

## SECTOR REPORT

## 운송



## 비중확대 (신규)

## [Analyst]

박광래 02-3772-1513  
 책임연구원 krpark@shinhan.com

## 저유가와 유통 산업 구조적 변화에 투자하자

## ‘비중확대’로 커버리지 개시, Top-picks는 CJ대한통운, 대한항공

투자 의견 '비중확대'로 커버리지를 시작한다. Top-picks로는 CJ대한통운(000120)과 대한항공(003490)을 제시한다. 1) 전방 산업 중 하나인 유통 산업 내 구조적 변화의 수혜를 받을 수 있고, 2) 저유가에 따른 유류비용 감소가 예상된다.

## 유통 산업 변화는 수요 증가를 자극하는 요인

글로벌 유통 산업에서의 구조적 변화는 육상운송과 항공 모두에게 수혜다. 중국이 유통 산업 변화를 주도한다. 중국 모바일 쇼핑 시장 규모는 2014년 1,335억달러(145조원)에서 2017년에 5,140억달러(560조원)까지 커질 전망이다.

중국 해외직구 매출액은 2014년 240억달러(26조원)에서 2017년 860억달러(93조원)까지 성장이 기대된다. 모바일 쇼핑과 해외직구 시장의 성장으로 관련업체들의 물류비 증가는 운송 업체들의 실적 증가로 이어질 전망이다.

## 저유가 기조로 비용 감소 효과 기대

2015년 6월 4일 기준 WTI(서부텍사스유) 국제 유가는 58.0달러/배럴이다. 2014년의 평균인 92.9달러/배럴 대비 37.6% 하락한 수준이다. 단기적인 유가 상승은 에너지 시장의 구조 변화보다는 미국 금리인상 이슈에 따른 움직임으로 판단한다. 2015년 제트유가는 78달러/배럴(-32% YoY)로 가정한다. 가정치 대비 제트유 1% 추가 하락 시 대한항공의 EPS(주당순이익)는 3.1% 상승이 예상된다.

## Coverage 종목 투자지표

| 종목명              | 투자의견 | 현재주가<br>(6월 4일, 원) | 목표주가<br>(원) | 상승여력<br>(%) |
|------------------|------|--------------------|-------------|-------------|
| CJ대한통운 (000120)  | 매수   | 189,000            | 250,000     | 32.3        |
| 대한항공 (003490)    | 매수   | 38,600             | 49,000      | 26.9        |
| 현대글로벌비스 (086280) | 매수   | 240,500            | 300,000     | 24.7        |

자료: 신한금융투자

## Contents

### 03 Investment Summary & Valuation

업종 투자의견 '비중확대' 제시

Top-picks: CJ대한통운, 대한항공

### 09 전방 산업의 구조적 변화는 운송 수요를 자극하는 요인

모바일 쇼핑 시장 성장, 미국은 연평균 36%, 중국은 116% 성장 예상

모바일 쇼핑 시장 성장은 관련 기업들의 물류비 증가를 이끌 전망

### 12 매크로 변수에 따른 이익 레버리지 효과 기대

유류비 감소로 항공업종의 이익 레버리지가 클 전망

### 13 산업별 전망

국내 택배: 2015년 택배 물동량 17.9억 박스(+10% YoY) 전망

항공: 여객과 화물 수요 모두 꾸준한 성장 기대

해운: 수급 밸런스 악화(공급 증가율 > 수요 증가율) 예상

### 19 Company analysis

CJ대한통운 (000120) - 매수 (신규), 목표주가 250,000원 (신규)

대한항공 (003490) - 매수 (신규), 목표주가 49,000원 (신규)

현대글로비스 (086280) - 매수 (신규), 목표주가 300,000원 (신규)

## Investment summary &amp; Valuation

## 업종 투자의견 '비중확대' 제시

## 투자포인트:

- 1) 저유가 기조로 실적 개선
- 2) 전방 산업에서의 구조적 변화를 통한 운송 수요 증가

운송업종에 대해 투자의견 '비중확대'를 제시하며 커버리지를 시작한다. 한국 운송업종 시가총액 비중은 2015년 6월 3일 현재 2.2%다. 2013년 대비 0.5%p 늘어난 수준이다. 시가총액 비중 증가세는 다음 두 가지 이유로 지속될 전망이다.

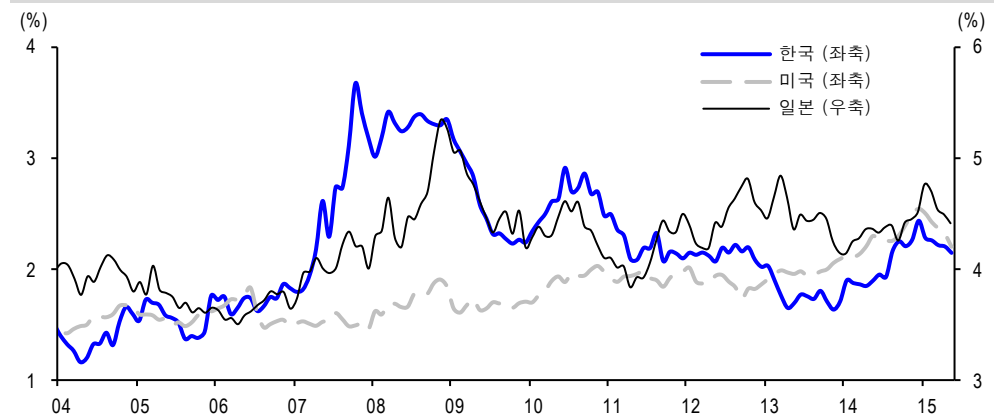
1) 저유가 기조가 지속될 전망이다. 유류비는 운송 업체들의 비용에서 가장 많은 부분을 차지한다. 국제 유가는 최근 반등하는 모습이나 에너지 시장에서의 구조적인 변화보다는 미국 금리 인상 시기 관련 이슈라 판단한다.

2) 운송 관련 소비 패턴의 변화(Outbound 항공 수요 및 택배 수요 증가)도 나타나고 있다. 가구당 운송 관련 평균 지출 금액은 2015년 0.6%, 2016년 4.0% 증가를 예상한다(2015년의 낮은 증가율은 2014년 8.7% 성장에 따른 역기적효과).

두 가지 투자 포인트는 대다수의 글로벌 운송업체들에게 공통으로 적용된다. 미국과 일본 등 선진국 시장에서의 운송 시가총액 비중은 2014년부터 상승하고 있다. 2013년 말 대비 미국과 일본의 운송 시가총액 비중은 각각 0.27%p, 0.39%p 증가했다.

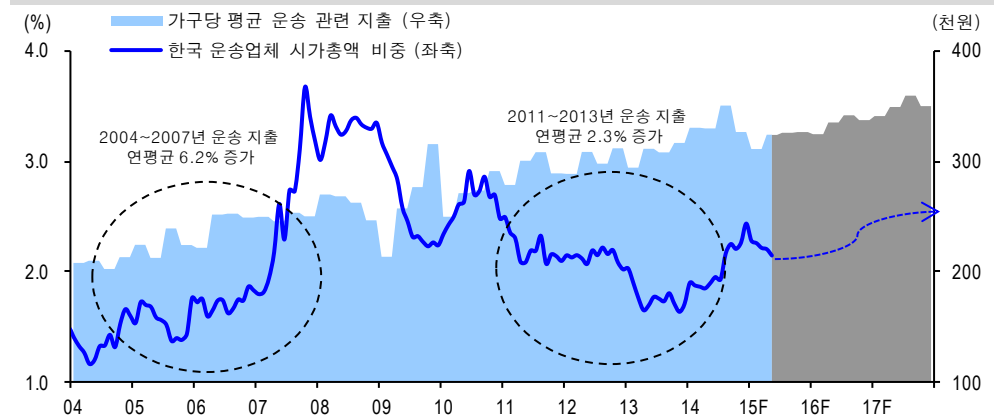
한국과 일본 운송업체들은 부침이 심했던 데 반해 미국 운송주의 비중은 안정적으로 증가하는 모습이다. 유가가 급등했던 2009년에도 미국 내 운송업체들의 시가총액 비중은 크게 감소하지 않았다. Fedex(종합물류사)와 같은 업체들이 글로벌 네트워크 활용을 통해 운영 효율을 증대시켜 비용 절감에 성공했다. 항공과 육상운송 업체는 큰 내수 시장을 확보함으로써 수익성을 지켜냈다.

한국/미국/일본 운송업체 시가총액 비중 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

운송업체 시가총액 비중과 가구당 평균 운송 지출의 추이 및 전망



자료: 통계청, Bloomberg, 신한금융투자

운송 하위 업태 별 Top picks:

육상운송 - CJ대한통운

항공 - 대한항공

종합물류 - 현대글로비스

## Top-picks: CJ대한통운, 대한항공

Top-picks로는 CJ대한통운과 대한항공을 제시한다.

2015년 국내 택배 처리량은 전년대비 10% 이상 증가한 17.9억 박스가 예상된다. 택배 처리량 증가율이 2011년부터 한 자리 수로 내려가며 성장세가 둔화되는 듯 했으나 2015년에는 두 자리 수 성장을 회복할 전망이다. 전자상거래 및 직구(직접구매) 시장 확대가 택배 시장 성장을 견인하는 요소다.

CJ대한통운은 택배 시장에서 앞선 경쟁력을 보유하고 있어 투자 매력도가 높다. 최근 CJ대한통운의 택배 물량 증가율은 시장 평균 뿐만 아니라 상위 3사 평균도 상회하고 있어 점유율 상승이 기대된다.

항공업은 매크로 변수에 대한 이익의 변동성이 크다. 가장 중요한 변수는 국제 유가다. 국제 유가는 2008년 금융위기 당시 수준으로까지 하락했다. 최근 단기적으로 반등하는 모습이 보이거나 중기적으로는 유가의 하향 안정화가 예상된다. 대한항공은 전체 비용에서 유류비가 차지하는 비중이 35% 수준이기 때문에 현 시점에서는 투자 매력도가 높다.

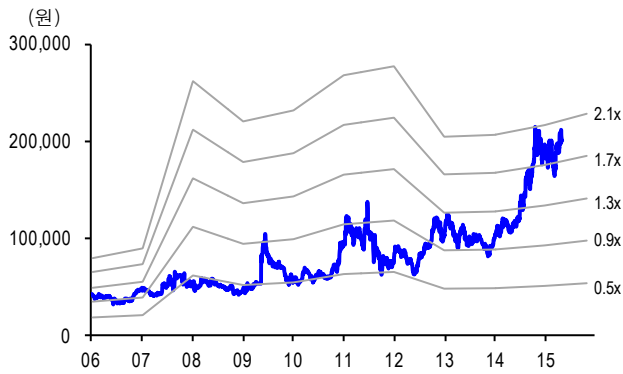
현대글로비스는 2016년부터 시작될 외형 성장세를 주목해야 한다. 1) 미주 대륙을 중심으로 한 CKD 매출 성장과 2) 현대기아차 완성차 수출 담당 비중 증가로 완성차 해상 운송(PCC) 매출 증가가 기대된다. 한국 내 다른 운송업체 대비 안정적인 수익성을 유지하고 있는 점은 투자 매력도를 높인다.

### 커버리지 요약

| (십억원)  |          |         |         | 2013     | 2014     | 2015F    | 2016F    | 2017F    |
|--------|----------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| CJ대한통운 | 투자 의견    | 매수      | 매출액     | 11,848.7 | 11,909.7 | 11,989.9 | 11,961.0 | 12,080.6 |
|        | 목표주가 (원) | 250,000 | 영업이익    | (19.6)   | 395.0    | 896.0    | 879.4    | 869.8    |
|        | 상승여력 (%) | 32.3    | 순이익     | (383.6)  | (457.8)  | 495.2    | 364.0    | 360.0    |
|        |          |         | PBR (x) | 0.7      | 1.4      | 1.2      | 1.1      | 1.0      |
|        |          |         | ROE (%) | (8.5)    | (20.3)   | 22.1     | 13.6     | 11.9     |
|        |          |         | BPS (원) | 42,025   | 33,197   | 35,300   | 40,463   | 45,570   |
| 대한항공   | 투자 의견    | 매수      | 매출액     | 12,861.3 | 13,922.0 | 14,714.3 | 15,984.6 | 18,190.2 |
|        | 목표주가 (원) | 49,000  | 영업이익    | 636.9    | 644.6    | 716.4    | 789.1    | 898.0    |
|        | 상승여력 (%) | 26.9    | 순이익     | 481.3    | 536.2    | 601.0    | 675.4    | 785.6    |
|        |          |         | PBR (x) | 3.7      | 3.9      | 2.6      | 2.2      | 1.9      |
|        |          |         | ROE (%) | 22.6     | 21.0     | 19.8     | 18.8     | 18.5     |
|        |          |         | BPS (원) | 62,236   | 73,895   | 87,921   | 103,932  | 122,382  |
| 현대글로비스 | 투자 의견    | 매수      | 매출액     | 3,795.0  | 4,560.1  | 4,887.7  | 5,292.7  | 5,811.4  |
|        | 목표주가 (원) | 300,000 | 영업이익    | 64.2     | 167.1    | 235.2    | 268.8    | 290.6    |
|        | 상승여력 (%) | 24.7    | 순이익     | (60.1)   | 59.5     | 106.0    | 155.1    | 168.5    |
|        |          |         | PBR (x) | 1.0      | 2.0      | 1.9      | 1.8      | 1.7      |
|        |          |         | ROE (%) | (2.5)    | 2.6      | 4.7      | 6.2      | 6.4      |
|        |          |         | BPS (원) | 97,222   | 98,141   | 102,912  | 109,528  | 116,825  |

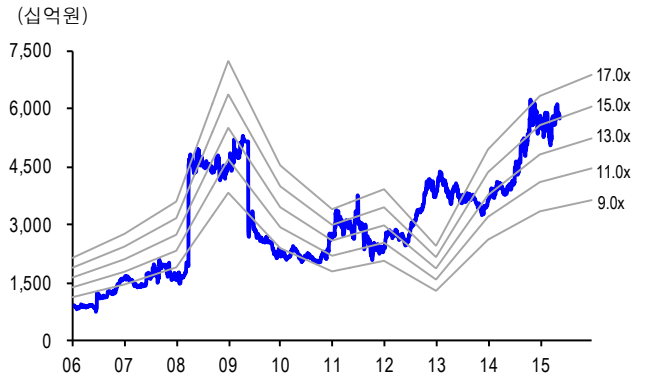
자료: 각 사, 신한금융투자 추정

## CJ대한통운 12개월 선행 P/B 밴드



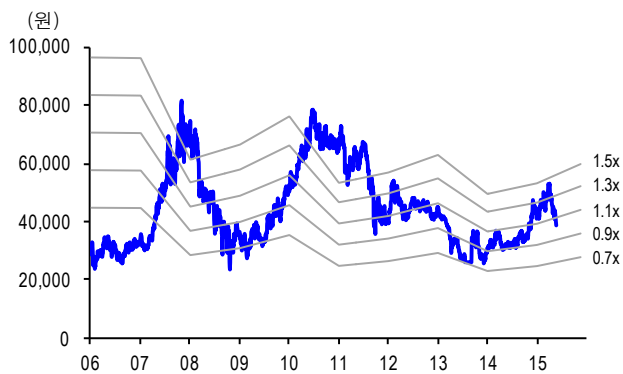
자료: QuantiWise, 신한금융투자

## CJ대한통운 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드



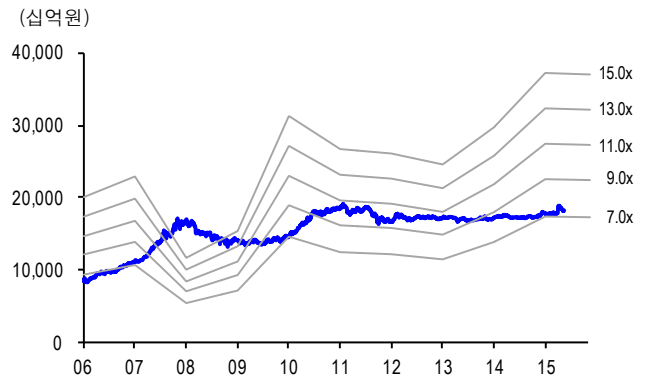
자료: QuantiWise, 신한금융투자

## 대한항공 12개월 선행 P/B 밴드



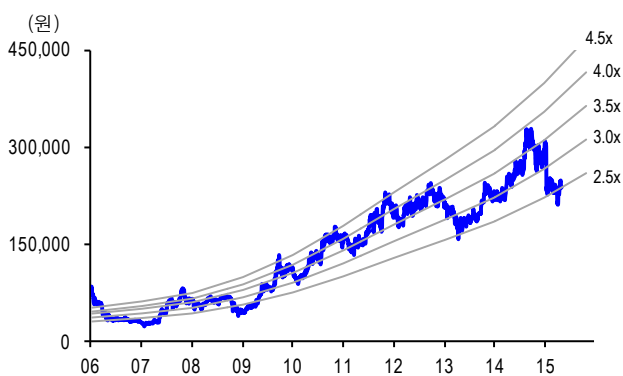
자료: QuantiWise, 신한금융투자

## 대한항공 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드



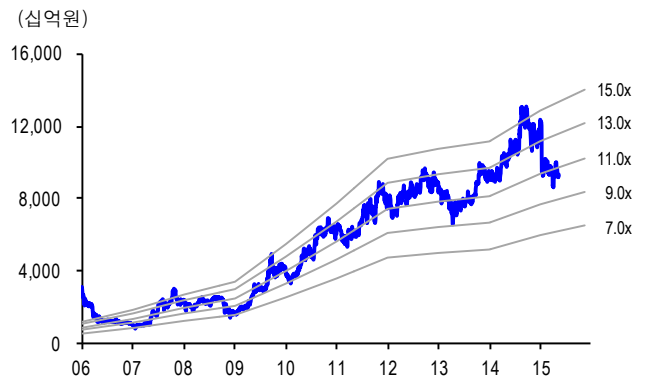
자료: QuantiWise, 신한금융투자

## 현대글로비스 12개월 선행 P/B 밴드



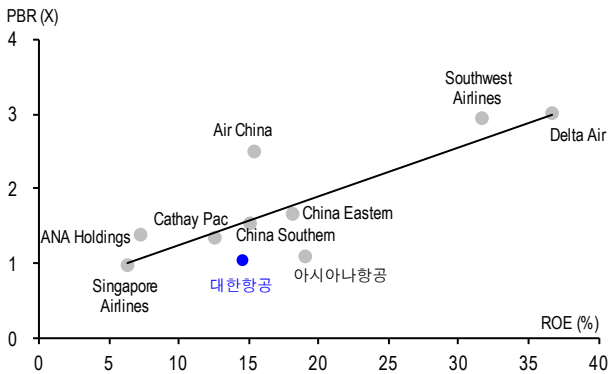
자료: QuantiWise, 신한금융투자

## 현대글로비스 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드



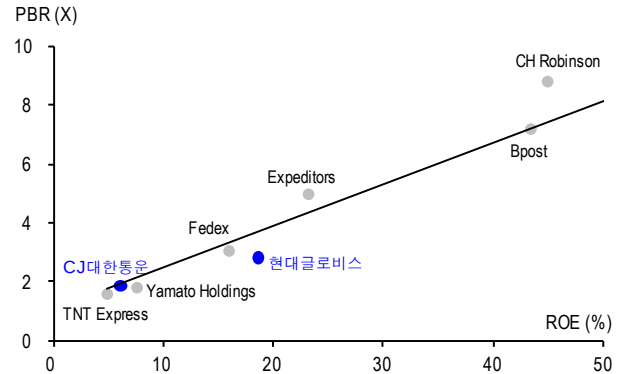
자료: QuantiWise, 신한금융투자

글로벌 항공사들의 PBR - ROE 비교 (2015년 예상 기준)



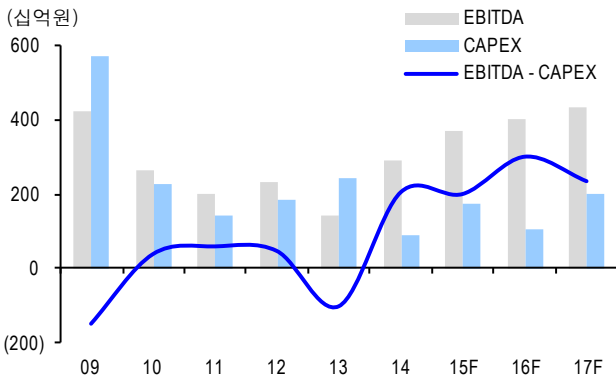
자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 물류업체들의 PBR - ROE 비교 (2015년 예상 기준)



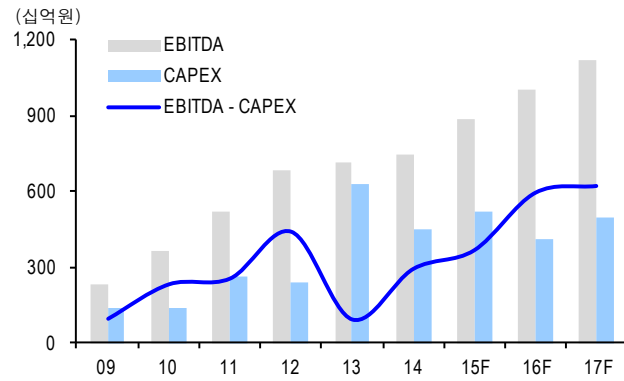
자료: Bloomberg, 신한금융투자

CJ대한통운의 EBITDA, CAPEX 추이 및 전망



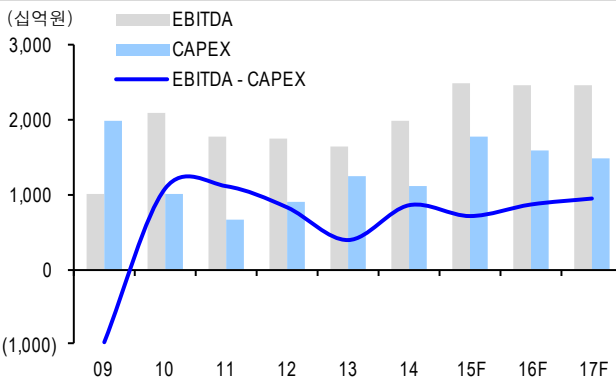
자료: FnGuide, 신한금융투자

현대글로벌비스의 EBITDA, CAPEX 추이 및 전망



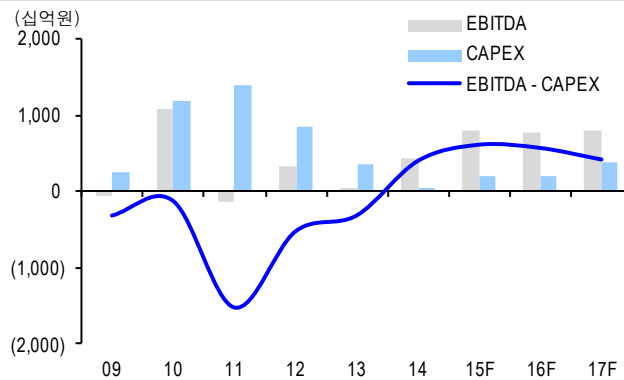
자료: FnGuide, 신한금융투자

대한항공의 EBITDA, CAPEX 추이 및 전망



자료: FnGuide, 신한금융투자

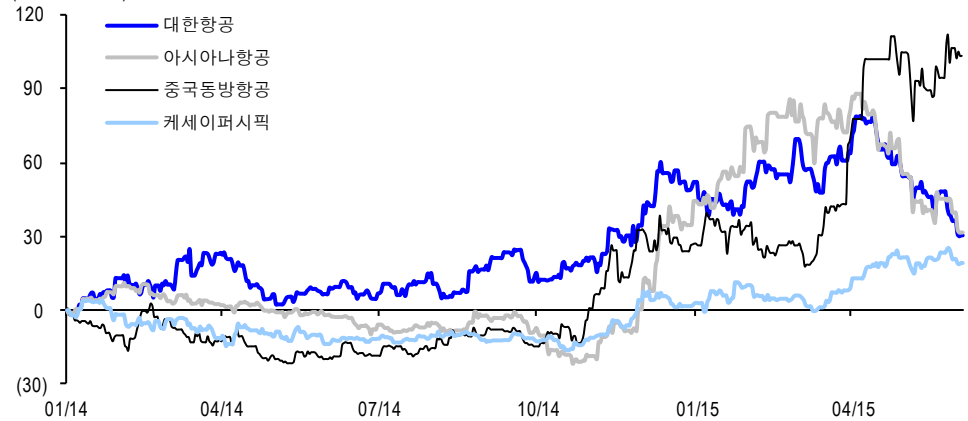
한진해운의 EBITDA, CAPEX 추이 및 전망



자료: FnGuide, 신한금융투자

## 아시아 항공사의 상대주가 추이

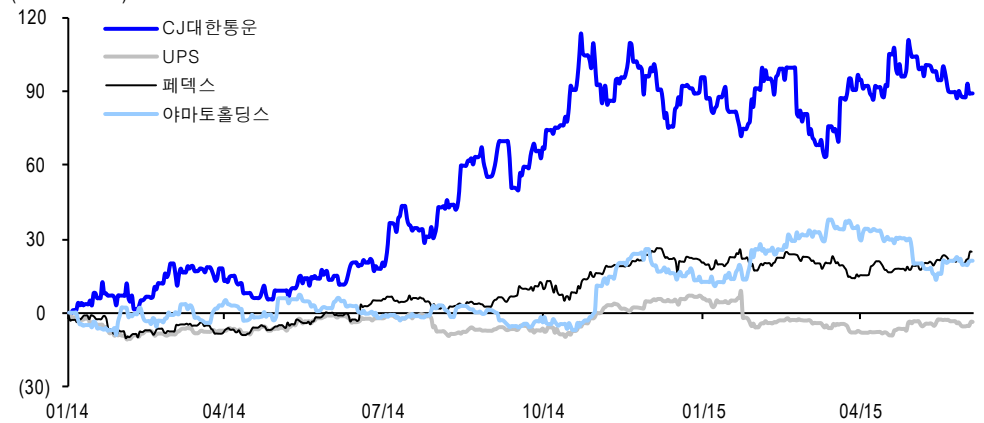
(2014/01/01=0)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

