

운송 2020년 3분기 실적 Preview

2분기 낮아진 기대치에 부합 내지 상회, 3분기 육운, 해운 실적 개선세 본격화

운송 2020년
3분기 실적 평가

- 전체 분위기 : 코로나19로 인한 글로벌 Lock Down, 경기침체에도 우려보다는 양호한 실적 시현할 것으로 전망함
- 영업이익 기대치 상회 예상 회사 : 현대글로벌비스, CJ대한통운
- 영업이익 기대치 부합 예상 회사 : 한진, 팬오션, 제주항공, 진에어
- 영업이익 기대치 하회 예상 회사 : 대한항공, 대한해운

3분기 실적 관련
특이 사항

- CJ대한통운과 한진은 코로나19 재확산에 따른 택배물량 증가세가 지속되면서 양호한 실적 시현 전망. CJ대한통운은 부진했던 글로벌 부문의 회복, 소형택배화물 증가 및 MP투자에 따른 효율성 증대로 수익성 개선 예상. 한진은 택배 및 하역부문의 실적 개선 국면 이어질 전망
- 현대 및 기아차의 신차에 대한 소비자들의 긍정적 반응으로 내수 판매량 증가. 부진했던 해외공장의 가동률 상승으로 현대글로벌비스의 실적도 당초 기대치를 상회할 것으로 전망함
- 2분기 깜짝 실적을 시현했던 대한항공은 3분기 항공화물 운임 조정으로 영업이익이 적자로 전환할 가능성이 높아 시장 기대치를 하회할 전망이다
- 제주항공 및 진에어는 국내선 비중 증가로 2분기 대비 영업적자 폭 감소 전망. 유상증자 성공으로 단기적인 재무 리스크는 약화되나, 제주항공은 추가적인 자금 지원 필요한 상황
- 대한해운과 팬오션은 건화물 시황의 조정에도 안정적인 실적 흐름 이어나갈 것으로 예상

2020년 4분기
실적 전망

- ✓ 항공업: 코로나19 국면 지속으로 여객수요 회복은 지연. 항공화물은 성수기 진입에 따라 공급부족 현상 및 Yield 상승으로 수익성 개선될 것으로 예상
- ✓ 해운업: 건화물 시황 계절적 성수기 진입으로 4분기 안정적인 시황 예상
- ✓ 육운업: 택배부문의 물량 증가세 지속 예상하며, 농산물 택배 증가로 평균택배단가는 3분기 대비 상승 흐름 전망. 현대글로벌비스 실적 정상수준으로 회복 전망

운송 Sector Summary

Positive	- 유가는 현 수준에서 유지 전망. 원/달러환율 하반기로 갈수록 하락, 국내 및 글로벌 경제는 경제활동재개로 하반기 느리지만 회복세에 진입할 것으로 예상 - 택배, 항공화물, 건화물 해운 계절적 성수기 진입, 평균 택배단가 및 항공화물운임 상승 전망, 건화물 해운 시황 4분기 안정적인 흐름 예상 - 현대·기아차의 신차에 대한 소비자들의 긍정적 반응 지속, 내수판매 호조세와 글로벌 공장 가동률 상승으로 완성차 업체 및 현대글로벌비스의 실적 개선 예상
Negative	- 코로나19로 인한 각국의 출입국 제한조치로 국제선 운항 여전히 불투명 - 이스타항공외 다른 저비용 항공사들의 재무 리스크 부각 가능 - 경제활동 재개는 긍정적이나 이로 인한 코로나 신규 확진자수가 증가하고 있는 점 부담
Investment Strategy	- 육운업체에 대한 비중확대 의견 유지 - CJ대한통운과 현대글로벌비스에 대한 비중 확대 전략 추천 - 코로나 백신 및 치료제 개발 여부에 따라 대한항공에 대한 비중확대 고민해 볼 시점

운송 Coverage Outlook

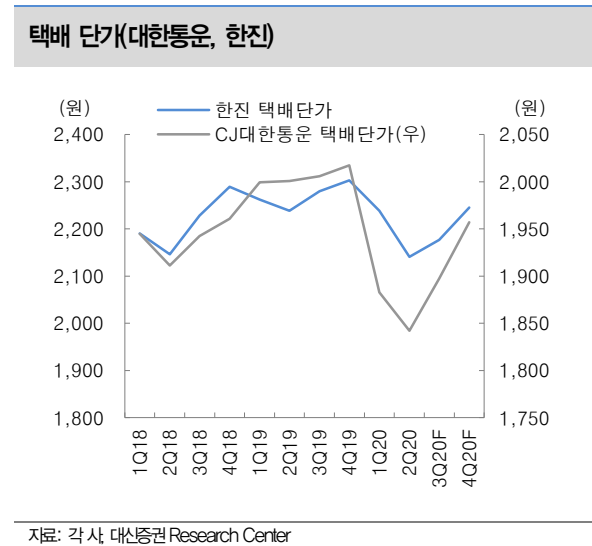
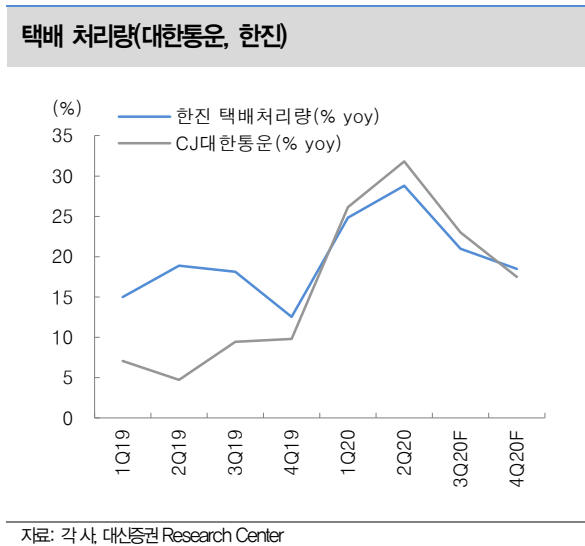
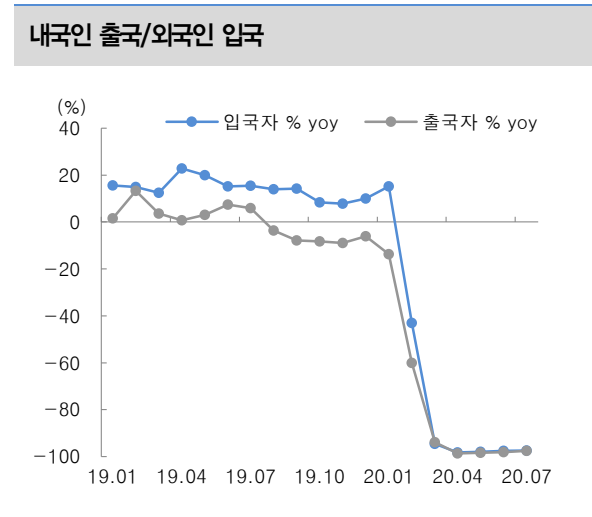
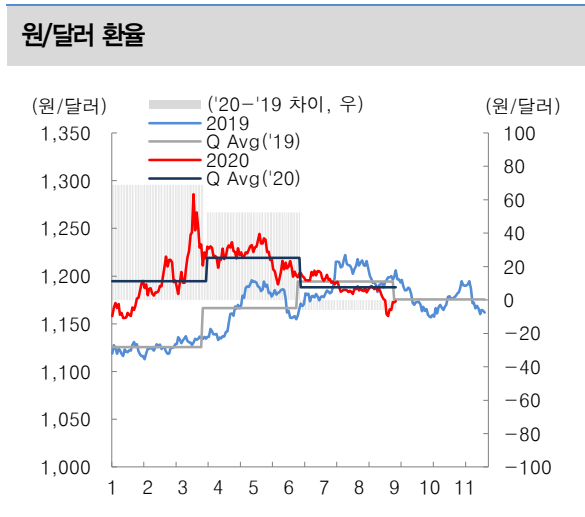
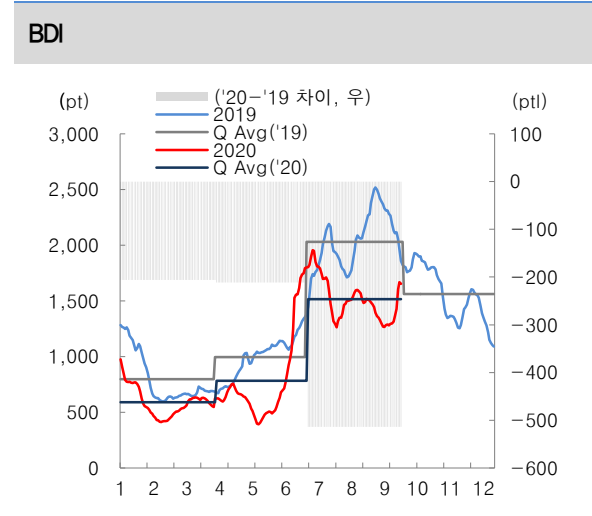
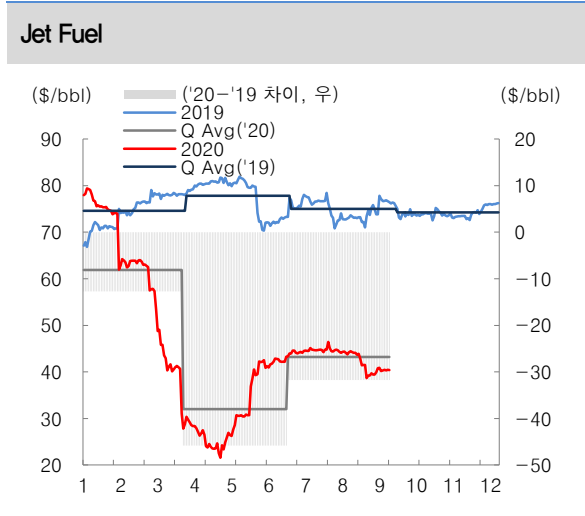
(단위: 십억원, %)

			3Q19	2Q20	3Q20F	% YoY	% QoQ	3Q20F 컨센서스	2020F	2021F
★	현대글로벌비스	매출액	4,751	3,270	4,130	-13.1	26.3	3,944	16,807	18,645
		영업이익	261	131	175	-33.0	33.6	164	728	950
		지배순이익	45	115	166	265.0	43.9	114	529	648
★	CJ 대한통운	매출액	2,622	2,650	2,811	7.2	6.1	2,799	1,101	1,206
		영업이익	89	84	99	11.9	18.3	97	352	464
		지배순이익	13	36	16	21.7	-56.3	31	124	171
	한진	매출액	543	532	588	8.4	10.5	534	2,248	2,453
		영업이익	26	29	29	12.9	0.7	29	113	136
		지배순이익	-7	4.5	5.7	-181.1	26.5	4	18	221
	팬오션	매출액	682	683	701	2.7	2.6	717	2,686	3,221
		영업이익	63	64	67	5.9	4.5	64	241	298
		지배순이익	55	42	32	-41.8	-24.3	47	164	249
	대한해운	매출액	276	211	247	-10.3	17.4	252	939	975
		영업이익	44	35	32	-27.8	-10.0	35	134	135
		지배순이익	40	-35	5	-88.6	-113.0	8	39	29
	대한항공	매출액	3,383	1,728	1,720	-49.2	-0.5	1,851	7,912	9,017
		영업이익	96	110	-38	-139.6	-134.5	33	140	219
		지배순이익	-251	117	187	-174.4	59.2	-58	74	-337
	제주항공	매출액	369	36	55	-85.2	51.4	76	374	572
		영업이익	-17	-85	-73	318.0	-15.0	-70	-297	-52
		지배순이익	-30	-101	-29	-3.4	-71.1	-48	-234	-42
	진에어	매출액	224	23	54	-76.1	130.3	49	278	495
		영업이익	-13	-60	-43	230.5	-27.5	-50	-170	-27
		지배순이익	-18	-59	-35	92.8	-40.7	-40	-157	-30

자료: 추정은 대신증권 Research Center, 컨센서스는 Fnguide(기준일: 2020.10.05)

Key Driver

[운송]



3Q20 Preview

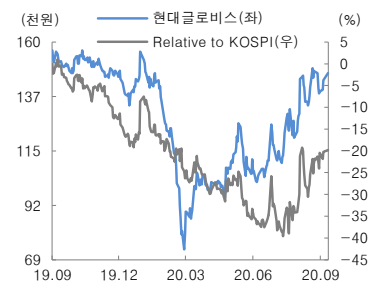
현대글로벌비스
(086280)

양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지수 jane.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 180,000
상향
현재주가 147,000
(20.10.05)
운송업종

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	5,513십억원
시가총액비중	0.40%
지분급(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	156,500원 / 73,300원
120일 평균거래대금	195억원
외국인지분율	35.31%
주요주주	정의선 외 4 인 39.35% Den Norske Amerikaline AS 12.04%
주가수익률(%)	1M 3M 6M 12M
절대수익률	8.9 40.0 64.2 -3.0
상대수익률	9.4 27.8 20.2 -16.9



2009~2010년의 데자뷰

투자의견 매수, 목표주가 180,000원으로 33.3% 상향

- 목표주가 상향은 1)2020년 3분기 실적이 당사의 직전 추정치를 상회할 것으로 전망됨에 따라 2020년~2021년 실적 추정치 상향, 2)2020~2021년 사업환경이 2008년 금융위기 이후 판매량이 급격히 회복되던 2010년과 유사한 상황 연출될 것으로 전망함에 따라 Target PER Multiple 2010년의 하단인 11배 수준으로 변경 적용
- 현대글로벌비스의 2020년 3분기 실적은 당사의 직전 추정치 및 시장 기대치를 상회할 것으로 전망
- 실적이 기대치를 상회할 것으로 전망하는 이유는 1)현대·기아차가 2020년 출시한 신차에 대한 국내 소비자들의 반응이 좋아, 내수판매량 호조세, 2)코로나19로 생산 및 판매량 차질이 나타났던 해외공장들의 가동을 회복속도가 예상보다 빠르게 진행되고 있기 때문임

