

2018/01/16

## 운송(비중확대)

# 4분기 실적으로 보는 상반기 운송업체 주가 전망

Analyst 신민석

02)6923-7340

ms.shin94@capefn.com



경기 확장국면에 진입하면서 운송업체 4분기 영업이익은 전년대비 47.6% 증가한 7,269억원이 예상됩니다.

원가 상승에도 불구하고 수요 성장을 바탕으로 단가 인상에 성공했기 때문입니다.

2018년 상반기 비용 증가를 운임(단가)에 전가 가능한 업체들을 중심으로 긍정적인 시각 유지합니다.

Top pick's은 여객과 화물 호조로 매출과 이익이 증가하는 대한항공(BUY, TP 47,000원)과 벌크 운임 강세로 실적 상향이 가능한 팬오션(BUY, TP 7,000원)을 유지함

# Contents

<b>1</b>	<b>운송업체 실적과 투자전략</b>	04
	대형항공사 4분기 실적이 예상보다 좋아 2017년 4분기 실적 전망 운송업체 목표주가와 투자의견	
<b>2</b>	<b>항공</b>	07
	여객은 높은 기저에도 두 자리 성장 지속 화물은 공급량을 늘리기 보다는 수익성 유지에 노력 유가는 부담되지만, 환율 하락은 긍정적	
<b>3</b>	<b>육운</b>	12
	택배는 2위권 업체들의 점유율 확대 지속 현대차 그룹 자동차 판매 부진과 보수적인 전망	
<b>4</b>	<b>해운</b>	14
	벌크 운임은 손익분기점 이상을 유지할 전망	
<b>5</b>	<b>기업분석</b>	17
	대한항공 (003490KS   Buy 유지   TP 47,000원 상향) 실적을 바탕으로 주가 재평가	18
	팬오션 (028670KS   Buy 유지   TP 7,000원 유지) 벌크 운임 강세를 감안하면 추가 상승 기대	21
	진에어 (272450KS   Buy 유지   TP 40,000원 유지) 대형기재 확대로 효율성 증가 기대	24
	CJ대한통운 (000120KS   Buy 유지   TP 200,000원 유지) 1등 사업자 경쟁력은 더욱 강화될 전망	27
	현대글로비스 (086280KS   Buy 유지   TP 200,000원 유지) 본업가치 대비 저 평가	30
	대한해운 (005880KS   Buy 유지   TP 40,000원 하향) 안정적인 이익을 바탕으로 점진적인 재 평가 기대	33
	제주항공 (089590KS   Buy 유지   TP 45,000원 유지) 기재 확대에 따른 외형 성장 지속	36

## 운송 (비중확대)

Analyst 신민석 · 02)6923-7340 · ms.shin94@capefn.com

### 4분기 실적으로 보는 상반기 운송업체 주가 전망

2017년 4분기 운송업종 영업이익은 전년대비 47.6% 증가한 7,269억원이 예상됩니다. 유가가 전년대비 14.8% 상승했지만 수요 증가로 매출이 늘어나면서 이익 성장세가 이어지고 있습니다. 항공업종이 여객과 화물 수요 증가로 단가까지 상승하면서 전년대비 82.7% 증가가 예상됩니다. 해운과 육운은 각각 35.1%, 15.9% 증가하면서 실적 모멘텀을 이어갈 전망입니다.

#### 운송업종 투자의견 비중확대, Top pick's은 대한항공, 팬오션 유지

- 경기 확장국면에 진입하면서 운송업체 4분기 영업이익은 전년대비 47.6% 증가한 7,269억원이 예상됨. 원가 상승에도 불구하고 수요 성장을 바탕으로 단가 인상에 성공했기 때문임.
- 2018년 상반기 비용 증가를 운임(단가)에 전가 가능한 업체들을 중심으로 긍정적인 시각 유지함.
- Top pick's은 여객과 화물 호조로 매출과 이익이 증가하는 대한항공(BUY, TP 47,000원)과 벌크 운임 강세로 실적 향이 가능한 팬오션(BUY, TP 7,000원)을 유지함.

#### 4Q17 영업이익 7,269억원(YoY +47.6%) 전망, 항공 +82.7%, 해운 +35.1%, 육운 +15.9% 예상

- 항공은 여객과 화물 수요가 늘어나면서 단가 인상이 수월한 상태임. 유가 상승으로 유류할증료를 부과하고 원/달러 환율 하락에 따른 달러비용 감소 등으로 영업이익 증가세는 상반기에도 이어질 전망이다.
- 해운은 선박 공급이 낮아 중국발 철광석 수입이 재개될 경우 운임 반등이 예상되며, 운임 반등시 상반기 이익은 점진적으로 개선될 것으로 예상됨.
- 육운은 택배 업체들간의 경쟁 심화와 메가터미널 오픈에 따른 비용 증가가 예상됨. 현대차 그룹 해외 공장 생산 대수 전망치가 예상보다 낮고 원/달러 환율이 하락하고 있어 상반기 이익 개선 폭은 제한적일 전망이다.

#### 2018년 상반기 항공과 해운업체 주가는 강세 흐름 지속 전망

- WTI가 60달러를 상회하고 있지만 업체들의 감내 수준으로 판단됨. 높은 수요 증가를 바탕으로 유류할증료와 운임에 반영하면서 비용 부담을 낮추고 있음. 높은 단가가 유지될 경우 항공업체 실적 모멘텀은 상반기에도 이어질 전망이다.
- 벌크운임은 최근 2년간 신규 선박 공급 증가율이 낮아 중국발 철광석 수입이 재개될 경우 반등이 예상됨.
- 2018년 상반기 세계 경기가 완만한 확장국면을 유지할 경우 항공과 해운업체 주가는 긍정적인 흐름이 예상됨.

#### 주요 기업 투자의견

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자의견	목표주가	현재주가	상승여력	2018E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
대한항공	Buy	47,000	37,600	25.0	3,504	10.5	1.2	11.4	143,565
팬오션	Buy	7,000	5,440	28.7	333	17.2	1.1	6.5	12,182
진에어	Buy	40,000	27,100	47.6	2,772	10.0	3.1	34.5	(3,419)
CJ대한통운	Buy	200,000	137,000	46.0	4,161	33.2	1.1	3.9	18,051
현대글로벌비스	Buy	200,000	139,500	43.4	14,399	9.5	1.2	12.7	2,914
대한해운	Buy	40,000	29,000	37.9	4,152	6.8	0.8	12.1	12,583
제주항공	Buy	45,000	34,900	28.9	3,229	10.7	2.2	22.9	(3,028)

자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

## 운송업체 실적과 투자전략

### 대형항공사 4분기 실적이 예상보다 좋아

항공: 3,922억원  
대한항공 2,685억원  
진에어 170억원  
제주항공 162억원

2017년 4분기 인천공항 이용객은 전년대비 9.3% 증가한 1,598.7만명을 기록했다. 저비용항공사들의 성장세가 두드러지면서 진에어와 제주항공이 각각 31.4%, 35.3% 증가했다. 대한항공은 전년대비 4.8% 증가한 424.2만명을 기록했으며, 10월 성수기와 유류할증료를 부과하면서 단가 상승이 예상된다.

화물은 전방산업인 IT 경기 호조로 높은 기저에도 전년대비 한 자리 중반의 물동량 증가세를 유지하고 공급부족으로 두 자리 단가 상승이 예상된다. 경기 확장국면에 진입하면서 비용 부담이 높아지고 있지만, 단가가 상승하는 대형항공사 실적이 긍정적이다.