## 글로벌 물류사(택배)의 상대주가 추이

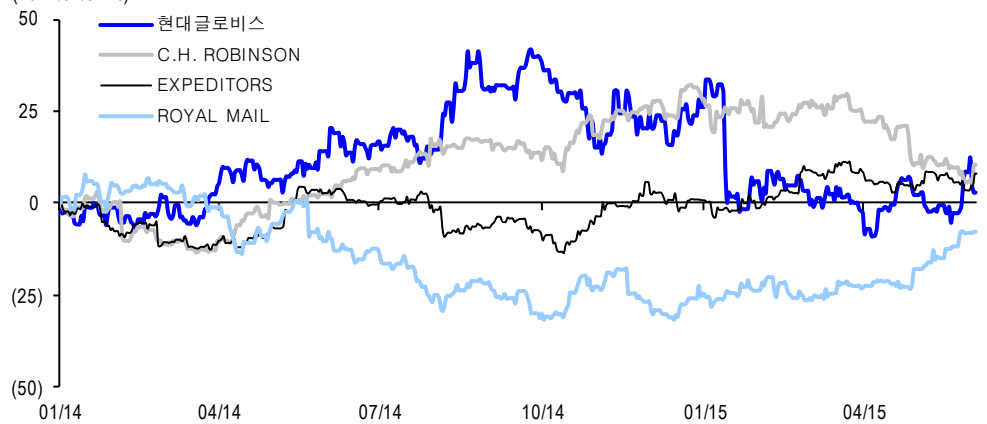
(2014/01/01=0)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

## 글로벌 물류사(종합물류)의 상대주가 추이

(2014/01/01=0)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

## CJ대한통운 주가 추이 및 주요 이벤트 정리



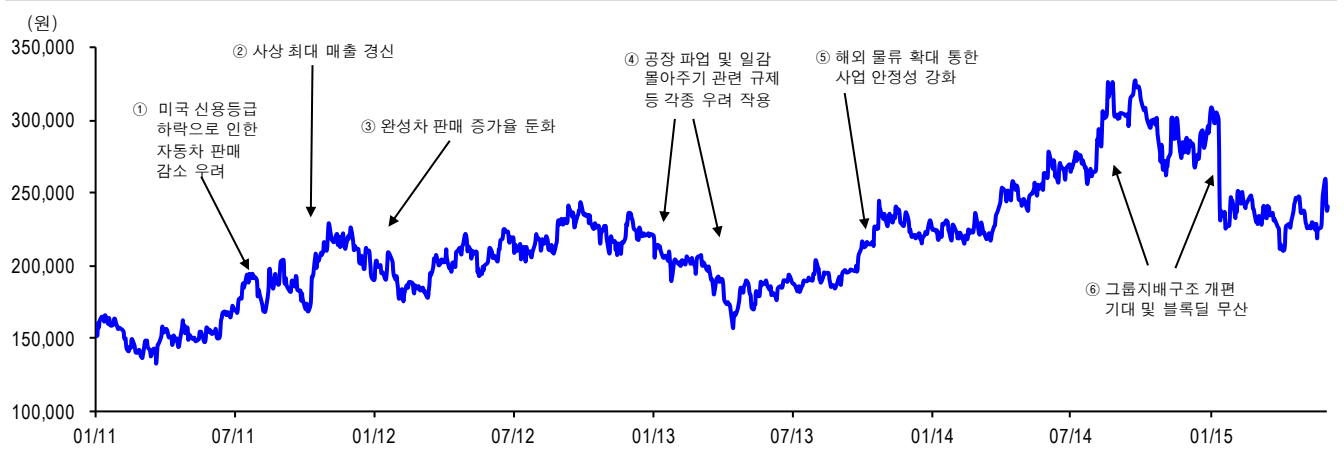
자료: QuantiWise, 신한금융투자

## 대한항공 주가 추이 및 주요 이벤트 정리



자료: QuantiWise, 신한금융투자

## 현대글로벌비스 주가 추이 및 주요 이벤트 정리



자료: QuantiWise, 신한금융투자



## 전방 산업의 구조적 변화는 운송 수요를 자극하는 요인

전자상거래 및 모바일 쇼핑  
시장 급성장 중  
- 글로벌 모바일 결제 시장  
연평균 52% 성장 전망

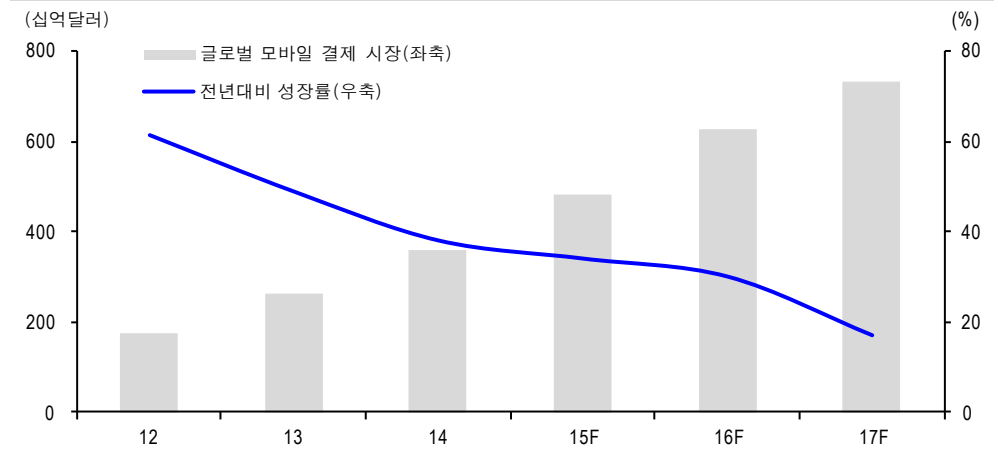
### 모바일 쇼핑 시장 성장, 미국은 연평균 36%, 중국은 116% 성장 예상

전자상거래 시장의 성장은 모바일 쇼핑이 주도하고 있다. 글로벌 모바일 결제 시장 규모를 통해 모바일 쇼핑 시장의 성장성을 가늠해볼 수 있는데 2009년 260억달러(29조원) 수준이었던 글로벌 모바일 결제 시장은 2017년 7,210억달러(796조원, 연평균 +52%)까지 성장할 전망이다.

2012년 248억달러(27조원) 규모였던 미국 모바일 쇼핑 시장은 연평균 36% 성장해 2017년에는 1,145억달러(126조원)로 커질 전망이다. 전체 구매에서 온라인 쇼핑이 차지하는 비중은 2012년 11%에서 2017년 27%까지 늘어날 전망이다.

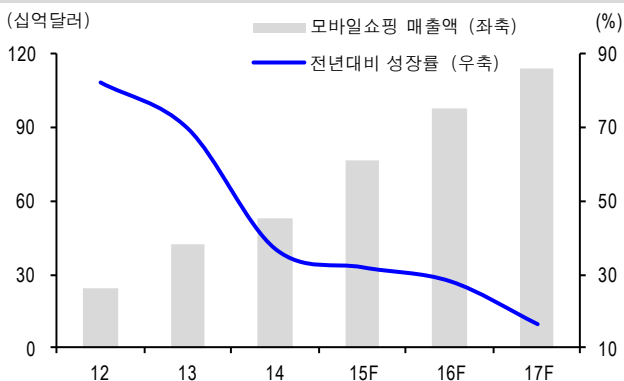
중국의 모바일 쇼핑 시장도 급격히 성장하고 있다. 2014년 모바일 쇼핑 규모는 8,282억위안(145조원)으로 2013년의 2,740억위안(49조원) 대비 202.3% 증가했다. 2017년에는 시장규모가 3.2조위안(560조원)으로 예상돼 2014년 대비 4배 수준으로 커질 전망이다.

글로벌 모바일 결제 시장 규모 추이 및 전망



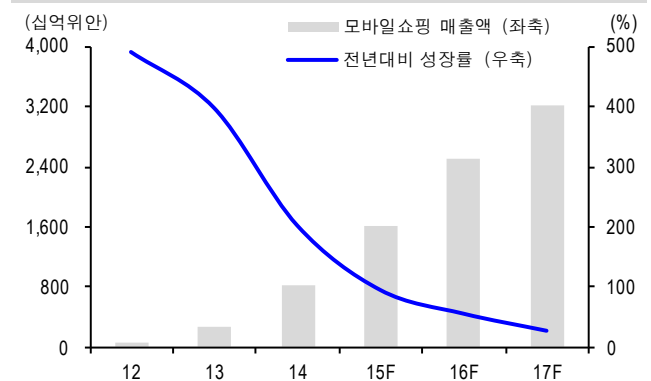
자료: Gartner, 신한금융투자

미국 모바일 쇼핑 거래 추이 및 전망



자료: eMarketer, 신한금융투자

중국 모바일 쇼핑 거래 추이 및 전망



자료: iResearch, 신한금융투자

한국 전자상거래 거래액은  
연평균 19% 성장 중  
→ 홈쇼핑 업체들의 물류비  
증가 요인

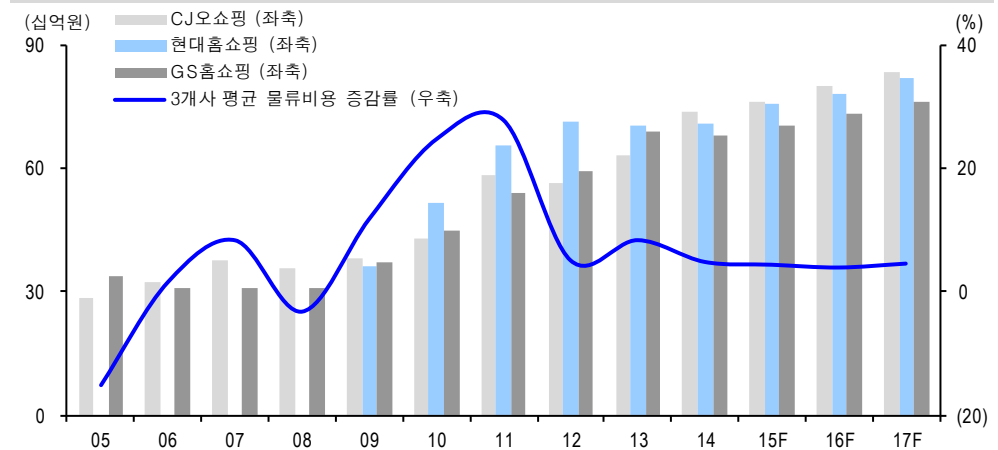
### 전자상거래 및 모바일 쇼핑 시장 성장은 관련 기업들의 물류비 증가를 이끌 전망

한국 전자상거래 거래액도 2004년 8조원에서 2013년 38조원으로 연평균 19% 증가하며 기존 오프라인 유통업체를 위협하고 있다. 이러한 전자상거래 시장의 성장은 결제가 이루어진 제품에 대한 물류 수요 증가를 수반한다. 전자상거래 활성화로 홈쇼핑 업체들의 물류비가 꾸준히 증가하고 있다. 전자상거래 관련 업체들의 물류비 증가는 운송 업체들의 수혜로 이어질 전망이다.

전자상거래 및 모바일 쇼핑 시장의 성장은 국내 뿐만 아니라 글로벌 해외직구 시장의 성장처럼 역외로도 영향을 미치고 있다. 전문배송대행업체 등장, 온라인 커뮤니티 활성화, 저렴한 가격으로 다양한 제품 선택이 가능하다는 점이 소비자들로 하여금 해외직구에 나서게 하고 있다. 중국은 해외직구 매출액이 2010년 25억달러(2.7조원)에서 2014년 240억달러(26조원)로 증가했고 2017년에는 860억달러(93조원)까지 성장이 기대된다.

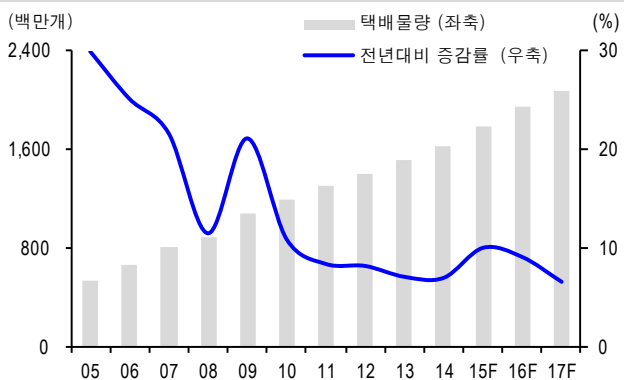
직구 시장의 성장에 따라 글로벌 온라인 유통업체들의 해외 배송 관련 비용이 늘어날 전망이다. 대표적인 해외 직구 관련 업체인 아마존(Amazon)은 제품의 국외 배송 관련한 아웃바운드 물류비용(Outbound Shipping Cost)이 꾸준히 늘고 있다. 2012년에는 아웃바운드 물류비의 증가율이 17%대로 하락했지만 글로벌 직구 시장의 성장과 함께 2013년부터는 다시 20% 증가율을 회복했다. 2016년까지도 20% 이상의 물류비 증가가 예상된다.

#### 국내 홈쇼핑 업체 물류비용 추이



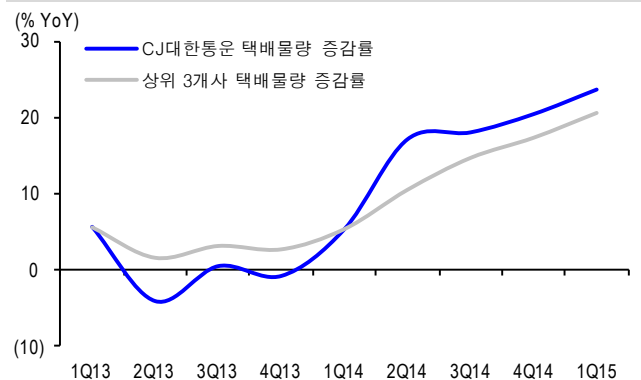
자료: 각 사 자료, 신한금융투자

#### 국내 택배물량 추이



자료: 물류협회, 신한금융투자

#### 국내 택배 상위 3개사 택배물량 증감률 추이



자료: CJ대한통운, 신한금융투자

한국 해외 직구 시장 규모  
2014년 1.7조원  
→ 2017년 4.3조원 예상

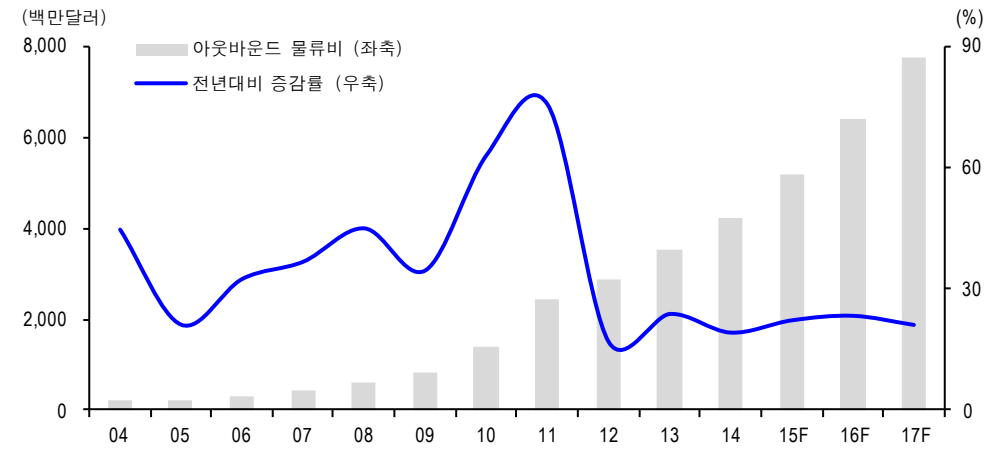
### 해외 직구 시장의 성장은 운송업체들에게 긍정적

아마존과 같은 글로벌 대형 유통 업체는 물류 시스템의 내재화를 진행하고 있어 관련 회사들의 물류비 증가가 운송 업체들의 실적 증가로 직결되진 않는다. 그러나 해외 직구 관련 물동량이 크게 증가하고 있어 자체적으로 소화하지 못하는 물량은 운송 업체로의 아웃소싱이 불가피할 전망이다. 해외 직구 시장의 성장으로 관련 중소 업체들의 시장 진입이 많아지고 있는 점은 운송 업체들에게 긍정적이다.

한국 해외 직구 시장 규모는 2014년 1조 6,900억원 수준으로 추산된다. 2017년에는 4조 3,280억원 규모로 성장이 기대된다. 해외 직구 시장 성장은 국내 항공사들의 국제 화물 수요 증가에도 영향을 미친다. 2014년 대한항공과 아시아나항공의 해외직구 관련 항공화물은 2.4만 톤과 1.8만톤을 기록하며 2013년 대비 각각 37%, 38.5% 증가했다.

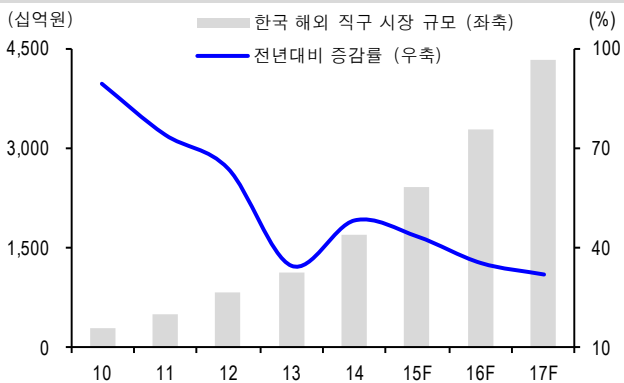
여객 부문에서는 저비용 항공사들과 힘겨운 싸움을 하고 있는 대한항공과 아시아나항공이지만 해외 직구 시장 성장과 함께 화물 부문에서는 오히려 경쟁력이 돋보일 전망이다. 다양한 기업들과의 네트워크가 바탕이 되어야 하고 저비용 항공사들은 화물 부문으로의 투자 여력이 현재로는 크지 않기 때문이다.

#### 아마존의 아웃바운드 물류비 추이 및 전망



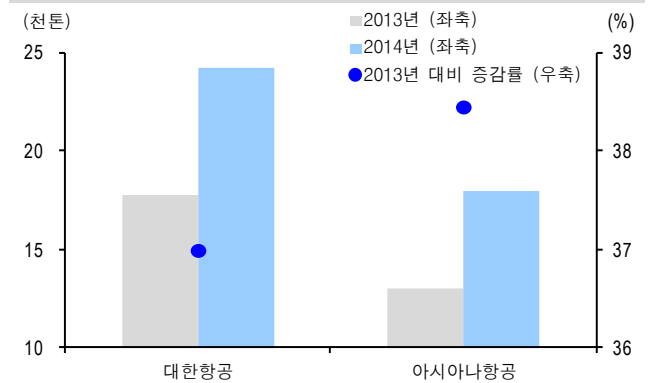
자료: 아마존, 신한금융투자

#### 한국 해외 직구 시장 규모 추이 및 전망



자료: 관세청, 신한금융투자 추정

#### 국내 항공사별 해외직구 항공화물 규모 비교



자료: 한국무역협회, 신한금융투자

## 매크로 변수에 따른 이익 레버리지 효과 기대

### 2015년 유가 하락, 원/달러 환율 하락, 금리 하락 예상

대한항공 전체 영업비용 중  
유류비 비중은 약 35%  
→ 제트유 1% 추가 하락 시  
EPS는 3.1% 상승이 예상

운송 산업 내 다른 업체보다 항공업종의 이익 레버리지가 클 전망이다. 대한항공은 전체 영업비용에서 34.9%를 유류비에 쓰고 있으며, 연간 제트유 소모량은 3,200만배럴이다. 2015년 제트유 가정은 78달러/배럴이며, 이는 2014년 평균 제트유 가격 대비 32% 낮은 수준이다.

가정치 대비 제트유 1% 추가 하락시 EPS는 3.1% 상승이 예상된다. 현대글로비스와 CJ대한통운은 유류비 비중이 작아 유가 변동이 EPS에 큰 영향을 미치지 않을 전망이다.

원/달러 환율이 10원 상승할 경우 대한항공의 연간 세전이익은 약 1,140억원 감소한다. 94억달러의 외화순부채를 가지고 있고 현금흐름 측면에서 연간 20억달러를 순지출하고 있기 때문이다. 현대글로비스와 CJ대한통운은 보유하고 있는 외화순부채가 적기 때문에 세전이익에의 영향은 미미하다.

대한항공의 연간 순이자비용은 4,200억원 수준이다. 현대글로비스(120억원), CJ대한통운(504억원)에 비해 많은 수준으로 금리 변화에 따른 세전이익 변동폭도 가장 클 전망이다.

#### 기업별 매크로 변수 영향 비교

|                          | 대한항공      | 현대글로비스   | CJ대한통운   |
|--------------------------|-----------|----------|----------|
| 유류비 비중 (영업비용=100)        | 34.9      | -        | -        |
| 연간 소모량                   | 3,200만 배럴 | -        | 13.8만 배럴 |
| 헷지 비중 (%)                | 30        | -        | -        |
| 유가 1달러 상승시 세전이익 증감 (십억원) | (34.6)    | 영향 크지 않음 | 영향 크지 않음 |
| 달러 수입 및 지출 (백만달러)        | 2,000     | -        | -        |
| 외화 순부채 (백만달러)            | 9,300     | 1,025    | (1,358)  |
| 환율 10원 상승시 세전이익 증감 (십억원) | 1,130     | (11)     | 14       |
| 순차입금 (십억원)               | 15,448.1  | 892.9    | 1,385.2  |
| 순이자비용 (십억원)              | 420.3     | 12.0     | 50.4     |
| 평균조달금리 (%)               | 2.7       | 1.3      | 3.6      |
| 변동금리부채 (십억원)             | 9,413.9   | 808.2    | 407.9    |
| 금리 1%p 상승시 세전이익 증감 (십억원) | 94.1      | 8.1      | 4.1      |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

#### 주요 매크로 변수 추이 및 전망

|                | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    | 2015F   | 2016F   | 2017F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| WTI (달러/배럴)    | 79      | 91      | 99      | 92      | 96      | 67      | 54      | 67      | 71      |
| 제트유 (달러/배럴)    | 88      | 105     | 122     | 125     | 125     | 87      | 78      | 81      | 90      |
| 회사채 3년물 금리 (%) | 5.65    | 4.20    | 4.12    | 3.31    | 3.40    | 2.44    | 2.00    | 2.05    | 2.10    |
| 원/달러 (평균)      | 1,276.4 | 1,156.3 | 1,108.1 | 1,126.9 | 1,095.0 | 1,053.2 | 1,088.8 | 1,055.0 | 1,083.9 |
| 원/달러 (연말)      | 1,167.6 | 1,138.9 | 1,153.3 | 1,071.1 | 1,055.3 | 1,099.2 | 1,070.0 | 1,040.0 | 1,082.4 |
| 원/100엔 (평균)    | 1,363.1 | 1,320.6 | 1,391.3 | 1,413.1 | 1,123.4 | 996.2   | 912.8   | 871.9   | 876.6   |
| 원/100엔 (연말)    | 1,262.8 | 1,397.1 | 1,485.2 | 1,247.5 | 1,004.7 | 920.1   | 891.7   | 852.5   | 860.6   |

자료: Bloomberg, 신한금융투자

## 산업별 전망

국내 택배물량은 2011~2014년  
7~8%대의 증가, 2015년  
두 자리수 성장 가능할 전망

### 국내 택배: 2015년 택배 물동량 17.9억 박스(+10% YoY) 전망

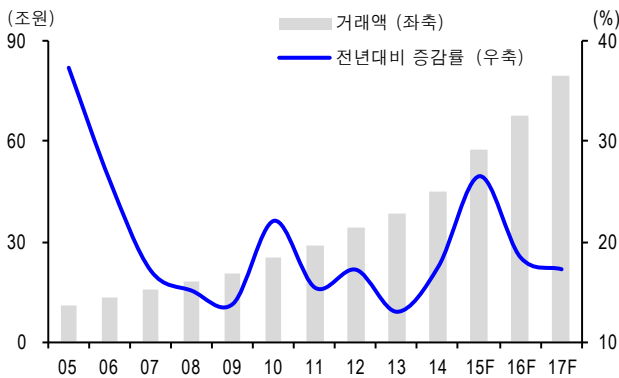
2014년 국내 택배박스 처리량은 전년대비 7.8% 늘어난 16.2억 박스였다. 택배박스 처리량은 2005~2010년에 두 자리 수 성장을 기록했다. 2011~2014년에는 7~8%대의 꾸준한 증가세를 시현했다. 2015년에는 다시 두 자리 수 성장세를 보이며 택배박스 처리량은 10% 늘어난 17.9억 박스를 기록할 전망이다.

2015년에도 온라인 쇼핑 시장의 성장이 택배 물량 증가를 견인하겠다. 온라인 쇼핑 거래액과 택배 물량 간에는 높은 상관성을 보이기 때문이다. 2014년 온라인 쇼핑물 거래액은 45.2조원(+17.5% YoY)을 기록했다. 2015년에는 57.2조원(+26.6% YoY), 2016년에는 67.8조원(+18.4% YoY)의 온라인 쇼핑물 거래액이 예상된다.

택배 시장 규모는 성장하지만 택배 업체 간 경쟁은 더욱 심화되고 있다. 10년 가까이 하락하고 있는 택배 단가가 이를 방증한다. 2004년부터 2014년까지 연평균 3.7%의 단가 인하가 있었다. 택배 단가가 낮다는 지적이 몇 년간 지속적으로 제기되었으나 '살아남기'라는 명제 하에서 '적정한 단가는 얼마인가'라는 질문은 부차적으로 치부되어 왔다.