2020년 3분기 실적은 당사 직전 추정치 및 시장 기대치 상회 전망

- 현대글로벌비스의 2020년 3분기 실적은 매출액 4조 1,303억원(-13.1% yoy), 영업이익 1,745억원(-33% yoy), 지배주주순이익 1,657억원(+265% yoy) 전망
- 주요 사업부문별 추정 실적은 [국내물류] 매출액 3,587억원(+2.0% yoy), [해외물류] 매출액 1조 6,932억원(-14.2% yoy), [CKD] 매출액 1조 5,713억원(-12.0% yoy), [중고차 및 기타유통] 매출액 5,070억원(-20.7% yoy)로 추정
- 해외물류 중 완성차 해상운송부문은 4,931억원(-11.0% yoy), 건화물부문 1,978억원(-28.0% yoy), 기타해외물류 1조 24억원(-12.5% yoy)로 추정함
- 2020년 3분기 1)완성차 수출금액은 -5.3%(yoy), 2)현대차 해외공장 판매량 -13.6%(yoy), 기아차 해외공장판매량 +4.7%(yoy, 인도공장 가동효과) 예상

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	당사추정	3Q20(F)			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,751	3,270	3,918	4,130	-13.1	26.3	3,938	4,704	-2.1	13.9
영업이익	261	131	151	175	-33.0	33.6	161	228	-0.2	30.6
순이익	45	115	105	166	265.0	43.9	117	88	-61.7	-47.0

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	16,866	18,270	16,807	18,645	19,205
영업이익	710	877	728	950	951
세전순이익	626	727	761	932	934
총당기순이익	437	502	529	648	649
지배주주순이익	437	502	529	648	649
EPS	11,663	13,395	14,109	17,268	17,301
PER	11.1	10.7	9.9	8.1	8.1
BPS	113,605	124,541	135,150	148,918	162,569
PBR	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
ROE	10.6	11.2	10.9	12.2	11.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 현대글로벌비스, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	16,489	18,304	16,807	18,645	1.9	1.9
판매비와 관리비	491	467	501	475	1.9	1.9
영업이익	697	920	728	950	4.5	3.3
영업이익률	4.2	5.0	4.3	5.1	0.1	0.1
영업외손익	15	0	33	-18	118.4	적자유지
세전순이익	712	920	761	932	6.9	1.3
자비분순이익	495	639	529	648	6.9	1.3
순이익률	3.0	3.5	3.1	3.5	0.1	0.0
EPS(자비분순이익)	13,197	17,042	14,109	17,268	6.9	1.3

자료: 현대글로벌비스, 대신증권 Research Center

현대글로벌비스의 분기 및 연간 실적 추정표

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	4,221	4,496	4,751	4,803	4,703	3,270	4,130	4,704	18,270	16,807	16,827
Change(yoy %)	12.6	6.3	8.6	6.4	11.4	-27.3	-13.1	-2.1	8.3	-8.0	0.1
매출원가	3,925	4,170	4,372	4,437	4,370	3,032	3,832	4,344	16,904	15,578	15,572
% of 매출액	93.0	92.7	92.0	92.4	92.9	92.7	92.8	92.4	92.5	92.7	92.5
Change(yoy %)	11.7	6.0	7.7	5.5	11.3	-27.3	-12.3	-2.1	7.6	-7.8	-0.0
매출총이익	295	326	379	365	333	238	298	360	1,366	1,229	1,255
GPM	7.0	7.3	8.0	7.6	7.1	7.3	7.2	7.6	7.5	7.3	7.5
Change(yoy %)	26.6	10.3	21.0	18.5	12.6	-27.1	-21.3	-1.6	18.7	-10.1	2.1
판매비	110	124	119	137	138	107	124	132	490	501	483
% of 매출액	2.6	2.8	2.5	2.9	2.9	3.3	3.0	2.8	2.7	3.0	2.9
Change(yoy %)	32.9	7.7	-6.1	17.9	25.0	-13.6	4.5	-3.9	11.2	2.2	-3.4
영업이익	185	202	261	228	195	131	175	228	876	728	772
OPM	4.4	4.5	5.5	4.8	4.1	4.0	4.2	4.8	4.8	4.3	4.6
Change(yoy %)	23.1	12.0	39.4	19.0	5.2	-35.4	-33.0	-0.2	23.4	-16.9	6.0
사업부문별 매출액											
국내물류	356	379	352	380	354	360	359	399	1,466	1,472	1,489
해외물류	1,814	1,913	1,974	1,914	1,759	1,281	1,693	1,808	7,616	6,542	6,616
PCC	448	506	554	543	507	351	493	527	2,051	1,877	1,910
벌크	357	291	275	246	205	176	198	184	1,169	763	774
기타해외물류	1,009	1,116	1,146	1,126	1,047	754	1,002	1,098	4,396	3,901	3,932
CKD	1,554	1,604	1,786	1,903	2,023	1,189	1,571	1,941	6,846	6,724	6,623
중고차경매	112	133	126	133	119	118	122	140	504	499	506
기타유통	385	468	513	473	448	321	385	416	1,838	1,570	1,592
사업부문별 매출액 증감(yoy %)											
국내물류	14.1	13.3	6.7	0.2	-0.6	-4.8	2.0	5.0	8.2	0.4	1.2
해외물류	17.7	14.7	10.4	-1.5	-3.0	-33.0	-14.2	-5.5	9.7	-14.1	1.1
PCC	33.0	36.6	48.3	21.4	13.1	-30.7	-11.0	-3.0	34.2	-8.5	1.8
벌크	23.7	-2.0	-30.4	-37.2	-42.6	-39.5	-28.0	-25.0	-14.8	-34.7	1.3
기타해외물류	10.2	11.6	12.3	1.9	3.8	-32.4	-12.5	-2.5	8.8	-11.3	0.8
CKD	19.4	0.9	7.2	17.4	30.2	-25.9	-12.0	2.0	10.8	-1.8	-1.5
중고차경매	10.3	15.5	14.1	17.6	6.9	-11.5	-3.0	5.0	14.5	-0.9	1.4
기타유통	-21.8	-10.8	7.1	3.1	16.3	-31.3	-25.0	-12.0	-5.9	-14.6	1.4

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	16,866	18,270	16,807	18,645	19,205
매출원가	15,715	16,904	15,578	17,220	17,764
매출총이익	1,151	1,366	1,229	1,425	1,440
판매비와관리비	441	490	501	475	490
영업이익	710	877	728	950	951
영업외수익	42	48	43	5.1	4.9
EBITDA	892	1,208	1,051	1,286	1,299
영업외손익	-84	-149	33	-18	-17
관계기업손익	40	42	44	46	48
금융수익	22	37	37	37	37
외환손익	266	302	252	245	240
금융비용	-76	-104	-110	-111	-116
외환손실	0	0	0	0	0
기타	-70	-125	63	9	14
법인세비용차감전순이익	626	727	761	932	934
법인세비용	-189	-225	-232	-284	-285
계속사업순이익	437	502	529	648	649
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	437	502	529	648	649
당기순이익	26	27	3.1	3.5	3.4
비자비분순이익	0	0	0	0	0
자비분순이익	437	502	529	648	649
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	3	-2	1	-1
포괄순이익	389	534	508	661	640
비자비분포괄이익	0	0	0	0	0
자비분포괄이익	389	534	508	661	640

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	11,663	13,395	14,109	17,268	17,301
PER	11.1	10.7	9.9	8.1	8.1
BPS	113,605	124,541	135,150	148,918	162,569
PBR	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
EBITDAPS	23,785	32,207	28,033	34,298	34,637
EV/EBITDA	6.0	5.0	5.0	3.9	3.6
SPS	449,748	487,201	448,180	497,211	512,128
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
CFPS	23,649	31,753	31,937	36,764	37,206
DPS	3,300	3,500	3,500	3,650	3,750

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	3.1	8.3	-8.0	10.9	3.0
영업이익 증가율	-2.3	23.4	-16.9	30.5	0.1
순이익 증가율	-35.7	14.8	5.3	22.4	0.2
수익성					
ROIC	10.1	11.4	9.0	11.7	11.3
ROA	8.4	9.3	7.0	8.6	8.0
ROE	10.6	11.2	10.9	12.2	11.1
안정성					
부채비율	103.9	116.9	108.8	105.6	101.6
순차입금비율	12.5	13.6	0.9	-3.3	-9.3
이자보상비율	9.4	8.5	7.2	9.0	8.5

자료: 한대글로벌리스, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	4,458	5,054	5,432	6,114	6,719
현금및현금성자산	641	690	1,281	1,588	2,038
매출채권 및 기타채권	2,080	2,330	2,168	2,405	2,490
재고자산	912	1,033	950	1,054	1,086
기타유동자산	825	1,001	1,032	1,067	1,104
비유동자산	4,230	5,075	5,150	5,366	5,573
유형자산	3,247	3,825	3,849	4,009	4,155
관계기업투자지급	479	496	542	590	641
기타비유동자산	504	755	759	767	777
자산총계	8,688	10,130	10,582	11,480	12,292
유동부채	2,885	3,413	3,090	3,389	3,604
매입채무 및 기타채무	1,481	1,613	1,505	1,641	1,682
차입금	901	1,002	1,114	1,226	1,338
유동상채무	294	549	177	177	177
기타유동부채	208	249	294	346	407
비유동부채	1,543	2,046	2,424	2,506	2,591
차입금	656	634	942	949	957
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	887	1,412	1,482	1,557	1,634
부채총계	4,428	5,459	5,514	5,895	6,195
자본비율	4,260	4,670	5,068	5,584	6,096
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	154	154	154	154	154
이익잉여금	4,117	4,493	4,890	5,407	5,919
기타자본변동	-30	5	5	5	5
비자비자본	0	0	0	0	0
자본총계	4,260	4,670	5,068	5,584	6,096
순차입금	533	633	46	-186	-565

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	490	741	1,105	888	1,031
당기순이익	437	502	529	648	649
비현금성항목의가감	449	688	669	731	746
감가상각비	182	331	323	336	348
외환손익	58	38	20	14	14
자본법평가손익	-40	-42	-44	-46	-48
기타	250	361	369	427	432
자산부채의증감	-165	-218	203	-138	-6
기타현금흐름	-232	-232	-295	-353	-359
투자활동 현금흐름	-390	-343	-420	-575	-580
투자자산	-5	-2	-44	-47	-49
유형자산	-170	-182	-336	-486	-486
기타	-215	-159	-41	-43	-45
재무활동 현금흐름	8	-364	-387	-315	-321
단기차입금	248	112	112	112	112
사채	0	0	300	0	0
장기차입금	133	185	8	8	8
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-113	-124	-131	-131	-137
기타	-262	-537	-675	-303	-303
현금의증감	112	48	591	307	451
기초 현금	529	641	690	1,281	1,588
기말 현금	641	690	1,281	1,588	2,038
NOPLAT	496	605	506	660	661
FCF	482	740	479	496	509

CJ대한통운 (000120)

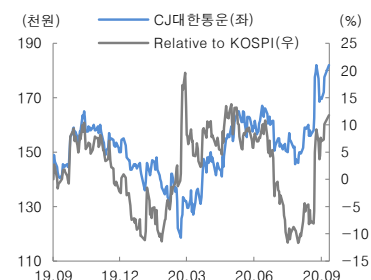
양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지수 jane.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 210,000
유지
현재주가 182,000
(20.10.05)
운송업종

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	4,152십억원
시가총액비중	0.30%
자본금(보통주)	114십억원
52주 최고/최저	182,000원 / 118,500원
120일 평균거래대금	124억원
외국인지분율	21.40%
주요주주	CJ제일제당 외 2 인 40.17% 국민연금공단 8.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.8	12.7	43.3	29.5
상대수익률	15.3	2.9	4.9	11.0



광폭 성장 이어가는 택배

투자 의견 매수, 목표주가 210,000원 유지

- CJ대한통운의 2020년 3분기 실적은 시장 기대치를 소폭 상회할 것으로 전망함
- 2020년 상반기 +29.0%(yoy) 증가하였던 CJ대한통운의 택배처리량은 2020년 3분기 약 +26.5%(yoy) 늘어날 것으로 추정됨
- 8월 14일 '택배없는 날' 시행 및 전통적인 휴가시즌에도 불구하고 코로나19 재확산에 따른 사회적 거리두기 2.5단계 시행으로 택배 물량 증가세 지속
- 소형택배화물의 증가에 따라 평균단가 하락세는 지속되었을 것으로 추정되나, 물량증가에 따른 레버리지효과와 Multi Point 투자확대에 따른 소형 택배 처리 효율성 증가로 수익성 개선 예상
- 상반기 부진했던 글로벌부문도 해외법인들의 정상가동으로 수익성 정상화 기대
- 풀필먼트 사업과 관련한 NAVER와의 추가적인 협력도 기대되는 상황

2020년 3분기 실적 영업이익 993억원으로 시장 기대치 상회 전망

- CJ대한통운의 2020년 3분기 실적은 매출액 2조 8,112억원(+7.2% yoy), 영업이익 993억원(+11.9% yoy)을 기록할 것으로 전망함
- 사업부문별로 [CL] 매출액 6,499억원(+1.5% yoy), [택배] 매출액 7,782억원(+17.1% yoy), [글로벌] 1조 2,094억원(+5.3% yoy)로 추정
- 2020년 3분기 택배 처리량은 418.9백만box(+26.5% yoy), 택배 평균단가는 1,857원/box(-7.4% yoy)로 예상함
- 풀필먼트 사업 확장을 위한 창고 임대 및 MP 투자확대는 2위 사업자들과의 차별적인 성장 및 수익성을 확인시켜줄 요인으로 작용할 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	3사추정	3Q20(F)			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,622	2,650	2,879	2,811	7.2	6.1	2,778	3,038	7.5	8.1
영업이익	89	84	98	99	11.9	18.4	95	111	9.1	11.4
순이익	6	33	22	15	141.7	-56.3	29	33	-5.7	126.7

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,220	10,415	11,014	12,060	13,332
영업이익	243	307	352	464	663
세전순이익	100	94	204	280	481
총당기순이익	67	51	124	171	293
자비자분순이익	53	40	97	133	229
EPS	2,309	1,741	4,249	5,833	10,025
PER	72.3	89.0	40.0	29.1	17.0
BPS	116,344	131,146	135,478	141,390	151,491
PBR	1.4	1.2	1.3	1.2	1.1
ROE	2.1	1.4	3.2	4.2	6.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: CJ대한통운, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	11,150	12,199	11,014	12,060	-1.2	-1.1
판매비와 관리비	730	749	719	741	-1.6	-1.1
영업이익	352	468	352	464	-0.1	-1.0
영업이익률	3.2	3.8	3.2	3.8	0.0	0.0
영업외손익	-148	-184	-148	-184	적자유지	적자유지
세전순이익	204	284	204	280	-0.2	-1.6
지배지분순이익	97	135	97	133	-0.2	-1.6
순이익률	1.1	1.4	1.1	1.4	0.0	0.0
EPS(지배지분순이익)	4,258	5,929	4,249	5,833	-0.2	-1.6

