5	1,351.7	1,332.4
자본금	149.3	149.3	149.3	149.3	149.3
자본잉여금	1,141.5	1,141.5	1,141.5	1,141.5	1,141.5
이익잉여금	(294.2)	(410.1)	(520.9)	(424.6)	(312.6)
자본조정	524.9	601.2	540.1	540.1	540.1
자기주식	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
자본총계	1,709.7	1,683.8	1,509.4	1,605.7	1,717.6
투하자본	636.4	756.9	1,052.0	1,055.7	1,060.6
순차입금	4.8	(20.2)	290.6	229.7	156.3
ROA	9.5	(0.6)	(5.7)	3.7	4.1
ROE	18.2	(1.2)	(11.6)	7.9	8.5
ROIC	14.3	(326.6)	4.8	8.9	10.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	164.4	78.2	118.9	105.9	119.9
당기순이익	229.1	(17.7)	(162.3)	106.6	123.8
자산상각비	43.0	45.5	94.9	42.3	40.5
운전자본증감	9.5	(7.3)	5.5	(3.5)	(2.2)
매출채권감소(증가)	(1.7)	2.7	(5.4)	(6.2)	(4.4)
재고자산감소(증가)	0.0	(3.4)	(5.9)	(1.0)	(0.9)
매입채무증가(감소)	6.5	(5.6)	2.5	2.5	1.8
투자현금	(313.0)	(282.4)	(242.5)	(83.3)	(87.3)
단기투자자산감소	(171.4)	(265.8)	113.8	(44.6)	(48.2)
장기투자증권감소	(6.2)	0.0	(2.3)	7.9	8.4
설비투자	(16.9)	(7.1)	(8.5)	(14.3)	(13.9)
유무형자산감소	(0.1)	(2.5)	(1.9)	(2.2)	(2.2)
재무현금	314.0	54.3	(138.9)	7.6	6.4
차입금증가	1.3	95.4	(68.9)	18.0	18.2
자본증가	89.0	(12.3)	(70.0)	(10.4)	(11.8)
배당금지급	5.7	12.3	8.9	10.4	11.8
현금 증감	163.1	(149.1)	42.9	(16.4)	(1.7)
총현금흐름(Gross CF)	173.2	163.2	113.4	109.3	122.2
(-) 운전자본증가(감소)	(95.5)	63.3	6.8	3.5	2.2
(-) 설비투자	16.9	7.1	8.5	14.3	13.9
(+) 자산매각	(0.1)	(2.5)	(1.9)	(2.2)	(2.2)
Free Cash Flow	(139.7)	(126.6)	(123.6)	22.6	32.6
(-) 기타투자	6.2	0.0	2.3	(7.9)	(8.4)
잉여현금	(145.9)	(126.6)	(126.0)	30.5	41.0

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,149.7	1,304.9	1,250.0	1,299.8	1,388.6
증가율 (Y-Y, %)	16.0	13.5	(4.2)	4.0	6.8
영업이익	115.3	108.8	59.6	110.3	125.7
증가율 (Y-Y, %)	16.5	(5.6)	(45.2)	85.0	13.9
EBITDA	158.2	154.3	154.5	152.6	166.2
영업외손익	152.4	(107.9)	(219.9)	15.1	19.9
순이자수익	(22.3)	(11.7)	(28.1)	(28.9)	(26.7)
외화관련손익	1.3	2.0	(7.8)	0.0	0.0
지분법손익	177.1	(90.8)	(171.5)	39.6	42.1
세전계속사업손익	267.6	0.8	(160.3)	125.5	145.6
당기순이익	229.1	(17.7)	(162.3)	106.6	123.8
증가율 (Y-Y, %)	221.9	(42.2)	(166.2)	101.3	117.6
흑전	흑전	적전	적지	흑전	흑전
NOPLAT	98.7	(2,275.1)	43.2	93.8	106.8
(+) Dep	43.0	45.5	94.9	42.3	40.5
(-) 운전자본투자	(95.5)	63.3	6.8	3.5	2.2
(-) Capex	16.9	7.1	8.5	14.3	13.9
OpFCF	220.2	(2,300.1)	122.8	118.3	131.2
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	22.5	21.8	8.0	4.2	2.1
영업이익증가율(3Yr)	15.1	13.6	(15.5)	(1.4)	4.9
EBITDA증가율(3Yr)	17.5	14.1	4.6	(1.2)	2.5
순이익증가율(3Yr)	(8.5)	n/a	n/a	(22.5)	n/a
영업이익률(%)	10.0	8.3	4.8	8.5	9.1
EBITDA마진(%)	13.8	11.8	12.4	11.7	12.0
순이익률(%)	19.9	(1.4)	(13.0)	8.2	8.9