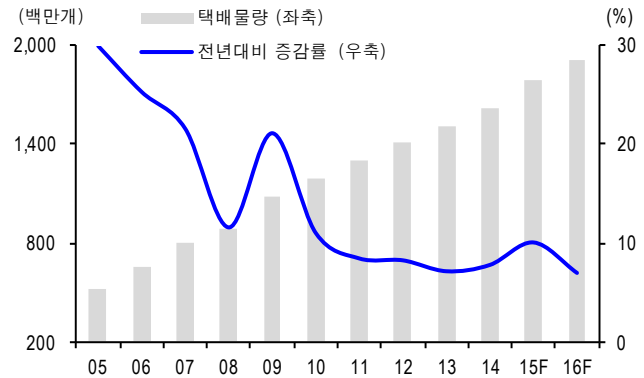
단가 인상이 생각만큼 쉽지는 않을 전망이다. 바, 상위 업체 중심의 M&A와 수익성 악화로 인한 하위 업체들의 도산은 불가피하다. 2014년 기준 국내 주요 택배업체들의 부채비율은 로젠택배 63.8%, CJ대한통운 99.2%, 한진 148.9%, 현대로지스틱스 201.1%로 로젠택배와 CJ대한통운의 재무건전성이 상대적으로 양호하다(KGB택배는 자본잠식). 산업 내 치킨게임이 과열될수록 재무건전성과 시장 지배력이 우수한 소수 업체들의 경쟁력이 돋보일 전망이다.

국내 온라인쇼핑물 거래액 추이 및 전망



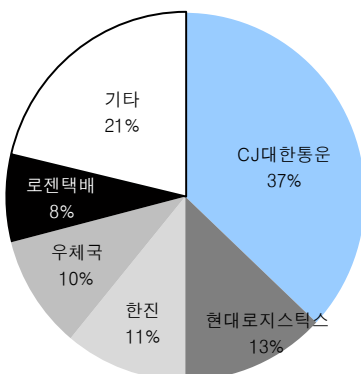
자료: 통계청, 신한금융투자

국내 택배물량 추이 및 전망



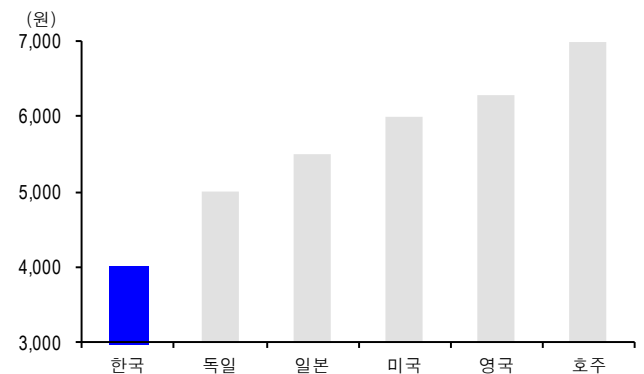
자료: 물류협회, 신한금융투자

국내 택배 시장 점유율 (2014년 기준)



자료: 물류협회, 신한금융투자

국가별 택배 단가 (2kg 기준)



자료: 각국 택배관련 협회 자료, 신한금융투자

2016년 5,690만명(+11% YoY),  
2017년 6,200만명(+9% YoY)  
항공 여객 수요 예상

### 항공 여객: 2015년 인천공항 여객 수송 5,150만명(+14.7% YoY) 전망

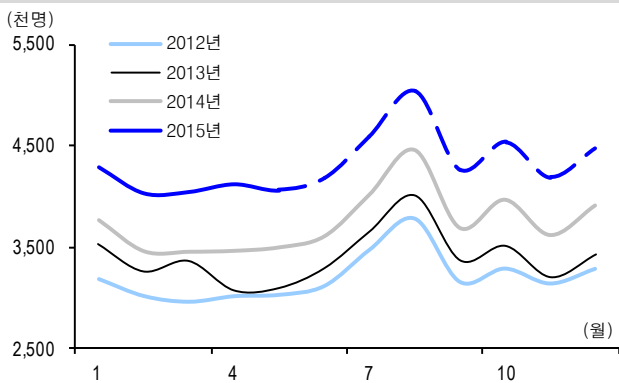
항공 여객 수요는 견조한 성장을 예상한다. 인천공항의 2015년 1~3월 누적 여객 수송은 1,238만명으로 전년동기 대비 16% 증가했다. 2015년 하반기에도 사상 최고치 여객 수송 수요 경신이 예상된다. 2015년 인천공항 연간 여객 수송은 5,150만명(+14.7% YoY)으로 전망한다. 여객 수요 성장세 지속으로 2016년 이후에도 여객 수요는 꾸준히 늘어날 전망이다. 2016년 5,690만명(+10.5% YoY), 2017년 6,200만명(+9.0% YoY)의 여객 수요가 예상된다.

출국자 수요는 2015년 전년대비 8.5% 증가한 1,744만명을 예상한다. 민간소비 회복과 원/달러 환율 하향 안정화 덕분이다. 입국자 수요도 성장이 지속될 전망이다. 2015년 입국자 수요는 전년대비 9.4% 늘어난 1,550만명을 기록하겠다.

엔화 약세로 인해 2012년 4분기부터 일본인 입국자는 꾸준히 감소 중이다. 그러나 전체 입국자의 60% 이상을 차지하는 중국과 기타 아시아 입국자의 증가가 전체 입국자 수요 성장을 견인할 전망이다.

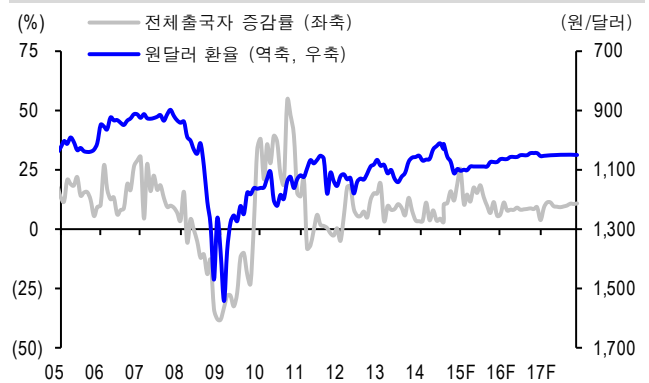
2010년부터 항공 수요가 구조적인 성장세를 보였음에도 불구하고, 대형 항공사의 수송 비중은 2010년 72%를 고점으로 지속 하락했다. 국내 양대 항공사는 여객 수요 성장의 수혜를 온전히 누리지 못했다. 여객 수송 시장의 경쟁이 치열해졌기 때문이다. 여객 수요 성장에도 불구하고, 수익성 개선은 제한적일 전망이다.

인천공항 월별 여객 수송 추이 및 전망



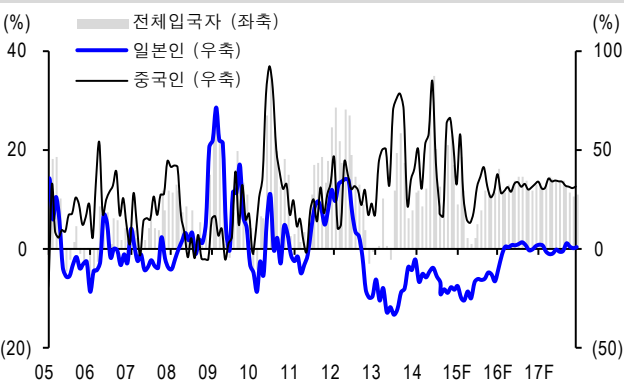
자료: 인천공항, 신한금융투자

출국자수, 원/달러 환율 추이 및 전망



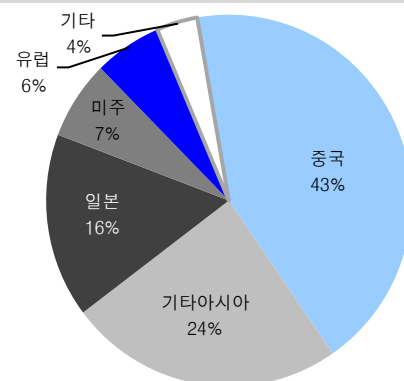
자료: 한국관광공사, Bloomberg, 신한금융투자

입국자 증감률 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 신한금융투자

국가별 입국자 비중 (2014년 기준)



자료: 한국관광공사, 신한금융투자

## 항공 화물: 美 서부항만 적체로 인한 수혜는 2015년 말까지 지속될 전망

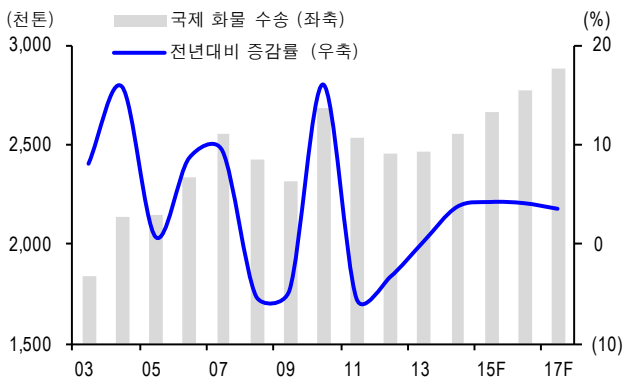
2015년 267만톤(+4.3% YoY),  
2016년 278만명(+4.2% YoY)  
항공 화물 수요 예상

2014년 인천공항의 화물 수송 수요는 255.7만톤으로 전년대비 3.8% 성장했다. 주요 선진국의 TV 교체 주기 도래로 인한 판매 증가와 UHD TV 시장 개화로 미주/유럽항 TV부품 화물 물량이 크게 늘었다. 2014년 칼라TV 부품 수출량은 전년대비 113% 증가했다. 한국 TV 경쟁력 확대는 디스플레이 수출에도 긍정적인 영향을 미쳤다. 2014년 액정 디바이스 수출량은 전년대비 151% 증가했다.

2014년의 성장세는 2015년에도 지속되고 있다. 2015년 1~3월 누적 인천공항의 항공화물 수송은 전년동기 대비 3.2% 증가했다. 2015년 2분기와 하반기는 2014년 2분기 세월호 사고 기저효과와 선진국 경기 회복, IT 신제품 효과 등으로 항공화물 수송량 증가세는 유지될 전망이다.

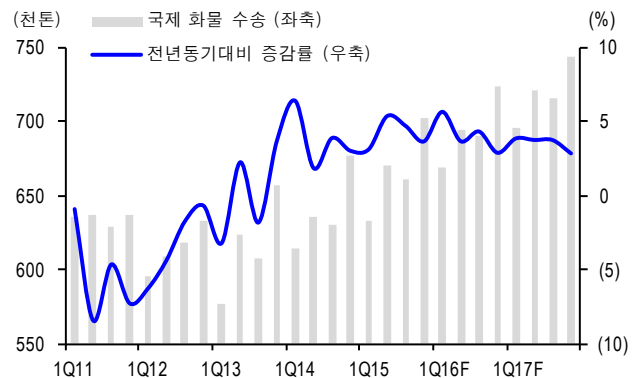
FTA 발효 역시 하반기 항공화물 수요 성장을 견인하는 요인이다. 2014년에 체결된 한-캐나다, 한-호주 FTA는 이미 발효되었다. 한-중 FTA는 국회 비준동의가 남아있어 정식 발효까지 진통이 예상되나 빠르면 2015년 말, 늦어도 2016년 중에는 발효될 전망이다.

인천공항 연간 화물 수송 추이 및 전망



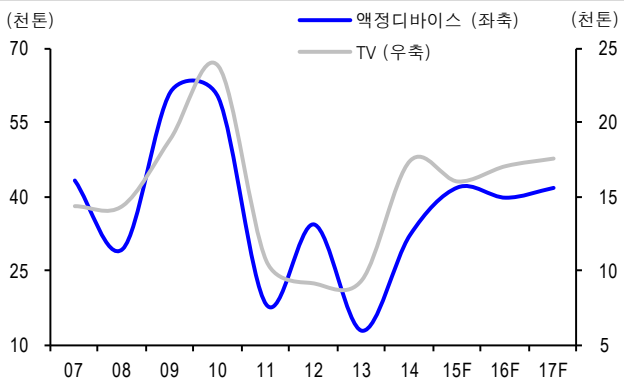
자료: 인천공항, 신한금융투자

인천공항 분기별 화물 수송 추이 및 전망



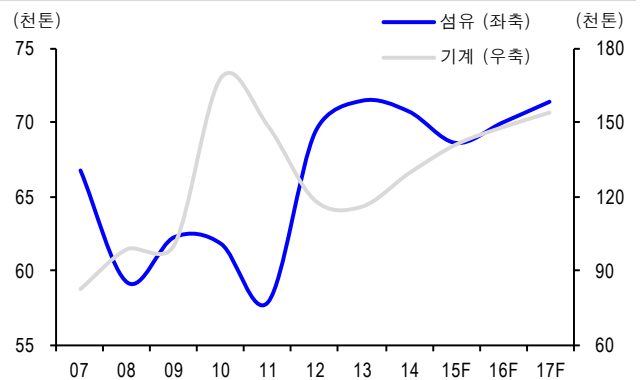
자료: 인천공항, 신한금융투자

주요 항공화물 수출 수송 추이 및 전망(액정디바이스, TV)



자료: 한국무역협회, 신한금융투자

주요 항공화물 수출 수송 추이 및 전망(섬유, 기계)



자료: 한국무역협회, 신한금융투자

## 컨테이너 해운: 물동량 증가에도 운임 인상폭은 제한적일 전망

2015년 물동량 증가율 6.0%,  
컨테이너 공급 증가율 6.2% 예상

2015년 물동량 증가율은 6.0%, 컨테이너 공급 증가율은 6.2%로 예상된다. Maersk와의 선대 규모 격차를 줄이기 위해 컨테이너 선사들은 초대형 컨테이너선 중심의 발주를 진행할 전망이다. 따라서 물동량 증가에도 불구하고 운임 인상폭은 제한적일 전망이다.

2014년 세계 1~3위 컨테이너 선사(Maersk, MSC, CMA-CGM) 운항동맹인 'P3' 출범이 주목을 받았으나 무산되었다. 2015년에는 P3에서 CMA-CGM이 빠진 '2M'이 출범했다. CMA-CGM는 중국의 CSCL, UAE의 UASC와 손잡고 'Ocean3'를 구성했다.

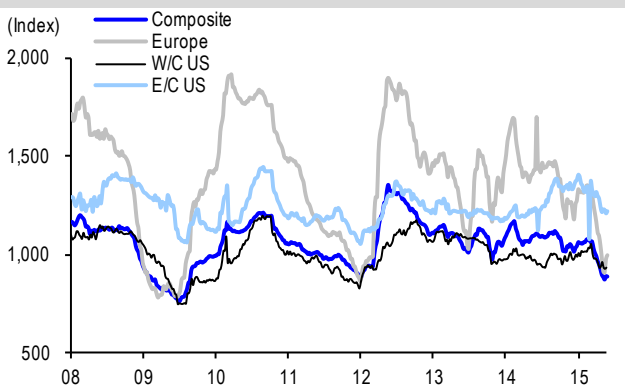
국내 업체의 경우 한진해운이 'CKYHE'에, 현대상선이 'G6' 운항동맹에 소속되어 있다. 글로벌 4대 운항동맹은 시장점유율 확대를 위해 선대 규모 확충에 나설 전망으로 동시에 운임 경쟁도 치열해질 것으로 예상된다.

컨테이너선 사이즈별 인도 추이 및 전망

| Size (톤) | 1,000 이하 | 1,000~1,999 | 2,000~2,999 | 3,000~4,999 | 5,000~7,999 | 8,000~11,999 | 12,000 이상 | 인도물량 (건) | %YoY   | 사이즈별 가중평균 인도물량 (천톤) | %YoY   |
|----------|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-----------|----------|--------|---------------------|--------|
| 1997     | 81       | 77          | 45          | 36          | 18          | 2            |           | 259      | 22.7   | 572                 | 24.2   |
| 1998     | 84       | 80          | 45          | 39          | 13          | 4            |           | 265      | 2.3    | 577.5               | 1.0    |
| 1999     | 42       | 44          | 23          | 8           | 10          | 4            |           | 131      | (50.6) | 298.5               | (48.3) |
| 2000     | 31       | 45          | 22          | 26          | 30          | 4            |           | 158      | 20.6   | 479.5               | 60.6   |
| 2001     | 17       | 42          | 42          | 21          | 62          | 1            |           | 185      | 17.1   | 671.5               | 40.0   |
| 2002     | 32       | 40          | 40          | 45          | 40          | 4            |           | 201      | 8.6    | 649.5               | (3.3)  |
| 2003     | 36       | 30          | 39          | 37          | 32          | 6            |           | 180      | (10.4) | 576                 | (11.3) |
| 2004     | 39       | 22          | 31          | 41          | 34          | 15           |           | 182      | 1.1    | 664                 | 15.3   |
| 2005     | 56       | 46          | 45          | 64          | 27          | 32           |           | 270      | 48.4   | 957                 | 44.1   |
| 2006     | 70       | 79          | 60          | 65          | 37          | 59           | 3         | 373      | 38.1   | 1432.5              | 49.7   |
| 2007     | 70       | 119         | 43          | 96          | 34          | 33           | 4         | 399      | 7.0    | 1291                | (9.9)  |
| 2008     | 67       | 124         | 61          | 96          | 37          | 49           | 2         | 436      | 9.3    | 1496                | 15.9   |
| 2009     | 30       | 60          | 31          | 89          | 30          | 30           | 5         | 275      | (36.9) | 1064                | (28.9) |
| 2010     | 21       | 43          | 18          | 84          | 36          | 38           | 25        | 265      | (3.6)  | 1338.5              | 25.8   |
| 2011     | 14       | 35          | 12          | 8           | 51          | 36           | 35        | 191      | (27.9) | 1236                | (7.7)  |
| 2012     | 15       | 48          | 7           | 20          | 39          | 35           | 43        | 207      | 8.4    | 1294                | 4.7    |
| 2013     | 4        | 33          | 8           | 17          | 58          | 49           | 34        | 203      | (1.9)  | 1408                | 8.8    |
| 2014     | 9        | 35          | 7           | 6           | 44          | 59           | 42        | 202      | (0.5)  | 1480                | 5.1    |
| 2015F    | 4        | 34          | 36          | 3           | 33          | 81           | 50        | 241      | 19.3   | 1780                | 20.3   |

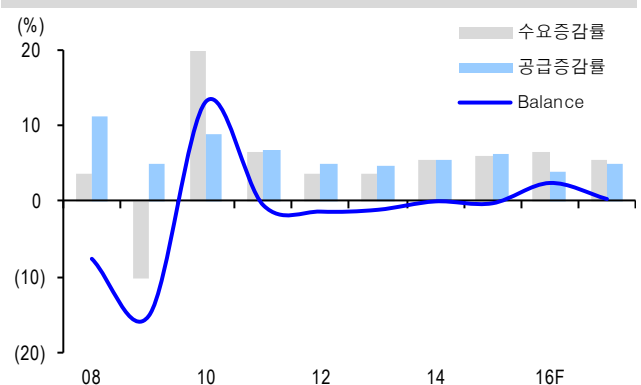
자료: Clarkson, 신한금융투자

컨테이너 운임지수 추이



자료: SSE, 신한금융투자

컨테이너 수급 밸런스 추이 및 전망



자료: Clarkson, 신한금융투자

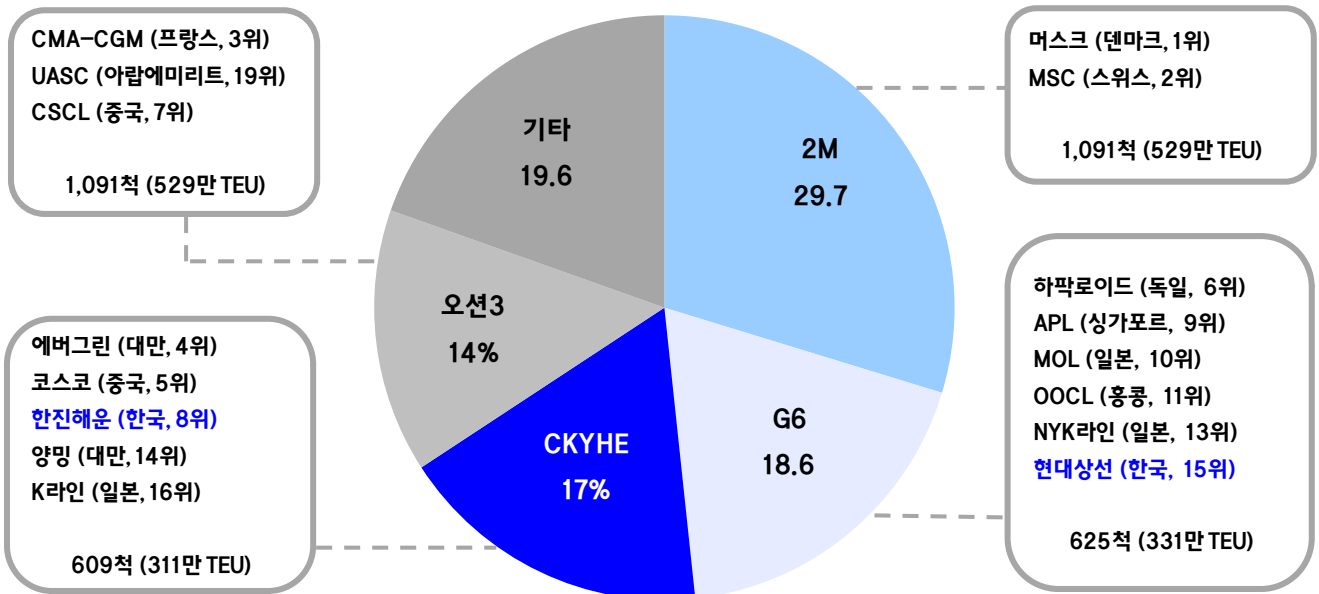


## 글로벌 20대 컨테이너 선사 현황

| (TEU) |             | 선대현황 (A)  |           |           |           |           | 2015F 이후<br>수주잔고 | 현 선대대비<br>(%) |
|-------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------------|---------------|
| 순위    | 선사          | 13        | 14        | 15F       | 16F       | 17F       |                  |               |
| 1     | Maersk      | 1,417,524 | 1,597,988 | 1,611,010 | 1,702,360 | 1,702,360 | 91,350           | 5.7           |
| 2     | MSC         | 914,448   | 1,016,939 | 1,021,334 | 1,021,334 | 1,021,334 | 0                | 0.0           |
| 3     | CMA-CGM     | 574,519   | 569,647   | 629,047   | 636,547   | 636,547   | 66,900           | 11.7          |
| 4     | China Shpg  | 429,767   | 535,715   | 593,015   | 593,015   | 593,015   | 38,200           | 7.1           |
| 5     | Hapag-Lloyd | 387,114   | 533,314   | 572,385   | 572,385   | 572,385   | 37,200           | 7.0           |
| 6     | Evergreen   | 476,676   | 517,016   | 551,048   | 551,048   | 551,048   | 25,524           | 4.9           |
| 7     | NOL/Apl     | 354,336   | 460,807   | 460,807   | 460,807   | 460,807   | 0                | 0.0           |
| 8     | COSCO       | 468,156   | 469,553   | 459,509   | 487,709   | 579,009   | 119,500          | 25.4          |
| 9     | OOCL        | 393,416   | 403,706   | 439,258   | 439,258   | 439,258   | 26,664           | 6.6           |
| 10    | Hamburg-Sud | 236,950   | 279,137   | 289,637   | 310,637   | 310,637   | 31,500           | 11.3          |
| 11    | PIL         | 233,087   | 261,975   | 289,198   | 289,198   | 289,198   | 19,445           | 7.4           |
| 12    | Hanjin      | 376,755   | 327,771   | 262,261   | 262,261   | 262,261   | 0                | 0.0           |
| 13    | UASC        | 214,618   | 229,118   | 395,618   | 486,918   | 486,918   | 228,800          | 99.9          |
| 14    | NYK         | 292,632   | 261,712   | 256,830   | 256,830   | 256,830   | 0                | 0.0           |
| 15    | K Line      | 288,707   | 267,105   | 314,815   | 314,815   | 384,165   | 138,700          | 51.9          |
| 16    | Mitsui OSK  | 263,250   | 242,665   | 233,476   | 233,476   | 233,476   | 0                | 0.0           |
| 17    | Yangming    | 261,348   | 221,333   | 244,643   | 244,643   | 244,643   | 18,648           | 8.4           |
| 18    | HMM         | 119,685   | 119,685   | 185,185   | 185,185   | 185,185   | 0                | 0.0           |
| 19    | Wan Hai     | 173,885   | 175,395   | 176,905   | 176,905   | 176,905   | 0                | 0.0           |
| 20    | Zim         | 150,798   | 140,511   | 137,482   | 137,482   | 137,482   | 0                | 0.0           |

자료: Clarkson, 신한금융투자

## 글로벌 해운 동맹 현황



자료: 한국선주협회, 신한금융투자

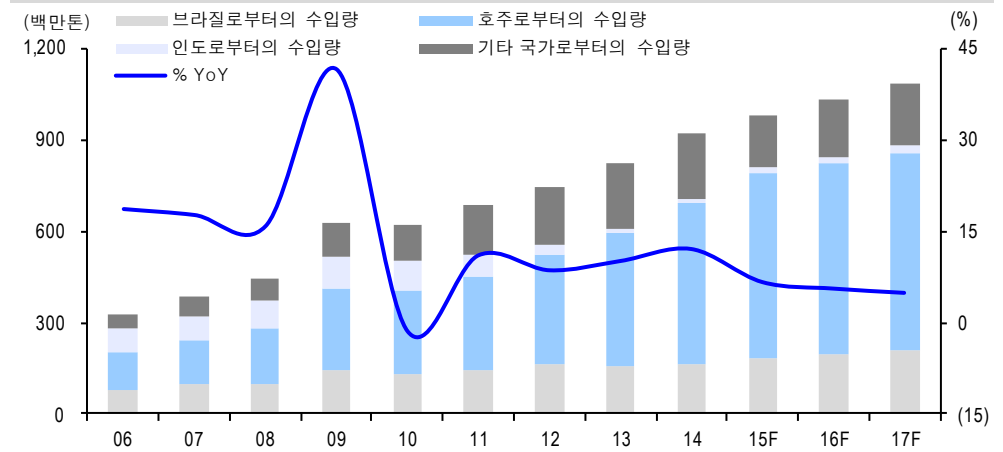
2015년 철광석 물동량 6.3%,  
제철용탄 2.1%, 유연탄 0.8%  
증가 예상

### 벌크 해운: 2015년 벌크 물동량 전년 대비 3.1% 증가 예상

2015년 벌크 물동량은 전년 대비 3.1% 증가를 예상한다. 벌크 해운의 30% 이상을 차지하는 철광석 물동량은 전년 대비 6.3% 증가하겠다. 2014년의 12.3%보다 증가세가 둔화되는 모습이다. 제철용탄(Coking Coal)과 유연탄(Steam Coal)은 전년 대비 각각 2.1%, 0.8% 증가를 전망한다.