자료: CJ대한통운, 대신증권 Research Center

CJ 대한통운의 분기 및 연간 실적 추정표

(단위: 십억원, 백만개, 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	2,433	2,535	2,622	2,826	2,515	2,650	2,811	3,038	10,415	11,014	12,060
% yoy	21.5	10.9	10.1	12.3	3.4	4.5	7.2	7.5	13.4	5.8	9.5
CL	623	648	640	674	640	616	650	691	2,585	2,596	2,692
% yoy	1.2	1.1	-1.4	8.7	2.6	-4.9	1.5	2.5	2.4	0.4	3.7
택배	613	643	664	729	728	780	778	804	2,648	3,090	3,446
% yoy	10.1	9.6	13.0	13.0	18.8	21.4	17.1	10.3	11.5	16.7	11.5
포워딩/글로벌	1,022	1,081	1,149	1,191	996	1,062	1,209	1,304	4,442	4,571	5,142
% yoy	32.2	25.4	13.6	17.9	-2.6	-1.7	5.3	9.5	21.5	2.9	12.5
CJ 건설	175	164	169	233	152	192	174	240	740	757	780
% yoy	211.9	-16.5	25.9	-3.4	-13.0	17.4	3.0	3.0	18.0	2.4	3.0
COGS	2,228	2,300	2,375	2,540	2,294	2,382	2,535	2,733	9,442	9,944	10,856
% yoy	22.0	10.8	9.1	11.5	3.0	3.6	6.7	7.6	13.0	5.3	9.2
CL	563	585	575	602	577	549	580	615	2,326	2,320	2,394
택배	574	578	595	650	651	687	690	715	2,397	2,743	3,069
포워딩/글로벌	933	987	1,050	1,080	927	971	1,104	1,187	4,050	4,189	4,668
CJ 건설	157	149	155	208	139	175	161	216	670	691	726
GP	205	235	247	286	222	268	276	305	973	1,071	1,204
CL	60	63	65	72	63	68	70	75	260	276	298
택배	39	64	70	79	77	93	88	88	251	346	377
포워딩/글로벌	89	93	99	111	69	91	105	117	392	382	475
CJ 건설	18	15	13	25	13	17	13	24	70	67	55
GPM%	8.4	9.3	9.4	10.1	8.8	10.1	9.8	10.0	9.3	9.7	10.0
CL	9.6	9.7	10.2	10.6	9.8	11.0	10.8	10.9	10.0	10.6	11.1
택배	6.3	10.0	10.5	10.8	10.6	11.9	11.3	11.0	9.5	11.2	11.0
포워딩/글로벌	8.7	8.6	8.6	9.3	6.9	8.5	8.7	9.0	8.8	8.4	9.2
CJ 건설	10.1	8.9	7.9	10.6	8.6	8.7	7.5	10.0	9.5	8.8	7.0
판매비	160	163	159	184	164	184	177	194	665	719	741
% yoy	22.7	7.9	4.8	22.4	2.5	12.8	11.7	5.6	14.1	8.0	3.0
OP	45	72	89	101	58	84	99	111	307	352	464
% yoy	0.1	25.7	67.7	15.9	28.4	16.9	11.9	9.2	26.5	14.6	31.7
택배물량(백만개)	306,500	321,200	331,200	361,100	386,600	423,300	418,968	424,293	1,320,000	1,653,161	1,807,558
% yoy	7.1	4.7	9.5	9.8	26.1	31.8	26.5	17.5	7.8	25.2	9.3
택배 ASP(원)	1,999	2,001	2,006	2,017	1,883	1,842	1,857	1,894	2,006	1,869	1,907
% yoy	2.8	4.7	3.3	2.9	-5.8	-7.9	-7.4	-6.1	3.4	-6.8	2.0

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,220	10,415	11,014	12,060	13,332
매출원가	8,392	9,443	9,944	10,866	11,869
매출총이익	828	973	1,071	1,204	1,462
판매비와관리비	585	665	719	741	800
영업이익	243	307	352	464	663
영업외수익	26	29	32	38	50
EBITDA	456	739	554	666	860
영업외손익	-143	-213	-148	-184	-182
관계기업손익	-11	4	4	4	4
금융수익	65	56	30	30	30
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-150	-182	-140	-136	-137
외환평가손실	59	42	26	26	26
기타	-48	-92	-42	-82	-79
법인세비용차감전순이익	100	94	204	280	481
법인세비용	-33	-43	-79	-109	-187
계속사업순이익	67	51	124	171	293
종단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	67	51	124	171	293
당기순이익율	0.7	0.5	1.1	1.4	2.2
비자비자분포괄이익	14	11	27	38	65
자비자분포괄이익	53	40	97	133	229
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	1	1	1
포괄순이익	70	60	133	180	302
비자비자분포괄이익	23	23	29	40	67
자비자분포괄이익	47	37	104	140	236

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	2,309	1,741	4,249	5,833	10,025
PER	72.3	89.0	40.0	29.1	17.0
BPS	116,344	131,146	135,478	141,300	151,491
PBR	1.4	1.2	1.3	1.2	1.1
EBITDAPS	20,006	32,412	24,276	29,190	37,681
EV/EBITDA	15.2	9.5	12.6	10.3	7.9
SPS	404,153	456,556	482,829	528,676	584,414
PSR	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
CFPS	19,036	31,027	26,644	29,814	38,430
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	29.7	13.0	5.8	9.5	10.5
영업이익 증가율	3.0	26.6	14.6	31.8	42.9
순이익 증가율	22.9	-23.6	144.2	37.3	71.9
수익성					
ROIC	3.1	2.9	3.7	4.9	7.0
ROA	3.4	3.6	3.8	4.8	6.6
ROE	2.1	1.4	3.2	4.2	6.8
안정성					
부채비율	151.3	149.2	154.6	148.4	141.3
순차입금비율	85.4	76.8	63.9	57.3	50.4
이자보상비율	2.8	2.4	3.5	4.8	6.7

자료: CJ 대한통운, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,181	2,322	2,806	2,995	3,341
현금및현금성자산	163	221	905	941	1,103
매출채권 및 기타채권	1,452	1,480	1,562	1,704	1,875
재고자산	21	23	24	26	29
기타유동자산	544	598	315	324	333
비유동자산	5,688	6,788	6,809	6,796	6,848
유형자산	3,306	3,519	3,576	3,579	3,634
관계기업투자지급	86	92	101	110	118
기타비유동자산	2,295	3,177	3,131	3,106	3,095
자산총계	7,869	9,110	9,615	9,791	10,189
유동부채	2,614	2,509	2,872	2,907	3,162
매입채무 및 기타채무	1,228	1,516	1,566	1,653	1,759
차입금	914	273	373	453	503
유동상채무	377	293	490	340	420
기타유동부채	96	427	444	462	481
비유동부채	2,124	2,946	2,966	2,942	2,804
차입금	1,584	1,526	1,532	1,492	1,403
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	540	1,420	1,434	1,450	1,402
부채총계	4,738	5,455	5,839	5,850	5,966
자비자분	2,654	2,992	3,091	3,225	3,456
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,260	2,227	2,227	2,227	2,227
이익잉여금	592	612	709	842	1,071
기타자비자분	-313	38	40	42	44
비자비자분	477	663	685	715	766
자본총계	3,131	3,655	3,776	3,941	4,222
순차입금	2,672	2,806	2,415	2,259	2,128

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	62	849	650	674	780
당기순이익	67	51	124	171	293
비현금항목의 가감	368	657	484	510	583
감가상각비	214	432	202	202	197
외환손익	0	-7	2	2	2
자본법정손익	11	-4	-4	-4	-4
기타	143	236	284	309	389
자산부채의 증감	-254	286	217	195	183
기타현금흐름	-118	-145	-175	-200	-280
투자활동 현금흐름	-843	-319	-187	-152	-212
투자자산	-16	24	29	14	5
유형자산	-487	-327	-212	-162	-212
기타	-340	-16	-4	-4	-5
재무활동 현금흐름	779	-473	641	228	378
단기차입금	0	0	100	80	50
사채	169	-161	-10	-10	-10
장기차입금	450	-649	16	-30	-80
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-2	-1	0	0	0
기타	162	338	534	188	418
현금의 증감	9	58	684	36	162
기초 현금	154	163	221	905	941
기말 현금	163	221	905	941	1,103
NOPLAT	162	167	215	283	404
FCF	-182	167	117	235	301

3Q20 Preview

한진
(002320)

양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지수 jane.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지

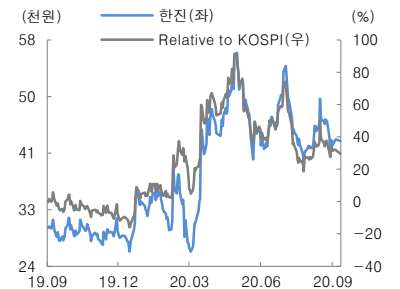
6개월 목표주가 58,000
유지

현재주가 42,800
(20.10.05) 운송업종

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	513십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	90십억원
52주 최고/최저	56,089원 / 26,188원
120일 평균거래대금	130억원
외국인지분율	12.97%
주요주주	한진칼 외 4 인 26.59% 경향 외 5 인 7.48%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.3	1.9	37.9	45.9
상대수익률	-2.9	-7.0	0.9	25.0



앞으로가 기대된다

투자 의견 매수, 목표주가 58,000원 유지

- 목표주가 58,000원은 범일동 부지 매각 대금 유입 및 유상신주 발행을 반영한 2021년 추정 BPS에 Target PBR 0.83배(최근 5년간 High 평균) 적용
- 한진의 2020년 3분기 실적은 당사 및 시장 기대치에 부합할 것으로 전망
- 코로나19로 인한 집콕, 집밥 등 언택트 소비 증가로 동사의 가장 큰 고객사인 쿠팡과 농협이 택배 물량 급증으로 택배사업부문 호실적 시현 전망
- 2020년 6월 범일동 부지 매각(3,067억원), 7월 200억원 규모(389,863주)의 전환사채 발행, 2020년 8월 1,084억원 규모(2,972,972주)의 유상증자로 약 4,350억원의 유동성 확보 예정
- 확보된 자금은 대전 물류센터 내 메가허브물류센터 건립 및 시설투자자금으로 사용될 전망이다. 자동화설비 및 시스템 구축으로 CJ대한통운에 이어 택배부문의 2^위 사업자의 위치 공고해 질 전망

2020년 3분기 실적 당사 직전 추정치 및 시장 기대치 부합 전망

- 한진의 2020년 3분기 실적은 매출액 5,880억원(+8.4% yoy), 영업이익 291억원(+12.9% yoy)으로 예상함
- 3분기 택배처리량은 114.5백만박스(+21.0% yoy)로 추정하며, 평균 택배단가는 2,177원/Box(-4.5% yoy)로 추정

주요 사업 부문별 실적은

[육운] 매출액 801억원(-5.0% yoy), 영업이익 1억원(OPM 0.1%)

[택배] 매출액 2,493억원(+17.1% yoy), 영업이익 110억원(OPM 4.4%),

[하역] 매출액 888억원(+3.5% yoy), 영업이익 175억원(OPM 19.7%) 예상

구분	3Q19	2Q20	직전추정	당사추정	3Q20(F)				4Q20			
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ		
매출액	543	532	580	588	8.4	10.5	534	591	9.8	0.5		
영업이익	26	29	28	29	12.9	0.7	29	30	23.5	4.7		
순이익	-5	4	4	6	흑전	26.5	4	6	-44.7	8.5		

영업실적 및 주요 투자지표					
(단위: 십억원, 원, %)					
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,951	2,062	2,248	2,453	2,612
영업이익	42	91	114	136	154
세전순이익	67	-6	36	326	110
총당기순이익	46	-3	18	221	75
지배지분순이익	46	-3	18	221	75
EPS	3,632	-248	1,380	12,358	4,176
PER	14.1	NA	31.0	3.5	10.2
BPS	72,825	72,285	78,393	69,994	73,694
PBR	0.7	0.4	0.5	0.6	0.6
ROE	5.6	-0.3	1.9	19.3	5.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한진, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	2,226	2,428	2,248	2,453	1.0	1.0
판매비와 관리비	88	97	86	98	-2.5	1.0
영업이익	111	134	114	136	2.1	1.3
영업이익률	5.0	5.5	5.1	5.6	0.1	0.0
영업외손익	-78	189	-78	189	적자유지	0.1
세전순이익	34	324	36	326	7.6	0.6
지배지분순이익	17	220	18	221	7.6	0.6
순이익률	0.8	9.1	0.8	9.0	0.1	0.0
EPS(지배지분순이익)	1,382	14,725	1,380	12,358	-0.2	-16.1