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data	1,149.7	1,304.9	1,250.0	1,299.8	1,388.6
EPS	16.0	13.5	(4.2)	4.0	6.8
BPS	115.3	108.8	59.6	110.3	125.7
DPS	16.5	(5.6)	(45.2)	85.0	13.9
Multiples(x, %)	158.2	154.3	154.5	152.6	166.2
PER	152.4	(107.9)	(219.9)	15.1	19.9
PBR	(22.3)	(11.7)	(28.1)	(28.9)	(26.7)
EV/ EBITDA	1.3	2.0	(7.8)	0.0	0.0
배당수익률	177.1	(90.8)	(171.5)	39.6	42.1
PCR	267.6	0.8	(160.3)	125.5	145.6
PSR	229.1	(17.7)	(162.3)	106.6	123.8
재무건전성 (%)	221.9	(42.2)	(166.2)	101.3	117.6
부채비율	흑전	적전	적지	흑전	16.1
Net debt/Equity	98.7	(2,275.1)	43.2	93.8	106.8
Net debt/EBITDA	43.0	45.5	94.9	42.3	40.5
유동비율	(95.5)	63.3	6.8	3.5	2.2
이자보상배율	16.9	7.1	8.5	14.3	13.9
이자비용/매출액	220.2	(2,300.1)	122.8	118.3	131.2
자산구조					
투하자본(%)	22.5	21.8	8.0	4.2	2.1
현금+투자자산(%)	15.1	13.6	(15.5)	(1.4)	4.9
자본구조	17.5	14.1	4.6	(1.2)	2.5
차입금(%)	(8.5)	n/a	n/a	(22.5)	n/a
자기자본(%)	10.0	8.3	4.8	8.5	9.1

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 88.1% HOLD : 11.3% SELL : 0.6%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~+15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.
• Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
• Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
• Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

현대글로비스 (086280)



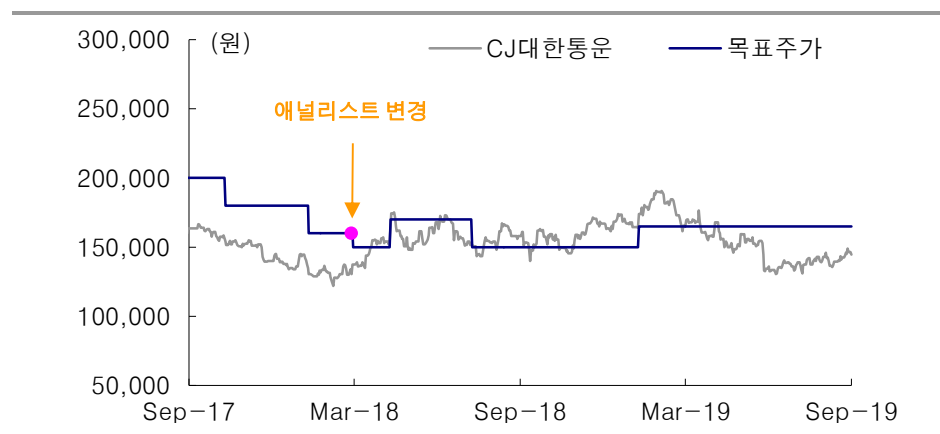
일자	애널리스트	2018.3.29	2018.5.23	2019.6.26
투자의견	변경	BUY	BUY	BUY
목표주가		270,000원	180,000원	195,000원

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018.03.29	270,000원	168,778원	188,000원	-37.49	-30.37
실제주가	2018.05.23	180,000원	130,309원	161,000원	-27.61	-10.56
괴리율	2019.06.26	195,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

CJ대한통운 (000120)



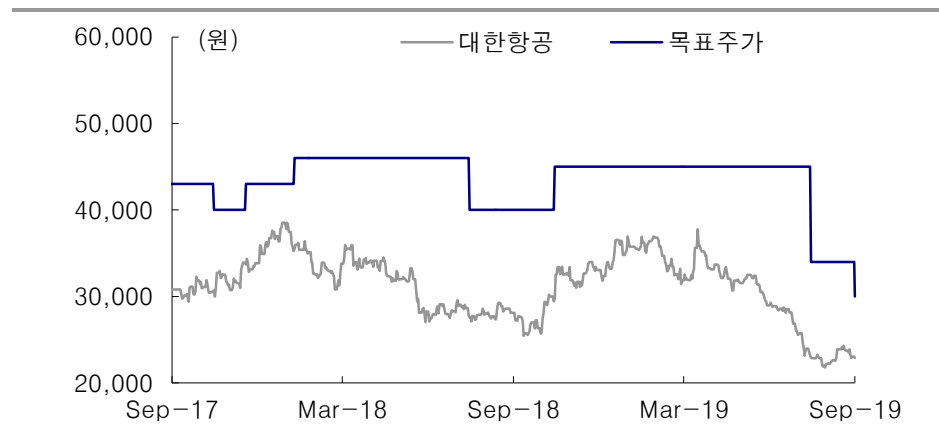
일자	2017.11.9	2018.2.9	애널리스트	2018.4.2	2018.5.11	2018.8.9
투자의견	HOLD	HOLD	변경	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	180,000원	160,000원		150,000원	170,000원	150,000원
일자	2019.2.11					
투자의견	HOLD					
목표주가	165,000원					