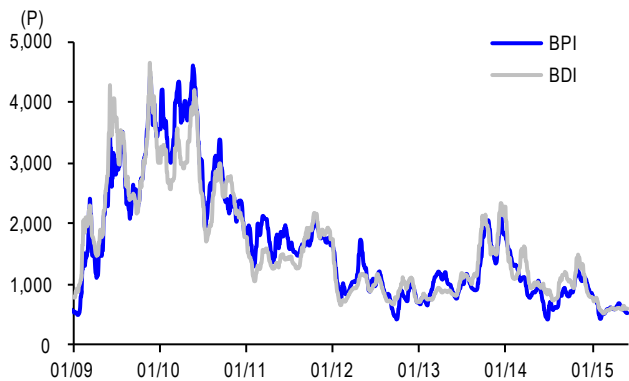
중국의 제조업 성장 추세가 한 풀 꺾이며 철강 산업 업황이 개선되지 못하는 데 따른 결과다. 중국 철강 명목소비량은 2014년 대비 0.6% 감소가 예상된다. 2015년 중국의 철광석 수입량 증가율은 전년 대비 6.6%에 그치겠다. 케이프사이즈(15만DWT이상 급) 선박 증가가 전년 대비 4.7%에 머물며 공급 증가폭이 둔화되는 점은 벌크 해운 업황에 긍정적이다.

#### 중국의 철광석 수입량 추이 및 전망



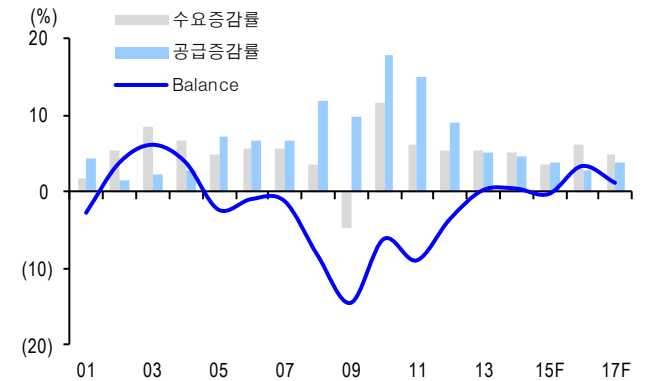
자료: 호주 통계청, Bloomberg, 신한금융투자

#### 벌크 운임지수 추이



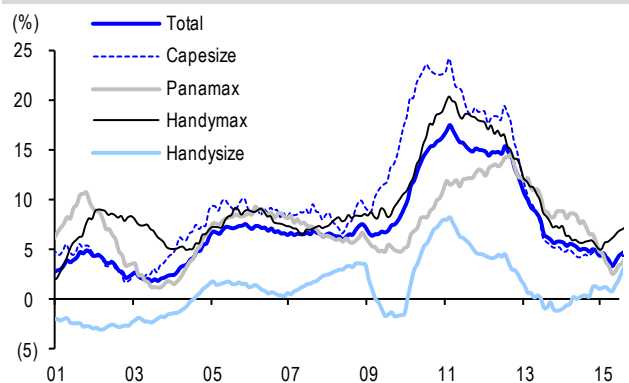
자료: Clarkson, 신한금융투자

#### 벌크 수급 밸런스 추이 및 전망



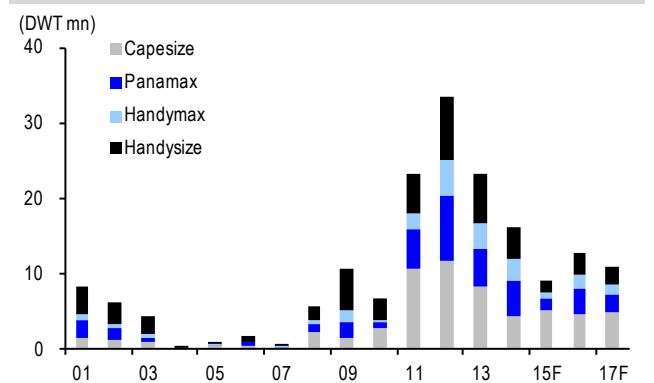
자료: Clarkson, 신한금융투자

#### 벌크선 사이즈별 선복량 증감률 추이



자료: Clarkson, 신한금융투자

#### 벌크선 해체 추이 및 전망



자료: Clarkson, 신한금융투자

# CJ 대한통운 (000120)

## 매수 (신규)

주가 (6월 4일) **189,000 원**  
 목표주가 **250,000 원 (신규)**  
 상승여력 **32.3%**

### 박광래

(02) 3772-1513

krpark@shinhan.com

|                |                     |
|----------------|---------------------|
| KOSPI          | 2,072.86p           |
| KOSDAQ         | 704.56p             |
| 시가총액           | 4,311.5 십억원         |
| 액면가            | 5,000 원             |
| 발행주식수          | 22.8 백만주            |
| 유통주식수          | 8.3 백만주(36.2%)      |
| 52 주 최고/최저가    | 214,000 원/111,500 원 |
| 일평균 거래량 (60 일) | 46,670 주            |
| 일평균 거래액 (60 일) | 8,883 백만원           |
| 외국인 지분율        | 11.57%              |
| 주요주주           | CJ제일제당 외 1 인 40.16% |
|                | 국민연금 7.03%          |
| 절대수익률          | 3 개월 10.2%          |
|                | 6 개월 -4.5%          |
|                | 12 개월 64.3%         |
| KOSPI 대비       | 3 개월 6.2%           |
| 상대수익률          | 6 개월 -8.5%          |
|                | 12 개월 59.2%         |

### 주가차트



## 택배에 대한 기대감을 가져도 좋다

투자 의견: 매수, 목표주가 250,000원으로 커버리지 개시

투자 의견: 매수, 목표주가 250,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 EV/EBITDA 밸류에이션으로 산정했다. 목표배수로는 직전 밴드 상단 수준인 17배를 적용했다. 적정 기업가치(Enterprise Value) 6.5조원에 순차입금 1.3조원을 차감한 결과 적정 시가총액은 5.2조원 수준이다.

2015년 매출액 4.9조원(+7.2% YoY), 영업이익 2,352억원(+40.8% YoY) 전망

2015년 매출액 4조 8,877억원(+7.2% YoY), 영업이익 2,352억원(+40.8% YoY)을 전망한다. 택배 매출액은 1.47조원으로 전년대비 13.2% 증가하겠다. 2015년 국내 택배 처리량은 전년대비 10% 증가한 17.9억개 기록을 예상한다. 택배 시장은 고성장세를 보이다가 2011년부터는 한 자리 수 성장세로 둔화되었는데 올해 재차 두 자리 수 성장이 가능하겠다. 전자상거래 고성장이 가장 큰 이유다. 2015년 전자상거래 예상 거래액은 57.3조원으로 전년대비 26.6% 증가가 예상된다.

2015년 1분기 기준 국내 택배 물량은 전년 대비 12.2% 늘어났고, 상위 3사(CJ대한통운, 현대로지스틱스, 한진)가 처리한 물량은 20.5% 증가했다. 상위 업체들의 택배 처리량 증가율은 시장 평균을 꾸준히 상회하고 있다. CJ대한통운의 택배 처리량 증가율은 상위 3사보다 높은 수준을 유지하고 있어 경쟁 심화 속에서도 시장 지배력이 강화되고 있는 점을 확인할 수 있다.

### 해외업체 M&A만 성사된다면 금상첨화

싱가포르 해운사 NOL의 물류 사업 부문인 APL Logistics 인수를 추진했으나 일본 물류 기업인 긴테츠월드윅스프레스(KWE)에 밀려 실패했다. 그러나 'Vision 2020'을 위한 장기 방향성은 바뀌지 않고 있다. 2020년까지 전체 매출의 70%를 해외에서 발생시키고, Global Top 5 물류업체로 발돋움한다는게 Vision 2020의 골자다. IKEA의 물류 협력 파트너사로의 선정, 중국 위엔통과의 협력을 통한 알리바바 물량 운송 등의 트랙 레코드를 쌓고 있어 글로벌 물류업체로의 성장에 긍정적이다. 해외업체 M&A 관련한 가시적인 성과가 단기간 내에 나온다면 주가 리레이팅도 가능할 전망이다.

| 12월 결산 | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 세전이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | 증가율<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) | 순부채비율<br>(%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|--------------|
| 2013   | 3,795.0      | 64.2          | (45.5)        | (55.8)       | (2,445)    | 적전         | 97,222     | (40.9)     | 26.9             | 1.0        | (2.5)      | 69.1         |
| 2014   | 4,560.1      | 167.1         | 86.5          | 57.3         | 2,510      | 흑전         | 98,141     | 78.1       | 20.3             | 2.0        | 2.6        | 60.7         |
| 2015F  | 4,887.7      | 226.0         | 127.1         | 103.9        | 4,556      | 81.5       | 102,697    | 41.5       | 15.7             | 1.8        | 4.5        | 57.2         |
| 2016F  | 5,292.7      | 258.0         | 185.3         | 146.8        | 6,436      | 41.3       | 109,133    | 29.4       | 14.2             | 1.7        | 6.1        | 48.7         |
| 2017F  | 5,811.4      | 290.6         | 199.7         | 166.5        | 7,297      | 13.4       | 116,431    | 25.9       | 12.8             | 1.6        | 6.5        | 43.8         |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## Valuation

### EV/EBITDA 밸류에이션으로 목표주가 산정, 목표배수는 17배

투자자의견 매수, 목표주가 250,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 EV/EBITDA 방식으로 산정했다. 2015년 6월 3일 주가는 EV/EBITDA 15배 수준이다. 주가는 실적 개선과 택배 시장 점유율 확대에 힘입어 21만원(EV/EBITDA 17배)대까지 상승했다. 그러나 밸류에이션 고평가 논란과 APL로지스틱스 인수 무산 등으로 16만원(EV/EBITDA 13배)대까지 하락했다.

1) 2015년 1분기 실적이 양호했고 2) 택배 시장 점유율이 꾸준히 상승하는 모습이며 3) 현재 상황에선 추가로 나올 악재가 없다고 판단하기 때문에 직전 고점인 EV/EBITDA 17배까지는 주가가 재차 반등할 수 있을 전망이다.

12개월 선행 EBITDA 3,841억원에 목표배수 17배를 곱하면 적정 기업가치(Enterprise Value) 6조 5,290원이 나온다. 여기에 순차입금 1조 3,093억원을 차감해주면 적정 시가총액인 5조 2,196억을 구할 수 있다. 주당 가치로는 250,000원 수준이다. 2015년 6월 3일 종가 189,500원 대비 31.9% 상승 여력이 있다.

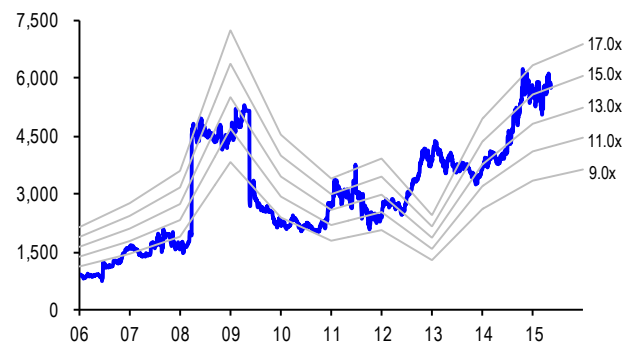
#### Valuation 컨센서스 비교

| 회사                | 시가총액<br>(백만달러) | 2015F (x) |      |           |         | 2016F (x) |      |           |         |
|-------------------|----------------|-----------|------|-----------|---------|-----------|------|-----------|---------|
|                   |                | PER       | PBR  | EV/EBITDA | ROE (%) | PER       | PBR  | EV/EBITDA | ROE (%) |
| UPS               | 91,071.0       | 19.5      | 23.6 | 10.1      | 160.2   | 17.6      | 21.7 | 9.5       | 250.6   |
| FEDEX             | 50,883.2       | 20.1      | 3.0  | 7.9       | 15.9    | 16.4      | 2.7  | 6.9       | 17.7    |
| YAMATO HOLDINGS   | 9,044.6        | 24.2      | 1.8  | 8.5       | 7.5     | 22.1      | 1.7  | 8.1       | 7.8     |
| TNT EXPRESS       | 4,719.1        | 29.7      | 1.9  | 9.9       | 6.1     | 22.5      | 1.8  | 8.4       | 8.5     |
| CJ대한통운            | 3,910.6        | 37.6      | 1.6  | 16.5      | 4.8     | 28.7      | 1.5  | 14.9      | 6.0     |
| BLUE DART EXPRESS | 2,200.7        | 88.4      | 19.9 | 67.9      | 20.6    | 88.8      | 36.9 | 47.4      | 41.6    |

자료: Bloomberg, 신한금융투자

#### CJ대한통운 EV/EBITDA 밴드

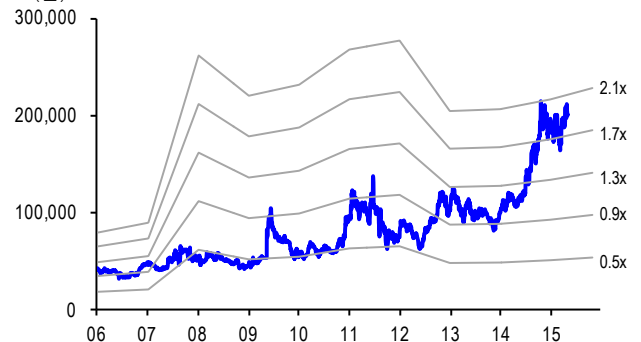
(십억원)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

#### CJ대한통운 PBR 밴드

(원)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

택배 물량 5% 변동 시  
매출액 1.1%, 영업이익 5.3%

CJ대한통운 택배 물량에 따른 영업 실적 민감도 분석 (2015년 기준)

| (십억원) | CJ대한통운 택배 물량 |         |          |         |         |
|-------|--------------|---------|----------|---------|---------|
|       | -10%         | -5%     | 7.07억 박스 | +5%     | +10%    |
| 매출액   | 4,776.1      | 4,831.9 | 4,887.7  | 4,943.5 | 4,999.3 |
| 영업이익  | 210.3        | 222.8   | 235.2    | 247.6   | 260.0   |
| 세전이익  | 104.7        | 117.2   | 129.6    | 142.0   | 154.4   |
| 순이익   | 84.5         | 95.2    | 106.0    | 116.7   | 127.4   |

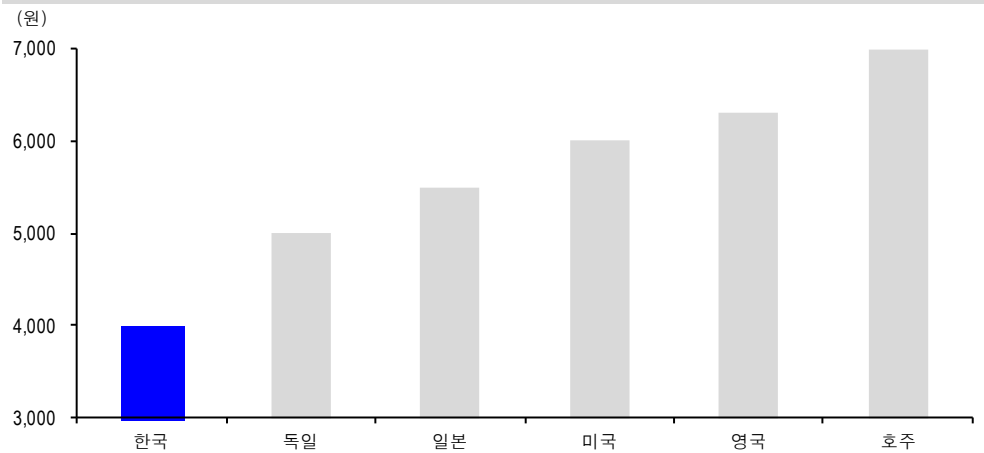
자료: 신한금융투자

영업 실적 추이 및 전망

| (십억원, %)            | 1Q14    | 2Q14    | 3Q14    | 4Q14    | 1Q15    | 2Q15F   | 3Q15F   | 4Q15F   | 2014    | 2015F   | 2016F   |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액                 | 1,076.4 | 1,118.5 | 1,134.3 | 1,230.9 | 1,181.3 | 1,202.8 | 1,207.0 | 1,296.7 | 4,560.1 | 4,887.7 | 5,292.7 |
| 1. 계약 물류            | 482.0   | 511.0   | 509.2   | 513.9   | 507.9   | 536.3   | 531.5   | 532.0   | 2,016.1 | 2,107.8 | 2,174.4 |
| (1) 계약 물류           | 414.6   | 436.1   | 453.1   | 443.6   | 435.4   | 466.7   | 463.9   | 460.9   | 1,747.4 | 1,826.9 | 1,886.4 |
| (2) 해운/항만           | 67.4    | 74.9    | 56.1    | 70.3    | 72.5    | 69.7    | 67.6    | 71.1    | 268.7   | 280.9   | 287.9   |
| 2. 택배               | 293.6   | 306.6   | 324.1   | 375.7   | 354.9   | 350.5   | 359.4   | 406.3   | 1,300.0 | 1,471.1 | 1,744.0 |
| 3. 포워딩              | 300.8   | 300.9   | 301.0   | 341.3   | 318.5   | 315.9   | 316.1   | 358.4   | 1,244.0 | 1,308.9 | 1,374.3 |
| 영업이익                | 27.7    | 39.0    | 41.2    | 59.2    | 47.6    | 54.1    | 53.0    | 71.3    | 167.1   | 226.0   | 258.0   |
| 1. 계약 물류            | 25.8    | 31.0    | 32.7    | 30.1    | 32.4    | 37.0    | 32.9    | 40.1    | 119.7   | 142.5   | 161.9   |
| 2. 택배               | 2.5     | 7.4     | 8.3     | 17.5    | 13.2    | 12.8    | 14.4    | 19.4    | 35.6    | 59.7    | 67.6    |
| 3. 포워딩              | (0.7)   | 0.7     | 0.1     | 11.6    | 2.0     | 4.3     | 5.7     | 11.7    | 11.8    | 23.7    | 28.6    |
| (영업이익률, %)          | 2.6     | 3.5     | 3.6     | 4.8     | 4.0     | 4.5     | 4.4     | 5.5     | 3.7     | 4.6     | 4.9     |
| 1. 계약 물류            | 5.4     | 6.1     | 6.4     | 5.9     | 6.4     | 6.9     | 6.2     | 7.5     | 5.9     | 6.8     | 7.4     |
| 2. 택배               | 0.8     | 2.4     | 2.6     | 4.7     | 3.7     | 3.6     | 4.0     | 4.8     | 2.7     | 4.1     | 3.9     |
| 3. 포워딩              | (0.2)   | 0.2     | 0.0     | 3.4     | 0.6     | 1.4     | 1.8     | 3.3     | 0.9     | 1.8     | 2.1     |
| 세전이익                | 3.8     | 14.6    | 19.6    | 35.6    | 15.3    | 30.3    | 29.3    | 45.4    | 73.6    | 120.4   | 181.8   |
| 순이익                 | 0.1     | 6.3     | 16.0    | 37.0    | 7.4     | 24.9    | 28.6    | 40.2    | 59.5    | 101.2   | 150.9   |
| 컨테이너 처리량 (백만TEU)    | 0.84    | 0.95    | 0.94    | 0.94    | 0.95    | 1.00    | 0.99    | 0.99    | 3.7     | 3.9     | 4.0     |
| (% YoY)             | 20.0    | 26.7    | 25.3    | 14.6    | 13.1    | 5.0     | 5.0     | 5.0     | 21.5    | 6.9     | 3.0     |
| 벌크 처리량 (백만톤)        | 27.3    | 26.9    | 26.9    | 27.3    | 27.9    | 27.7    | 27.7    | 28.1    | 108.3   | 111.4   | 114.7   |
| (% YoY)             | 25.1    | 19.1    | 16.7    | 9.3     | 2.3     | 3.0     | 3.0     | 3.0     | 17.3    | 2.8     | 3.0     |
| 전체 택배 상자 처리량 (백만상자) | 229.2   | 241.1   | 252.0   | 290.6   | 276.2   | 272.4   | 279.7   | 316.8   | 1,012.9 | 1,145.1 | 1,190.9 |
| (%YoY)              | 5.4     | 10.5    | 14.6    | 17.3    | 20.5    | 13.0    | 11.0    | 9.0     | 12.1    | 13.1    | 4.0     |
| CJ대한통운 택배 상자 처리량    | 137.2   | 147.6   | 154.3   | 178.4   | 169.8   | 168.7   | 173.0   | 196.1   | 617.5   | 707.5   | 849.0   |
| 시장점유율 (%)           | 59.9    | 61.2    | 61.2    | 61.4    | 61.5    | 61.9    | 61.8    | 61.9    | 61.0    | 61.8    | 71.3    |
| (% YoY)             | 5.5     | 17.2    | 18.1    | 20.5    | 23.8    | 14.3    | 12.1    | 9.9     | 15.5    | 14.6    | 20.0    |
| 택배 단가(원)            | 2,139.9 | 2,077.2 | 2,100.5 | 2,105.9 | 2,090.1 | 2,077.6 | 2,077.7 | 2,072.1 | 2,105.9 | 2,079.4 | 2,054.4 |
| (△ QoQ)             | 8.2     | (62.7)  | 23.2    | 5.5     | (15.8)  | (12.5)  | 0.1     | (5.7)   | -       | -       | -       |
| (△ YoY)             | 17.7    | 12.1    | 23.1    | (25.8)  | (49.8)  | 0.4     | (22.7)  | (33.9)  | 6.8     | (26.5)  | (25.0)  |

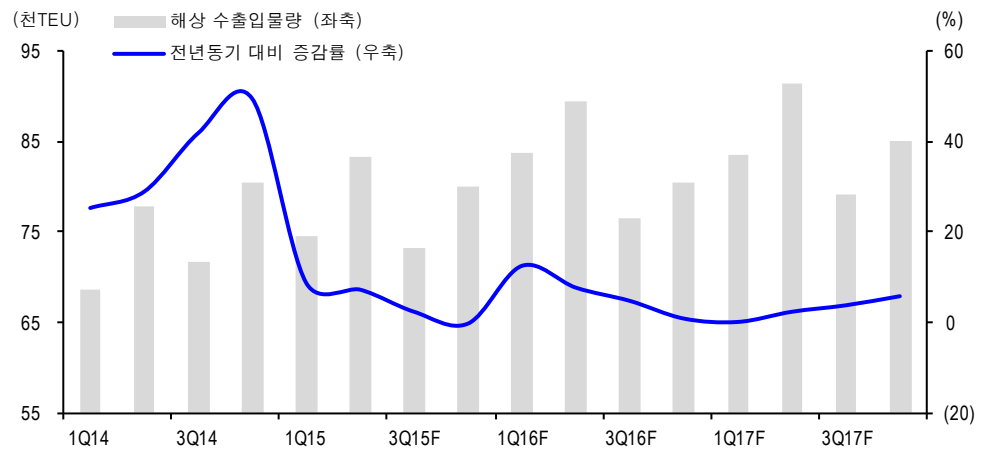
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 국가별 택배 단가 (2kg 기준)



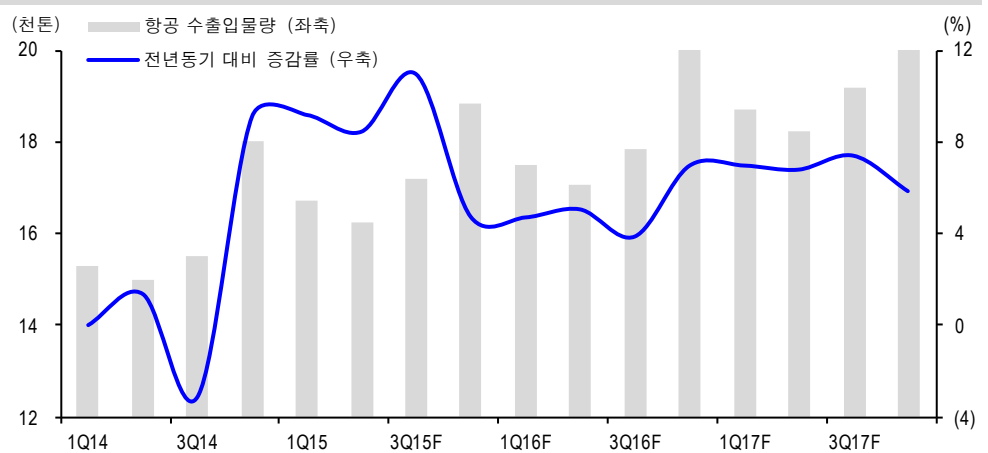
자료: 각 국 택배관련 협회 자료, 신한금융투자

## 해상 수출입물량 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 항공 수출입물량 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 부록 : 요약 재무제표