자료: 한진 대신증권 Research Center

한진의 실적 추정

(단위: 십억원, 백만개, 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	475	507	543	538	537	532	588	591	2,062	2,248	2,301
% yoy	5.7	5.2	10.6	1.7	12.9	5.1	8.4	9.8	5.7	9.0	2.4
매출원가	437	465	497	493	491	483	536	538	1,893	2,049	2,092
% yoy	3.2	3.3	8.0	-1.0	12.3	3.9	7.8	9.0	3.3	8.2	2.1
판매비	19	20	20	20	21	20	23	22	79	86	89
% of 매출액	4.1	3.9	3.6	3.7	3.8	3.8	3.9	3.8	3.8	3.8	3.9
% yoy	0.4	8.8	4.6	0.9	6.3	2.4	16.0	13.1	3.6	9.4	3.5
영업이익	18	22	26	25	25	29	29	30	91	113	120
OPM	3.9	4.3	4.7	4.6	4.6	5.4	4.9	5.2	4.4	5.0	5.2
% yoy	198.1	63.9	122.6	124.3	34.1	31.6	12.9	23.5	115.4	24.6	6.2
부문별 매출액											
육운	81	88	84	86	79	78	80	88	339	326	332
하역	84	84	86	86	85	87	89	90	340	351	356
해운	8	9	9	9	10	7	9	9	35	35	36
창고	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
국제	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
택배	189	197	213	233	234	243	249	270	833	996	1026
차량종합	125	140	165	161	140	128	173	169	592	611	622
부문별 OP											
육운	0.5	0.4	0.1	-0.5	-0.3	-0.4	0.1	0.2	0.4	(0.4)	0.7
하역	16.4	11.7	14.4	13.0	15.4	17.2	17.5	15.3	55.5	65.4	67.5
해운	1.8	2.2	1.6	1.2	2.1	1.3	1.7	2.0	6.8	7.1	7.3
창고	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
국제	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
택배	5.5	6.2	9.2	11.4	10.3	12.1	11.0	12.9	32.2	46.3	47.9
차량종합	-0.9	0.7	2.7	1.8	0.2	0.7	0.9	2.0	4.2	3.9	4.7
택배물량(백만개)	84	88	95	101	104	113	115	120	368	452	464
% yoy	15.0	17.6	18.1	12.5	24.8	28.8	21.0	18.5	15.7	23.0	2.5
택배 ASP(원)	2,262	2,238	2,279	2,303	2,238	2,141	2,177	2,245	2,271	2,200	2,212
% yoy	3.3	4.3	2.3	0.6	-1.0	-4.3	-4.5	-2.5	2.6	-3.1	0.5

자료: 한진 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,951	2,062	2,248	2,453	2,612
매출원가	1,833	1,893	2,048	2,218	2,354
매출총이익	118	169	200	234	259
판매비와관리비	76	79	86	98	104
영업이익	42	91	114	136	154
영업외수익	22	44	5.1	5.6	5.9
EBITDA	112	212	217	239	257
영업외손익	25	-96	-78	189	-44
관계기업손익	5	7	7	7	7
금융수익	6	7	8	9	6
외환손익	2	2	1	1	1
금융비용	-55	-111	-105	-94	-79
외환손실	0	0	0	0	0
기타	69	1	13	268	23
법인세비용차감전순이익	67	-6	36	326	110
법인세비용	-22	3	-18	-104	-35
계속사업순이익	46	-3	18	221	75
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	46	-3	18	221	75
당기순이익	2.3	-0.1	0.8	9.0	2.9
비자비분순이익	0	0	0	0	0
자비분순이익	46	-3	18	221	75
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	16	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	203	-14	7	210	63
비자비분포괄이익	-1	0	0	0	0
자비분포괄이익	204	-15	7	210	63

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	3,632	-248	1,380	12,358	4,176
PER	14.1	NA	30.6	3.4	10.1
BPS	72,825	72,285	78,393	69,994	73,694
PBR	0.7	0.4	0.5	0.6	0.6
EBITDAPS	8,932	16,856	16,336	13,351	14,338
EV/EBITDA	15.3	11.1	10.9	9.1	8.1
SPS	155,010	163,875	169,195	136,865	145,761
PSR	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
CFPS	8,342	17,459	19,637	30,027	17,343
DPS	476	476	476	476	476

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증감률	7.6	5.7	9.0	9.1	6.5
영업이익 증감률	95.0	115.4	25.5	19.7	13.1
순이익 증감률	흑전	적전	흑전	1,108.5	-66.2
수익성					
ROIC	1.4	2.2	2.7	4.3	4.9
ROA	1.6	2.9	3.2	3.7	4.3
ROE	5.6	-0.3	1.9	19.3	5.8
안정성					
부채비율	149.4	236.7	199.3	153.3	132.0
순차입금비율	86.2	176.5	141.1	100.9	89.7
이자보상비율	0.8	0.8	1.1	1.5	2.0

자료: 한진 대산증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	440	418	506	585	462
현금및현금성자산	166	137	203	257	115
매출채권 및 기타채권	224	234	254	277	294
재고자산	7	9	10	11	12
기타유동자산	44	38	39	40	42
비유동자산	2,221	3,131	3,106	3,096	3,087
유형자산	1,506	1,449	1,450	1,450	1,451
관계기업투자지급	46	55	67	78	89
기타비유동자산	670	1,627	1,590	1,567	1,546
자산총계	2,661	3,548	3,612	3,681	3,549
유동부채	783	516	698	871	504
매입채무 및 기타채무	207	210	212	214	215
차입금	102	58	58	58	58
유동상채무	420	136	313	482	112
기타유동부채	54	113	115	118	120
비유동부채	811	1,978	1,707	1,357	1,515
차입금	471	827	596	283	451
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	340	1,151	1,111	1,074	1,064
부채총계	1,594	2,494	2,405	2,227	2,019
자본비율	916	910	1,041	1,254	1,321
자본금	60	60	90	90	90
자본잉여금	80	90	179	179	179
이익잉여금	590	573	585	798	865
기타자본변동	186	187	187	187	187
비자비분	151	144	165	199	209
자본총계	1,067	1,054	1,206	1,453	1,530
순차입금	920	1,860	1,702	1,466	1,372

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	116	167	107	308	165
당기순이익	46	-3	18	221	75
비현금항목의가감	59	223	243	317	236
감가상각비	70	121	103	103	103
외환손익	0	-1	1	1	1
자본법평가손익	-5	-7	-7	-7	-7
기타	-6	109	145	220	139
자산부채의증감	7	-28	-39	-41	-37
기타현금흐름	4	-24	-115	-189	-109
투자활동 현금흐름	-57	-77	-109	-110	-111
투자자산	-4	-16	-18	-19	-20
유형자산	-81	-97	-93	-93	-93
기타	28	35	2	2	2
재무활동 현금흐름	-6	-120	-86	-299	-357
단기차입금	-17	-43	0	0	0
사채	192	429	-40	-60	30
장기차입금	115	75	-192	-253	138
유상증자	0	1	119	0	0
현금배당	-5	-6	-6	-9	-9
기타	-292	-576	31	23	-516
현금의증감	54	-30	66	55	-142
기초 현금	112	166	137	203	257
기말 현금	166	137	203	257	115
NOPLAT	29	46	58	93	105
FCF	16	64	61	96	108

대한항공

(003490)

양지환

이지수

jihwan.yang@daishin.com

jane.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

28,000

유지

현재주가

(20.10.05)

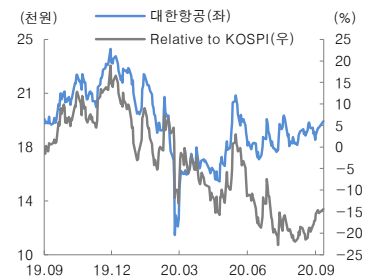
19,300

운송업종

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	3,390십억원
시가총액비중	0.25%
자본금(보통주)	1,346십억원
52주 최고/최저	24,335원 / 11,373원
120일 평균거래대금	399억원
외국인지분율	11.40%
주요주주	한진칼 외 18 인 31.14% 국민연금공단 7.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.8	8.4	23.7	1.2
상대수익률	42	-1.0	-9.4	-13.3



3Q20 Preview

화물운임 일시적 조정국면

- 투자의견 매수, 목표주가는 28,000원 유지
- 2020년 3분기 실적은 당사의 직전 추정치 및 시장의 기대치를 하회 전망
 - 예상보다 부진할 것으로 보는 이유는 1)국제유가 상승에 따른 연료유류비 증가, 2)3분기 화물운임 조정, 3)코로나19 재확산에 따른 여객 수요 회복 지연 때문임
 - 대한항공의 2020년 3분기 평균 화물 Yield는 501.4원/kg(+44.5% yoy, -14.6% qoq)로 추정
 - 3분기 화물운임의 조정은 의료용품, 방역물자, 진단키트 등의 급행물자가 일반 화물로 대체되면서 나타난 현상이며, 화물기 공급증가 등에 따른 운임 하락은 아닌 것으로 판단
 - 7~8월 조정세를 보이던 화물운임은 9월 들어 회복세 진입, 4분기 화물 성수기 진입에 따른 공급부족현상으로 4분기에는 화물운임 재차 상승 예상

2분기 깜짝 실적으로 3분기에 대한 시장의 기대치가 너무 높았던 것으로 판단

- 대한항공의 2020년 3분기 실적은 연결기준 매출액 1조 7,199억원(-49.2% yoy), 영업손실 380억원(적자전환 yoy), 지배주주순이익 1,957억원(흑자전환 yoy)을 기록 전망함
- 별도기준으로는 매출액 1조 6,779억원, 영업손실 47억원으로 추정
- [항공화물] 매출액 1조 684억원(+66.9% yoy), AFTK 2,627백만km(+2.0% yoy), RFTK 2,131백만km(+15.5% yoy), L/F 81.1%(+9.5%p yoy), Yield 42.1 센트/km(+45% yoy), 501.4원/kg(+44.5% yoy)로 예상
- [여객(국내+국제)] 매출액 3,032억원(-85.7% yoy), [항공우주] 매출액 1,795억원(-15.0% yoy), [기내 및 기판] 매출액 1,268억원(-60.0% yoy) 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)					4Q20		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,383	1,728	1,795	1,720	-49.2	-0.5	1,897	2,036	-33.0	18.4
영업이익	96	110	-35	-38	적전	적전	38	151	26.4	흑전
순이익	-254	123	6	196	흑전	59.2	-118	486	468.1	148.2

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	13,012	12,683	7,912	9,017	10,144
영업이익	671	257	140	219	730
세전순이익	-178	-734	87	-398	156
총당기순이익	-161	-623	74	-337	133
지배지분순이익	-168	-629	72	-330	130
EPS	-1,455	-5,432	523	-1,884	741
PER	NA	NA	35.1	NA	24.8
BPS	26,247	22,936	31,976	23,357	24,098
PBR	1.1	1.0	0.6	0.8	0.8
ROE	-5.1	-22.1	2.0	-7.8	3.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	8,158	9,530	7,912	9,017	-3.0	-5.4
판매비와 관리비	877	1,213	660	773	-24.7	-36.3
영업이익	173	287	140	219	-18.9	-23.6
영업이익률	2.1	3.0	1.8	2.4	-0.3	-0.6
영업외손익	-1,024	-398	-53	-617	적자유지	적자유지
세전순이익	-852	-111	87	-398	흑자조정	적자유지
지배지분순이익	-708	-92	72	-330	흑자조정	적자유지
순이익률	-8.9	-1.0	0.9	-3.7	흑자조정	적자유지
EPS(지배지분순이익)	-5,112	-525	523	-1,884	흑자조정	적자유지

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

대한항공 분기 및 연간 별도 실적 추정표

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
환율평균 (원/달러)	1,125.8	1,166.5	1,194.0	1,175.0	1,194.0	1,220.0	1,190.0	1,170.0	1,165.3	1,193.5	1,185.0
Jet Fuel Mops (\$/bbl)	73.3	77.8	74.5	73.8	62.4	31.0	45.0	45.0	74.9	45.9	41.5
매출액	3,050	3,020	3,283	2,939	2,352	1,688	1,678	1,977	12,292	7,696	8,767
% yoy	1.1	0.2	-3.7	-8.3	-22.9	-44.1	-48.9	-32.7	-2.8	-37.4	13.9
국내여객	106	133	132	115	67	41	46	46	486	201	344
국제여객	1,800	1,813	1,982	1,686	1,216	162	257	292	7,281	1,927	3,023
화물	645	630	640	643	648	1,226	1,068	1,214	2,557	4,156	3,471
항공우주	179	157	211	194	154	147	180	184	740	665	776
기타	321	288	317	301	268	111	127	241	1,226	746	1,154
영업비용	2,902	3,122	3,165	2,817	2,409	1,542	1,683	1,822	12,005	7,456	8,533
% yoy	2.2	6.5	4.9	-10.8	-17.0	-50.6	-46.8	-35.3	0.5	-37.9	14.5
영업이익	148	-101	118	122	-57	146	-5	156	286	240	234
OPM	4.9	-3.4	3.6	4.1	-2.4	8.6	-0.3	7.9	2.3	3.1	2.7
% yoy	-16.2	-223.2	-70.0	163.5	-138.2	-243.6	-104.0	27.7	-59.0	-16.2	-2.5
ASK (백만 km)											
국제여객	23,804	24,419	25,274	24,295	18,407	3,316	4,297	4,859	97,792	30,879	35,412
%yoy	0.6	2.0	1.6	0.7	-22.7	-86.4	-83.0	-80.0	1.2	-68.4	14.7
RPK (백만 km)											
국제여객	19,116	20,149	21,008	20,286	13,487	1,295	2,101	2,434	80,559	19,317	29,119
%yoy	1.8	4.2	2.9	5.9	-29.4	-93.6	-90.0	-88.0	3.7	-76.0	50.7
화물 (백만 km)											
AFTK	2,603	2,537	2,575	2,765	2,481	2,585	2,627	2,820	10,480	10,513	11,004
%yoy	-0.7	-4.8	-5.1	-2.6	-4.7	1.9	2.0	2.0	-3.3	0.3	4.7
RFTK	1,821	1,781	1,845	2,035	1,878	2,088	2,131	2,340	7,482	8,437	8,900
%yoy	-9.4	-12.0	-11.3	-6.7	3.1	17.2	15.5	15.0	-9.8	12.8	5.5
Load Factor (%)											
국내여객	76.6	83.2	81.1	86.0	70.9	69.0	81.1	86.0	81.8	76.0	84.1
국제여객	80.3	82.5	83.1	83.5	73.3	39.1	48.9	50.1	82.4	62.6	82.2
화물	70.0	70.2	71.7	73.6	75.7	80.8	81.1	83.0	71.4	80.3	80.9
Yield (cent)											
국내여객	16.0	15.8	15.7	14.1	13.7	10.4	11.0	11.3	15.4	11.6	11.6
% yoy	-1.5	-6.8	-10.6	-17.5	-14.5	-34.2	-29.8	-19.7	-9.2	-24.6	-0.3
국제여객	8.4	7.7	7.9	7.1	7.6	10.3	10.3	10.3	7.8	9.6	9.1
% yoy	-3.9	-5.3	-9.7	-14.9	-9.7	33.4	30.0	45.0	-8.4	23.5	-4.8
화물	31.4	30.3	29.1	26.9	28.9	48.1	42.1	44.3	29.4	40.9	33.7
% yoy	-2.8	-6.2	-10.1	-22.0	-8.1	58.7	45.0	65.0	-10.5	38.9	-17.5
Yield (원)											
국내여객	179.9	184.0	187.6	165.2	163.1	126.7	131.3	132.1	716.7	553.2	536.6
% yoy	3.3	-0.3	-4.9	-14.1	-9.3	-31.2	-30.0	-20.0	-4.2	-22.8	-3.0
국제여객	94.2	90.0	94.4	83.1	90.2	125.5	122.2	120.0	361.6	457.9	423.7
% yoy	0.9	1.4	-3.9	-11.3	-4.3	39.5	29.6	44.4	-3.3	26.6	-7.5
화물	354.0	353.7	346.9	315.8	344.8	587.1	501.4	518.9	342.6	488.1	391.0
% yoy	1.9	0.4	-4.4	-18.7	-2.6	66.0	44.5	64.3	-5.5	42.4	-19.9