	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
목표주가 대비 실제주가 괴리율	2017.11.09	180,000원	150,444원	175,000원	-24.78	-12.5
	2018.02.09	160,000원	131,348원	137,500원	-17.91	-14.06
	2018.04.02	150,000원	147,648원	165,500원	-1.57	10.33
	2018.05.11	170,000원	159,861원	175,000원	-5.96	2.94
	2018.08.09	150,000원	158,454원	174,000원	5.64	16
	2019.02.11	165,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

대한항공 (003490)



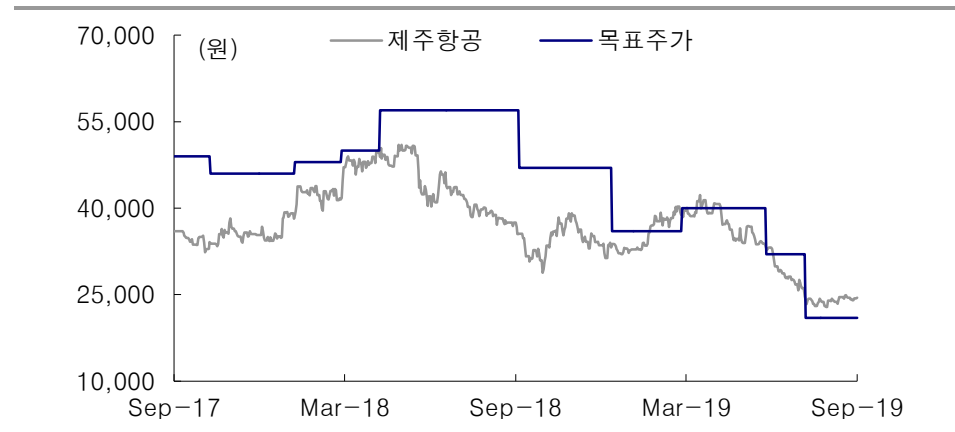
일자	2017.11.15	2017.12.18	2018.2.9	2018.8.16	2018.11.14	2019.8.16
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	40,000원	43,000원	46,000원	40,000원	45,000원	34,000원
일자	2019.10.1					
투자의견	BUY					
목표주가	30,000원					

	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
목표주가 대비	2017.11.15	40,000원	32,699원	35,900원	-18.25	-10.25
	2017.12.18	43,000원	36,960원	38,550원	-14.05	-10.35
실제주가 괴리율	2018.02.09	46,000원	31,797원	36,400원	-30.88	-20.87
	2018.08.16	40,000원	27,764원	30,200원	-30.59	-24.5
	2018.11.14	45,000원	32,231원	37,750원	-28.38	-16.11
	2019.08.16	34,000원	22,962원	24,300원	-32.46	-28.53
	2019.10.01	30,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

제주항공 (089590)



일자	2017.11.8	2018.2.7	2018.4.2	2018.5.9	2018.10.8	2019.1.14
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
목표주가	46,000원	48,000원	50,000원	57,000원	47,000원	36,000원
일자	2019.4.1	2019.5.8	2019.6.26	2019.8.7		
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD		
목표주가	40,000원	37,000원	32,000원	21,000원		

	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
목표주가 대비 실제주가 괴리율	2017.11.08	46,000원	35,793원	39,350원	-22.19	-14.46
	2018.02.07	48,000원	42,421원	47,100원	-11.62	-1.88
	2018.04.02	50,000원	47,972원	49,700원	-4.06	-0.6
	2018.05.09	57,000원	42,968원	51,000원	-24.62	-10.53
	2018.10.08	47,000원	34,348원	39,100원	-26.92	-16.81
	2019.01.14	36,000원	35,840원	40,300원	-0.44	11.94
	2019.04.01	40,000원	39,819원	42,300원	-0.45	5.75
	2019.05.08	37,000원	35,631원	40,300원	-3.7	8.92
	2019.06.26	32,000원	28,915원	33,150원	-9.64	3.59
	2019.08.07	21,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

진에어 (272450)