## 재무상태표

| 12월 결산 (십억원)     | 2013           | 2014           | 2015F          | 2016F          | 2017F          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>자산총계</b>      | <b>4,608.7</b> | <b>4,542.9</b> | <b>4,697.5</b> | <b>4,914.5</b> | <b>5,167.7</b> |
| 유동자산             | 1,329.7        | 1,264.5        | 1,367.5        | 1,598.4        | 1,777.2        |
| 현금및현금성자산         | 101.4          | 115.2          | 135.6          | 264.5          | 312.6          |
| 매출채권             | 693.6          | 750.7          | 804.6          | 871.3          | 956.7          |
| 재고자산             | 14.9           | 9.7            | 10.4           | 11.2           | 12.3           |
| 비유동자산            | 3,279.0        | 3,278.3        | 3,330.0        | 3,316.1        | 3,390.5        |
| 유형자산             | 1,816.5        | 1,793.2        | 1,864.7        | 1,868.6        | 1,958.0        |
| 무형자산             | 954.1          | 937.0          | 911.1          | 886.0          | 861.5          |
| 투자자산             | 53.8           | 82.8           | 88.8           | 96.1           | 105.6          |
| 기타금융자산           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>부채총계</b>      | <b>2,360.5</b> | <b>2,262.2</b> | <b>2,315.7</b> | <b>2,381.8</b> | <b>2,466.4</b> |
| 유동부채             | 957.0          | 870.0          | 913.1          | 966.5          | 1,034.8        |
| 단기차입금            | 249.0          | 217.2          | 217.2          | 217.2          | 217.2          |
| 매입채무             | 341.7          | 322.9          | 346.0          | 374.7          | 411.4          |
| 유동성장기부채          | 113.9          | 52.2           | 52.2           | 52.2           | 52.2           |
| 비유동부채            | 1,403.5        | 1,392.2        | 1,402.5        | 1,415.3        | 1,431.6        |
| 사채               | 488.6          | 538.8          | 538.8          | 538.8          | 538.8          |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 821.4          | 709.7          | 709.7          | 709.7          | 709.7          |
| 기타금융부채           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>자본총계</b>      | <b>2,248.2</b> | <b>2,280.7</b> | <b>2,381.8</b> | <b>2,532.7</b> | <b>2,701.3</b> |
| 자본금              | 114.1          | 114.1          | 114.1          | 114.1          | 114.1          |
| 자본잉여금            | 2,247.7        | 2,238.1        | 2,238.1        | 2,238.1        | 2,238.1        |
| 기타자본             | (531.4)        | (531.1)        | (531.1)        | (531.1)        | (531.1)        |
| 기타포괄이익누계액        | (11.7)         | (21.6)         | (21.6)         | (21.6)         | (21.6)         |
| 이익잉여금            | 399.2          | 439.3          | 543.3          | 690.1          | 856.6          |
| 지배주주지분           | <b>2,217.8</b> | <b>2,238.9</b> | <b>2,342.7</b> | <b>2,489.5</b> | <b>2,656.1</b> |
| 비지배주주지분          | 30.4           | 41.8           | 39.1           | 43.2           | 45.2           |
| *총차입금            | 1,678.5        | 1,531.7        | 1,532.7        | 1,533.9        | 1,535.4        |
| *순차입금(순현금)       | 1,552.8        | 1,385.2        | 1,363.6        | 1,233.1        | 1,183.1        |

## 현금흐름표

| 12월 결산 (십억원)        | 2013           | 2014           | 2015F          | 2016F          | 2017F          |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>영업활동으로인한현금흐름</b> | <b>(73.8)</b>  | <b>259.8</b>   | <b>205.5</b>   | <b>248.1</b>   | <b>264.3</b>   |
| 당기순이익               | (60.1)         | 59.5           | 101.2          | 150.9          | 168.5          |
| 유형자산상각비             | 66.4           | 86.2           | 101.2          | 101.6          | 110.6          |
| 무형자산상각비             | 13.1           | 37.3           | 35.9           | 34.1           | 32.4           |
| 외화환산손실(이익)          | 2.5            | (3.6)          | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 자산처분손실(이익)          | 2.4            | 4.9            | 0.6            | 1.3            | 2.3            |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | (4.7)          | (1.6)          | (5.5)          | (5.5)          | (5.5)          |
| 운전자본변동              | (159.6)        | 29.0           | (27.8)         | (34.4)         | (44.1)         |
| (법인세납부)             | 0.0            | (23.8)         | (19.2)         | (30.9)         | (31.1)         |
| 기타                  | 66.2           | 71.9           | 19.1           | 31.0           | 31.2           |
| <b>투자활동으로인한현금흐름</b> | <b>(127.3)</b> | <b>(67.4)</b>  | <b>(185.5)</b> | <b>(119.1)</b> | <b>(215.5)</b> |
| 유형자산의증가(CAPEX)      | (244.0)        | (86.4)         | (172.8)        | (105.4)        | (200.0)        |
| 유형자산의감소             | 76.9           | 18.9           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 무형자산의감소(증가)         | (8.8)          | (10.3)         | (10.0)         | (9.0)          | (8.0)          |
| 투자자산의감소(증가)         | 87.5           | (16.4)         | (0.5)          | (1.9)          | (3.9)          |
| 기타                  | (38.9)         | 26.8           | (2.2)          | (2.8)          | (3.6)          |
| <b>FCF</b>          | <b>(575.8)</b> | <b>261.2</b>   | <b>117.9</b>   | <b>198.1</b>   | <b>127.9</b>   |
| <b>재무활동으로인한현금흐름</b> | <b>161.4</b>   | <b>(179.3)</b> | <b>1.0</b>     | <b>1.2</b>     | <b>1.6</b>     |
| 차입금의증가(감소)          | 209.7          | (152.7)        | 1.0            | 1.2            | 1.6            |
| 자기주식의처분(취득)         | 16.6           | 0.1            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 배당금                 | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 기타                  | (64.9)         | (26.7)         | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 기타현금흐름              | (7.7)          | 0.0            | (0.6)          | (1.3)          | (2.2)          |
| 연결법위변동으로인한현금의증가     | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 환율변동효과              | (2.9)          | 0.7            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>현금의증가(감소)</b>    | <b>(50.3)</b>  | <b>13.8</b>    | <b>20.4</b>    | <b>128.9</b>   | <b>48.1</b>    |
| 기초현금                | 151.6          | 101.4          | 115.2          | 135.6          | 264.5          |
| 기말현금                | 101.4          | 115.2          | 135.6          | 264.5          | 312.6          |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원)    | 2013           | 2014           | 2015F          | 2016F          | 2017F          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>      | <b>3,795.0</b> | <b>4,560.1</b> | <b>4,887.7</b> | <b>5,292.7</b> | <b>5,811.4</b> |
| 증가율 (%)         | 44.4           | 20.2           | 7.2            | 8.3            | 9.8            |
| <b>매출원가</b>     | <b>3,497.5</b> | <b>4,081.5</b> | <b>4,331.0</b> | <b>4,685.2</b> | <b>5,154.6</b> |
| <b>매출총이익</b>    | <b>297.5</b>   | <b>478.6</b>   | <b>556.7</b>   | <b>607.6</b>   | <b>656.8</b>   |
| 매출총이익률 (%)      | 7.8            | 10.5           | 11.4           | 11.5           | 11.3           |
| <b>판매관리비</b>    | <b>233.4</b>   | <b>311.5</b>   | <b>333.6</b>   | <b>358.1</b>   | <b>391.0</b>   |
| <b>영업이익</b>     | <b>64.2</b>    | <b>167.1</b>   | <b>226.0</b>   | <b>258.0</b>   | <b>290.6</b>   |
| 증가율 (%)         | (55.1)         | 160.3          | 35.3           | 14.2           | 12.6           |
| 영업이익률 (%)       | 1.7            | 3.7            | 4.6            | 4.9            | 5.0            |
| <b>영업외손익</b>    | <b>(109.7)</b> | <b>(80.5)</b>  | <b>(158.1)</b> | <b>(112.9)</b> | <b>(127.2)</b> |
| 금융손익            | (27.4)         | (49.7)         | (49.3)         | (37.8)         | (28.2)         |
| 기타영업외손익         | (87.0)         | (32.5)         | (112.1)        | (78.3)         | (102.3)        |
| 종속 및 관계기업관련손익   | 4.7            | 1.6            | 3.2            | 3.2            | 3.2            |
| <b>세전계속사업이익</b> | <b>(45.5)</b>  | <b>86.5</b>    | <b>127.1</b>   | <b>185.3</b>   | <b>199.7</b>   |
| 법인세비용           | (30.4)         | 14.1           | 19.2           | 30.9           | 31.1           |
| 계속사업이익          | (15.1)         | 72.4           | 107.9          | 154.4          | 168.5          |
| 중단사업이익          | (45.0)         | (13.0)         | (6.7)          | (3.5)          | 0.0            |
| <b>당기순이익</b>    | <b>(60.1)</b>  | <b>59.5</b>    | <b>101.2</b>   | <b>150.9</b>   | <b>168.5</b>   |
| 증가율 (%)         | 적전             | 흑전             | 70.2           | 49.2           | 11.7           |
| 순이익률 (%)        | (1.6)          | 1.3            | 2.1            | 2.9            | 2.9            |
| (지배주주)당기순이익     | (55.8)         | 57.3           | 103.9          | 146.8          | 166.5          |
| (비지배주주)당기순이익    | (4.3)          | 2.2            | (2.8)          | 4.1            | 2.1            |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>(87.3)</b>  | <b>32.4</b>    | <b>101.2</b>   | <b>150.9</b>   | <b>168.5</b>   |
| (지배주주)총포괄이익     | (83.0)         | 30.2           | 94.2           | 140.6          | 157.0          |
| (비지배주주)총포괄이익    | (4.3)          | 2.2            | 6.9            | 10.4           | 11.6           |
| <b>EBITDA</b>   | <b>143.6</b>   | <b>290.6</b>   | <b>363.0</b>   | <b>393.7</b>   | <b>433.6</b>   |
| 증가율 (%)         | (37.5)         | 102.3          | 24.9           | 8.5            | 10.1           |
| EBITDA 이익률 (%)  | 3.8            | 6.4            | 7.4            | 7.4            | 7.5            |

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

## 주요 투자지표

| 12월 결산         | 2013    | 2014   | 2015F   | 2016F   | 2017F   |
|----------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| EPS (당기순이익, 원) | (2,633) | 2,606  | 4,435   | 6,615   | 7,388   |
| EPS (지배순이익, 원) | (2,445) | 2,510  | 4,556   | 6,436   | 7,297   |
| BPS (자본총계, 원)  | 98,552  | 99,975 | 104,410 | 111,025 | 118,413 |
| BPS (지배지분, 원)  | 97,222  | 98,141 | 102,697 | 109,133 | 116,431 |
| DPS (원)        | 0       | 0      | 0       | 0       | 0       |
| PER (당기순이익, 배) | (38.0)  | 75.2   | 42.6    | 28.6    | 25.6    |
| PER (지배순이익, 배) | (40.9)  | 78.1   | 41.5    | 29.4    | 25.9    |
| PBR (자본총계, 배)  | 1.0     | 2.0    | 1.8     | 1.7     | 1.6     |
| PBR (지배지분, 배)  | 1.0     | 2.0    | 1.8     | 1.7     | 1.6     |
| EV/EBITDA (배)  | 26.9    | 20.3   | 15.7    | 14.2    | 12.8    |
| 배당성향 (%)       | 0.0     | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 배당수익률 (%)      | 0.0     | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| <b>수익성</b>     |         |        |         |         |         |
| EBITDA 이익률 (%) | 3.8     | 6.4    | 7.4     | 7.4     | 7.5     |
| 영업이익률 (%)      | 1.7     | 3.7    | 4.6     | 4.9     | 5.0     |
| 순이익률 (%)       | (1.6)   | 1.3    | 2.1     | 2.9     | 2.9     |
| ROA (%)        | (1.5)   | 1.3    | 2.2     | 3.1     | 3.3     |
| ROE (지배순이익, %) | (2.5)   | 2.6    | 4.5     | 6.1     | 6.5     |
| ROIC (%)       | (4.4)   | 4.0    | 5.8     | 6.4     | 7.1     |
| <b>안정성</b>     |         |        |         |         |         |
| 부채비율 (%)       | 105.0   | 99.2   | 97.2    | 94.0    | 91.3    |
| 순차입금비율 (%)     | 69.1    | 60.7   | 57.2    | 48.7    | 43.8    |
| 현금비율 (%)       | 10.6    | 13.2   | 14.9    | 27.4    | 30.2    |
| 이자보상배율 (배)     | 1.1     | 2.5    | 3.6     | 4.1     | 4.6     |
| <b>활동성</b>     |         |        |         |         |         |
| 순운전자본회전율 (회)   | 9.5     | 8.0    | 8.9     | 8.9     | 9.0     |
| 재고자산회수기간 (일)   | 1.4     | 1.0    | 0.7     | 0.7     | 0.7     |
| 매출채권회수기간 (일)   | 52.7    | 57.8   | 58.1    | 57.8    | 57.4    |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정



# 대한항공 (003490)

## 매수 (신규)

주가 (6월 4일) **38,600 원**  
 목표주가 **49,000 원 (신규)**  
 상승여력 **26.9%**

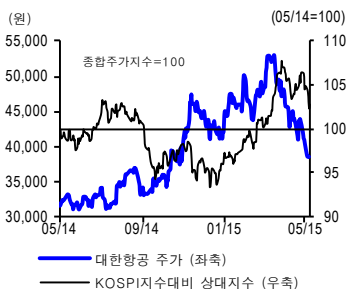
박광래

(02) 3772-1513

krpark@shinhan.com

|                |                   |
|----------------|-------------------|
| KOSPI          | 2,072.86p         |
| KOSDAQ         | 704.56p           |
| 시가총액           | 2,811.6 십억원       |
| 액면가            | 5,000 원           |
| 발행주식수          | 72.8 백만주          |
| 유통주식수          | 38.3 백만주(52.6%)   |
| 52 주 최고가/최저가   | 53,100 원/31,111 원 |
| 일평균 거래량 (60 일) | 497,906 주         |
| 일평균 거래액 (60 일) | 23,196 백만원        |
| 외국인 지분율        | 18.78%            |
| 주요주주           | 한진칼 외 10 인 43.56% |
|                | 국민연금 6.13%        |
| 절대수익률          | 3 개월 -17.3%       |
|                | 6 개월 -9.2%        |
|                | 12 개월 19.3%       |
| KOSPI 대비       | 3 개월 -20.3%       |
| 상대수익률          | 6 개월 -13.0%       |
|                | 12 개월 15.6%       |

### 주가차트



## 이익 모멘텀에 투자하자

투자의견 매수, 목표주가 49,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수와 목표주가 49,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS(주당순자산가치) 37,650원에 목표 PBR(주가순자산비율) 1.3배를 적용해 산정했다. 목표 PBR 1.3배는 유가 상승으로 주가가 하락하기 시작한 2015년 4월초의 밸류에이션 수준이다.

2015년 6월 2일 WTI 유가는 60.9달러/배럴로 2015년 3월 43달러/배럴 대비 약 40% 상승했다. 그러나 2014년 평균 유가 93달러/배럴에 비해선 35% 낮은 수준으로 유류비용 감소 효과가 2015년 온기로 반영되며 영업이익 상승을 이끌 전망이다.

2015년 매출액 12.0조원(+0.7% YoY), 영업이익 8,953억원(+126.8% YoY) 전망

2015년 매출액은 전년대비 0.7% 증가한 매출액 11조 9,899억원, 영업이익은 126.6% 증가한 8,953억원을 기록할 전망이다. 유가 하락에 따른 비용 감소로 영업이익률은 전년대비 4.2%p 개선이 기대된다. 2015년 평균 급유단가는 전년대비 23.3% 하락한 93.1달러/배럴을 예상한다. 2014년 대비 Load Factor(여객탑승률, 화물탑재율)가 상승하겠다. 2015년 항공 여객 탑승률 75.9%(+0.9%p YoY), 항공 화물 탑재율 79.8%(+0.3%p YoY)를 전망한다.

2015년 국제여객 매출액 6.7조원(+1.1% YoY), 화물 매출액 2.8조원(-3.4% YoY)

2015년 국제여객 RPK(유상여객킬로, Revenue Per Kilometer)는 673.5억km(+2.8% YoY)를 예상한다. 아메리칸 항공과의 코드쉐어(공동운항) 및 유류할증료 하락에 따른 티켓가격 하향 효과가 RPK 상승을 이끄는 요소다.

화물 FTK(화물톤킬로, Freight Ton Kilometer)는 연말까지 지속될 미국 서부항만 적체 이슈 효과로 전년대비 3.1% 늘어난 85.1억km를 기록하겠다. 제트유가 급락으로 인한 수송 단가(Yield) 약세는 염려스러우나 2015년 3분기부터는 안정화될 전망이다.

| 12월 결산 | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 세전이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | 증가율<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | EVEBITDA<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) | 순부채비율<br>(%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|--------------|
| 2013   | 11,848.7     | (19.6)        | (470.1)       | (225.0)      | (3,136)    | 적전         | 42,025     | (9.5)      | 9.6             | 0.7        | (8.5)      | 507.2        |
| 2014   | 11,909.7     | 395.0         | (283.7)       | (480.3)      | (7,625)    | 적지         | 33,197     | (5.9)      | 9.2             | 1.4        | (20.3)     | 701.8        |
| 2015F  | 11,989.9     | 895.3         | 635.2         | 363.2        | 5,105      | 흑전         | 33,187     | 7.6        | 7.1             | 1.2        | 16.0       | 583.5        |
| 2016F  | 11,961.0     | 879.4         | 468.3         | 368.8        | 4,987      | (2.3)      | 38,174     | 7.7        | 7.0             | 1.0        | 14.0       | 500.7        |
| 2017F  | 12,080.6     | 869.8         | 463.2         | 374.2        | 5,060      | 1.5        | 43,234     | 7.6        | 6.9             | 0.9        | 12.4       | 432.3        |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정



## Valuation

12개월 선행 BPS 37,830원에

목표 PBR 1.3배 적용해

목표주가 산정

투자의견 매수와 목표주가 49,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS(주당순자산가치) 37,830원에 목표 PBR(주가순자산비율) 1.3배를 적용해 산정했다. 목표 PBR 1.3배는 유가 상승으로 주가가 하락하기 시작한 2015년 4월초의 밸류에이션 수준이다.

영업이익 증가폭이 컸던 해에 주가는 PBR 1.6배까지 올랐던 경험이 있다. 영업이익이 전년대비 28.4% 증가한 2007년과 568.6% 상승했던 2010년에 해당한다. 2015년 영업이익은 전년대비 126.8% 증가하며 주가 상향 재평가(re-rating)를 이끌겠다.

최근 3개월간은 유가 상승과 화물수요 강세의 요인이었던 미국 서부항만 적체 해소, 메르스(MERS, 중동호흡기증후군)에 따른 여객 수요 감소 우려 등으로 주가가 약 23% 하락했다. 그러나 이는 원유 시장에서의 구조적 변화에 따른 추세적 반등이 아니고 미국 금리인상 시기 이슈로 인한 유가 상승이라 판단하기 때문에 저유가 기조는 유지될 전망이다.

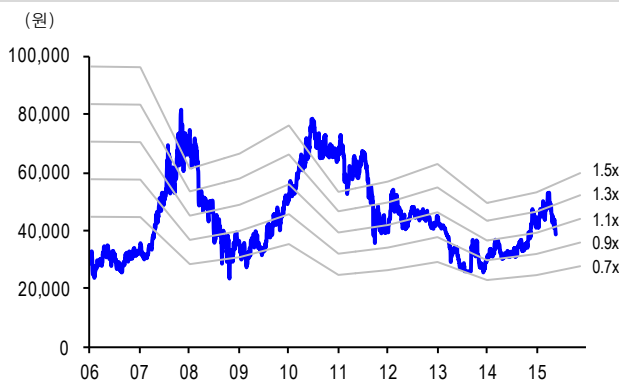
미국 서부항만 적체는 6월 경 해소될 것으로 보이나 성수기 도래 등으로 인해 부분 적체 현상은 간헐적으로 나타날 수 있어 항공사들의 간접 손해는 연말까지는 지속 가능하다는 판단이다. 메르스가 여객 수요에 분명 부정적 이슈다. 실제로 어느 정도까지 수요 감소로 이어질 지는 향후 1~2개월 정도 모니터링이 필요하다.

## Valuation 컨센서스 비교

| 회사                      | 시가총액<br>(백만달러) | 2015F (x) |     |           |         | 2016F (x) |     |           |         |
|-------------------------|----------------|-----------|-----|-----------|---------|-----------|-----|-----------|---------|
|                         |                | PER       | PBR | EV/EBITDA | ROE (%) | PER       | PBR | EV/EBITDA | ROE (%) |
| DELTA AIRLINES          | 35,386.7       | 9.4       | 3.0 | 4.9       | 36.7    | 8.1       | 2.3 | 4.5       | 32.6    |
| AMERICAN AIRLINES       | 29,977.3       | 4.5       | 4.2 | 4.3       | 140.7   | 5.9       | 2.8 | 4.4       | 49.0    |
| SOUTHWEST AIRLINES      | 25,221.5       | 10.9      | 2.9 | 5.0       | 31.7    | 10.7      | 2.5 | 4.9       | 26.4    |
| AIR CHINA               | 21,794.7       | 12.2      | 1.5 | 8.0       | 14.7    | 10.5      | 1.3 | 7.6       | 14.0    |
| CHINA EASTERN AIRLINES  | 16,763.8       | 10.0      | 1.6 | 8.4       | 18.1    | 8.8       | 1.4 | 7.8       | 17.0    |
| CHINA SOUTHERN AIRLINES | 14,569.0       | 10.3      | 1.5 | 6.6       | 15.1    | 9.0       | 1.3 | 6.1       | 15.5    |
| CATHAY PACIFIC          | 9,944.6        | 11.3      | 1.4 | 6.4       | 12.6    | 9.8       | 1.2 | 6.0       | 13.1    |
| SINGAPORE AIRLINES      | 9,579.5        | 35.6      | 1.0 | 4.8       | 3.1     | 16.3      | 1.0 | 3.8       | 6.3     |
| ANA HOLDINGS            | 9,290.7        | 19.9      | 1.4 | 6.4       | 7.2     | 17.0      | 1.3 | 6.0       | 7.9     |
| 대한항공                    | 2,550.3        | 7.9       | 1.0 | 6.4       | 14.6    | 6.1       | 0.9 | 6.4       | 14.8    |
| 아시아나항공                  | 1,147.3        | 5.7       | 1.1 | 6.3       | 19.0    | 6.6       | 0.9 | 6.2       | 14.2    |

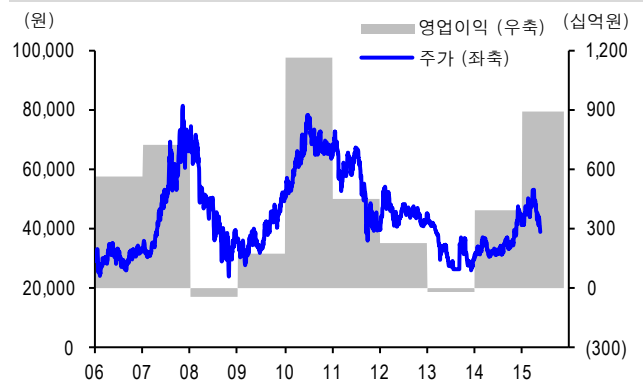
자료: Bloomberg, 신한금융투자

## 대한항공 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자

## 대한항공 주가, 영업이익 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자

WTI 유가 5% 변동 시  
매출액 0.1%, 영업이익 3.2%

WTI 유가 변동에 따른 영업 실적 민감도 분석 (2015년 기준)

| (십억원) | 2015년 평균 WTI 유가 |          |          |          |          |
|-------|-----------------|----------|----------|----------|----------|
|       | -10%            | -5%      | 56달러/배럴  | +5%      | +10%     |
| 매출액   | 11,964.7        | 11,977.3 | 11,989.9 | 12,002.5 | 12,015.1 |
| 영업이익  | 953.8           | 924.9    | 896.0    | 867.2    | 838.3    |
| 세전이익  | 700.9           | 672.0    | 643.1    | 614.3    | 585.4    |
| 순이익   | 383.6           | 361.3    | 339.0    | 316.7    | 294.5    |

자료: 신한금융투자

원/달러 환율 10원 변동 시  
매출액 2.3%, 영업이익 3.3% 변동

원/달러 환율 변동에 따른 영업 실적 민감도 분석 (2015년 기준)

| (십억원) | 2015년 평균 원/달러 환율 |          |           |          |          |
|-------|------------------|----------|-----------|----------|----------|
|       | -20원             | -10원     | 1,089원/달러 | +10원     | +20원     |
| 매출액   | 11,450.4         | 11,720.1 | 11,989.9  | 12,259.7 | 12,529.5 |
| 영업이익  | 956.0            | 926.0    | 896.0     | 866.1    | 836.1    |
| 세전이익  | 865.1            | 754.1    | 643.1     | 532.1    | 421.1    |
| 순이익   | 456.1            | 397.5    | 339.0     | 280.5    | 222.0    |