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	13,012	12,683	7,912	9,017	10,144
매출원가	10,964	11,139	7,111	8,025	8,298
매출총이익	2,048	1,544	800	992	1,846
판매비와관리비	1,376	1,287	660	773	1,116
영업이익	671	257	140	219	730
영업외수익	52	20	18	24	72
EBITDA	2,422	2,340	1,943	1,955	2,462
영업외손익	-849	-992	-53	-617	-574
관계기업손익	1	0	0	0	0
금융수익	126	211	144	148	153
외환평가이익	242	328	236	234	239
금융비용	-580	-675	-638	-637	-634
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	-395	-528	441	-128	-93
법인세비용차감전순이익	-178	-734	87	-398	156
법인세비용	17	112	-13	60	-24
계속사업순이익	-161	-623	74	-337	133
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-161	-623	74	-337	133
당기순이익	-12	-49	0.9	-3.7	1.3
비자비자분포괄이익	7	6	1	-7	3
자비자분포괄이익	-168	-629	72	-330	130
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-23	-6	0	0	0
포괄순이익	-393	-681	74	-337	133
비자비자분포괄이익	2	3	1	-7	3
자비자분포괄이익	-395	-683	72	-330	130

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	-1,455	-5,432	523	-1,884	741
PER	NA	NA	35.1	NA	24.8
BPS	26,247	22,936	31,976	23,357	24,098
PBR	1.1	1.0	0.6	0.8	0.8
EBITDAPS	20,913	20,207	14,042	11,154	14,045
EV/EBITDA	7.1	7.8	7.9	7.6	5.9
SPS	112,357	109,522	57,168	51,430	57,859
PSR	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3
CFPS	23,158	22,910	19,875	12,033	14,963
DPS	207	0	0	0	0

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증감률	7.6	-2.5	-37.6	14.0	12.5
영업이익 증감률	-28.6	-61.6	-45.6	56.6	233.1
순이익 증감률	작전	작전	흑전	작전	흑전
수익성					
ROIC	3.1	1.1	0.6	1.0	3.4
ROA	2.7	1.0	0.5	0.8	2.6
ROE	-5.1	-22.1	2.0	-7.8	3.1
안정성					
부채비율	717.1	871.5	510.7	554.3	537.6
순차입금비율	443.4	550.3	255.4	268.8	253.5
이자보상비율	1.2	0.4	0.2	0.4	1.3

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	3,750	3,575	5,805	6,093	6,272
현금및현금성자산	1,504	816	3,506	3,592	3,561
매출채권 및 기타채권	883	900	658	745	835
재고자산	918	713	445	507	570
기타유동자산	445	1,146	1,197	1,250	1,306
비유동자산	22,092	23,439	22,489	21,957	21,928
유형자산	20,098	21,310	20,377	19,858	19,842
관계기업투자지급	7	7	8	8	8
기타비유동자산	1,987	2,122	2,105	2,091	2,079
자산총계	25,843	27,014	28,295	28,050	28,201
유동부채	7,557	8,777	7,733	8,035	8,474
매입채무 및 기타채무	1,075	1,136	1,062	1,079	1,096
차입금	732	763	893	1,025	1,161
유동상채무	3,589	4,507	3,101	2,925	2,858
기타유동부채	2,161	2,372	2,677	3,005	3,359
비유동부채	15,123	15,456	15,929	15,728	15,303
차입금	3,893	3,850	4,088	4,018	3,774
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	11,231	11,606	11,841	11,710	11,529
부채총계	22,680	24,233	23,662	23,763	23,778
자비자분	3,040	2,656	4,425	4,095	4,225
자본금	480	480	1,352	1,352	1,352
자본잉여금	946	720	1,544	1,544	1,544
이익잉여금	213	-346	-273	-604	-474
기타자본변동	1,401	1,803	1,803	1,803	1,803
비자비자분	123	125	208	192	198
자본총계	3,163	2,781	4,633	4,287	4,423
순차입금	14,023	15,302	11,833	11,522	11,212

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	2,793	2,334	2,497	1,367	1,798
당기순이익	-161	-623	74	-337	133
비현금항목의 가감	2,843	3,276	2,677	2,447	2,491
감가상각비	1,751	2,083	1,803	1,736	1,732
외환손익	342	387	123	36	4
자본평가손익	-1	0	0	0	0
기타	751	806	750	675	755
자산부채의 증감	101	-367	284	-281	-283
기타현금흐름	10	48	-538	-462	-542
투자활동 현금흐름	-658	-1,595	-792	-1,144	-1,646
투자자산	1	-5	-6	-6	-6
유형자산	-1,198	-1,178	-845	-1,195	-1,695
기타	539	-412	59	57	55
재무활동 현금흐름	-1,408	-1,447	1,241	467	405
단기차입금	-125	14	130	133	135
사채	1,091	1,372	183	17	-251
장기차입금	1,019	904	122	-21	73
유상증자	0	-227	1,697	0	0
현금배당	-68	-77	0	0	0
기타	-3,325	-3,433	-891	339	448
현금의 증감	743	-688	2,689	86	-30
기초 현금	761	1,504	816	3,506	3,592
기말 현금	1,504	816	3,506	3,592	3,561
NOPLAT	608	218	119	186	619
FCF	1,083	1,117	1,072	722	651

3Q20 Preview

제주항공
(089590)

양지환 jhwan.yang@daishin.com
이재수 jane.lee@daishin.com

투자 의견 **Marketperform**
시장수익률, 유지

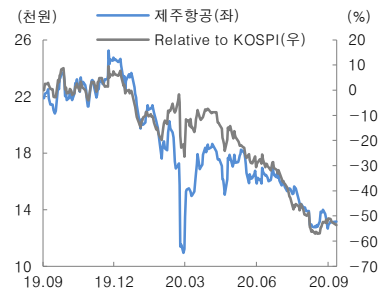
6개월 목표주가 **15,000**
유지

현재주가
(20.10.05) **13,150**
운송업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	506십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	255십억원
52주 최고/최저	25,258원 / 10,942원
120일 평균거래대금	44억원
외국인지분율	2.32%
주요주주	AK홀딩스 외 3 인 55.18% 제주특별자치도 5.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.7	-21.0	-12.3	-38.6
상대수익률	3.2	-27.9	-35.9	-47.4



정부의 추가 지원 필요

투자 의견 시장수익률, 목표주가 15,000원 유지

- 코로나19로 인한 항공업황의 침체는 모두가 주지하고 있는 상황
- 2020년 3분기 추정 영업손실(연결)은 약 726억원으로 시장 기대치 수준 예상
- 시장의 관심은 분기 실적보다는 코로나19로 인한 향후 항공산업의 구조조정과 각 항공사들의 현금흐름 및 재무 리스크에 있다고 판단함
- 제주항공은 지난 8월 약 1,500억원의 유상증자 성공으로, 2분기말 보유 현금까지 감안할 경우 약 2,400~2,500억원의 현금 유동성 확보
- 동사의 향후 12M Forward(2020년 3분기~2021년 2분기) EBITDA는 약 -800~-900억원이며, 이자비용 약 600억원 수준으로 추정
- 따라서 향후 12M의 영업 및 금융비용 관련 필요 현금은 약 1,400~1,500억원
- 차입금에 대한 금융기관의 상환 연장이 이루어진다면, 향후 1년간 현금 유동성은 충분하나, 1년내 상환해야 할 차입금(단기차입금+유동성리스부채) 2,600억원 고려시 자금 상황은 넉넉치 않은 것으로 판단함

2020년 3분기 영업손실 726억원으로 시장 기대치 수준으로 예상

- 제주항공의 2020년 3분기 실적은 연결기준 매출액 546억원(-85.2% yoy), 영업손실 726억원(적지 yoy), 지배주주 당기순손실 291억원(적지 yoy) 전망
- 2020년 3분기 동사의 항공사업량은 [국내선] 매출액 429억원(-30.6% yoy), ASK 682백만Km(+4.0% yoy), RPK 620백만Km(+2.0% yoy), L/F 90.9%(-1.8pt yoy), Yield 69.1원/Km(-32.0% yoy) [국제선] 매출액 41억원(-98.5% yoy), ASK 62억Km(-99.0% yoy), RPK 26억Km(-99.5% yoy), L/F 42.5%(-42.5pt yoy), Yield 157.4원/Km(+204.0% yoy)로 추정

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2020	3Q20(F)			4Q20		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정
매출액	369	36	42	55	-85.2	51.4	78	54
영업이익	-17	-85	-84	-73	적지	적지	-72	-74
순이익	-30	-101	-36	-29	적지	적지	-48	-3

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,259	1,384	374	572	801
영업이익	101	-33	-297	-52	-6
세전순이익	93	-47	-336	-60	-26
총당기순이익	71	-33	-234	-42	-18
지배주주순이익	71	-33	-234	-42	-18
EPS	2,420	-1,131	-7,247	-1,087	-476
PER	12.6	NA	NA	NA	NA
BPS	13,059	11,103	9,671	7,026	6,549
PBR	2.3	2.2	1.3	1.8	2.0
ROE	19.9	-9.4	-73.4	-14.4	-7.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배주주 기준으로 산출

자료: 제주항공, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	350	539	374	572	6.9	6.1
판매비와 관리비	107	110	120	113	12.5	3.2
영업이익	-320	-78	-297	-52	적자유지	적자유지
영업이익률	-91.6	-14.4	-79.5	-9.1	적자유지	적자유지
영업외손익	-38	-8	-38	-8	적자유지	적자유지
세전순이익	-358	-85	-336	-60	적자유지	적자유지
지배지분순이익	-250	-60	-234	-42	적자유지	적자유지
순이익률	-71.5	-11.1	-62.6	-7.3	적자유지	적자유지
EPS(지배지분순이익)	-7,741	-1,548	-7,247	-1,087	적자유지	적자유지

자료: 제주항공, 대신증권 Research Center

제주항공의 별도기준 분기 및 연간 실적 추정표

(단위: 십억원, %, 원/달러, \$/bb)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
환율평균 (원/달러)	1,126	1,167	1,194	1,175	1,194	1,220	1,190	1,160	1,165	1,191	1,160
Jet Fuel (\$/bb)	75	78	75	74	64	32	45	45	75	78	78
매출액	391	311	367	307	228	36	52	52	1,376	368	562
% yoy	26.9	9.9	4.9	-2.8	-41.7	-88.5	-85.8	-83.2	9.5	-73.3	52.9
국내여객	49	61	62	58	30	26	43	39	229	138	188
국제여객	315	221	271	220	163	3	4	6	1,027	177	327
부대매출	28	29	34	29	34	7	5	6	120	52	47
영업비용	337	339	385	353	292	120	124	126	1,414	662	615
% yoy	28.5	24.9	23.7	14.2	-13.3	-64.6	-67.8	-64.5	22.5	-53.2	-7.1
영업이익	58	-28	-18	-46	-64	-84	-72	-74	-35	-294	-53
OPM	14.8	-8.9	-5.0	-15.1	-28.0	-236.1	-138.5	-142.9	-2.5	-80.0	-9.4
% yoy	24.8	-332.8	-148.3	-865.7	-210.4	204.3	291.7	59.2	-133.9	747.5	-82.0
ASK (백만인 km)											
국내여객	571	628	656	646	455	539	682	666	2,500	2,341	2,603
% yoy	2.3	4.1	9.0	6.5	-20.3	-14.2	4.0	3.0	5.5	-6.4	11.2
국제여객	5,442	5,437	6,157	5,705	4,001	55	62	114	22,740	4,232	5,508
% yoy	34.0	30.8	30.2	18.4	-26.5	-99.0	-99.0	-98.0	28.0	-81.4	30.1
RPK (백만인 km)											
국내여객	542	585	608	613	385	425	620	597	2,348	2,028	2,404
% yoy	3.8	1.6	8.4	7.8	-29.0	-27.3	2.0	-2.5	2.3	-39.8	35.8
국제여객	4,799	4,369	5,234	4,804	2,754	20	26	48	19,206	2,849	4,611
% yoy	30.9	20.0	27.6	18.2	-42.6	-99.5	-99.5	-99.0	10.1	-82.8	84.7
Load Factor (%)											
국내여객	95.1	93.2	92.7	94.8	84.6	79.0	90.9	89.7	93.9	86.6	92.4
국제여객	88.2	80.4	85.0	84.2	68.8	36.3	42.5	42.1	84.5	67.3	83.7
Yield (원)											
국내여객	90.0	104.1	101.7	94.3	78.7	60.1	69.1	66.0	97.7	68.1	78.0
% yoy	0.0	-5.5	-4.7	-0.5	-12.6	-42.3	-32.0	-30.0	-2.9	-30.3	14.5
국제여객	65.6	50.7	51.8	45.8	59.3	162.8	157.4	133.3	53.5	62.2	70.9
% yoy	0.4	-6.0	-19.3	-20.5	-9.7	221.2	204.0	191.2	-11.3	16.2	14.1
Yield (cent)											
국내여객	8.0	8.9	8.5	8.0	6.6	4.9	5.8	5.7	8.3	5.7	6.4
% yoy	-4.6	-12.5	-10.5	-4.5	-17.6	-44.8	-31.8	-29.1	-7.4	-31.4	12.1
국제여객	5.8	4.3	4.3	3.9	5.0	13.3	13.2	11.5	-11.3	16.2	14.1
% yoy	-4.3	-13.0	-24.2	-23.7	-14.8	207.2	205.0	195.0	-16.7	14.4	11.7