육운: 2,455억원  
현대글로비스 1,817억원  
CJ대한통운 638억원

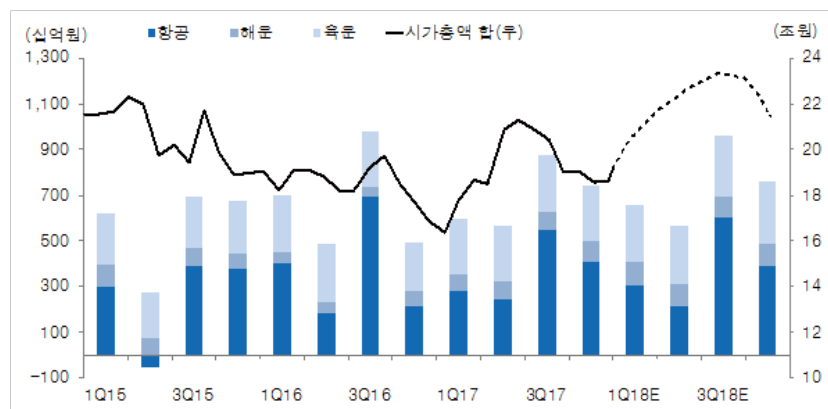
현대차와 기아차 4분기 해외 생산량은 전년대비 각각 8.6%, 21.8% 감소한 81.6만대, 34.7만대를 기록했다. 현대차는 브라질과 러시아 등 신흥국의 플러스 성장에도 미주가 26.9% 역 성장 하면서 생산량이 감소했다. 기아차는 미주와 유럽이 각각 32.9%, 5.8% 역 성장세가 지속되고 있다. 현대차그룹 해외법인 생산량 감소로 현대글로비스 CKD 매출은 전년대비 감소가 예상되며, 매출 감소에 따른 이익 하락은 불가피할 전망이다.

택배는 두 자리 물량 성장세를 이어가고 있지만, 2위권 그룹의 점유율 확대로 단가는 하락하고 있다. 롯데택배는 적자임에도 점유율 확대를 위한 노력을 지속하고 있으며, 한진은 농협과의 업무 협업을 통해 물동량이 시장 성장률을 상회하고 있다. CJ대한통운은 곧 지암 터미널 오픈을 위한 준비를 위해 점유율 유지 전략을 진행하고 있다.

해운은 892억원  
팬오션 534억원  
대한해운 359억원

4분기 벌크운임인 BDI는 전년대비 49.4% 상승한 1,497포인트를 기록했다. 중국의 철광석 수입량 둔화에도 불구하고 난방용 석탄 수입량이 증가하면서 12월 급등했기 때문이다. 중국 철강업체들의 감산 정책으로 철광석 수입량은 둔화되었지만, 춘절 이후 점진적으로 생산 재개가 예상되고 있어 철광석 수입량은 점진적으로 증가할 전망이다. 벌크운임 상승시 시황에 노출되어 있는 자사선 비중이 높은 팬오션 영업이익에 긍정적이다.

그림1. 운송업체 영업이익과 시가총액 추이 및 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

## 2017년 4분기 실적 전망

표1. 4분기 실적 Preview						(단위: 십억원)		
		4Q17E	4Q17C	4Q16	3Q17	% Var	% YoY	% QoQ
대한항공	매출액	3,154	3,110	2,929	3,214	1.4	7.7	(1.9)
	영업이익	268	230	178	355	16.8	50.5	(24.5)
	세전이익	632	379	(860)	109	66.9	흑전	478.3
	(지배)순이익	488	197	(643)	58	147.5	흑전	744.1
	영업이익률(%)	8.5	7.4	6.1	11.1	1.1	2.4	(3.7)
팬오션	매출액	642	629	513	584	2.1	25.2	9.9
	영업이익	53	58	50	52	(7.8)	18.7	14.0
	세전이익	12	42	(29)	43	(71.8)	흑전	(57.7)
	(지배)순이익	10	37	(29)	42	(72.4)	흑전	(61.7)
	영업이익률(%)	9.3	9.2	9.8	8.9	(0.9)	(0.5)	0.3
진에어	매출액	229	215	170	233	6.4	34.8	(1.7)
	영업이익	17	12	(8)	31	36.2	흑전	(45.9)
	세전이익	17	15	(8)	30	17.6	흑전	(42.9)
	(지배)순이익	13	9	(10)	24	45.5	흑전	(45.5)
	영업이익률(%)	7.4	5.8	(4.7)	13.5	1.6	12.1	(7.7)
CJ대한통운	매출액	1,960	1,935	1,633	1,873	1.3	20.0	4.6
	영업이익	64	65	55	63	(2.3)	15.4	1.8
	세전이익	10	37	22	20	(72.6)	(52.9)	(50.3)
	(지배)순이익	12	26	10	9	(54.9)	24.1	27.6
	영업이익률(%)	3.3	3.4	3.4	3.3	(0.1)	(0.1)	0.0
현대글로비스	매출액	4,040	4,176	3,920	4,226	(3.3)	3.1	(4.4)
	영업이익	182	187	157	183	(2.6)	16.1	(0.7)
	세전이익	275	195	22	180	40.9	1,145.1	53.4
	(지배)순이익	201	140	5	125	43.2	4,244.7	60.8
	영업이익률(%)	4.5	4.5	4.0	4.3	0.0	0.5	0.1
대한해운	매출액	422	410	159	401	2.9	164.4	5.2
	영업이익	36	37	16	32	(2.8)	126.4	11.4
	세전이익	53	21	13	45	150.5	321.0	19.0
	(지배)순이익	82	36	11	49	131.7	640.7	66.2
	영업이익률(%)	8.5	9.0	10.0	8.0	(0.5)	(1.4)	1.0
제주항공	매출액	252	251	191	267	0.4	32.1	(5.5)
	영업이익	16	17	4	40	(4.2)	305.5	(59.8)
	세전이익	16	20	10	43	(18.3)	69.0	(61.6)
	(지배)순이익	13	14	8	32	(12.1)	60.0	(61.0)
	영업이익률(%)	6.4	6.8	2.1	15.1	(0.3)	4.3	(8.4)

자료: 케이프투자증권 리서치본부

운송 | 4분기 실적으로 보는 상반기 운송업체 주가 전망

## 운송업체 목표주가와 투자 의견

기업명	투자 의견	목표주가(원)	상승여력(%)	구분(십억원)	15	16	17F	18F
대한항공	BUY	47,000	25.0	매출액	11,545	11,732	12,139	12,593
				영업이익	883	1,121	988	1,032
				순이익	-565	-565	901	336
				PER(배)	-3.5	-3.6	3.4	10.5
				PBR(배)	0.9	1.2	1.2	1.2
				ROE(%)	-24.0	-25.5	38.7	11.4
팬오션	BUY	7,000	28.7	매출액	1,819	1,874	2,381	2,340
				영업이익	229	168	195	229
				순이익	46	98	105	178
				PER(배)	29.6	21.7	26.8	17.2
				PBR(배)	0.8	0.8	1.1	1.1
				ROE(%)	2.4	3.9	4.0	6.5
진에어	BUY	40,000	47.6	매출액	461	720	885	1,042
				영업이익	30	52	95	107
				순이익	23	39	71	83
				PER(배)	-	-	10.2	10.0
				PBR(배)	-	-	3.7	3.1
				ROE(%)	55.8	60.9	48.2	34.5
CJ대한통운	BUY	200,000	46.0	매출액	5,056	6,082	7,136	8,492
				영업이익	187	228	239	269
				순이익	46	56	47	95
				PER(배)	94.8	73.2	67.7	33.2
				PBR(배)	1.5	1.4	1.1	1.1
				ROE(%)	2.1	2.7	1.7	3.3
현대글로비스	BUY	200,000	43.4	매출액	14,671	15,341	16,432	17,596
				영업이익	698	729	738	770
				순이익	377	506	667	540
				PER(배)	19.2	11.5	7.6	9.5
				PBR(배)	2.3	1.7	1.3	1.2
				ROE(%)	12.8	15.4	17.8	12.7
대한해운	BUY	40,000	37.9	매출액	532	540	1,534	1,241
				영업이익	86	44	130	160
				순이익	39	30	179	101
				PER(배)	11.9	14.1	3.1	6.8
				PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.8
				ROE(%)	7.4	5.2	20.3	12.4
제주항공	BUY	45,000	28.9	매출액	608	748	987	1,201
				영업이익	51	58	100	107
				순이익	47	53	77	85
				PER(배)	19.5	12.3	12.1	10.7
				PBR(배)	4.5	2.4	2.8	2.2
				ROE(%)	40.7	19.5	25.4	22.9

자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

## 항공

### 여객은 높은 기저에도 두 자리 성장 지속

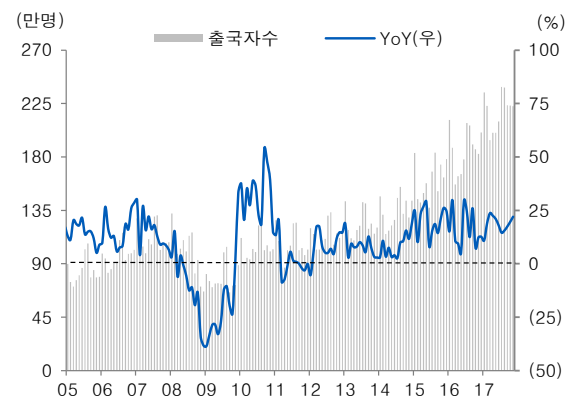
2017년 내국인 출국은  
17.7% 증가 예상

내국인 출국자 수는 2016년 11월 이후 두 자리 성장세를 이어가고 있다. 지난 10월과 11월 내국인 출국자수는 전년대비 각각 19.6%, 22.0% 증가한 223.2만, 222.8만명을 기록했다. 2017년 4분기 내국인 출국자 수는 전년대비 18.0% 증가가 예상된다. 12월 인천공항 이용객 수가 전년대비 10.5% 증가한 555.5만명을 기록했기 때문이다.