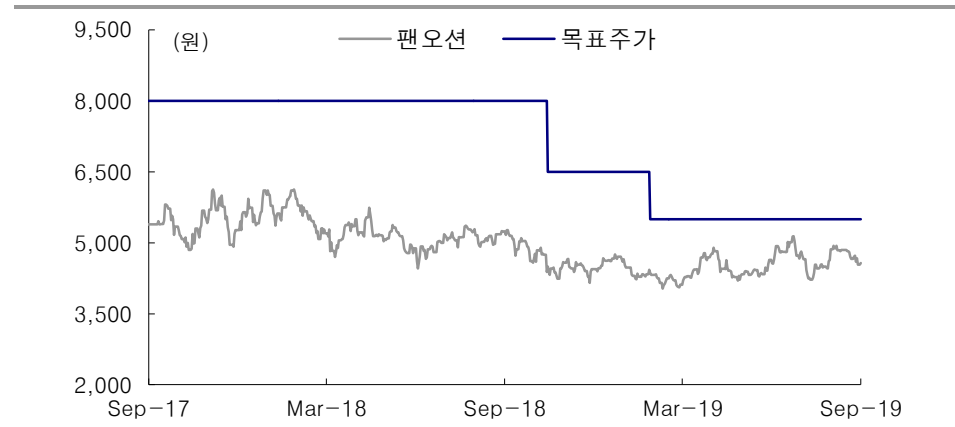
일자	커버리지	2017.11.20	2018.2.2	2018.4.2	2018.8.13	2019.1.14
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		40,000원	42,000원	45,000원	36,000원	27,000원
일자	2019.1.29	2019.4.1	2019.8.16			
투자의견	BUY	BUY	BUY			
목표주가	23,000원	30,000원	20,000원			

목표주가 대비 실제주가 과리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 과리율(%)	최고가 과리율(%)
	2017.11.20	40,000원	27,932원	30,950원	-30.17	-22.63
	2018.02.02	42,000원	30,841원	32,100원	-26.57	-23.57
	2018.04.02	45,000원	28,539원	33,800원	-36.58	-24.89
	2018.08.13	36,000원	20,048원	23,050원	-44.31	-35.97
	2019.01.14	27,000원	18,618원	19,050원	-31.04	-29.44
	2019.01.29	23,000원	21,658원	23,600원	-5.83	2.61
	2019.04.01	30,000원	20,883원	29,000원	-30.39	-3.33
	2019.08.16	20,000원	-	-	-	-

* 과리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 과리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

팬오션 (028670)



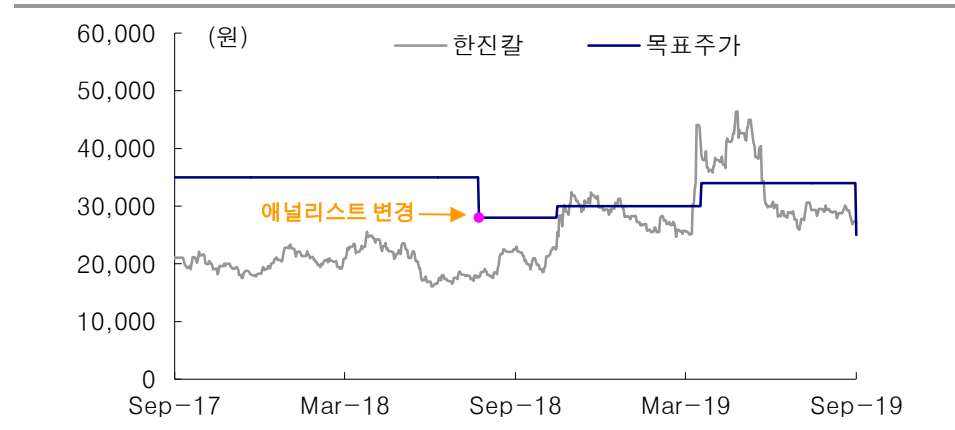
일자	2018.11.14	2019.2.27
투자의견	BUY	BUY
목표주가	6,500원	5,500원

목표주가 대비 실제주가 과리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 과리율(%)	최고가 과리율(%)
	2018.11.14	6,500원	4,477원	4,755원	-31.12	-26.85
	2019.02.27	5,500원	-	-	-	-

* 과리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 과리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

한진칼 (180640)



일자	애널리스트	2018.8.23	2018.11.15	2019.4.18	2019.10.1
투자의견	변경	BUY	BUY	HOLD	HOLD
목표주가		28,000원	30,000원	34,000원	25,000원

목표주가 대비 실제주가 과리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 과리율(%)	최고가 과리율(%)
	2018.08.23	28,000원	20,441원	25,500원	-27	-8.93
	2018.11.15	30,000원	28,909원	44,100원	-3.64	47
	2019.04.18	34,000원	33,385원	46,400원	-1.81	36.47
	2019.10.01	25,000원	-	-	-	-

* 과리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 과리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 www.ktb.co.kr

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대릉서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.