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,259	1,384	374	572	801
매출원가	1,016	1,247	551	511	649
매출총이익	244	137	-177	61	152
판매비와관리비	143	170	120	113	158
영업이익	101	-33	-297	-52	-6
영업외수익	8.0	-2.4	-79.5	-9.1	-0.8
EBITDA	137	133	-233	-18	12
영업외손익	-8	-15	-38	-8	-20
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	17	25	15	15	15
외환손익	10	18	13	25	13
금융비용	-18	-27	-33	-33	-34
외환손실	0	0	0	0	0
기타	-7	-13	-20	11	-1
법인세비용차감전순이익	93	-47	-336	-60	-26
법인세비용	-22	14	101	18	8
계속사업순이익	71	-33	-234	-42	-18
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	71	-33	-234	-42	-18
당기순이익	5.6	-2.4	-62.6	-7.3	-2.3
비자비자분순이익	0	0	0	0	0
자비자분순이익	71	-33	-234	-42	-18
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	65	-40	-241	-49	-25
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	65	-40	-241	-49	-25

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	2,420	-1,131	-7,247	-1,087	-476
PER	126	NA	NA	NA	NA
BPS	13,059	11,103	9,671	7,026	6,549
PBR	2.3	2.2	1.3	1.8	2.0
EBITDAPS	4,694	4,559	-7,211	-480	313
EV/EBITDA	4.9	7.8	NA	NA	63.8
SPS	43,008	47,263	11,574	14,854	20,796
PSR	0.7	0.5	1.1	0.9	0.6
CFPS	4,901	5,097	-7,167	-262	531
DPS	585	0	0	0	0

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증감률	26.4	9.9	-73.0	53.0	40.0
영업이익 증감률	-0.1	작전	작지	작지	작지
순이익 증감률	-8.9	작전	작지	작지	작지
수익성					
ROIC	47.0	-10.5	-144.0	-51.4	-11.2
ROA	11.0	-2.6	-19.8	-3.4	-0.4
ROE	19.9	-9.4	-73.4	-14.4	-7.0
안정성					
부채비율	169.8	351.4	391.9	471.9	535.3
순차입금비율	-54.6	103.3	86.3	101.4	107.6
이자보상비율	67.8	-1.3	-10.7	-1.9	-0.2

자료: 제주항공 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	478	456	555	587	649
현금및현금성자산	223	30	157	182	235
매출채권 및 기타채권	59	103	79	84	89
재고자산	12	17	5	7	10
기타유동자산	185	306	315	315	315
비유동자산	553	1,012	982	960	953
유형자산	331	285	226	196	181
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	222	727	756	763	772
자산총계	1,032	1,468	1,536	1,547	1,602
유동부채	403	557	461	485	510
매입채무 및 기타채무	134	149	148	148	149
차입금	0	0	0	0	0
유형상채무	15	139	30	40	50
기타유동부채	254	269	282	296	311
비유동부채	246	586	763	792	840
차입금	65	57	207	207	207
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	181	528	556	584	633
부채총계	649	1,142	1,224	1,276	1,350
자비자분	382	325	312	270	252
자본금	132	132	255	255	255
자본잉여금	90	90	188	188	188
이익잉여금	163	106	-128	-170	-188
기타자본변동	-2	-2	-2	-2	-2
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	382	325	312	270	252
순차입금	-209	336	270	274	271

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	121	84	-143	-49	-31
당기순이익	71	-33	-234	-42	-18
비현금항목의가감	73	182	3	32	39
감가상각비	36	166	64	34	18
외환손익	-1	12	19	-5	7
자본법정이익	0	0	0	0	0
기타	37	4	-81	3	14
자산부채의증감	9	-15	11	-32	-33
기타현금흐름	-31	-51	77	-7	-18
투자활동 현금흐름	-6	-132	6	6	6
투자자산	143	-91	0	0	0
유형자산	-153	-41	0	0	0
기타	5	0	6	6	6
재무활동 현금흐름	5	-146	143	-109	-109
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	20	-10	150	0	0
유상증자	0	0	221	0	0
현금배당	-16	-17	0	0	0
기타	0	-119	-228	-109	-109
현금의증감	119	-193	127	25	53
기초 현금	104	223	30	157	182
기말 현금	223	30	157	182	235
NOPLAT	77	-23	-207	-36	-4
FCF	-47	96	-143	-3	14

진에어
(272450)

양지환 jhwan.yang@dshin.com
이지수 jane.lee@dshin.com

투자 의견 **Marketperform**
시장수익률, 유지

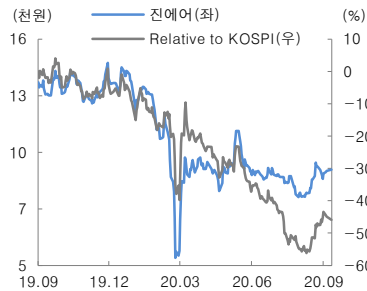
6개월 목표주가 **9,000**
유지

현재주가
(20.10.05) **9,360**
운상업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	281십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	60십억원
52주 최고/최저	14,797원 / 4,875원
120일 평균거래대금	27억원
외국인지분율	1.38%
주요주주	한진칼 외 2 인 56.39%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.7	0.5	2.5	-29.0
상대수익률	15.2	-8.2	-25.0	-39.1



재무상황 가장 안정적인 LCC

투자의견 시장수익률, 목표주가 9,000원 유지

- 진에어의 2020년 3분기 영업손실은 약 432억원으로 시장 기대치 충족 전망
- 2분기말 현금성 자산 1,290억원, 유상증자 대금 납입 완료시 1,500억원 추가 확보할 예정으로 합계액은 약 2,340억원
- 12M Forward EBITDA -350억원~-400억원(영업손실 1,560억원 감가상각비 약 1,200억원)이며, 연간 이자비용은 약 180억원으로 추정함
- 1년안에 만기도래하는 차입금은 약 1,320억원(단기차입금 400억원, 유동성리스부채 920억원임)
- 향후 1년간 EBITDA, 이자비용 및 차입금 감인해도 400~500억원의 자금이 여유로 운 상황으로 LCCs중 가장 안정적인 재무구조 보유하고 있다는 판단
- 상대적으로 여유로운 재무 상황을 기반으로 국내선 공급 확대 및 국제선 5개 노선 (중국 서안, 일본 동경, 오사카, 대만 타이베이, 방콕) 취항 재개

2020년 3분기 영업손실 423억원 전망

- 진에어의 2020년 3분기 실적은 매출액 535억원(-76.1% yoy), 영업손실 432억원 (적지 yoy), 지배주주순손실 350억원(적지 yoy)로 시장 컨센서스 충족 예상
- 2020년 3분기 항공 사업량은 [국내선] 매출액 438억원(-2.0% yoy), ASK 716백만 Km(+80.0% yoy), RPK 497백만Km(+40.0%(yoy), L/F 69.4%(-19.8%p yoy), Yield 88.1원/Km(-30.0% yoy), [국제선] 매출액 68억원(-98.0% yoy), ASK 68백만Km (-98.0% yoy), RPK 55백만Km(-98.0% yoy), L/F 80.9%(0%p yoy), Yield 123.6원 /Km(+110.3% yoy)로 추정

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	적전추정	당사추정	3Q20(F)			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	224	23	31	54	-76.1	130.3	48	58	-68.3	8.0
영업이익	-13	-60	-50	-43	적지	적지	-51	-36	적지	적지
순이익	-18	-59	-42	-35	적지	적지	-37	-17	적지	적지

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,011	910	278	495	793
영업이익	63	-49	-170	-27	78
세전순이익	62	-69	-191	-36	62
총당기순이익	44	-57	-157	-30	51
지배지분순이익	44	-57	-157	-30	51
EPS	1,332	-1,697	-4,254	-497	847
PER	13.0	NA	NA	NA	10.8
BPS	7,976	5,745	4,307	2,152	2,998
PBR	2.2	2.4	2.1	4.3	3.1
ROE	17.9	-24.7	-89.5	-20.7	32.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 진에어, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	242	419	278	495	14.9	18.2
판매비와 관리비	19	33	61	184	221.1	457.0
영업이익	-180	-66	-170	-27	적자유지	적자유지
영업이익률	-74.4	-15.8	-60.9	-5.4	적자유지	적자유지
영업외손익	-21	-9	-21	-9	적자유지	적자유지
세전순이익	-201	-75	-191	-36	적자유지	적자유지
지배지분순이익	-166	-62	-157	-30	적자유지	적자유지
순이익률	-68.4	-14.8	-56.4	-6.0	적자유지	적자유지
EPS(지배지분순이익)	-5,205	-1,380	-4,254	-497	적자유지	적자유지

자료: 진에어, 대신증권 Research Center

진에어의 분기 및 연간 실적 추정표

(단위: 십억원, %.)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
환율평균 (원/달러)	1,126	1,167	1,194	1,175	1,194	1,220	1,190	1,160	1,165	1,191	1,160
Jet Fuel Mops (\$/bbl)	73	78	75	74	62	32	45	45	75	46	46
매출액	290	214	224	182	144	23	54	58	910	278	495
% yoy	3.7	-5.5	-18.7	-20.4	-50.4	-89.1	-76.1	-68.3	-9.9	-69.4	78.0
국내여객	30	51	45	46	17	18	44	41	172	121	198
국제여객	241	148	162	124	107	1	7	13	675	128	267
부대매출	17	15	17	13	16	3	3	3	62	25	30
영업비용	239	241	237	243	175	83	97	93	959	448	522
% yoy	5.5	9.3	-5.1	-3.8	-26.7	-65.6	-59.2	-61.5	1.1	-53.3	16.6
영업이익	51	-27	-13	-60	-31	-60	-43	-36	-49	-170	-27
OPM	17.6	-12.4	-5.8	-33.2	-21.7	-256.5	-80.7	-61.6	-5.4	-60.9	-5.4
% yoy	-3.9	-522.2	-150.9	157.0	-161.3	124.1	230.5	-41.0	-179.6	245.9	-84.1
ASK (백만인 km)											
국내여객	288	421	398	398	210	326	716	697	1,505	1,949	2,766
% yoy	-3.4	-7.7	5.6	18.5	-27.1	-22.6	80.0	75.0	2.6	29.5	41.9
국제여객	3,791	3,115	3,408	2,913	2,459	7	68	146	13,227	2,680	4,079
% yoy	7.3	9.8	-8.5	-12.9	-35.1	-99.8	-98.0	-95.0	-1.6	-79.7	52.2
RPK (백만인 km)											
국내여객	276	392	355	372	172	241	497	484	1,395	1,394	2,164
% yoy	0.4	-7.5	2.3	15.9	-37.7	-38.5	40.0	30.0	2.0	-0.1	55.2
국제여객	3,354	2,568	2,757	2,438	1,674	6	55	122	11,117	1,857	3,354
% yoy	6.7	8.9	-9.2	-13.4	-50.1	-99.8	-98.0	-95.0	-2.1	-83.3	80.6
Load Factor (%)											
국내여객	95.8	93.1	89.2	93.5	81.9	73.9	69.4	69.4	92.7	71.5	78.2
국제여객	88.5	82.4	80.9	83.7	68.1	85.7	80.9	83.7	84.0	69.3	82.2
Yield (cent)											
국내여객	9.8	11.2	10.5	10.4	8.5	6.2	7.4	7.4	10.5	7.3	7.5
% yoy	-6.0	-4.6	-6.9	3.1	-13.7	-44.5	-29.8	-29.1	-3.0	-30.8	3.3
국제여객	6.4	4.9	4.9	4.3	5.4	16.1	10.4	9.1	4.3	4.0	5.4
% yoy	-9.4	-17.7	-22.0	-22.1	-16.1	226.4	111.0	110.0	-16.4	-7.9	34.4
Yield (원)											
국내여객	110.4	131.1	125.9	122.4	101.0	76.1	88.1	85.7	123.4	86.8	91.6
% yoy	-1.4	2.1	-0.9	7.4	-8.5	-42.0	-30.0	-30.0	1.7	-29.6	5.5
국제여객	71.9	57.5	58.8	50.8	64.0	196.3	123.6	105.4	51.0	47.7	65.6
% yoy	-5.0	-11.9	-17.0	-18.8	-11.0	241.4	110.3	107.3	-12.4	-6.4	37.4

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,011	910	278	495	793
매출원가	865	877	387	338	646
매출총이익	146	33	-108	157	147
판매비와판매비	83	82	61	184	69
영업이익	63	-49	-170	-27	78
영업이익률	6.2	-5.4	-60.9	-5.4	9.8
EBITDA	83	71	-168	-25	79
영업외손익	-1	-20	-21	-9	-16
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	8	10	10	10	10
외환평가이익	8	12	12	18	10
금융비용	-3	-17	-18	-20	-21
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	-7	-13	-13	1	-5
법인세비용차감전순이익	62	-69	-191	-36	62
법인세비용	-17	12	34	6	-11
계속사업순이익	44	-57	-157	-30	51
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	44	-57	-157	-30	51
당기순이익률	4.4	-6.2	-56.4	-6.0	6.4
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	44	-57	-157	-30	51
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	40	-58	-159	-32	49
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	40	-58	0	0	0

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,332	-1,697	-4,254	-497	847
PER	13.0	NA	NA	NA	10.8
BPS	7,976	5,745	4,307	2,152	2,998
PBR	2.2	2.4	2.1	4.3	3.1
EBITDAPS	2,473	2,113	-4,539	-420	1,318
EV/EBITDA	2.8	6.3	NA	NA	3.6
SPS	30,281	27,270	7,544	8,257	13,212
PSR	0.6	0.5	1.2	1.1	0.7
CFPS	2,540	2,302	-4,324	-287	1,451
DPS	270	0	0	0	0

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증감률	13.8	-9.9	-69.4	78.0	60.0
영업이익 증감률	-35.0	작전	작지	작지	흑전
순이익 증감률	-40.0	작전	작지	작지	흑전
수익성					
ROIC	-152.0	113.0	265.0	35.0	-107.8
ROA	12.4	-8.0	-22.2	-3.2	9.0
ROE	17.9	-24.7	-89.5	-20.7	32.9
안정성					
부채비율	95.2	267.4	420.7	545.9	395.4
순차입금비율	-129.0	-7.9	1.8	34.7	5.0
이자보상비율	20.4	-2.9	-9.4	-1.3	3.7