내국인 출국자 수가 높은 기저에도 여전히 성장세를 유지하는 이유는 1)소득패턴 변화, 2)저비용항공사들의 공급 확대, 3)국내보다 저렴한 해외여행 상품 증가 등이다. 다만, 두 자리 성장하는 내국인 출국자에 비해, 중국인들 입국은 40~50% 역 성장세 중이며, 일본인들은 전년 수준에서 정체되어 있다.

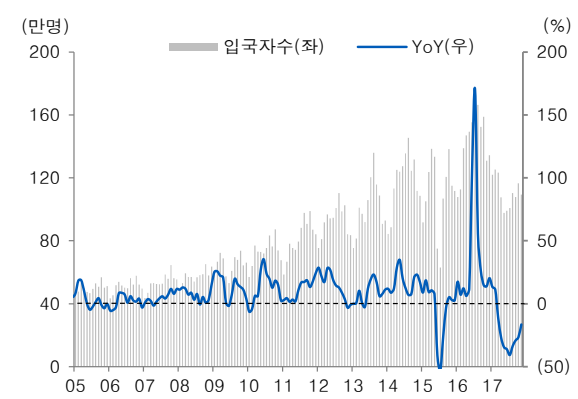
2017년 4분기 인천공항 주요항공사 이용객 수 증가율은 제주항공 +35.3%, 진에어 +31.4%, 대한항공 +4.8%, 아시아나항공 -0.1%를 기록했다. 저비용항공사들보다 해외 매출 비중이 높은 대한항공과 아시아나항공은 한 자리 내외 성장세를 이어갔다.

그림2. 내국인 출국자수 증감률 추이



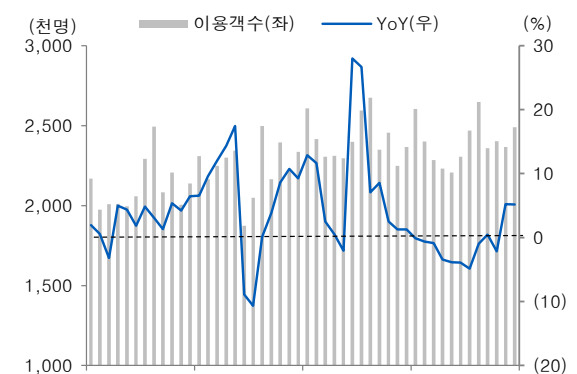
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 외국인 입국자 증감률 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

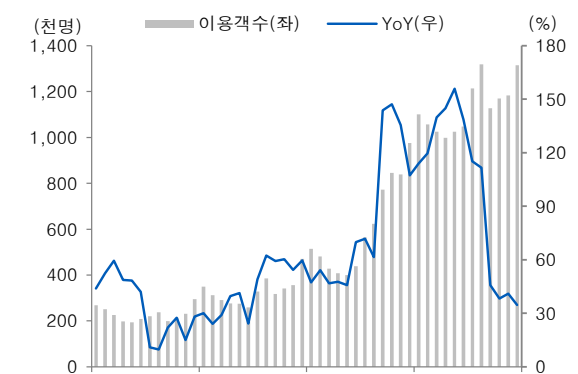
그림4. 인천공항 월별 대형항공사 이용객 증감률 추이



자료:케이프투자증권 리서치본부

주) 대형항공사 이용객: 대한항공, 아시아나항공

그림5. 인천공항 월별 저비용항공사 이용객 증감률 추이

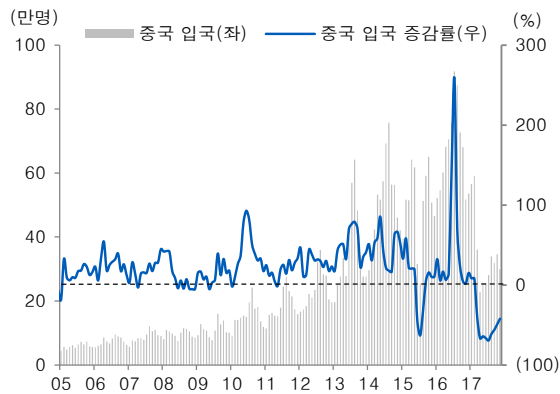


자료: 케이프투자증권 리서치본부

주) 저비용항공사 이용객: 제주항공, 진에어, 이스타항공, 티웨이항공, 에어서울

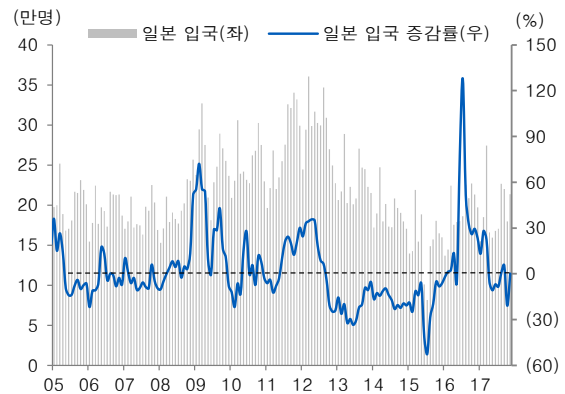
운송 | 4분기 실적으로 보는 상반기 운송업체 주가 전망

그림6. 중국인 입국자수와 증감률



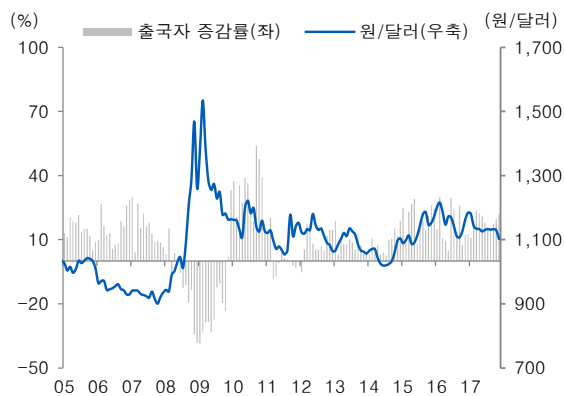
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림7. 일본인 입국자수와 증감률



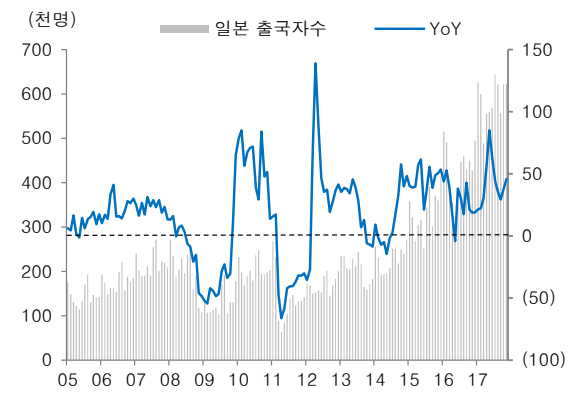
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림8. 내국인 출국자수 증감률과 원/달러 환율



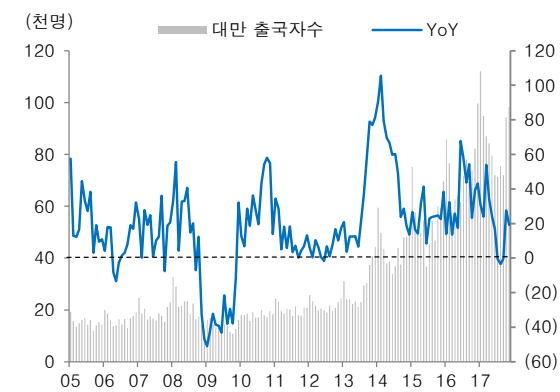
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림9. 내국인 일본 출국자수와 증감률