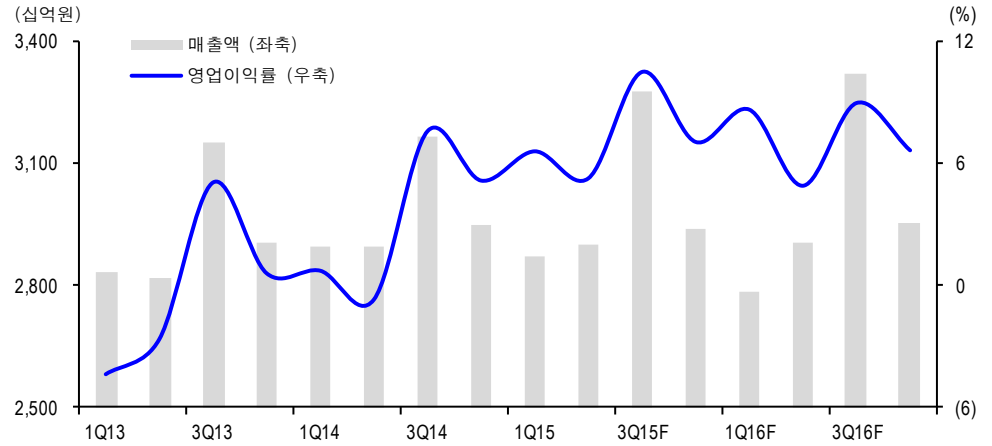
자료: 신한금융투자

## 영업실적 추이 및 전망

| (십억원)     |               | 1Q14     | 2Q14     | 3Q14     | 4Q14     | 1Q15     | 2Q15F    | 3Q15F    | 4Q15F    | 2014     | 2015F    | 2016F    |
|-----------|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 환율        | USD/KRW       | 1,068.8  | 1,014.4  | 1,050.6  | 1,099.2  | 1,105.0  | 1,095.0  | 1,085.0  | 1,070.0  | 1,099.2  | 1,070.0  | 1,040.0  |
| 매출액       |               | 2,896.9  | 2,897.5  | 3,165.2  | 2,950.2  | 2,871.2  | 2,902.5  | 3,277.0  | 2,939.3  | 11,909.7 | 11,989.9 | 11,961.0 |
|           | 1. 국제여객       | 1,625.2  | 1,611.0  | 1,861.1  | 1,540.0  | 1,539.0  | 1,638.2  | 1,972.3  | 1,562.4  | 6,637.3  | 6,711.9  | 6,678.5  |
|           | 2. 화물         | 698.2    | 704.1    | 699.5    | 814.3    | 732.2    | 656.6    | 674.2    | 754.7    | 2,916.0  | 2,817.6  | 2,707.8  |
|           | 3. 국내여객       | 115.9    | 127.5    | 142.4    | 118.0    | 97.6     | 130.0    | 145.3    | 120.4    | 503.8    | 493.3    | 504.2    |
|           | 4. 기타         | 457.7    | 454.9    | 462.1    | 477.9    | 502.5    | 477.7    | 485.2    | 501.8    | 1,852.7  | 1,967.2  | 2,070.5  |
| 1. 국제여객   |               |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
|           | 수송실적          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
|           | 공급: ASK (mn)  | 21,164.0 | 21,415.0 | 23,094.0 | 21,808.0 | 21,808.0 | 21,629.2 | 23,324.9 | 22,026.1 | 87,481.0 | 88,788.2 | 89,676.1 |
|           | 수요: RPK (mn)  | 15,836.0 | 15,689.0 | 17,911.0 | 16,099.0 | 16,654.0 | 16,002.8 | 18,269.2 | 16,421.0 | 65,535.0 | 67,347.0 | 69,025.8 |
|           | 탑재율 (%)       | 74.8     | 73.3     | 77.6     | 73.8     | 76.4     | 74.0     | 78.3     | 74.6     | 74.9     | 75.9     | 77.0     |
|           | 운임 (US Cent)  | 9.4      | 9.7      | 9.9      | 8.6      | 8.2      | 9.4      | 9.9      | 8.9      | 9.4      | 9.1      | 9.2      |
|           | (%YoY)        |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
|           | 공급            | (1.7)    | 3.3      | 5.3      | 1.9      | 3.0      | 1.0      | 1.0      | 1.0      | 2.2      | 1.5      | 1.0      |
|           | 수요            | (4.0)    | (0.3)    | 1.4      | 0.4      | 5.2      | 2.0      | 2.0      | 2.0      | (0.6)    | 2.8      | 2.5      |
|           | 운임            | 1.1      | 9.0      | 1.0      | (7.5)    | (12.8)   | (3.2)    | 0.0      | 2.9      | 0.8      | (3.3)    | 0.8      |
| 2. 화물     |               |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
|           | Traffic       |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
|           | 공급: AFTK (mn) | 2,460.0  | 2,594.0  | 2,597.0  | 2,740.0  | 2,665.0  | 2,619.9  | 2,623.0  | 2,767.4  | 10,391.0 | 10,675.3 | 10,782.1 |
|           | 수요: FTK (mn)  | 1,938.0  | 2,067.0  | 2,054.0  | 2,200.0  | 2,130.0  | 2,087.7  | 2,074.5  | 2,222.0  | 8,259.0  | 8,514.2  | 8,620.7  |
|           | 탑재율 (%)       | 78.8     | 79.7     | 79.1     | 80.3     | 79.9     | 79.7     | 79.1     | 80.3     | 79.5     | 79.8     | 80.0     |
|           | 운임 (US Cent)  | 30.3     | 29.8     | 29.8     | 30.7     | 28.0     | 28.9     | 29.8     | 31.6     | 30.2     | 29.6     | 29.8     |
|           | (% YoY)       |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
|           | 공급            | 1.4      | 3.2      | 1.9      | 3.2      | 8.3      | 1.0      | 1.0      | 1.0      | 2.4      | 2.7      | 1.0      |
|           | 수요            | 7.6      | 4.8      | 5.2      | 5.4      | 9.9      | 1.0      | 1.0      | 1.0      | 5.7      | 3.1      | 1.3      |
|           | 운임 (US Cent)  | (1.3)    | 3.5      | 5.7      | (3.2)    | (7.6)    | (3.2)    | 0.0      | 2.9      | 1.0      | (1.9)    | 0.7      |
| 영업비용      |               | 2,875.7  | 2,917.2  | 2,924.5  | 2,797.3  | 2,681.3  | 2,749.1  | 2,932.3  | 2,732.0  | 11,514.7 | 11,094.7 | 11,081.6 |
|           | 연료비           | 1,029.4  | 1,022.5  | 1,046.5  | 920.5    | 785.6    | 784.0    | 913.6    | 745.9    | 4,018.8  | 3,229.1  | 3,062.5  |
|           | 인건비           | 407.8    | 410.9    | 397.7    | 419.9    | 434.4    | 431.5    | 417.5    | 440.9    | 1,636.4  | 1,724.3  | 1,788.8  |
|           | 감가상각비         | 404.5    | 398.7    | 393.7    | 396.1    | 401.9    | 399.2    | 397.1    | 398.6    | 1,593.0  | 1,596.8  | 1,597.6  |
|           | 공항관련비         | 238.0    | 243.4    | 254.3    | 250.0    | 241.2    | 247.5    | 258.7    | 254.2    | 985.6    | 1,001.6  | 1,022.9  |
|           | 기타            | 796.0    | 841.6    | 832.4    | 810.7    | 818.3    | 886.8    | 945.3    | 892.3    | 3,280.8  | 3,542.8  | 3,609.9  |
| 영업이익      |               | 21.4     | (19.7)   | 240.7    | 152.7    | 189.9    | 153.4    | 344.7    | 207.3    | 395.0    | 895.3    | 879.4    |
| 순이익       |               | (155.8)  | 361.8    | (392.0)  | (271.9)  | (133.1)  | 77.2     | 242.8    | 159.4    | (457.8)  | 346.3    | 351.6    |
| 영업이익률 (%) |               | 0.7      | (0.7)    | 7.6      | 5.2      | 6.6      | 5.3      | 10.5     | 7.1      | 3.3      | 7.5      | 7.4      |
| 순이익률 (%)  |               | (5.4)    | 12.5     | (12.4)   | (9.2)    | (4.6)    | 2.7      | 7.4      | 5.4      | (3.8)    | 2.9      | 2.9      |

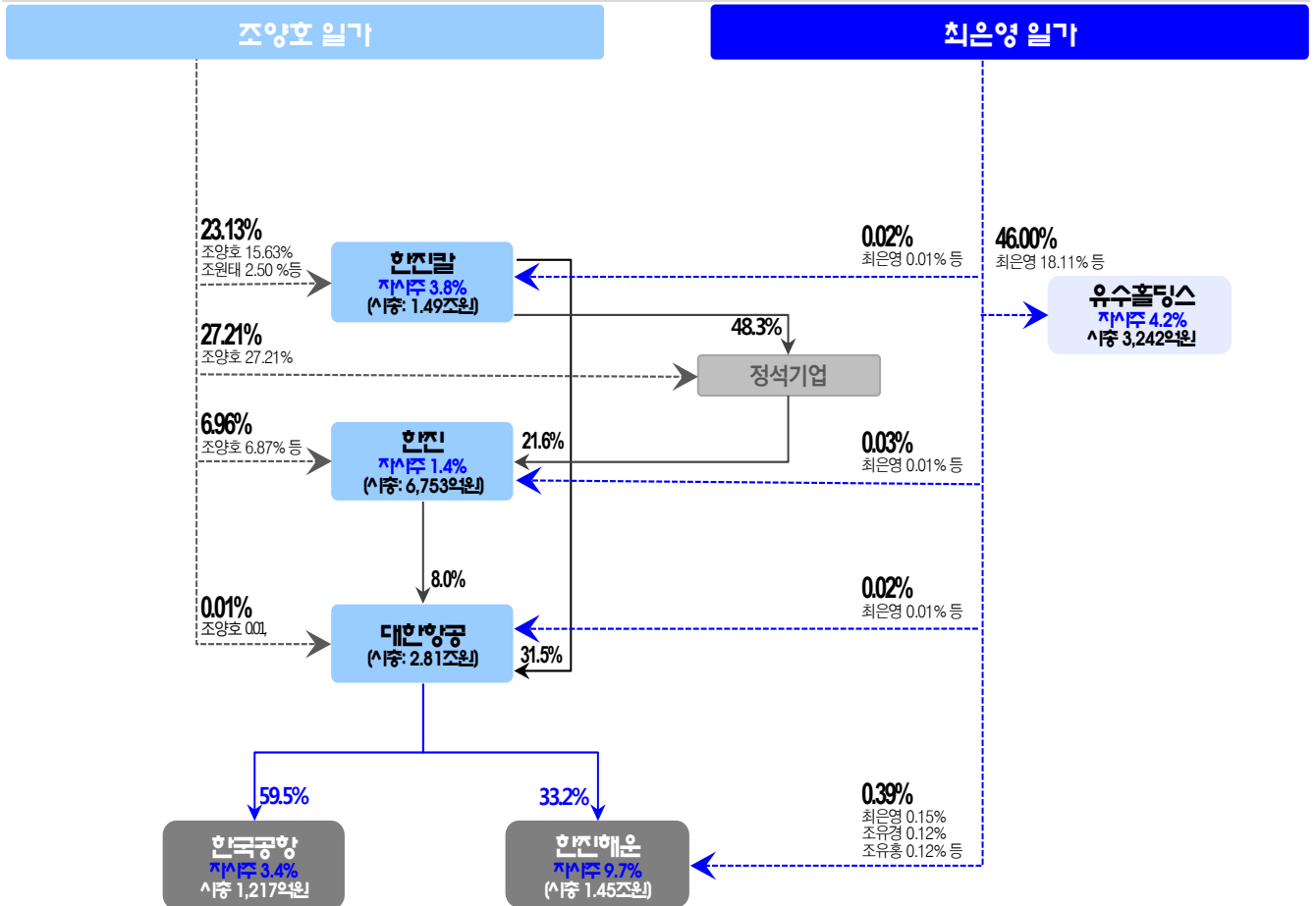
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 대한항공 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 한진그룹 지배구조도



자료: 신한금융투자

## 부록 : 요약 재무제표

## 재무상태표

| 12월 결산 (십억원)     | 2013            | 2014            | 2015F           | 2016F           | 2017F           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>자산총계</b>      | <b>22,920.4</b> | <b>23,465.7</b> | <b>23,434.6</b> | <b>23,433.3</b> | <b>23,556.7</b> |
| 유동자산             | 3,139.8         | 4,948.0         | 5,148.5         | 5,146.8         | 5,346.9         |
| 현금및현금성자산         | 1,126.8         | 796.6           | 969.1           | 977.5           | 1,135.9         |
| 매출채권             | 639.3           | 606.9           | 611.0           | 609.5           | 615.6           |
| 재고자산             | 464.3           | 430.2           | 433.1           | 432.0           | 436.4           |
| 비유동자산            | 19,780.6        | 18,517.7        | 18,286.1        | 18,286.5        | 18,209.8        |
| 유형자산             | 15,503.9        | 15,778.1        | 15,572.3        | 15,604.4        | 15,544.1        |
| 무형자산             | 349.2           | 331.2           | 298.7           | 269.4           | 243.0           |
| 투자자산             | 2,877.7         | 997.6           | 1,004.3         | 1,001.9         | 1,011.9         |
| 기타금융투자자산         | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>부채총계</b>      | <b>20,180.2</b> | <b>21,264.6</b> | <b>20,887.1</b> | <b>20,534.3</b> | <b>20,301.0</b> |
| 유동부채             | 7,758.8         | 7,441.9         | 7,456.0         | 7,450.9         | 7,471.9         |
| 단기차입금            | 817.5           | 1,634.5         | 1,634.5         | 1,634.5         | 1,634.5         |
| 매입채무             | 206.9           | 121.7           | 122.5           | 122.2           | 123.4           |
| 유동성장기부채          | 4,947.7         | 3,718.0         | 3,718.0         | 3,718.0         | 3,718.0         |
| 비유동부채            | 12,421.4        | 13,822.7        | 13,431.2        | 13,083.5        | 12,829.1        |
| 사채               | 2,361.4         | 2,415.5         | 2,004.9         | 1,664.0         | 1,381.1         |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 7,193.2         | 8,563.5         | 8,563.5         | 8,563.5         | 8,563.5         |
| 기타금융투자부채         | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>자본총계</b>      | <b>2,740.2</b>  | <b>2,201.2</b>  | <b>2,547.4</b>  | <b>2,899.0</b>  | <b>3,255.7</b>  |
| 자본금              | 298.9           | 298.9           | 298.9           | 298.9           | 298.9           |
| 자본잉여금            | 174.9           | 174.9           | 174.9           | 174.9           | 174.9           |
| 기타자본             | (122.2)         | (122.3)         | (122.3)         | (122.3)         | (122.3)         |
| 기타포괄이익누계액        | 328.2           | 194.9           | 194.9           | 194.9           | 194.9           |
| 이익잉여금            | 1,967.2         | 1,544.6         | 1,907.8         | 2,276.6         | 2,650.8         |
| <b>지배주주지분</b>    | <b>2,647.0</b>  | <b>2,091.0</b>  | <b>2,454.2</b>  | <b>2,823.0</b>  | <b>3,197.2</b>  |
| 비지배주주지분          | 93.2            | 110.2           | 93.2            | 76.0            | 58.5            |
| *총차입금            | 15,352.3        | 16,536.8        | 16,127.5        | 15,786.2        | 15,505.4        |
| *순차입금(순현금)       | 13,897.3        | 15,448.1        | 14,864.4        | 14,515.3        | 14,073.2        |

## 현금흐름표

| 12월 결산 (십억원)        | 2013             | 2014             | 2015F            | 2016F            | 2017F            |
|---------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>영업활동으로인한현금흐름</b> | <b>1,949.3</b>   | <b>1,863.6</b>   | <b>2,459.6</b>   | <b>2,447.9</b>   | <b>2,445.3</b>   |
| 당기순이익               | (383.6)          | (457.8)          | 346.3            | 351.6            | 356.7            |
| 유형자산상각비             | 1,629.7          | 1,558.0          | 1,563.8          | 1,567.8          | 1,560.3          |
| 무형자산상각비             | 33.1             | 35.0             | 33.0             | 29.7             | 26.7             |
| 외화환산손실(이익)          | (367.7)          | 233.6            | 0.0              | 0.0              | 0.0              |
| 자산처분손실(이익)          | 55.7             | 109.3            | 116.9            | 116.9            | 116.9            |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | (29.3)           | (130.2)          | (106.2)          | (106.2)          | (106.2)          |
| 운전자본변동              | 5.3              | (345.7)          | 81.1             | 73.2             | 84.0             |
| (법인세납부)             | (15.2)           | (5.2)            | (146.1)          | (107.7)          | (106.5)          |
| 기타                  | 1,021.3          | 866.6            | 570.8            | 522.6            | 513.4            |
| <b>투자활동으로인한현금흐름</b> | <b>(1,354.8)</b> | <b>(1,064.9)</b> | <b>(1,360.0)</b> | <b>(1,590.1)</b> | <b>(1,506.1)</b> |
| 유형자산의증가(CAPEX)      | (1,242.4)        | (1,120.6)        | (1,770.0)        | (1,600.0)        | (1,500.0)        |
| 유형자산의감소             | 146.7            | 382.0            | 412.0            | 0.0              | 0.0              |
| 무형자산의감소(증가)         | 0.6              | 0.1              | (0.5)            | (0.4)            | (0.3)            |
| 투자자산의감소(증가)         | 2.4              | (325.2)          | 0.4              | 9.6              | (2.9)            |
| 기타                  | (262.1)          | (1.2)            | (1.9)            | 0.7              | (2.9)            |
| <b>FCF</b>          | <b>351.6</b>     | <b>(1,532.6)</b> | <b>502.9</b>     | <b>679.5</b>     | <b>736.9</b>     |
| <b>재무활동으로인한현금흐름</b> | <b>(927.5)</b>   | <b>(1,137.9)</b> | <b>(833.9)</b>   | <b>(756.2)</b>   | <b>(687.6)</b>   |
| 차입금의 증가(감소)         | (1,382.0)        | (1,931.6)        | (409.3)          | (341.3)          | (280.8)          |
| 자기주식의처분(취득)         | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              |
| 배당금                 | (11.1)           | (14.1)           | 0.0              | 0.0              | 0.0              |
| 기타                  | 465.6            | 807.8            | (424.6)          | (414.9)          | (406.8)          |
| 기타현금흐름              | 0.0              | 0.0              | (93.2)           | (93.2)           | (93.2)           |
| 연결법위변동으로인한현금의증가     | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              |
| 환율변동효과              | (5.8)            | 9.1              | 0.0              | 0.0              | 0.0              |
| <b>현금의증가(감소)</b>    | <b>(338.7)</b>   | <b>(330.2)</b>   | <b>172.5</b>     | <b>8.4</b>       | <b>158.4</b>     |
| 기초현금                | 1,465.5          | 1,126.8          | 796.6            | 969.1            | 977.5            |
| 기말현금                | 1,126.8          | 796.6            | 969.1            | 977.5            | 1,135.9          |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원)          | 2013            | 2014            | 2015F           | 2016F           | 2017F           |
|-----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>매출액</b>            | <b>11,848.7</b> | <b>11,909.7</b> | <b>11,989.9</b> | <b>11,961.0</b> | <b>12,080.6</b> |
| 증가율 (%)               | (4.0)           | 0.5             | 0.7             | (0.2)           | 1.0             |
| <b>매출원가</b>           | <b>10,753.6</b> | <b>10,389.5</b> | <b>10,790.9</b> | <b>10,884.5</b> | <b>11,114.1</b> |
| <b>매출총이익</b>          | <b>1,095.1</b>  | <b>1,520.2</b>  | <b>1,199.0</b>  | <b>1,076.5</b>  | <b>966.4</b>    |
| 매출총이익률 (%)            | 9.2             | 12.8            | 10.0            | 9.0             | 8.0             |
| <b>판매관리비</b>          | <b>1,114.6</b>  | <b>1,125.2</b>  | <b>1,131.4</b>  | <b>1,126.8</b>  | <b>1,136.0</b>  |
| <b>영업이익</b>           | <b>(19.6)</b>   | <b>395.0</b>    | <b>895.3</b>    | <b>879.4</b>    | <b>869.8</b>    |
| 증가율 (%)               | N/A             | N/A             | 126.6           | (1.8)           | (1.1)           |
| 영업이익률 (%)             | (0.2)           | 3.3             | 7.5             | 7.4             | 7.2             |
| <b>영업외손익</b>          | <b>(450.5)</b>  | <b>(678.8)</b>  | <b>(412.2)</b>  | <b>(399.5)</b>  | <b>(388.7)</b>  |
| 금융손익                  | (420.9)         | (423.6)         | (390.5)         | (377.9)         | (367.1)         |
| 기타영업외손익               | 15.5            | (262.3)         | (28.8)          | (28.8)          | (28.8)          |
| 종속 및 관계기업관련손익         | (45.2)          | 7.1             | 7.1             | 7.1             | 7.1             |
| <b>세전계속사업이익</b>       | <b>(470.1)</b>  | <b>(283.7)</b>  | <b>635.2</b>    | <b>468.3</b>    | <b>463.2</b>    |
| 법인세비용                 | (112.9)         | (195.6)         | 146.1           | 107.7           | 106.5           |
| 계속사업이익                | (357.2)         | (177.1)         | 489.1           | 360.6           | 356.7           |
| 중단사업이익                | (26.3)          | (369.7)         | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>당기순이익</b>          | <b>(383.6)</b>  | <b>(457.8)</b>  | <b>346.3</b>    | <b>351.6</b>    | <b>356.7</b>    |
| 증가율 (%)               | N/A             | N/A             | N/A             | 1.5             | 1.5             |
| 순이익률 (%)              | (3.2)           | (3.8)           | 2.9             | 2.9             | 3.0             |
| (지배주주)당기순이익           | (225.0)         | (480.3)         | 363.2           | 368.8           | 374.2           |
| (비지배주주)당기순이익          | (158.6)         | 22.4            | (17.0)          | (17.2)          | (17.5)          |
| <b>총포괄이익</b>          | <b>(23.9)</b>   | <b>(514.7)</b>  | <b>346.3</b>    | <b>351.6</b>    | <b>356.7</b>    |
| (지배주주)총포괄이익           | 155.8           | (538.6)         | 362.3           | 367.9           | 373.2           |
| (비지배주주)총포괄이익          | (179.6)         | 23.9            | (16.1)          | (16.3)          | (16.5)          |
| <b>EBITDA</b>         | <b>1,643.2</b>  | <b>1,988.1</b>  | <b>2,492.1</b>  | <b>2,476.9</b>  | <b>2,456.8</b>  |
| 증가율 (%)               | (5.8)           | 21.0            | 25.4            | (0.6)           | (0.8)           |
| <b>EBITDA 이익률 (%)</b> | <b>13.9</b>     | <b>16.7</b>     | <b>20.8</b>     | <b>20.7</b>     | <b>20.3</b>     |

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

## 주요 투자지표

| 12월 결산         | 2013    | 2014    | 2015F  | 2016F  | 2017F  |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| EPS (당기순이익, 원) | (5,346) | (7,269) | 4,866  | 4,754  | 4,823  |
| EPS (지배순이익, 원) | (3,136) | (7,625) | 5,105  | 4,987  | 5,060  |
| BPS (자본총계, 원)  | 43,505  | 34,947  | 34,448 | 39,202 | 44,025 |
| BPS (지배지분, 원)  | 42,025  | 33,197  | 33,187 | 38,174 | 43,234 |
| DPS (원)        | 0       | 0       | 0      | 0      | 0      |
| PER (당기순이익, 배) | (5.5)   | (6.2)   | 7.9    | 8.1    | 8.0    |
| PER (지배순이익, 배) | (9.5)   | (5.9)   | 7.6    | 7.7    | 7.6    |
| PBR (자본총계, 배)  | 0.7     | 1.3     | 1.1    | 1.0    | 0.9    |
| PBR (지배지분, 배)  | 0.7     | 1.4     | 1.2    | 1.0    | 0.9    |
| EV/EBITDA (배)  | 9.6     | 9.2     | 7.1    | 7.0    | 6.9    |
| 배당성향 (%)       | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당수익률 (%)      | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| <b>수익성</b>     |         |         |        |        |        |
| EBITDA 이익률 (%) | 13.9    | 16.7    | 20.8   | 20.7   | 20.3   |
| 영업이익률 (%)      | (0.2)   | 3.3     | 7.5    | 7.4    | 7.2    |
| 순이익률 (%)       | (3.2)   | (3.8)   | 2.9    | 2.9    | 3.0    |
| ROA (%)        | (1.7)   | (2.0)   | 1.5    | 1.5    | 1.5    |
| ROE (지배순이익, %) | (8.5)   | (20.3)  | 16.0   | 14.0   | 12.4   |
| ROIC (%)       | (0.6)   | 0.4     | 3.8    | 3.8    | 3.8    |
| <b>인정성</b>     |         |         |        |        |        |
| 부채비율 (%)       | 736.4   | 966.1   | 819.9  | 708.3  | 623.6  |
| 순차입금비율 (%)     | 507.2   | 701.8   | 583.5  | 500.7  | 432.3  |
| 현금비율 (%)       | 14.5    | 10.7    | 13.0   | 13.1   | 15.2   |
| 이자보상배율 (배)     | (0.0)   | 0.9     | 2.1    | 2.1    | 2.1    |
| <b>활동성</b>     |         |         |        |        |        |
| 순운전자본회전율 (회)   | (39.1)  | 14.0    | 6.0    | 6.0    | 6.1    |
| 재고자산회수기간 (일)   | 14.8    | 13.7    | 13.1   | 13.2   | 13.1   |
| 매출채권회수기간 (일)   | 22.8    | 19.1    | 18.5   | 18.6   | 18.5   |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

# 현대글로벌비스 (086280)

## 매수 (신규)

주가 (6월 4일) **240,500 원**  
**목표주가 300,000 원 (신규)**  
**상승여력 24.7%**

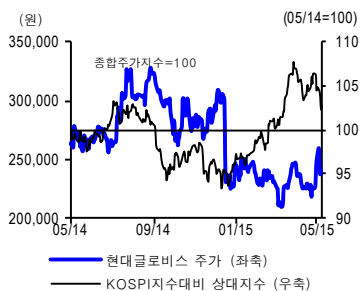
### 박광래

(02) 3772-1513

krpark@shinhan.com

|                    |                     |
|--------------------|---------------------|
| KOSPI              | 2,072.86p           |
| KOSDAQ             | 704.56p             |
| 시가총액               | 9,018.8 십억원         |
| 액면가                | 500 원               |
| 발행주식수              | 37.5 백만주            |
| 유통주식수              | 18.2 백만주(48.6%)     |
| 52 주 최고가/최저가       | 327,500 원/210,000 원 |
| 일평균 거래량 (60 일)     | 171,498 주           |
| 일평균 거래액 (60 일)     | 39,971 백만원          |
| 외국인 지분율            | 27.79%              |
| 주요주주               | 정의선 외 3 인 39.34%    |
| 덴 노르스케 아메리카린제 에이에스 | 12.04%              |
| 절대수익률              | 3 개월 5.3%           |
|                    | 6 개월 -14.1%         |
|                    | 12 개월 -13.5%        |
| KOSPI 대비           | 3 개월 1.5%           |
| 상대수익률              | 6 개월 -17.7%         |
|                    | 12 개월 -16.2%        |

### 주가차트



## 성장을 위한 예열 중

투자 의견 매수, 목표주가 300,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 매수, 목표주가 300,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS(주당순자산가치) 94,632원에 목표 PBR 3.2배를 적용해 산정했다. 목표 PBR 3.2배는 지난 5년 간의 평균 PBR과 같다. 최근 6개월간 주가가 20% 이상 하락했으나 2015년 6월 4일 증가 240,500원은 밸류에이션 밴드 하단 수준(PER 12배, PBR 2.5배)이기 때문에 주가의 추가 하락 가능성은 제한적이다.

2015년 매출액 14.7조원(+5.7% YoY), 영업이익 7,450억원(+15.6% YoY) 전망

2015년에 매출액 14조 7,143억원(+5.7% YoY), 영업이익 7,450억원(+15.6% YoY)을 달성할 전망이다. 현대기아차 완성차 판매가 2015년 1분기에는 3.3% 감소했으나 2분기부터는 다시 플러스 성장으로 전환되며 물류 부문 실적을 견인하겠다. 2015년 물류 부문 매출액 7.7조원(+7.2% YoY), 영업이익 4,395억원(+5.6% YoY)을 예상한다.