자료: 진에어, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	427	353	469	467	515
현금및현금성자산	57	63	190	156	167
매출채권 및 기타채권	32	28	10	17	25
재고자산	1	2	0	1	1
기타유동자산	336	260	268	293	320
비유동자산	93	351	359	367	376
유형자산	29	2	2	2	2
관계기업투자지급	3	4	4	4	4
기타비유동자산	60	345	353	362	371
자산총계	520	704	828	834	891
유동부채	234	306	362	398	404
매입채무 및 기타채무	99	117	117	117	117
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	50	80	80
기타유동부채	135	189	195	201	207
비유동부채	20	206	307	307	307
차입금	0	0	100	100	100
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	20	206	207	207	207
부채총계	253	513	669	705	711
자비자분	266	192	159	129	180
자본금	30	30	60	60	60
자본잉여금	92	92	186	186	186
이익잉여금	145	77	-80	-110	-59
기타자비자분	0	-7	-7	-7	-7
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	266	192	159	129	180
순차입금	-343	-15	3	45	9

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	55	65	-123	-37	47
당기순이익	44	-57	-157	-30	51
비현금항목의 가감	40	133	-3	13	36
감가상각비	20	119	2	2	1
외환손익	-1	8	10	-4	2
자본법정손익	0	0	0	0	0
기타	21	6	-15	15	33
자산부채의 증감	-2	-8	11	-15	-18
기타현금흐름	-28	-4	26	-4	-22
투자활동 현금흐름	-12	77	-9	-27	-29
투자자산	-152	5	-1	-1	-1
유형자산	-1	-1	-1	-1	-1
기타	140	73	-7	-25	-28
재무활동 현금흐름	-28	-136	257	13	-17
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	100	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	124	0	0
현금배당	-8	-9	0	0	0
기타	-21	-127	33	13	-17
현금의 증감	15	6	127	-34	11
기초 현금	42	57	63	190	156
기말 현금	57	63	190	156	167
NOPLAT	45	-40	-140	-22	64
FCF	62	78	-138	-21	65

3Q20 Preview

팬오션
(028670)

양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지수 jane.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지

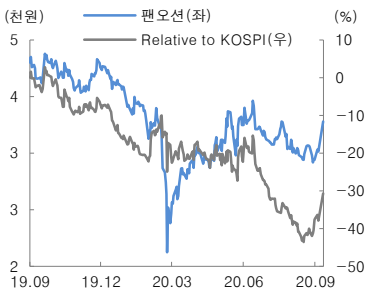
6개월 목표주가 5,500
유지

현재주가 3,820
(20.10.05) 운송업종

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	2,042십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	535십억원
52주 최고/최저	4,715원 / 2,085원
120일 평균거래대금	86억원
외국인지분율	11.43%
주요주주	하림지주 외 25 인 54.90% 국민연금공단 7.05%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.2	-1.0	29.1	-12.9
상대수익률	13.7	-9.7	-5.6	-25.3



소외된 우량주

투자이견 매수, 목표주가 5,500원 유지

- 팬오션의 2020년 3분기 실적은 시장 기대치를 충족시킬 것으로 전망함
- 2020년 3분기 평균 BDI는 9월 28일까지 1,516pt를 기록하여 전년동기대비 514.1pt(-25.3% yoy) 낮지만, 2분기 평균인 783pt대비로는 +93.5% 상승함
- 2020년 6월부터 급격히 반등하던 BDI는 계절적 비수기 진입 및 단기 급등에 따른 피로감으로 조정국면에 진입하였으나, 7월 중순~9월 말 1,200~1,700pt에서 비교적 안정적인 상황이 유지되고 있음
- 건화물 시장에 직접적인 영향을 주는 중국의 조강생산량은 2020년 2월 154.7백만 톤에서 2020년 8월 688.9백만톤까지 증가하였으며, 중국의 철광석 항만 재고량은 2020년 6월 12일 107.8백만톤에서 2020년 9월 25일 120.3백만톤까지 증가
- 상황 변동성의 완화와 안정적인 실적에도 불구하고 동사 주가는 12M Forward 기준으로 PER 8.0배, 2020년말 추정 BPS의 0.6배 수준으로 저평가된 상황임
- 임원진의 주식 매수와 주주가치제고 방안 고심 등으로 관심 가질 필요성 증대

2020년 3분기 영업이익 전년동기대비 매출액 +2.7%, 영업이익 +5.8% 예상

- 팬오션의 2020년 3분기 실적은 연결기준 매출액 7,009억원(+2.7% yoy), 영업이익 672억원(+5.8% yoy), 지배주주순이익 321억원(-41.4% yoy)로 전망함
- 부문별 실적은 [해운] 매출액 6,278억원(+6.2% yoy), 영업이익 671억원(+5.9% yoy) [곡물 및 기타] 731억원(-19.9% yoy), 영업이익 1억원(-30.4% yoy) 예상
- 해운 부문별 매출액은 1)벌크 5,192억원(+2.4% yoy), 2)컨테이너 671억원(+54.1% yoy), 3)탱커 370억원(+2.7% yoy)
- 동사의 2020년 2분기 운영선대는 220척(벌크 185척, 비벌크 35척)으로 추정됨

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	당사추정	3Q20(F)			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	682	683	703	701	2.7	2.6	717	743	20.1	6.0
영업이익	63	64	67	67	5.8	4.5	64	71	39.4	6.1
순이익	55	42	39	32	-41.4	-24.4	46	71	146.6	122.3

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,668	2,468	2,686	3,221	3,408
영업이익	204	210	241	298	318
세전순이익	149	148	165	250	279
총당기순이익	149	148	164	249	278
지배지분순이익	152	152	167	254	284
EPS	285	284	313	474	531
PER	15.6	16.0	10.6	7.0	6.2
BPS	4,946	5,400	5,713	6,187	6,718
PBR	0.9	0.8	0.6	0.5	0.5
ROE	6.1	5.5	5.6	8.0	8.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 팬오션, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경				(단위: 십억원, 원, %, %p)		
	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	2,701	3,221	2,686	3,221	-0.6	0.0
판매비와 관리비	87	102	86	102	-0.6	0.0
영업이익	242	298	241	298	-0.6	0.0
영업이익률	9.0	9.2	9.0	9.2	0.0	0.0
영업외손익	-76	-48	-76	-48	적자유지	적자유지
세전순이익	166	250	165	250	-0.9	0.0
지배지분순이익	169	254	167	254	-0.9	0.0
순이익률	6.1	7.7	6.1	7.7	0.0	0.0
EPS(지배지분순이익)	316	475	313	474	-0.9	0.0

자료: 팬오션, 대신증권 Research Center

팬오션 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
평균 KRW/USD		1,126	1,167	1,194	1,175	1,194	1,220	1,190	1,160	1,165	1,191	1,160
평균 BDI		798	995	2,055	1,562	592	783	1,510	1,410	1,352	1,074	1,455
매출액		535	632	682	619	559	683	701	743	2,468	2,686	3,221
% yoy		-32.1	-21.0	27.8	14.6	-25.8	-21.3	-26.5	-9.7	-7.5	8.8	19.9
영업이익		45	50	63	51	38	64	67	71	210	241	298
OPM		8.4	8.0	9.3	8.3	6.8	9.4	9.6	9.6	8.5	9.0	9.2
% yoy		2.2	0.9	10.3	-2.4	-15.9	27.3	5.8	39.4	3.0	14.5	23.7
사업부문별 매출액(십억원)												
해운	벌크	415	429	507	484	432	414	519	620	1,836	1,986	2,550
	컨테이너	59	61	44	56	56	68	67	65	219	256	260
	유조선	30	31	36	37	39	41	37	38	135	154	158
	해운기타(LNG, PCC 등)	7	8	4	5	4	3	4	5	24	17	17
	비벌크 합	96	100	84	98	98	112	109	108	377	427	435
	소계	511	529	591	581	531	526	628	728	2,213	2,412	2,985
곡물사업		34	121	96	45	32	169	93	42	296	337	351
임대 및 대리점 수익		30	32	33	37	38	50	33	38	132	159	158
합계		535	632	682	619	559	683	701	743	2,468	2,686	3,221
사업부문별 영업이익(십억원)												
해운	벌크	41	46	58	47	31	44	58	64	192	197	265
	컨테이너	4	4	2	1	2	8	5	3	10	19	14
	유조선(탱커)	1	0	3	3	4	10	4	3	7	21	17
	해운기타	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1	1
	비벌크 합	5	5	5	4	7	19	9	7	18	41	31
	소계	45	51	63	51	37	63	67	71	211	238	297
곡물사업		-1	-1	0	-1	-1	0	0	0	-3	-1	-1
합계		45	50	63	51	38	64	67	71	210	241	298
사업부문별 영업이익률(%)												
해운	벌크	9.8	10.8	11.5	9.8	7.2	10.7	11.1	10.4	10.5	9.9	10.4
	컨테이너	5.9	5.9	5.5	1.5	3.5	12.1	8.0	5.0	4.7	7.3	5.3
	유조선(탱커)	3.6	1.6	7.1	8.3	10.6	24.8	10.5	8.3	5.4	13.8	10.5
	해운기타	2.2	11.0	1.1	-6.8	12.0	9.5	3.9	3.5	3.0	6.7	4.4
	비벌크 합	5.0	5.0	6.0	3.7	6.6	16.6	8.7	6.1	4.8	9.6	7.2
	소계	8.9	9.7	10.7	8.7	7.1	12.0	10.7	9.8	9.5	9.9	9.9
곡물사업		-2.0	-0.7	-0.1	-0.8	-1.6	0.2	-0.2	-0.3	-1.0	-0.3	-0.3
합계		8.4	8.0	9.3	8.3	6.8	9.4	9.6	9.6	8.5	9.0	9.2
매출추정												
Dry Bulk(\$mn)		369	368	425	412	362	339	436	534	1,574	1,672	2,198
Dry Bulk(척)		158	173	160	145	167	174	185	198	636	724	808
Owned Ship	Handysize	9	9	9	9	9	10	11	11	36	41	48
	Handymax	13	14	14	15	16	16	16	18	56	66	76
	Panamax	12	12	12	12	11	11	12	14	48	48	56
	Capesize	27	27	27	28	29	29	31	32	109	121	135
	Sub total	61	62	62	64	65	66	70	75	249	276	315
Chartered Ship	Handysize	23	30	24	27	28	30	33	35	104	126	138
	Handymax	37	36	41	33	35	39	41	40	147	155	169
	Panamax	23	33	28	14	29	30	31	35	98	125	133
	Capesize	14	12	5	7	10	9	10	13	38	42	53
	Sub total	97	111	98	81	102	108	115	123	387	448	493
운항가능일수												
Bulk	사선	5,490	5,642	5,642	5,888	5,915	6,006	6,440	6,900	22,662	25,261	28,745
	용선	8,730	10,101	8,918	7,452	9,282	9,828	10,580	11,316	35,201	41,006	45,037
	소계	14,754	15,743	14,560	13,340	14,811	15,834	17,020	18,216	58,397	66,267	73,782
실제운항일수												
Bulk	사선	5,490	5,732	5,704	5,888	5,915	6,006	6,440	6,900	22,814	25,261	28,745
	용선	9,113	9,524	10,378	7,185	8,533	9,553	11,072	11,134	36,200	40,292	45,031
	소계	14,603	15,256	16,082	13,073	14,448	15,559	17,512	18,034	59,014	65,553	73,776

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,668	2,468	2,686	3,221	3,408
매출원가	2,390	2,180	2,369	2,821	2,982
매출총이익	278	288	327	400	426
판매비와관리비	74	78	86	102	108
영업이익	204	210	241	298	318
영업외수익	7.6	8.5	9.0	9.2	9.3
EBITDA	372	413	435	498	523
영업외손익	-55	-62	-76	-48	-39
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	12	18	16	17	17
외환평가이익	1	0	0	0	0
금융비용	-64	-67	-75	-54	-45
외환평가손실	9	12	12	12	12
기타	-3	-13	-17	-11	-11
법인세비용감산전순이익	149	148	165	250	279
법인세비용	0	-1	-1	-1	-1
계속사업순이익	149	148	164	249	278
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	149	148	164	249	278
당기순이익율	5.6	6.0	6.1	7.7	8.2
비자비자분포괄이익	-4	-4	-3	-5	-6
자비자분포괄이익	152	152	167	254	284
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	9	9	9	9
포괄순이익	250	239	256	340	370
비자비자분포괄이익	-4	-4	-5	-7	-7
자비자분포괄이익	254	243	261	347	377

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	285	284	313	474	531
PBR	15.6	16.0	10.6	7.0	6.2
BPS	4,946	5,400	5,713	6,187	6,718
PBR	0.9	0.8	0.6	0.5	0.5
EBITDAPS	696	772	814	931	979
EV/EBITDA	8.8	8.3	5.8	4.8	4.2
SPS	4,992	4,617	5,025	6,026	6,375
PSR	0.9	1.0	0.7	0.5	0.5
CFPS	713	785	788	948	996
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증/감	14.2	-7.5	8.8	19.9	5.8
영업이익 증/감	4.6	3.0	14.5	23.7	6.8
순이익 증/감	5.2	-0.6	11.1	51.5	11.9
수익성					
ROIC	5.9	5.7	6.2	7.5	7.8
ROA	5.1	4.9	5.4	6.6	6.7
ROE	6.1	5.5	5.6	8.0	8.2
안정성					
부채비율	54.8	53.6	42.9	39.7	32.7
순차입금비율	33.6	33.5	24.5	18.6	12.1
이자보상비율	3.7	3.8	5.3	7.1	9.6

자료: 팬오션, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	692	680	603	764	811
현금및현금성자산	209	255	220	332	358
매출채권 및 기타채권	145	135	148	179	192
재고자산	61	65	71	85	90
기타유동자산	277	224	163	167	172
비유동자산	3,427	3,775	3,780	3,880	3,974
유형자산	3,363	3,737	3,743	3,844	3,939
관계기업투자지급	2	2	2	2	2
기타비유동자산	62	35	34	34	33
자산총계	4,119	4,454	4,382	4,643	4,786
유동부채	671	709	518	578	491
매입채무 및 기타채무	203	184	195	221	230
차입금	28	0	0	0	0
유동상채무	353	430	225	256	156
기타유동부채	87	95	98	101	105
비유동부채	789	846	797	742	687
차입금	151	169	172	173	173
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	638	676	624	569	514
부채총계	1,459	1,555	1,315	1,321	1,178
자비자분	2,644	2,886	3,054	3,308	3,591
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	85	236	403	657	941
기타자본변동	82	174	174	174	174
비자비자분	17	13	14	15	16
자본총계	2,660	2,900	3,068	3,323	3,608
순차입금	894	970	752	616	436