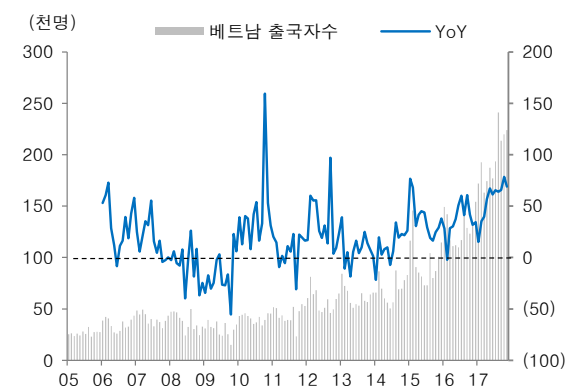
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림10. 내국인 대만 출국자수와 증감률



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림11. 내국인 베트남 출국자수와 증감률



자료: 케이프투자증권 리서치본부



## 화물은 공급량을 늘리기 보다는 수익성 유지에 노력

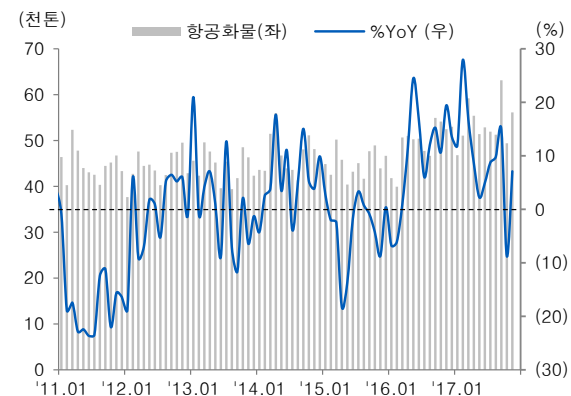
항공화물은 한자리  
중반 성장 지속, 제값  
받기를 통한 안정적인  
이익 확보

2017년 4분기 무역협회 기준 항공화물은 전년도 높은 기저 영향으로 한자리 초반의 성장이 예상된다. 지난 10월 추석 연휴로 전년대비 8.8% 역 성장을 기록했지만, 11월에는 7.1% 플러스 성장을 했다. 12월 연말 성수기 효과를 감안하면 2017년 4분기 항공화물은 플러스 성장이 기대된다.

인천공항 4분기 항공화물은 전년대비 3.1% 증가한 77.3만톤을 기록했다. 항공업체들이 지난 2016년 4분기부터 수요가 급증하고 있음에도 한 자리 중 후반의 공급을 늘리면서 제값 받기에 나서고 있다. 대한항공과 아시아나항공이 화물 기재를 늘지 않는 것을 감안하면 2018년 상반기까지 높은 수준의 단가는 유지될 전망이다.

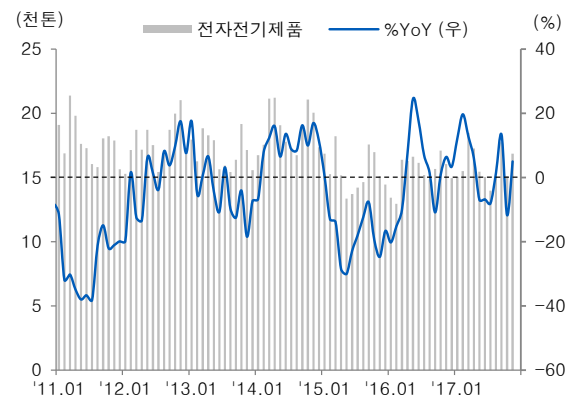
전방산업인 반도체와 IT설비 투자는 2018년 상반기까지 이어질 전망이다. 기계와 소재를 중심으로 수요 성장은 좀 더 이어질 전망이다. 또한, 유럽경기가 확장국면에 들어가고 있어 화물 수요에 긍정적으로 작용할 전망이다.

그림12. 월별 항공화물 물동량과 증감률 추이



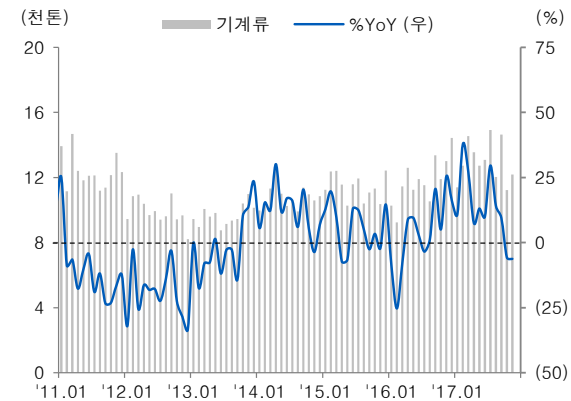
자료:케이프투자증권 리서치본부

그림13. 월별 항공화물 전기전자 물동량과 증감률 추이



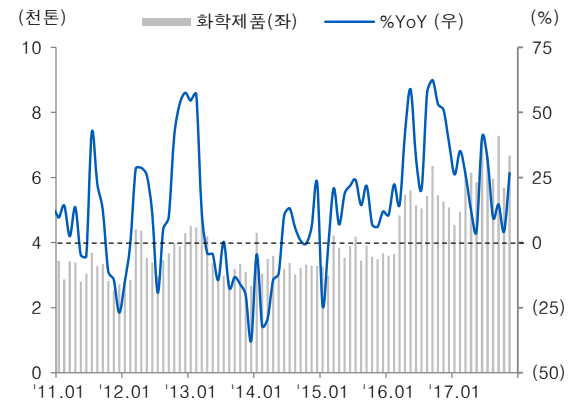
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림14. 월별 항공화물 기계류 물동량과 증감률 추이



자료:케이프투자증권 리서치본부

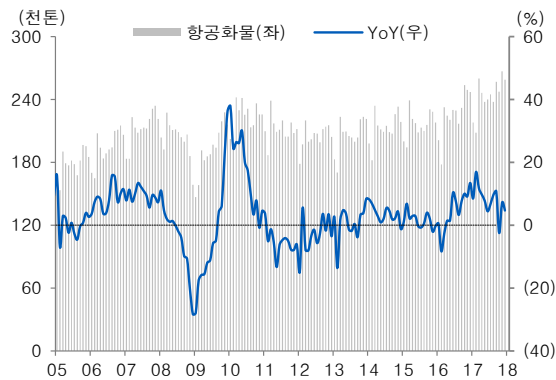
그림15. 월별 항공화물 화학제품 물동량과 증감률 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

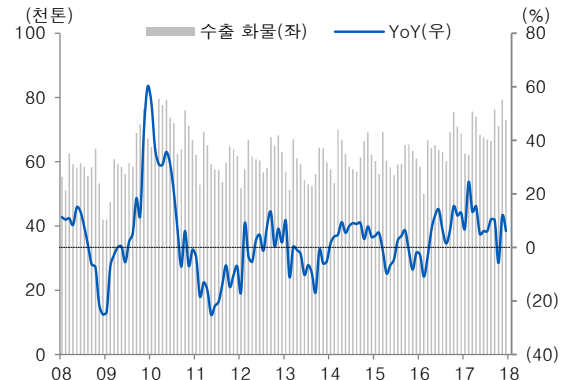
운송 | 4분기 실적으로 보는 상반기 운송업체 주가 전망

그림16. 인천공항 화물 물동량 추이



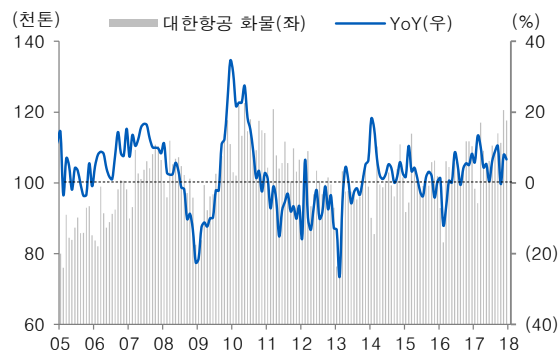
자료:케이프투자증권 리서치본부

그림17. 인천공항 화물 직수출 물동량 추이



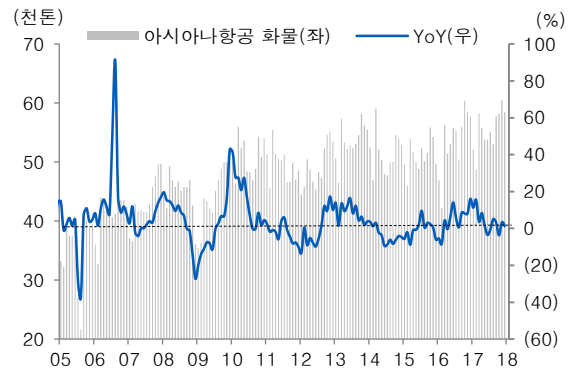
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림18. 인천공항 화물 대한항공 물동량 추이