한 풀 꺾인 원화강세 흐름은 CKD 실적에 긍정적이다. 2014년 평균 원/달러 환율은 1,053원이었다. 당사 매크로팀이 전망하는 2015년 평균 환율은 1,089원으로 매크로 변수에 따른 실적 감소 가능성은 낮다. 북미 지역에서의 고사양 차량 생산 증가와 현대기아차 터키 공장 매출 신장도 CKD 실적을 견인하는 요소다. 2015년 CKD 매출액 5.4조원(+7.1% YoY) 달성을 전망한다.

2016년부터 다시 외형 성장 시작

매출액 성장률은 2012년까지 두 자리 수(2009년 금융위기 때는 9.2%)를 기록하다 2013년부터는 한 자리 수로 떨어졌고 2014년, 2015년으로 갈수록 그 수치는 낮아져 성장 둔화에 대한 우려가 있었다.

2016년부터는 1) 미주 대륙을 중심으로 한 CKD 매출 성장과 2) 현대기아차 완성차 수출 담당 비중 증가로 완성차 해상 운송(PCC) 매출 증가로 다시금 외형 성장을 기대해볼 수 있게 되었다. 매출액 성장률은 2016년 15.1%, 2017년 11.5%로 전망한다.

| 12월 결산 | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 세전이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | 증가율<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) | 순부채비율<br>(%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|--------------|
| 2013   | 12,861.3     | 636.9         | 702.4         | 481.3        | 12,834     | (3.3)      | 62,236     | 18.0       | 13.0             | 3.7        | 22.6       | 27.6         |
| 2014   | 13,922.0     | 644.6         | 711.4         | 536.2        | 14,300     | 11.4       | 73,895     | 20.4       | 15.9             | 3.9        | 21.0       | 32.2         |
| 2015F  | 14,714.3     | 745.0         | 884.1         | 618.4        | 16,491     | 15.3       | 88,386     | 14.4       | 11.0             | 2.7        | 20.3       | 24.5         |
| 2016F  | 16,934.2     | 848.1         | 1,004.7       | 719.6        | 19,189     | 16.4       | 105,576    | 12.4       | 9.5              | 2.2        | 19.8       | 16.4         |
| 2017F  | 18,882.7     | 945.7         | 1,120.3       | 817.8        | 21,809     | 13.7       | 124,885    | 10.9       | 8.3              | 1.9        | 18.9       | 9.6          |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## Valuation

12개월 선행 BPS 94,632원에  
목표 PBR 3.2배 적용해  
목표주가 산정

투자의견 매수, 목표주가 300,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS(주당순자산가치) 94,632원에 목표 PBR 3.2배를 적용해 산정했다. 목표 PBR 3.2배는 지난 5년 간의 평균 PBR과 같다. 2015년 6월 4일 기준 주가는 PER 14.3배, PBR 2.5배다. 밸류에이션 밴드 하단이 PER은 12배, PBR은 2.5배 수준이기 때문에 주가 하락은 제한적일 전망이다.

2011년까지 현대기아차 완성차 판매 증가로 실적과 주가가 함께 상승했다. 2012년부터는 완성차 판매 증가율 둔화 우려로 주가가 횡보했으나 2013년부터 해외 물류 확대를 통해 강화된 사업 안정성이 돋보이며 주가가 상향 재평가(re-rating)를 받기 시작했다.

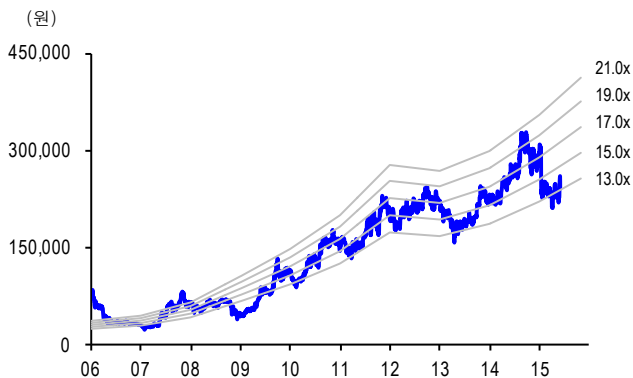
2015년 초에는 대주주의 지분 매각으로 한 차례 급격한 주가 하락을 보였다. 블록딜 이후에는 지배 구조 프리미엄 약화와 이에 따른 성장성 제한 우려로 주가는 추가적으로 하락세를 보였다. 그러나 CKD와 완성차 해상 운송 부문에서 추가 성장 동력이 기대되고 해외업체 M&A를 통한 외형 성장이 기대되는 바 주가 반등은 가능하다는 판단이다.

## Valuation 컨센서스 비교

| 회사                      | 시가총액<br>(백만달러) | 2015F (x) |     |           |         | 2016F (x) |     |           |         |
|-------------------------|----------------|-----------|-----|-----------|---------|-----------|-----|-----------|---------|
|                         |                | PER       | PBR | EV/EBITDA | ROE (%) | PER       | PBR | EV/EBITDA | ROE (%) |
| C.H. ROBINSON WORLDWIDE | 9,417.5        | 19.5      | 8.8 | 11.9      | 44.9    | 17.7      | 8.0 | 11.1      | 46.0    |
| EXPEDITORS              | 9,156.3        | 21.4      | 4.9 | 11.2      | 23.1    | 19.6      | 4.9 | 10.3      | 24.8    |
| YAMATO HOLDINGS         | 9,044.6        | 24.2      | 1.8 | 8.5       | 7.5     | 22.1      | 1.7 | 8.1       | 7.8     |
| ROYAL MAIL              | 8,063.6        | 15.1      | 2.1 | 6.3       | 12.5    | 13.9      | 1.6 | 7.8       | 8.4     |
| 현대글로벌비스                 | 8,056.7        | 15.9      | 2.8 | 11.7      | 18.6    | 13.9      | 2.3 | 10.3      | 18.1    |
| BPOST                   | 5,928.8        | 17.2      | 7.3 | 7.9       | 43.4    | 16.7      | 6.7 | 7.7       | 41.2    |
| XPO LOGISTICS           | 3,983.4        | N/A       | 1.9 | 13.4      | (1.7)   | 94.7      | 2.1 | 7.7       | 1.5     |

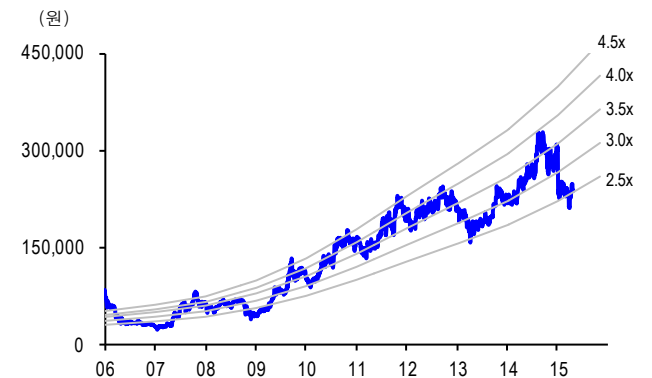
자료: Bloomberg, 신한금융투자

## 현대글로벌비스 PER 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자

## 현대글로벌비스 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자



## 미주 대륙을 중심으로 한 CKD 매출 성장 기대

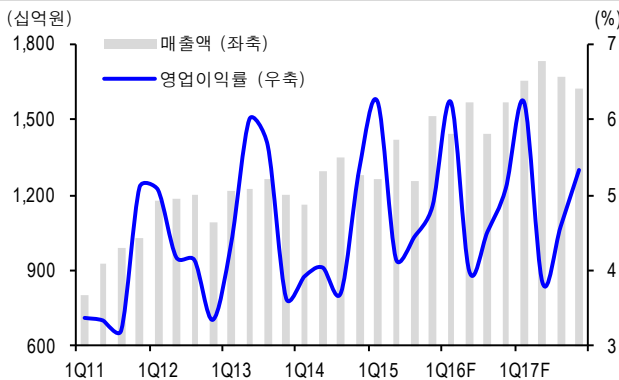
2016년 기아차 멕시코 공장  
가동 돌입(연간 30만대 생산능력)

2015년 1분기 북미에서의 현대기아차 생산은 감소했으나 고사양 차량 생산은 증가하며 매출 확대 및 수익성 개선에 기여했다. 2014년 4월 미국 시장에 출시된 신형 제네시스가 시장에서 좋은 반응을 보이며 판매가 증가한 데 따른 결과다. 2015년 1분기 미국 시장에서 제네시스는 6,656대(+251% YoY)가 판매되었다. 상위 세그먼트 자동차에는 기본적으로 고사양의 부품들이 상대적으로 많이 적용되기 때문에 상위 차급 생산 증가는 CKD 실적에 긍정적이다.

2016년 기아차 멕시코 공장이 가동에 돌입한다. 멕시코 북부 누에보레온주 몬테레이에 들어설 기아차 생산공장은 연간 30만대 규모로 2016년 상반기부터 소형차를 생산할 예정이다. 현대글로벌비스의 CKD(반조립제품, Complete Knock Down) 매출로 기아차 멕시코 공장 가동과 함께 증가할 전망이다.

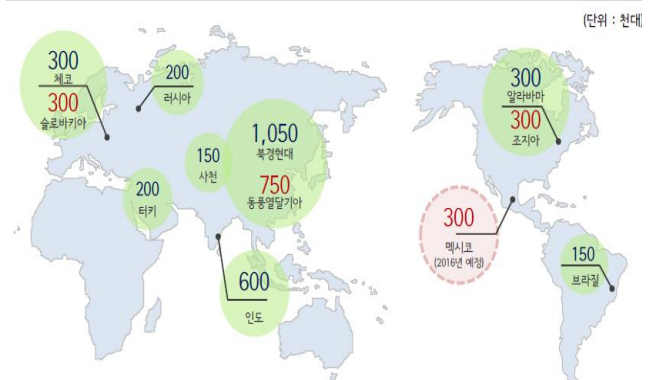
CKD사업은 환율에 민감한 사업구조를 지녔다. 매출은 달러화로 발생하는데 매입은 원화로 이루어지기 때문이다. 원/달러 환율이 오를수록 유리하다. 2014년 평균 원/달러 환율은 1,053원이었다. 원/달러 환율의 추세적인 급반등을 기대하긴 어려우나 작년보다 높은 환율만 유지된다면 CKD 매출 역시 2014년 수준을 기록할 수 있을 전망이다.

현대글로벌비스 CKD 영업실적 추이 및 전망



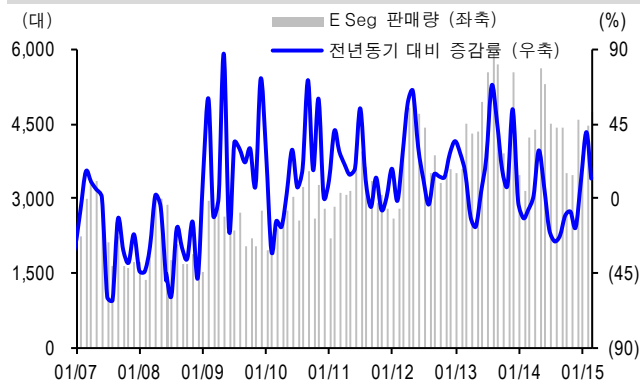
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

현대차그룹 해외생산 Capa 현황



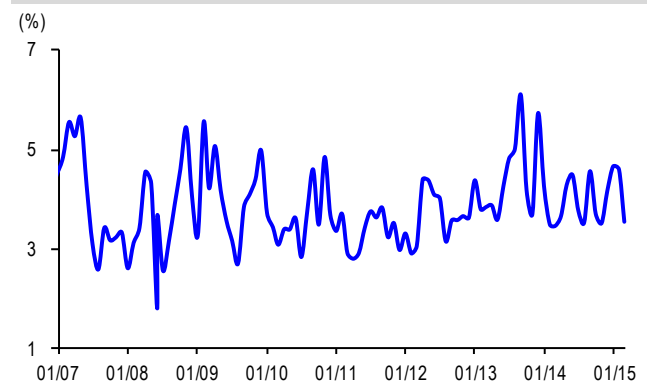
자료: 회사 자료, 신한금융투자

현대기아차 미국 시장 E-세그먼트 자동차 판매량 추이



자료: 신한금융투자

현대기아차 미국 시장 E-세그먼트 자동차 판매 비중 추이



자료: 신한금융투자

2016년 해외물류 매출액  
6.9조원(+8.7% YoY) 전망

### 현대기아차 완성차 수출 담당 비중 증가 → 완성차 해상 운송 매출 증가 예상

유코카캐리어스는 2002년 설립된 자동차운송업체이다. 대주주는 노르웨이의 해운회사인 Wallenius Logistics AB 및 Wilhelmsen Ships Holding Malta Limited이다. 현대기아차는 유코카캐리어스의 지분 20%를 가지고 있다. 유코카캐리어스는 현대차그룹과의 해상운송계약(OCC: Ocean Carrier Contract)와 관련하여 2002년 12월 10일부터 완성차 운송과 관련하여 현대상선의 계약상의 지위를 이전받았다.

현대차그룹과 유코카캐리어스의 약정 수송 물량 제한은 2015년에 만료된다. 양사의 해상운송 계약상 2016년부터는 양사 합의간에 수송 물량을 결정하게 되어있다. 이를 통해 현대기아차 완성차 수출 담당 비중이 증가할 전망이다. 현대기아차 수출 물량의 60%를 담당하게 될 경우 2016년 해외물류 매출액은 6.9조원(+8.7% YoY)을 달성할 수 있다.

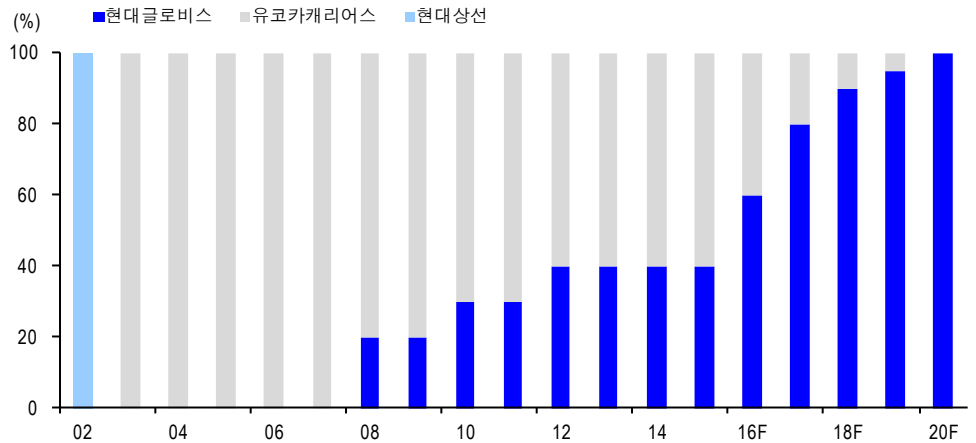
유코카캐리어스의 실적을 통해 완성차 해상 운송 사업의 영업이익률이 높다는 점을 알 수 있다. 향후 현대기아차 완성차 수출 담당 비중 증가로 장기적으로 물류 영업이익률이 향상되면서 전반적인 product mix 개선이 이뤄질 전망이다.

현대글로벌비스의 현대기아차 완성차 수출 물량 담당 비중에 따른 매출액 변화 (2016년 기준)

| (십억원)    | 60%      | 70%      | 80%      | 90%      | 100%     |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액      | 15,691.8 | 15,923.1 | 16,154.4 | 16,385.7 | 16,617.1 |
| 물류       | 8,246.2  | 8,477.6  | 8,708.9  | 8,940.2  | 9,171.5  |
| 해외 물류    | 6,903.3  | 7,134.6  | 7,365.9  | 7,597.3  | 7,828.6  |
| 완성차 해상운송 | 1,388.0  | 1,619.3  | 1,850.6  | 2,082.0  | 2,313.3  |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

현대기아차 완성차 운송 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

현대차그룹-유코카캐리어스간 해상운송계약 내용

| 기간                                | 내용                                                       |
|-----------------------------------|----------------------------------------------------------|
| 2012년 1월 1일부터 2015년 12월 31일까지 4년간 | 현대자동차(주)와 기아자동차(주)가 해상으로 수출하는 물량(이하 "약정수송량")의 최소 60%     |
| 2016년 1월 1일부터 2019년 12월 31일까지 4년간 | 현대자동차(주)와 기아자동차(주)는 회사가 약정수송량의 최소 60%를 수송할 수 있도록 노력하기로 함 |

자료: 유코카캐리어스, 신한금융투자

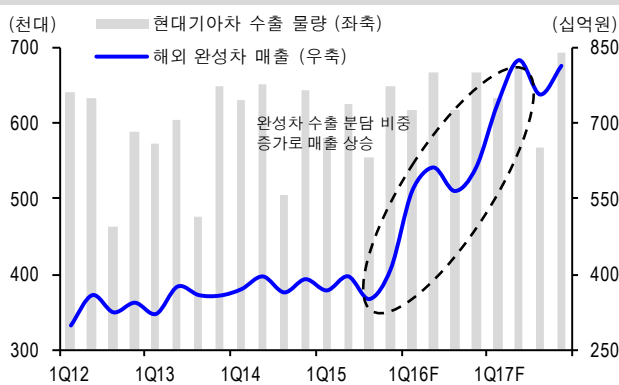


## 영업실적 추이 및 전망

| (십억원)           | 1Q14    | 2Q14    | 3Q14    | 4Q14    | 1Q15    | 2Q15F   | 3Q15F   | 4Q15F   | 2014     | 2015F    | 2016F    |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액             | 3,284.3 | 3,549.0 | 3,520.4 | 3,568.3 | 3,386.1 | 3,757.1 | 3,460.1 | 4,111.1 | 13,922.0 | 14,714.3 | 16,934.2 |
| 1. 물류           | 1,724.7 | 1,849.5 | 1,763.3 | 1,825.2 | 1,730.6 | 1,958.1 | 1,826.9 | 2,165.0 | 7,162.7  | 7,680.5  | 9,335.3  |
| (1) 국내          | 287.6   | 283.4   | 269.6   | 316.0   | 286.6   | 329.8   | 297.5   | 356.3   | 1,156.6  | 1,270.2  | 1,343.0  |
| (2) 해외          | 1,437.1 | 1,566.1 | 1,493.7 | 1,509.2 | 1,444.0 | 1,628.3 | 1,529.3 | 1,808.7 | 6,006.1  | 6,410.4  | 7,992.3  |
| (a) 완성차         | 369.2   | 394.6   | 362.6   | 389.1   | 366.6   | 394.8   | 349.3   | 410.0   | 1,515.5  | 1,520.8  | 2,357.6  |
| (b) 제선원료        | 231.5   | 297.8   | 296.7   | 285.9   | 257.4   | 269.3   | 284.5   | 262.7   | 1,111.9  | 1,073.9  | 1,100.9  |
| (c) 기타 물류       | 836.4   | 873.7   | 834.4   | 834.2   | 820.0   | 964.2   | 895.6   | 1,135.9 | 3,378.7  | 3,815.7  | 4,533.8  |
| 2. CKD          | 1,163.2 | 1,291.9 | 1,349.7 | 1,277.8 | 1,264.3 | 1,415.8 | 1,252.5 | 1,512.9 | 5,082.6  | 5,445.5  | 6,023.3  |
| 3. 기타           | 396.4   | 407.6   | 407.4   | 465.3   | 391.2   | 383.2   | 380.7   | 433.2   | 1,676.7  | 1,588.3  | 1,575.6  |
| (1) 중고차         | 82.8    | 81.7    | 70.4    | 72.1    | 76.3    | 89.9    | 77.4    | 79.3    | 307.0    | 322.9    | 339.1    |
| (2) 기타유통        | 313.6   | 325.9   | 337.0   | 393.2   | 314.9   | 293.3   | 303.3   | 353.9   | 1,369.7  | 1,265.4  | 1,236.5  |
| 영업비용            | 3,129.9 | 3,381.3 | 3,363.1 | 3,403.1 | 3,211.6 | 3,568.0 | 3,284.9 | 3,937.1 | 13,277.4 | 14,001.6 | 15,582.5 |
| 1. 원재료 및 상품 사용액 | 1,641.8 | 1,707.0 | 1,786.4 | 1,687.6 | 1,707.5 | 1,796.9 | 1,634.2 | 1,956.8 | 6,822.8  | 7,095.4  | 7,648.6  |
| 2. 운반비          | 1,019.5 | 1,089.9 | 1,029.6 | 1,103.7 | 1,019.0 | 1,158.6 | 1,054.7 | 1,270.6 | 4,242.7  | 4,502.9  | 5,275.8  |
| 3. 선박운항비        | 273.4   | 340.5   | 309.0   | 321.6   | 286.8   | 297.3   | 307.5   | 317.5   | 1,244.5  | 1,209.1  | 1,443.8  |
| 4. 감가상각비        | 23.0    | 25.1    | 24.7    | 26.7    | 28.1    | 31.1    | 32.0    | 38.6    | 99.5     | 129.8    | 156.3    |
| 5. 기타           | 172.2   | 218.8   | 213.4   | 263.4   | 170.2   | 284.1   | 256.4   | 353.7   | 867.8    | 1,064.4  | 1,058.0  |
| 영업이익            | 154.4   | 167.7   | 157.3   | 165.2   | 174.5   | 189.1   | 175.2   | 173.9   | 644.6    | 745.0    | 848.1    |
| 1. 물류           | 110.7   | 112.9   | 99.5    | 93.1    | 103.4   | 127.3   | 110.8   | 97.9    | 416.2    | 482.7    | 572.9    |
| 2. CKD          | 45.5    | 52.1    | 49.9    | 68.3    | 78.9    | 58.7    | 55.6    | 71.9    | 215.8    | 259.1    | 272.6    |
| 3. 기타           | (1.8)   | 2.7     | 7.9     | 3.9     | (7.8)   | 3.0     | 8.8     | 4.1     | 12.7     | 3.3      | 2.7      |
| 세전이익            | 166.1   | 297.5   | 124.8   | 123.0   | 171.8   | 229.8   | 222.8   | 227.4   | 711.4    | 884.1    | 1,004.7  |
| 순이익             | 119.1   | 248.0   | 88.5    | 80.6    | 120.7   | 175.7   | 159.5   | 142.8   | 536.2    | 618.4    | 719.6    |
| 영업이익률 (%)       | 4.7     | 4.7     | 4.5     | 4.6     | 5.2     | 5.0     | 5.1     | 4.2     | 4.6      | 5.1      | 5.0      |
| 1. 물류           | 6.4     | 6.1     | 5.6     | 5.1     | 6.0     | 6.5     | 6.1     | 4.5     | 5.8      | 6.3      | 6.1      |
| 2. CKD          | 3.9     | 4.0     | 3.7     | 5.3     | 6.2     | 4.1     | 4.4     | 4.8     | 4.2      | 4.8      | 4.5      |
| 3. 기타           | (0.4)   | 0.7     | 1.9     | 0.8     | (2.0)   | 0.8     | 2.3     | 0.9     | 0.8      | 0.2      | 0.2      |

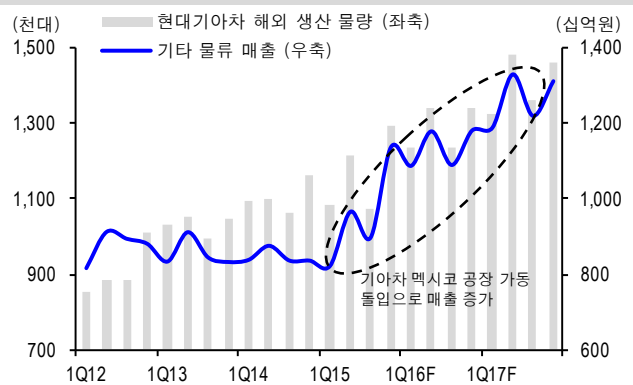
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 현대기아차 수출 물량과 해외 완성차 물류 매출 추이 및 전망



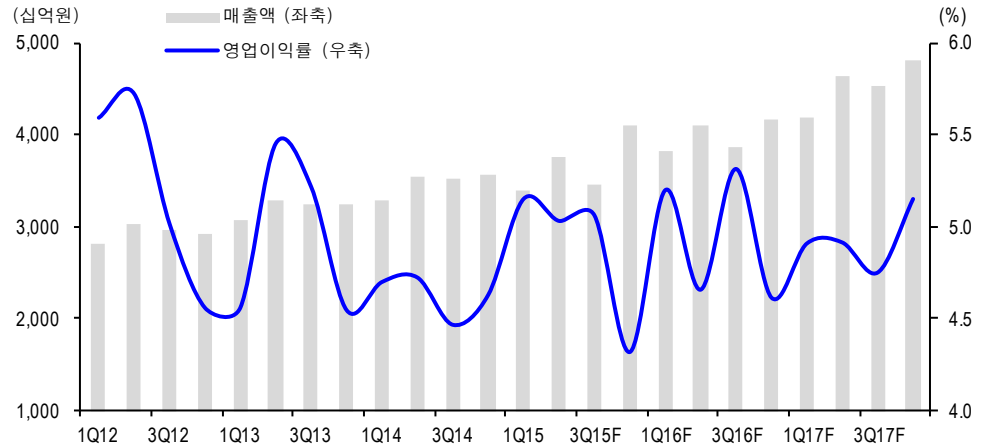
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 현대기아차 해외 생산 물량과 기타 물류 매출 추이 및 전망