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	268	405	430	510	555
당기순이익	149	148	164	249	278
비현금항목의 가감	233	272	257	258	254
감가상각비	168	203	195	200	205
외환손익	1	-1	0	0	0
자본법정손익	0	0	0	0	0
기타	63	70	63	58	49
자산부채의 증감	-53	51	52	43	53
기타현금흐름	-60	-66	-44	-39	-30
투자활동 현금흐름	-127	-213	-194	-294	-294
투자자산	21	-4	0	0	0
유형자산	-151	-217	-200	-300	-300
기타	4	7	6	6	6
재무활동 현금흐름	-149	-152	-219	14	-118
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	-2	8	0
장기차입금	-149	-134	5	-8	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-1	-18	-222	13	-118
현금의 증감	1	47	-35	112	25
기초 현금	208	209	255	220	332
기말 현금	209	255	220	332	358
NOPLAT	203	209	240	297	317
FCF	206	196	234	197	222

3Q20 Preview

대한해운
(005880)

양지환 jihwan.yang@daishin.com
이재수 jane.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지

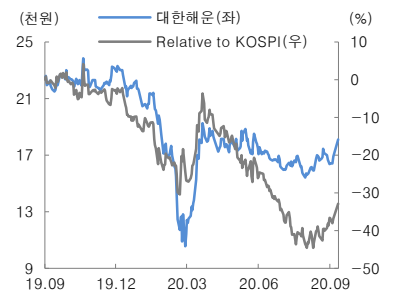
6개월 목표주가 25,000
유지

현재주가 18,100
(20.10.05)
운송업중

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	442십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	122십억원
52주 최고/최저	23,850원 / 10,550원
120일 평균거래대금	21억원
외국인지분율	5.63%
주요주주	에스엠하이플러스 외 7 인 55.35% 국민연금공단 9.76%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.8	4.6	31.2	-16.4
상대수익률	14.3	-4.5	-4.0	-28.4



LNG Carrier로 변신 중

투자이견 매수, 목표주가 25,000원 유지

- 대한해운의 2020년 3분기 실적은 당사의 직전 추정 및 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 예상
- 직전 추정 대비 실적이 감소할 것으로 추정한 이유는 2020년 3분기 인도 예정이었던 81,200DWT의 건화물선 2척 중 1척은 9월 25일 인도되었으나, 다른 한 척은 조선소의 사정에 따른 인도 연기되었기 때문
- 3분기 중 임시 주총을 통해 주식 액면 분할 및 신임 대표이사 선임을 결의 분할 신주는 10월 12일 상장 예정으로 액면분할은 유통주식수 확대에 따른 거래 활성화를 유도하기 위한 것으로 판단함
- 안정적인 전용선대의 운용을 통해 창출된 현금을 기반으로 Wet-Bulk쪽으로 사업 영역을 확대중으로, 2019년에 이어 2020년 8월에도 174,000 CBM LNG 2척에 대한 장기 대선 계약(7년간 약 3,600억원 규모)을 체결함
- 4척의 신조 LNG선은 2022년 8월부터~2023년 10월까지 14개월 간 순차적으로 인도될 예정임 이들 선박의 평균 대선 수익은 \$60,000/day로 연 매출액으로 환산할 경우 \$87.6mn(원화로 약 1,016억원, 1,160원/달러 기준)으로 추정

2020년 3분기 실적은 당사의 직전 추정치 대비 소폭 하회할 것으로 예상

- 대한해운의 2020년 3분기 실적은 연결기준 매출액 2,475억원(-5.7% yoy), 영업이익 319억원(-20.1% yoy), 지배주주순이익 45억원(-87.6% yoy) 예상
- 사업 부문별 매출액은 **해운** 1,803억원(-15.5% yoy), **무역** 225억원(-5.3% yoy), **기타, 건설 및 광산 등** 447억원(+15.5% yoy)

해운부문의 경우 1)벌크 1,117억원(-15.5% yoy), 2)LNG 384억원(-35.2% yoy), 3)탱커(유조선) 245억원(+164.1% yoy) 등으로 추정

(단위: 십억원, %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	당사추정	3Q20(F)			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	262	211	255	247	-5.7	17.4	250	250	-0.1	0.9
영업이익	40	35	36	32	-20.1	-10.0	34	33	76.5	4.5
순이익	36	-38	8	4	-87.6	흑전	9	29	113.2	558.4

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,285	1,006	939	975	1,074
영업이익	135	129	134	135	144
세전순이익	75	89	40	30	57
총당기순이익	78	101	39	29	56
지배주주순이익	76	91	36	27	52
EPS	313	371	146	110	211
PER	69.5	62.1	111.7	149.0	77.4
BPS	3,069	3,394	3,541	3,651	3,862
PBR	7.1	6.8	4.6	4.5	4.2
ROE	10.9	11.5	4.2	3.1	5.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 자료: 대한해운, 대산증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	962	995	939	975	-2.5	-2.0
판매비와 관리비	56	55	56	55	0.2	-0.8
영업이익	145	144	134	135	-7.4	-6.3
영업이익률	15.1	14.5	14.3	13.8	-0.8	-0.6
영업외손익	-94	-105	-95	-105	적자유지	적자유지
세전순이익	51	39	40	30	-21.7	-24.4
자비자분순이익	46	35	36	27	-21.7	-24.4
순이익률	5.2	3.9	4.1	3.0	-1.0	-0.9
EPS(자비자분순이익)	187	145	146	110	-21.7	-24.4

자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

대한해운의 분기별 실적 추정표

(단위: 십억원, %, \$mn, 천 DWT, \$/DWT)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
KRW/USD	1,126	1,167	1,194	1,176	1,194	1,220	1,190	1,160	1,165	1,191	1,160
BDIY Index	798	995	2,030	1,562	590	783	1,510	1,410	1,346	1,073	1,455
매출액	243	279	276	208	231	211	247	250	1,006	939	975
% yoy	-18.1	-16.8	-16.6	-37.7	-5.0	-24.3	-10.3	19.8	-22.4	-6.7	3.9
영업이익	42	34	44	9	34	35	32	33	129	134	135
OPM	17.2	12.3	16.0	4.1	14.6	16.8	12.9	13.3	12.8	14.3	13.8
% yoy	40.8	-1.0	36.3	-77.7	-19.4	3.4	-27.8	289.2	-4.6	4.3	0.4
사업부문별 매출액(십억원)											
해운	187	206	213	152	178	159	180	189	759	707	734
벌크	116	110	132	127	111	89	112	122	485	434	453
LNG	56	80	59	-3	36	40	38	37	192	151	157
탱커	5	4	9	11	25	25	25	24	30	99	101
컨테이너	10	12	13	17	6	6	6	6	51	23	24
무역업	23	25	24	14	16	11	22	14	87	63	65
제조업	1	1	0	0	7	8	8	8	1	31	35
기타	32	46	39	42	29	33	37	39	158	138	141
합계	243	279	276	208	231	211	247	250	1,006	939	975
사업부문별 영업이익											
해운	41	33	42	7	33	33	31	33	124	130	133
벌크	16	9	22	11	17	15	16	16	57	64	71
LNG	20	19	12	-16	5	7	5	7	35	23	26
탱커	-1	1	2	2	8	8	7	7	3	31	25
컨테이너	7	4	7	11	3	3	3	3	29	11	11
무역업	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
제조업	0	0	0	0	1	1	0	0	0	2	1
기타	0	1	2	2	-15	2	1	1	5	-12	2
합계	42	34	44	9	34	35	32	33	129	134	135
사업부문별 OPM(%)											
해운	22.2	16.0	19.7	4.9	18.5	20.8	17.4	17.3	63	74	72
벌크	13.5	8.1	16.5	8.4	15.2	17.0	14.5	13.0	46	60	63
LNG	35.2	24.0	19.6	548.5	13.1	17.6	13.5	18.0	627	62	66
탱커	-16.7	21.3	16.3	14.7	31.9	33.7	30.0	30.0	36	126	100
컨테이너	72.4	33.6	56.1	63.9	56.6	46.4	45.0	50.0	226	198	180
무역업	0.6	0.9	-0.3	-3.5	0.0	-2.3	1.5	1.5	-2	1	0
제조업	-34.0	-16.3	-333.3	0.0	11.6	9.2	3.0	3.0	-384	27	12
기타	1.3	2.4	5.5	3.8	-50.5	5.5	1.5	1.5	13	-42	5
합계	17.2	12.3	16.0	4.1	14.6	16.8	12.9	13.3	50	58	55
매출추정											
Bulk(\$mn)	103	95	111	108	93	73	94	105	416	366	390
Capacity	3,051	3,051	3,051	3,051	3,701	3,701	3,863	3,863	12,202	15,127	15,452
Average Revenue per DWT	34	31	36	35	25	20	27	32	136	104	118
Change % yoy	-36.6	-46.5	-31.4	-34.6	-25.4	-36.3	-25.6	-9.7	-37.5	-23.9	13.3
LNG	50	68	50	-2	30	32	32	32	165	126	136
Capacity	795	795	795	810	810	810	810	810	3,196	3,241	3,241
Average Revenue per DWT	63	86	62	-3	37	90	66	-3	208	190	199
Change % yoy	21.4	33.5	-2.1	-103.6	-40.6	5.0	5.0	5.0	-21.2	-8.8	5.0
Tanker	5	4	8	10	21	20	21	21	26	83	87
Capacity	150	742	742	1,042	1,342	1,342	1,342	1,342	2,675	5,366	5,366
Average Revenue per DWT	31	5	10	9	16	5	11	9	55	41	43
Change % yoy	-34.8	-89.6	-79.0	-82.1	-49.1	3.0	3.0	3.0	-71.9	-25.7	5.0

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,285	1,006	939	975	1,074
매출원가	1,096	826	748	785	870
매출총이익	189	180	190	190	204
판매비와관리비	54	51	56	55	60
영업이익	135	129	134	135	144
영업외수익	105	128	143	138	134
EBITDA	195	252	259	266	271
영업외손익	-60	-39	-95	-105	-87
관계기업손익	3	11	11	11	11
금융수익	5	7	6	6	6
외환평가이익	15	17	41	19	17
금융비용	-99	-101	-116	-121	-119
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	32	43	4	-1	16
법인세비용차감전순이익	75	89	40	30	57
법인세비용	3	12	-1	-1	-1
계속사업순이익	78	101	39	29	56
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	78	101	39	29	56
당기순이익율	6.1	10.0	4.1	3.0	5.2
비재계분순이익	2	11	3	2	4
재계분순이익	76	91	36	27	52
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	2	2	2	2
포괄순이익	107	117	55	45	72
비재계분포괄이익	3	11	4	4	6
재계분포괄이익	104	106	50	41	66

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	313	371	146	110	211
PER	69.5	62.1	111.7	149.0	77.4
BPS	3,069	3,394	3,541	3,651	3,862
PBR	7.1	6.8	4.6	4.5	4.2
EBITDAPS	797	1,033	1,059	1,088	1,111
EV/EBITDA	11.3	10.3	9.9	10.1	9.7
SPS	5,259	4,117	3,842	3,991	4,398
PSR	4.1	5.6	4.3	4.1	3.7
CFPS	585	1,087	1,217	1,377	1,403
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증감율	-15.8	-21.7	-6.7	3.9	10.2
영업이익 증감율	42.3	-4.6	4.3	0.4	6.6
순이익 증감율	-24.1	29.1	-61.5	-25.1	92.4
수익성					
ROIC	8.1	7.3	6.1	5.9	6.2
ROA	4.9	4.1	3.9	3.8	3.9
ROE	10.9	11.5	4.2	3.1	5.6
안정성					
부채비율	276.3	273.2	273.3	277.6	259.3
순차입금비율	211.3	220.1	223.2	229.6	213.0
이자보상비율	1.7	1.4	1.3	1.2	1.3

자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	498	420	405	401	417
현금및현금성자산	77	100	93	78	76
매출채권 및 기타채권	151	89	85	88	96
재고자산	66	59	55	57	63
기타유동자산	204	171	173	177	181
비유동자산	2,435	2,921	3,081	3,234	3,242
유형자산	1,722	2,014	2,121	2,221	2,174
관계기업투자지급	21	55	98	141	183
기타비유동자산	692	852	862	873	885
자산총계	2,933	3,341	3,486	3,635	3,659
유동부채	781	775	784	710	614
매입채무 및 기타채무	193	146	142	144	151
차입금	222	317	308	298	289
유동상채무	278	268	290	222	127
기타유동부채	89	44	44	45	46
비유동부채	1,372	1,670	1,769	1,962	2,027
차입금	183	206	374	634	762
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,190	1,464	1,395	1,328	1,265
부채총계	2,153	2,446	2,553	2,673	2,641
자본비율	750	829	865	892	943
자본금	122	122	122	122	122
자본잉여금	38	43	43	43	43
이익잉여금	330	394	429	456	508
기타자본변동	259	270	270	270	270
비재계분	30	66	69	71	75
자본총계	779	895	934	963	1,018
순차입금	1,647	1,970	2,084	2,211	2,169

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	258	351	246	272	275
당기순이익	78	101	39	29	56
비현금항목의가감	65	165	258	307	287
감가상각비	60	124	124	131	127
외환손익	-8	-1	-38	-1	-17
지분법평가손익	-3	-11	-11	-11	-11
기타	16	53	183	189	188
자산부채의증감	121	78	47	40	36
기타현금흐름	-5	8	-99	-104	-103
투자활동 현금흐름	-307	-473	-269	-269	-119
투자자산	9	-35	-43	-43	-43
유형자산	-260	-374	-230	-230	-80
기타	-56	-63	4	4	4
재무활동 현금흐름	79	136	451	453	293
단기차입금	61	86	-10	-10	-10
사채	-13	-32	0	0	0
장기차입금	214	143	168	260	128
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-183	-61	292	202	175
현금의증감	29	22	-7	-14	-2
기초 현금	48	77	100	92	78
기말 현금	77	100	92	78	76
NOPLAT	140	146	132	132	141
FCF	-76	-255	6	13	168