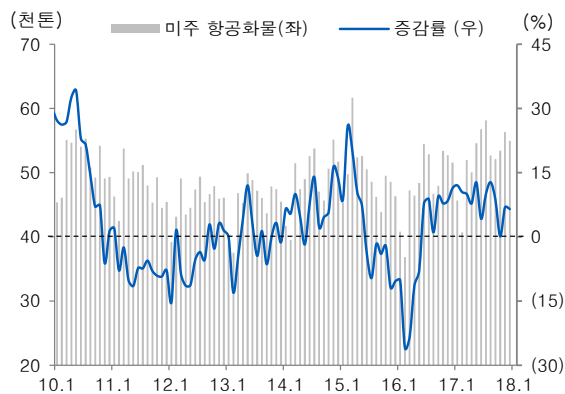
자료:케이프투자증권 리서치본부

그림19. 인천공항 화물 아시아나항공 물동량 추이



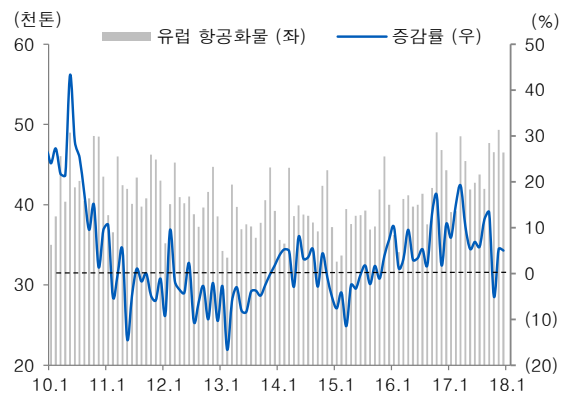
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림20. 인천공항 화물 미주노선 물동량 추이



자료:케이프투자증권 리서치본부

그림21. 인천공항 화물 유럽노선 물동량 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

## 유가는 부담되지만, 환율 하락은 긍정적

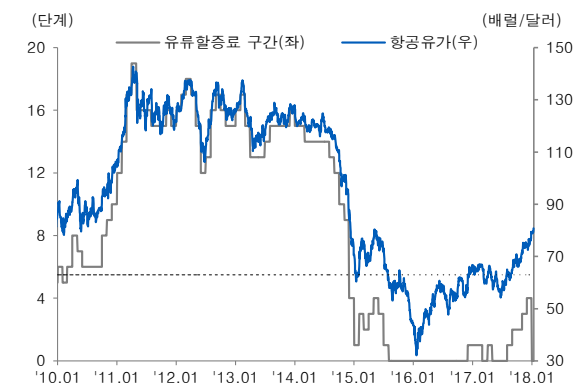
유류비 부담은  
유류할증료와  
원화강세로 커버 중

WTI기준 유가는 최근 배럴당 64달러를 넘어서면서 2014년 12월이후 3년래 최고치를 기록했다. 예상보다 유가가 빠르게 상승하지만, 유류할증료를 부과하고 원/달러 환율이 하락하면서 연료비 부담은 높지 않다. 다만, 현 시점에서 더욱 가파르게 상승할 경우 고민이 필요할 전망이다. WTI기준 상반기 배럴당 65달러를 돌파해서 안착하지 않을 경우 유류비에 대한 부담은 제한적일 전망이다. 다만, 70달러를 상회할 경우 상반기 이익 감소와 유류할증료 부과에 따른 티켓 가격이 상승으로 수요 둔화 가능성은 존재한다.

항공사들 원화 매출 비중은 대형항공사인 대한항공과 아시아나항공이 50%내외이며, 저비용항공사인 제주항공과 진에어가 각각 90%, 80% 수준이다. 반면, 연료비와 외국인 기장, 항공기 이착륙 비용 등이 달러로 원/달러 환율이 하락(원화강세)할 경우 항공사들 실적에 긍정적이다.

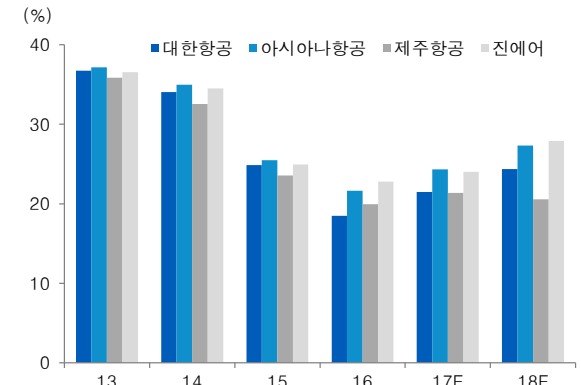
상반기 원/달러 환율이 1,100원을 하회할 경우 항공업체들은 비용 절감이 가능하기 때문에 원가 부담이 낮아진다. 대표적으로 대한항공이 영업측면에서 원/달러 환율이 100원 하락할 경우 연간 1,500억원의 영업이익 개선이 가능하며, 세전이익은 외화환산이익이 7,500억원 내외 증가한다.

그림22. 항공유가와 유류할증료 밴드 추이



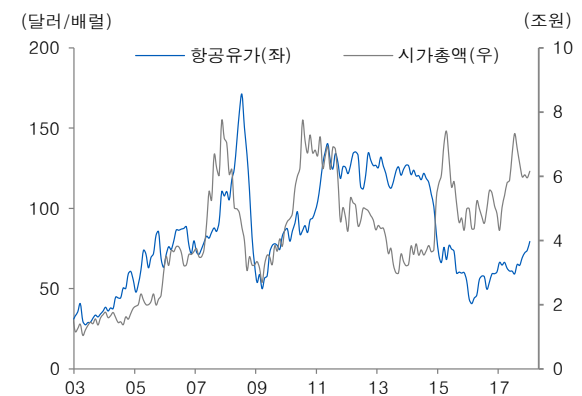
자료:케이프투자증권 리서치본부

그림23. 주요 항공사 매출액 대비 연료비 비중



자료: 케이프투자증권 리서치본부

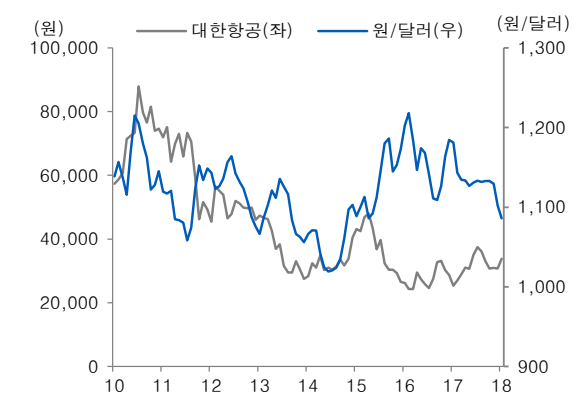
그림24. 항공유가와 항공주 시가총액 추이



자료:케이프투자증권 리서치본부

주) 항공주: 대한항공, 아시아나항공, 한진칼, 제주항공

그림25. 대한항공 주가와 환율 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

## 육운

## 택배는 2 위권 업체들의 점유율 확대 지속

택배 단가 하락으로  
수익성 회복은 지연

2017년 택배시장은 전년 대비 9.5% 성장한 5.2조원 시장이 예상된다. 물동량 기준 23.2억BOX로 전년 대비 13.5% 성장이 예상되지만, 업체들간의 경쟁 심화로 택배 단가는 3.5% 하락한 2,241원이 추정된다. 택배시장은 물량 기준 1인 가구 증가와 온라인 쇼핑에 익숙하지 않았던 중장년층 유입 등으로 소셜커머스 시장 확대에 두 자리 성장을 이어가고 있다. 장기적으로 고령화와 여성 경제인구 증가, 가정 간편식 시장 확대, 그리고 역직구 시장이 늘어나면서 두 자리 성장은 지속될 전망이다.