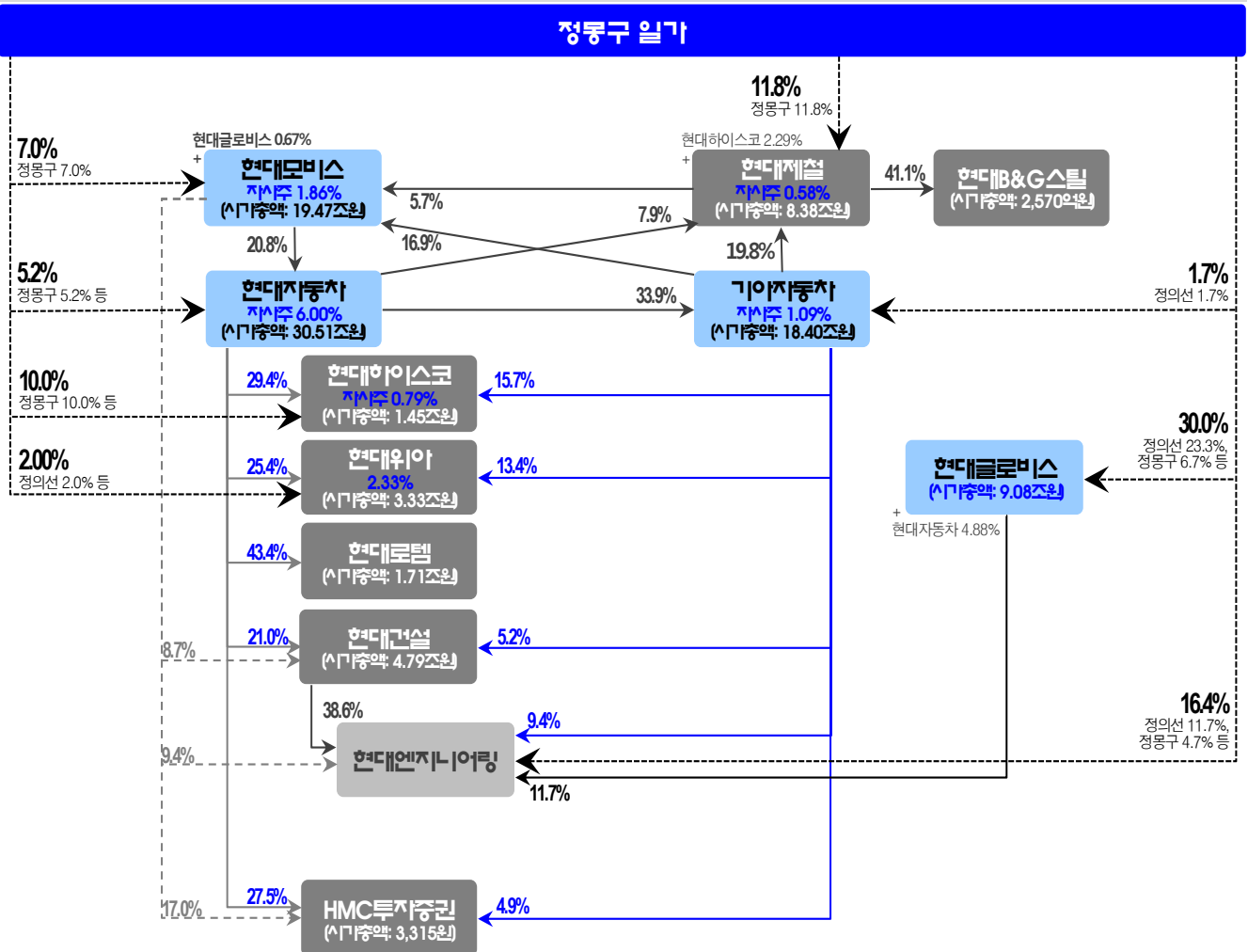
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 현대차그룹 지배구조도



자료: 신한금융투자

## 부록 : 요약 재무제표

## 재무상태표

| 12월 결산 (십억원)     | 2013           | 2014           | 2015F          | 2016F          | 2017F          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>자산총계</b>      | <b>5,069.2</b> | <b>6,196.2</b> | <b>6,841.8</b> | <b>7,772.5</b> | <b>8,747.7</b> |
| 유동자산             | 2,926.3        | 3,334.8        | 3,563.4        | 4,140.3        | 4,704.2        |
| 현금및현금성자산         | 729.3          | 753.9          | 835.7          | 1,001.0        | 1,203.7        |
| 매출채권             | 1,546.5        | 1,749.1        | 1,848.6        | 2,127.5        | 2,372.3        |
| 재고자산             | 522.1          | 645.6          | 682.3          | 785.3          | 875.6          |
| 비유동자산            | 2,142.9        | 2,861.4        | 3,278.3        | 3,632.1        | 4,043.5        |
| 유형자산             | 1,515.1        | 2,116.3        | 2,502.5        | 2,762.6        | 3,092.2        |
| 무형자산             | 39.3           | 39.1           | 34.8           | 30.4           | 26.1           |
| 투자자산             | 503.7          | 615.3          | 650.3          | 748.4          | 834.5          |
| 기타금융투자자산         | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>부채총계</b>      | <b>2,735.4</b> | <b>3,425.1</b> | <b>3,527.3</b> | <b>3,813.4</b> | <b>4,064.6</b> |
| 유동부채             | 2,026.2        | 2,214.2        | 2,286.2        | 2,487.8        | 2,664.7        |
| 단기차입금            | 804.9          | 821.1          | 821.1          | 821.1          | 821.1          |
| 매입채무             | 835.3          | 998.1          | 1,054.9        | 1,214.0        | 1,353.7        |
| 유동성장기부채          | 84.1           | 128.8          | 128.8          | 128.8          | 128.8          |
| 비유동부채            | 709.2          | 1,210.9        | 1,241.1        | 1,325.6        | 1,399.8        |
| 사채               | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 491.5          | 680.8          | 680.8          | 680.8          | 680.8          |
| 기타금융투자부채         | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>자본총계</b>      | <b>2,333.8</b> | <b>2,771.1</b> | <b>3,314.5</b> | <b>3,959.1</b> | <b>4,683.2</b> |
| 자본금              | 18.8           | 18.8           | 18.8           | 18.8           | 18.8           |
| 자본잉여금            | 153.6          | 153.6          | 153.6          | 153.6          | 153.6          |
| 기타자본             | (0.9)          | (0.9)          | (0.9)          | (0.9)          | (0.9)          |
| 기타포괄이익누계액        | 97.1           | 62.9           | 62.9           | 62.9           | 62.9           |
| 이익잉여금            | 2,065.3        | 2,536.8        | 3,080.2        | 3,724.8        | 4,448.9        |
| <b>지배주주지분</b>    | <b>2,333.8</b> | <b>2,771.1</b> | <b>3,314.5</b> | <b>3,959.1</b> | <b>4,683.2</b> |
| 비지배주주지분          | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| *총차입금            | 1,380.9        | 1,660.7        | 1,662.4        | 1,667.2        | 1,671.4        |
| *순차입금(순현금)       | 645.1          | 892.9          | 812.0          | 649.2          | 448.8          |

## 현금흐름표

| 12월 결산 (십억원)        | 2013           | 2014           | 2015F          | 2016F          | 2017F          |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>영업활동으로인한현금흐름</b> | <b>407.3</b>   | <b>369.6</b>   | <b>548.7</b>   | <b>582.8</b>   | <b>697.4</b>   |
| 당기순이익               | 481.3          | 536.2          | 618.4          | 719.6          | 817.8          |
| 유형자산상각비             | 72.5           | 91.9           | 133.8          | 149.9          | 170.4          |
| 무형자산상각비             | 7.6            | 7.6            | 7.3            | 6.3            | 5.3            |
| 외화환산손실(이익)          | (12.3)         | 34.3           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 자산처분손실(이익)          | 0.1            | (3.8)          | (3.8)          | (3.8)          | (3.8)          |
| 지분법, 중속, 관계기업손실(이익) | (37.3)         | (140.7)        | (161.3)        | (161.3)        | (161.3)        |
| 운전자본변동              | (169.8)        | (170.0)        | (45.7)         | (128.0)        | (131.1)        |
| (법인세납부)             | (179.4)        | (199.5)        | (265.7)        | (285.1)        | (302.5)        |
| 기타                  | 244.6          | 213.6          | 265.7          | 285.2          | 302.6          |
| <b>투자활동으로인한현금흐름</b> | <b>(642.6)</b> | <b>(481.2)</b> | <b>(497.0)</b> | <b>(450.5)</b> | <b>(527.2)</b> |
| 유형자산의증가(CAPEX)      | (626.0)        | (452.2)        | (520.0)        | (410.0)        | (500.0)        |
| 유형자산의감소             | 6.5            | 27.9           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 무형자산의감소(증가)         | (7.8)          | (6.7)          | (3.0)          | (2.0)          | (1.0)          |
| 투자자산의감소(증가)         | (21.8)         | (19.3)         | 26.9           | (36.2)         | (24.2)         |
| 기타                  | 6.5            | (30.9)         | (0.9)          | (2.3)          | (2.0)          |
| <b>FCF</b>          | <b>(241.5)</b> | <b>(151.1)</b> | <b>65.0</b>    | <b>137.4</b>   | <b>176.2</b>   |
| <b>재무활동으로인한현금흐름</b> | <b>238.2</b>   | <b>150.6</b>   | <b>(73.3)</b>  | <b>(70.2)</b>  | <b>(70.8)</b>  |
| 차입금의증가(감소)          | 294.9          | 212.0          | 1.7            | 4.8            | 4.2            |
| 자기주식의처분(취득)         | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 배당금                 | (56.3)         | (56.3)         | (75.0)         | (75.0)         | (75.0)         |
| 기타                  | (0.4)          | (5.1)          | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 기타현금흐름              | 0.0            | 0.0            | 103.2          | 103.2          | 103.2          |
| 연결법위변동으로인한현금의증가     | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 환율변동효과              | (5.5)          | (14.4)         | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>현금의증가(감소)</b>    | <b>(2.6)</b>   | <b>24.6</b>    | <b>81.7</b>    | <b>165.4</b>   | <b>202.7</b>   |
| 기초현금                | 731.9          | 729.3          | 753.9          | 835.7          | 1,001.0        |
| 기말현금                | 729.3          | 753.9          | 835.7          | 1,001.0        | 1,203.7        |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## 포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원)    | 2013            | 2014            | 2015F           | 2016F           | 2017F           |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>매출액</b>      | <b>12,861.3</b> | <b>13,922.0</b> | <b>14,714.3</b> | <b>16,934.2</b> | <b>18,882.7</b> |
| 증가율 (%)         | 9.5             | 8.2             | 5.7             | 15.1            | 11.5            |
| <b>매출원가</b>     | <b>11,845.7</b> | <b>12,902.2</b> | <b>13,636.4</b> | <b>15,678.0</b> | <b>17,464.5</b> |
| <b>매출총이익</b>    | <b>1,015.6</b>  | <b>1,019.9</b>  | <b>1,077.9</b>  | <b>1,256.2</b>  | <b>1,418.2</b>  |
| 매출총이익률 (%)      | 7.9             | 7.3             | 7.3             | 7.4             | 7.5             |
| <b>판매관리비</b>    | <b>378.7</b>    | <b>375.2</b>    | <b>397.6</b>    | <b>455.6</b>    | <b>506.7</b>    |
| <b>영업이익</b>     | <b>636.9</b>    | <b>644.6</b>    | <b>745.0</b>    | <b>848.1</b>    | <b>945.7</b>    |
| 증가율 (%)         | 3.8             | 1.2             | 15.6            | 13.8            | 11.5            |
| 영업이익률 (%)       | 5.0             | 4.6             | 5.1             | 5.0             | 5.0             |
| <b>영업외손익</b>    | <b>65.5</b>     | <b>66.8</b>     | <b>120.4</b>    | <b>122.8</b>    | <b>126.5</b>    |
| 금융손익            | 1.0             | (10.3)          | (11.7)          | (9.2)           | (5.5)           |
| 기타영업외손익         | 27.2            | 35.8            | 70.2            | 70.2            | 70.2            |
| 중속 및 관계기업관련손익   | 37.3            | 41.3            | 61.9            | 61.9            | 61.9            |
| <b>세전계속사업이익</b> | <b>702.4</b>    | <b>711.4</b>    | <b>884.1</b>    | <b>1,004.7</b>  | <b>1,120.3</b>  |
| 법인세비용           | 221.1           | 175.2           | 265.7           | 285.1           | 302.5           |
| 계속사업이익          | 481.3           | 536.2           | 618.4           | 719.6           | 817.8           |
| 중단사업이익          | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>당기순이익</b>    | <b>481.3</b>    | <b>536.2</b>    | <b>618.4</b>    | <b>719.6</b>    | <b>817.8</b>    |
| 증가율 (%)         | (3.3)           | 11.4            | 15.3            | 16.4            | 13.7            |
| 순이익률 (%)        | 3.7             | 3.9             | 4.2             | 4.2             | 4.3             |
| (지배주주)당기순이익     | 481.3           | 536.2           | 618.4           | 719.6           | 817.8           |
| (비지배주주)당기순이익    | (0.0)           | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>470.8</b>    | <b>493.5</b>    | <b>618.4</b>    | <b>719.6</b>    | <b>817.8</b>    |
| (지배주주)총포괄이익     | 470.8           | 493.5           | 618.4           | 719.6           | 817.8           |
| (비지배주주)총포괄이익    | (0.0)           | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>EBITDA</b>   | <b>717.1</b>    | <b>744.2</b>    | <b>886.1</b>    | <b>1,004.4</b>  | <b>1,121.5</b>  |
| 증가율 (%)         | 5.4             | 3.8             | 19.1            | 13.4            | 11.7            |
| EBITDA 이익률 (%)  | 5.6             | 5.3             | 6.0             | 5.9             | 5.9             |

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

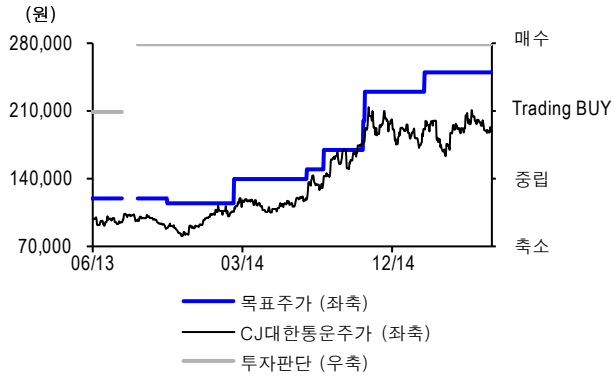
## 주요 투자지표

| 12월 결산         | 2013   | 2014   | 2015F  | 2016F   | 2017F   |
|----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| EPS (당기순이익, 원) | 12,834 | 14,300 | 16,491 | 19,189  | 21,809  |
| EPS (지배순이익, 원) | 12,834 | 14,300 | 16,491 | 19,189  | 21,809  |
| BPS (자본총계, 원)  | 62,236 | 73,895 | 88,386 | 105,576 | 124,885 |
| BPS (지배지분, 원)  | 62,236 | 73,895 | 88,386 | 105,576 | 124,885 |
| DPS (원)        | 1,500  | 2,000  | 2,000  | 2,000   | 2,500   |
| PER (당기순이익, 배) | 18.0   | 20.4   | 14.4   | 12.4    | 10.9    |
| PER (지배순이익, 배) | 18.0   | 20.4   | 14.4   | 12.4    | 10.9    |
| PBR (자본총계, 배)  | 3.7    | 3.9    | 2.7    | 2.2     | 1.9     |
| PBR (지배지분, 배)  | 3.7    | 3.9    | 2.7    | 2.2     | 1.9     |
| EV/EBITDA (배)  | 13.0   | 15.9   | 11.0   | 9.5     | 8.3     |
| 배당성향 (%)       | 11.7   | 14.0   | 12.1   | 10.4    | 11.5    |
| 배당수익률 (%)      | 0.6    | 0.7    | 0.8    | 0.8     | 1.1     |
| <b>수익성</b>     |        |        |        |         |         |
| EBITDA 이익률 (%) | 5.6    | 5.3    | 6.0    | 5.9     | 5.9     |
| 영업이익률 (%)      | 5.0    | 4.6    | 5.1    | 5.0     | 5.0     |
| 순이익률 (%)       | 3.7    | 3.9    | 4.2    | 4.2     | 4.3     |
| ROA (%)        | 10.3   | 9.5    | 9.5    | 9.8     | 9.9     |
| ROE (지배순이익, %) | 22.6   | 21.0   | 20.3   | 19.8    | 18.9    |
| ROIC (%)       | 19.9   | 16.6   | 14.2   | 15.0    | 15.2    |
| <b>안정성</b>     |        |        |        |         |         |
| 부채비율 (%)       | 117.2  | 123.6  | 106.4  | 96.3    | 86.8    |
| 순차입금비율 (%)     | 27.6   | 32.2   | 24.5   | 16.4    | 9.6     |
| 현금비율 (%)       | 36.0   | 34.0   | 36.6   | 40.2    | 45.2    |
| 이자보상배율 (배)     | 40.1   | 23.8   | 25.2   | 28.6    | 31.8    |
| <b>활동성</b>     |        |        |        |         |         |
| 순운전자본회전율 (회)   | 12.8   | 11.5   | 10.5   | 11.0    | 10.8    |
| 재고자산회수기간 (일)   | 14.1   | 15.3   | 16.5   | 15.8    | 16.1    |
| 매출채권회수기간 (일)   | 41.6   | 43.2   | 44.6   | 42.9    | 43.5    |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

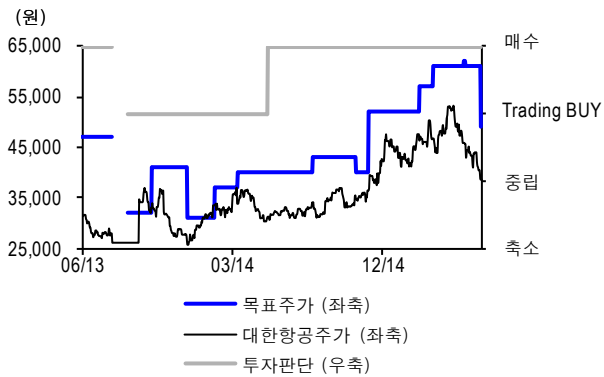
## 투자의견 및 목표주가 추이

## CJ대한통운 (000120)



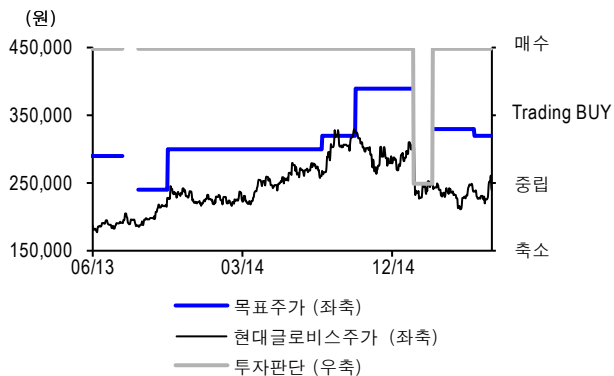
| 일자            | 투자 의견       | 목표 주가 (원) |
|---------------|-------------|-----------|
| 2013년 06월 05일 | Trading BUY | 120,000   |
| 2013년 08월 28일 | 매수          | 120,000   |
| 2013년 10월 21일 | 매수          | 115,000   |
| 2014년 02월 20일 | 매수          | 140,000   |
| 2014년 07월 03일 | 매수          | 150,000   |
| 2014년 08월 03일 | 매수          | 170,000   |
| 2014년 10월 14일 | 매수          | 200,000   |
| 2014년 10월 16일 | 매수          | 230,000   |
| 2015년 02월 03일 | 매수          | 250,000   |

## 대한항공 (003490)



| 일자            | 투자 의견       | 목표 주가 (원) |
|---------------|-------------|-----------|
| 2013년 06월 05일 | 매수          | 47,000    |
| 2013년 08월 28일 | Trading BUY | 32,000    |
| 2013년 10월 11일 | Trading BUY | 41,000    |
| 2013년 12월 15일 | Trading BUY | 31,000    |
| 2014년 02월 03일 | Trading BUY | 37,000    |
| 2014년 03월 17일 | Trading BUY | 40,000    |
| 2014년 05월 11일 | 매수          | 40,000    |
| 2014년 08월 01일 | 매수          | 43,000    |
| 2014년 10월 19일 | 매수          | 40,000    |
| 2014년 11월 11일 | 매수          | 52,000    |
| 2015년 02월 12일 | 매수          | 57,000    |
| 2015년 03월 09일 | 매수          | 61,000    |
| 2015년 05월 04일 | 매수          | 62,000    |
| 2015년 05월 07일 | 매수          | 61,000    |

## 현대글로비스 (086280)



| 일자            | 투자 의견 | 목표 주가 (원) |
|---------------|-------|-----------|
| 2013년 06월 04일 | 매수    | 290,000   |
| 2013년 08월 28일 | 매수    | 240,000   |
| 2013년 10월 21일 | 매수    | 300,000   |
| 2014년 07월 30일 | 매수    | 320,000   |
| 2014년 09월 29일 | 매수    | 390,000   |
| 2015년 01월 13일 | 중립    | -         |
| 2015년 02월 17일 | 매수    | 330,000   |
| 2015년 05월 04일 | 매수    | 320,000   |

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 박광래)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다.
- ◆ 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

## 투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

| 주<br>가 | 섹<br>터 | 매수                                                                                                                                                                                                    | 중립                                                                                                                                                                                                                          | 축소 |
|--------|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
|        |        | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상</li> <li>◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15%</li> <li>◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0%</li> <li>◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우</li> <li>◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우</li> <li>◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우</li> </ul> |    |

## 신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2015년 6월 3일 기준)

|         |        |                  |        |         |       |         |    |
|---------|--------|------------------|--------|---------|-------|---------|----|
| 매수 (매수) | 83.84% | Trading BUY (중립) | 11.11% | 중립 (중립) | 5.05% | 축소 (매도) | 0% |
|---------|--------|------------------|--------|---------|-------|---------|----|

## 메모

고객지원센터 : 1588-0365

서울특별시 영등포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com



## 신한금융투자 영업망

|                   |                  |        |                |             |                    |         |                  |             |               |
|-------------------|------------------|--------|----------------|-------------|--------------------|---------|------------------|-------------|---------------|
| <b>서울지역</b>       |                  |        |                |             |                    |         |                  |             |               |
| 강남                | 02) 538-0707     | 구로     | 02) 857-8600   | 대치센트레빌      | 02) 554-2878       | 보라매     | 02) 820-2000     | 여의도         | 02) 3775-4270 |
| 강남중앙              | 02) 6354-5300    | 남대문    | 02) 757-0707   | 도곡          | 02) 2057-0707      | 삼성역     | 02) 563-3770     | 연희동         | 02) 3142-6363 |
| 관악                | 02) 887-0809     | 노원역    | 02) 937-0707   | 마포          | 02) 718-0900       | 삼풍      | 02) 3477-4567    | 영업부         | 02) 3772-1200 |
| 광고                | 02) 739-7155     | 논현     | 02) 518-2222   | 명동          | 02) 752-6655       | 송파      | 02) 449-0808     | 잠실신천역       | 02) 423-6868  |
| 광화문               | 02) 732-0770     | 답십리    | 02) 2217-2114  | 목동          | 02) 2653-0844      | 신당      | 02) 2254-4090    | 중부          | 02) 2270-6500 |
| 종로영업소             | 02) 722-4388     | 성수동영업소 | 02) 466-4228   | 반포          | 02) 533-1851       | 압구정     | 02) 511-0005     |             |               |
| <b>인천·경기지역</b>    |                  |        |                |             |                    |         |                  |             |               |
| 계양                | 032) 553-2772    | 산본     | 031) 392-1141  | 연수          | 032) 819-0110      | 정자동     | 031) 715-8600    | 평촌          | 031) 381-8686 |
| 구월동               | 032) 464-0707    | 수원     | 031) 246-0606  | 의정부         | 031) 848-9100      | 판교      | 031) 898-0011    |             |               |
| 분당                | 031) 712-0109    | 안산     | 031) 485-4481  | 일산          | 031) 907-3100      | 평택      | 031) 657-9010    |             |               |
| <b>부산·경남지역</b>    |                  |        |                |             |                    |         |                  |             |               |
| 금정                | 051) 516-8222    | 마산     | 055) 297-2277  | 서면          | 051) 818-0100      | 울산남     | 052) 257-0777    |             |               |
| 동래                | 051) 505-6400    | 밀양     | 055) 355-7707  | 울산          | 052) 273-8700      | 창원      | 055) 285-5500    |             |               |
| <b>대구·경북지역</b>    |                  |        |                |             |                    |         |                  |             |               |
| 구미                | 054) 451-0707    | 대구수성   | 053) 642-0606  | 안동          | 054) 855-0606      |         |                  |             |               |
| 대구                | 053) 423-7700    | 시지     | 053) 793-8282  | 포항          | 054) 252-0370      |         |                  |             |               |
| <b>대전·충북지역</b>    |                  |        |                |             |                    |         |                  |             |               |
| 대전                | 042) 484-9090    | 유성     | 042) 823-8577  | 청주          | 043) 296-5600      |         |                  |             |               |
| <b>광주·전라남북지역</b>  |                  |        |                |             |                    |         |                  |             |               |
| 광주                | 062) 232-0707    | 광양     | 061) 791-8020  | 전주          | 063) 286-9911      |         |                  |             |               |
| 군산                | 063) 442-9171    | 여수     | 061) 682-5262  | 수완          | 062) 956-0707      |         |                  |             |               |
| <b>강원지역</b>       |                  |        |                |             |                    |         |                  |             |               |
| 강릉                | 033) 642-1777    |        |                | <b>제주지역</b> |                    |         |                  |             |               |
|                   |                  |        |                | 서귀포         | 064) 732-3377      | 제주      | 064) 743-9011    |             |               |
| <b>PWM센터</b>      |                  |        |                |             |                    |         |                  |             |               |
| 강남                | 02) 508-2210     | 목동     | 02) 2649-0101  | 서교          | 02) 335-6600       | 압구정중앙   | 02) 547-0202     | 태평로         | 02) 317-9100  |
| 강남대로              | 02) 523-7471     | 반포     | 02) 3478-2400  | 서울파이낸스      | 02) 778-9600       | 여의도     | 02) 782-8331     | 해운대         | 051) 701-2200 |
| 대구                | 053) 252-3560    | 방배     | 02) 537-0885   | 서초          | 02) 532-6181       | 이촌동     | 02) 3785-2536    | 부산          | 051) 819-9011 |
| 대전                | 042) 489-7904    | 분당     | 031) 717-0280  | 스타          | 02) 2052-5511      | 일산      | 031) 906-3891    | Privilege강남 | 02) 559-3399  |
| 도곡                | 02) 554-6556     | 분당중앙   | 031) 718-5015  | 압구정         | 02) 541-5566       | 잠실      | 02) 2143-0800    | Privilege서울 | 02) 6050-8100 |
| <b>해외현지법인/사무소</b> |                  |        |                |             |                    |         |                  |             |               |
| 뉴욕                | (1-212) 397-4000 | 홍콩     | 852) 3713-5333 | 상해          | (86-21) 6888-91356 | 호치민 사무소 | (84-8) 3824-6445 |             |               |