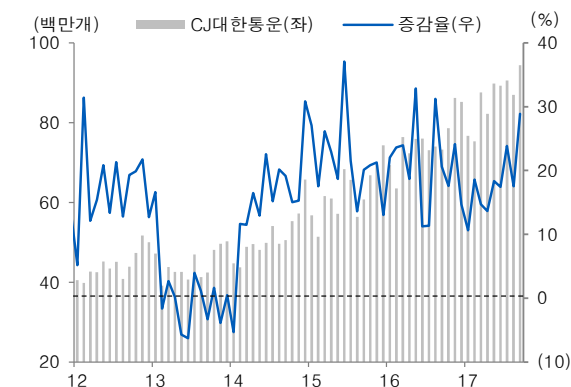
다만, 택배단가는 업체들간의 과당경쟁으로 하락하고 있으며, 지속적인 단가 하락은 수익성 악화로 택배가사들의 근무여건이 열악해 집과 더불어 서비스 저하로 이어질 수 있다. 이미 택배업체들의 평균 단가는 온라인 쇼핑몰 배송 가격인 2,500원을 하회하고 있어 우려가 현실화되고 있다.

2018년 최저임금이 인상되었기 때문에 재무구조가 열악한 중소 택배업체들의 위기는 더욱 가속화될 전망이다. 현재 2위 택배업체인 롯데택배는 두 자리 물동량 증가에도 영업적자가 이어지고 있으며, 한진은 농협과의 협업을 통해 물동량을 늘리면서 마진을 소폭 회복하고 있다.

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
CJ 대한통운	매출액	3,412	3,663	3,643	4,246	4,083	4,297	4,277	4,863	4,579	4,883	5,090
	영업이익률	3.9	4.3	2.7	2.5	2.6	3.9	3.0	3.3	2.8	4.6	3.4
	영업이익	132	158	98	107	104	166	128	158	129	224	171
한진	매출액	1,210	1,246	1,260	1,414	1,331	1,298	1,344	1,512	1,424	1,449	1,595
	영업이익률	4.8	3.5	1.5	1.6	1.0	1.6	0.8	1.5	0.2	1.2	2.4
	영업이익	58	44	19	23	13	21	11	22	3	17	38.4
롯데 글로벌로지스	매출액	1,170	1,169	1,202	1,446	1,273	1,235	1,237	1,451	1,408	1,463	1,512
	영업이익률	2.3	3.6	1.5	2.9	1.2	2.2	(0.5)	(0.3)	(2.5)	(2.9)	(4.9)
	영업이익	27	42	18	42	16	27	(6)	(5)	(35)	(42)	(74)

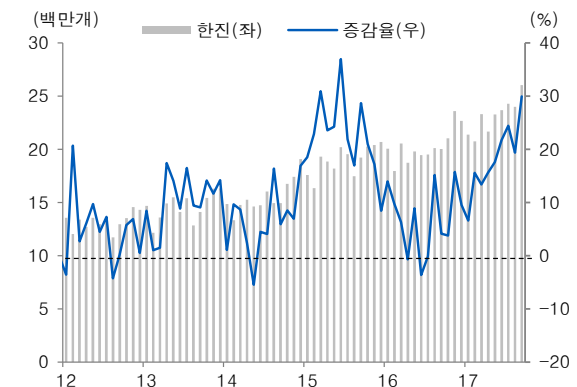
자료: 각사,케이프투자증권 리서치본부

그림26. 월별 CJ대한통운 물동량 추이



자료:케이프투자증권 리서치본부

그림27. 월별 한진 물동량 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

## 현대차 그룹 자동차 판매 부진과 보수적인 전망

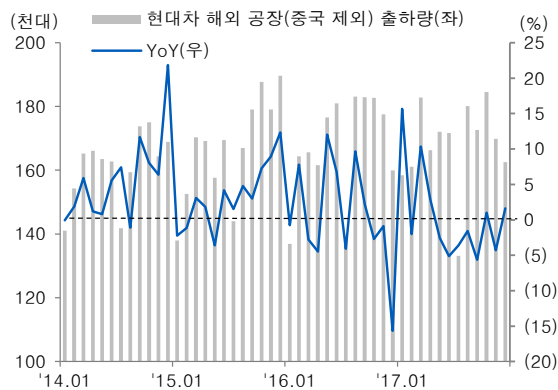
4분기 생산량 둔화와  
2018년 현대차그룹의  
보수적인 경영 계획

2017년 4분기 현대차와 기아차 해외공장 생산대수는 전년대비 각각 8.6%, 21.8% 감소한 81.6만대와 34.7만대를 기록했다. 중국공장 부진이 지속되는 가운데, 2017년 하반기부터는 미국 생산량이 두 자리 감소하면서 감소 폭을 확대하고 있다.

2018년 현대차와 기아차는 해외판매 대수 목표를 각각 4.1%, 5.9% 증가한 394.4만대와 235.5만대로 공시했다. 2017년 해외 판매대수도 부진했지만, 2018년 경영계획도 보수적으로 추정한 것으로 판단된다.

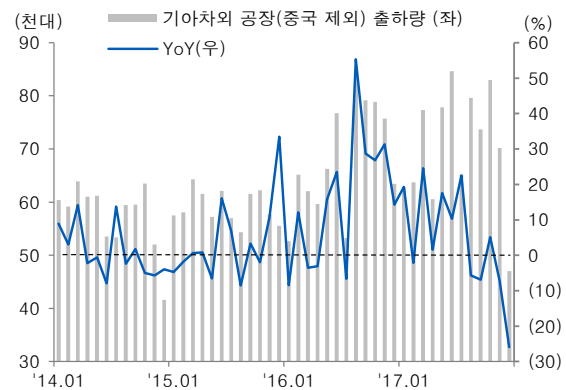
현대차 그룹의 보수적인 전망을 감안하면 미국공장 생산량 둔화로 현대글로벌비스의 CKD 사업부분의 실적도 다소 부정적일 전망이다. 또한, 최근 원/달러 환율이 하락하고 있어 마진 하락도 불가피하다.

그림28. 월별 현대차 해외 공장(중국 제외) 출하량 추이



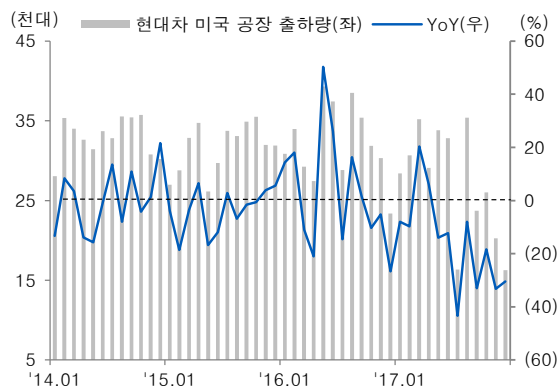
자료:케이프투자증권 리서치본부

그림29. 월별 기아차 해외 공장(중국 제외) 출하량 추이



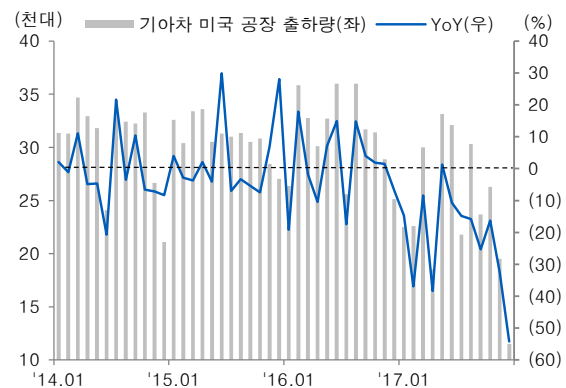
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림30. 월별 현대차 미국 공장 출하량 추이



자료:케이프투자증권 리서치본부

그림31. 월별 기아차 미국 공장 출하량 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

## 해운

### 벌크 운임은 손익분기점 이상을 유지할 전망

4Q17 운임은  
전년대비 49.4%  
증가한 1,497포인트

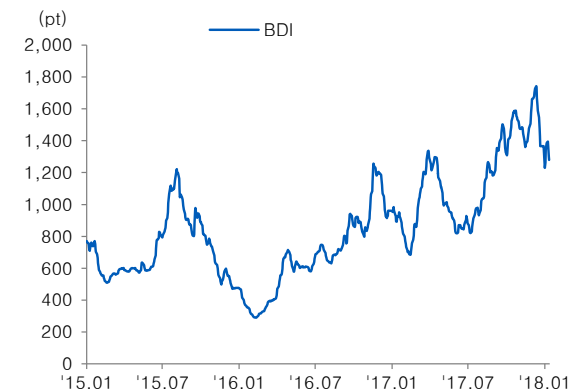
2017년 4분기 벌크운임 지수인 BDI는 전년대비 49.4% 증가한 1,497포인트를 기록했다. 12월 초 난방용 석탄 수입이 늘어나면서 capsize 운임이 급증하면서 벌크운임 지수를 예상보다 높은 수준까지 끌어 올렸다. 하지만, 연초 이후 운임은 정상 수준을 찾으면서 1,300포인트 전후를 유지하고 있다.

중국의 철강 제품 생산량 감소 영향으로 철광석 수입이 둔화되고 있음에도 BDI는 예상보다 높은 수준을 유지하고 있다. 중국이 환경 이슈로 난방용 LNG수요를 늘리고 있지만, 예상치 못한 한파로 석탄 수입을 12월에 늘리면서 운임이 급등했다.

2018년 운임은  
전년대비 8.4% 증가한  
1,250포인트 전망

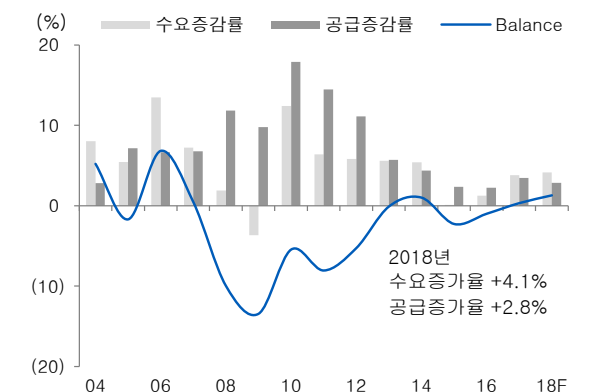
2018년 벌크운임 지수인 BDI는 전년대비 8.4% 증가한 1,250포인트가 예상된다. 선박공급 증가율이 2.8%로 여전히 낮은 수준을 유지하고 있는 반면, 물동량은 세계 경기 회복으로 전년대비 4.1% 증가가 예상되기 때문이다. 특히, 중국의 철강제품 재고 수준이 여전히 낮은 수준을 유지하고 있어 연중 안정적인 흐름을 이어갈 전망이다.

그림32. 벌크운임 지수 추이



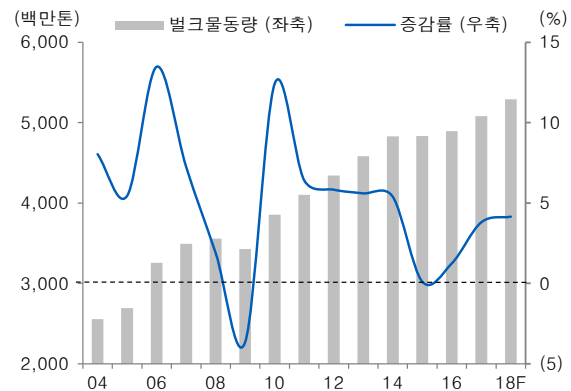
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림33. 벌크 수요/공급 Balance



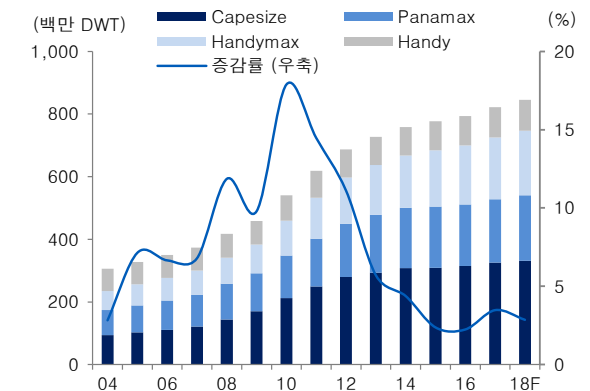
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림34. 벌크 물동량 추이 및 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

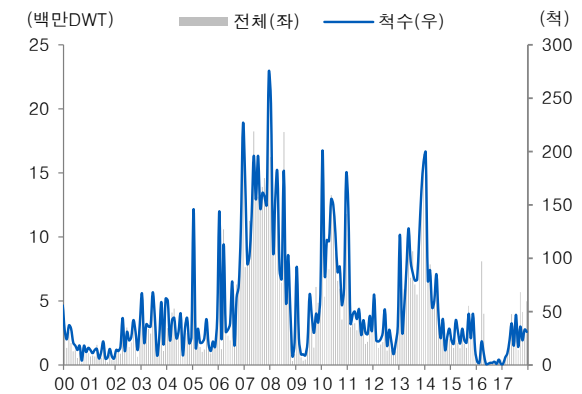
그림35. 벌크 선종별 증감률 추이 및 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

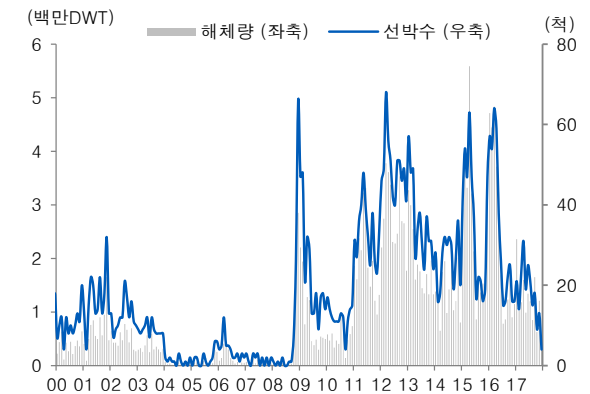
운송 | 4분기 실적으로 보는 상반기 운송업체 주가 전망

그림36. 월별 벌크선 신규 주문 추이



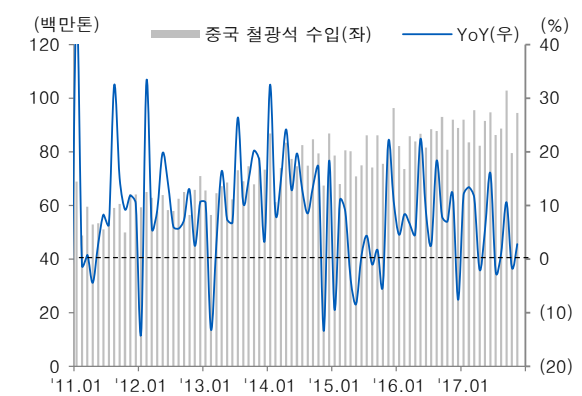
자료:케이프투자증권 리서치본부

그림37. 월별 벌크선 해체 추이



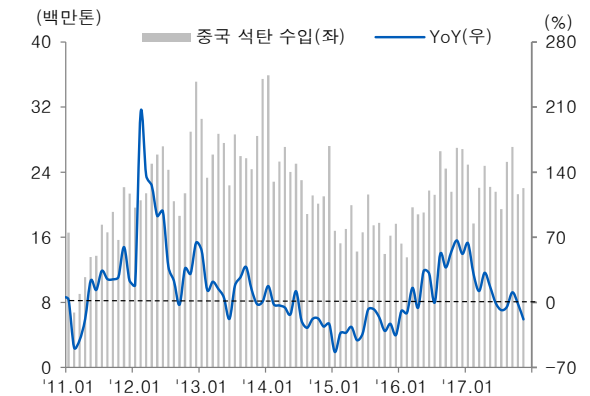
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림38. 월별 중국 철광석 수입 추이



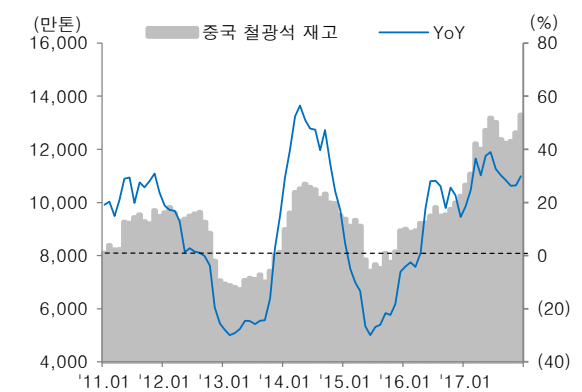
자료:케이프투자증권 리서치본부

그림39. 월별 중국 석탄 수입 추이



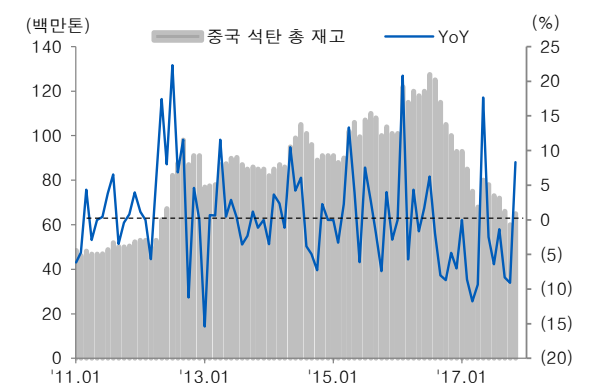
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림40. 월별 중국 철광석 재고 추이



자료:케이프투자증권 리서치본부

그림41. 월별 중국 석탄 재고 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부





## 기업분석

---

대한항공 (003490KS   Buy 유지   TP 47,000원 상향) .....	18
팬오션 (028670KS   Buy 유지   TP 7,000원 유지) .....	21
진에어 (272450KS   Buy 유지   TP 40,000원 유지) .....	23
CJ대한통운 (000120KS   Buy 유지   TP 200,000원 유지) .....	27
현대글로비스 (086280KS   Buy 유지   TP 200,000원 유지) .....	30
대한해운 (005880KS   Buy 유지   TP 40,000원 하향) .....	33
제주항공 (089590KS   Buy 유지   TP 45,000원 유지) .....	36

---

Analyst 신민석 · 02)6923-7340 · ms.shin94@capefn.com

**대한항공 (003490KS | Buy 유지 | TP 47,000원 상향)****실적을 바탕으로 주가 재평가**

2017년 4분기 영업이익은 시장 컨센서스를 상회한 2,685억원이 예상됩니다. 유가가 전년대비 18.6% 상승했지만, 여객과 화물 수요가 증가하면서 단가 상승세가 이어졌기 때문입니다. 양호한 실적을 바탕으로 목표주가를 상향했으며, 투자의견 BUY를 유지합니다. 2018년 중국노선 정상화와 델타J/V를 감안하면 여전히 긍정적입니다.

**투자의견 BUY 유지, 목표주가 47,000원으로 상향**

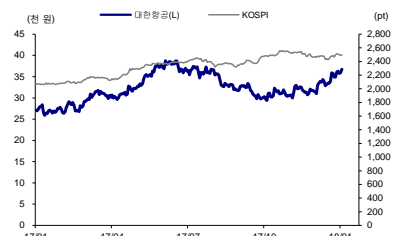
- 대한항공 목표주가를 기존의 42,000원에서 47,000원으로 상향하며, 투자의견 BUY를 유지함. 목표주가는 2018년 BPS 31,238원에 1.5배를 적용함
- 2017년 4분기 영업이익 여객과 화물 수요 증가와 단가 상승으로 컨센서스를 상회한 2,685억원으로 전망.
- 2018년 중국노선 정상화와 델타항공과의 J/V로 태평양 노선 경쟁력 향상이 기대됨.

**2017년 4분기 영업이익 2,685억원(YoY +50.6%) 전망**

- 여객은 10월 항공연휴로 내국인 출국자 수가 증가로 수송량과 단가가 5.0% 내외 성장이 예상됨.
- 화물은 지난해 높은 기저에도 불구하고 제값 받기 노력으로 수송량은 5.0%, 단가는 10.0% 성장이 추정됨.
- 연료비는 유가 상승으로 17.1% 증가가 예상되지만, 원/달러 환율 하락으로 전체적인 비용 절감 효과가 기대됨.

**2018년 중국노선 회복과 델타항공 J/V 설립으로 태평양 경쟁력 강화 기대**

- 중국노선은 지난해 3월 이후 사드 영향으로 공급을 10% 이상 감축했지만, 2018년 1분기부터 공급을 정상화시키고 있음. 중국노선 탑승률이 과거 수준으로 회복할 경우, 단거리노선 수익성 개선이 기대됨.
- 델타항공과 J/V가 시행될 경우 환승 고객 증가로 태평양 노선 탑승률 상승과 단가 인상, 그리고 비용 절감에 따른 수익성 개선이 기대됨.

**Stock Data**

주가(1/15)	37,600원		
액면가	5,000원		
시가총액	3,502십억원		
52주 최고/최저가	38,750원/ 25,337원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	18.5	1.2	43.7
상대주가(%)	16.9	-3.0	20.2

**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	11,545	11,732	12,139	12,593	13,510
영업이익	(십억원)	883	1,121	988	1,032	1,257
영업이익률	(%)	7.6	9.6	8.1	8.2	9.3
순이익	(십억원)	-565	-565	901	336	411
EPS	(원)	-7,454	-7,171	9,820	3,504	4,280
증감률	(%)	-21.3	-3.8	-236.9	-64.3	22.2
PER	(배)	-3.5	-3.6	3.4	10.5	8.6
PBR	(배)	0.9	1.2	1.2	1.2	1.0
ROE	(%)	-24.0	-25.5	38.7	11.4	12.4
EV/EBI DA	(배)	6.7	6.0	6.5	6.4	5.7
순차입금	(십억원)	14,931	15,039	14,793	14,357	13,459
부채비율	(%)	867.6	1,178.1	792.2	688.0	594.9

## 분기별 실적 추이 및 전망

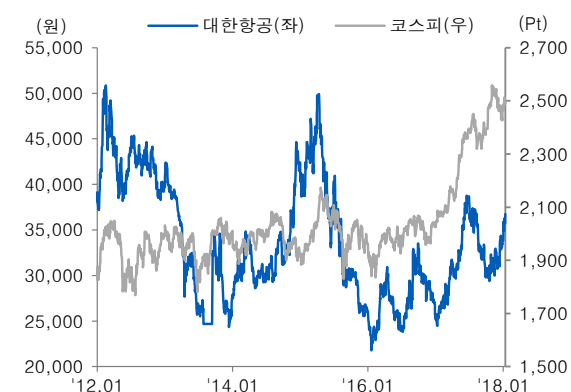
표1. 대한항공 분기별 실적 추이 및 전망

(단위:십억원,%)

	2016				2017				4Q17 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	QoQ	YoY
매출액	2,867	2,818	3,118	2,929	2,866	2,905	3,214	3,154	(1.9)	7.7
여객	1,718	1,663	1,987	1,598	1,678	1,697	1,923	1,718	(10.6)	7.5
화물	562	595	581	706	641	673	700	728	4.0	3.2
기타	290	285	303	318	323	294	294	355	20.9	11.6
영업이익	323	159	460	178	192	173	356	268	(24.5)	50.6
연료비	475	536	586	592	630	619	659	694	5.2	17.1
기타비용	1,987	2,122	2,072	2,098	1,992	2,071	2,088	2,081	(0.3)	(0.8)
법인세차감전이익	(173)	(289)	606	(860)	719	(246)	109	632	478.3	흑전
순이익	(175)	(251)	511	(642)	559	(200)	61	480	679.9	흑전
영업이익률	11.3	5.6	14.8	6.1	6.7	5.9	11.1	8.5	-	-
법인세차감전이익률	(6.0)	(10.3)	19.4	(29.4)	25.1	(8.5)	3.4	20.0	-	-
순이익률	(6.1)	(8.9)	16.4	(21.9)	19.5	(6.9)	1.9	15.2	-	-
여객RPK(백만Km)	18,610	18,675	20,400	18,224	18,565	19,194	20,990	19,195	(8.6)	5.3
화물FTK(백만Km)	1,872	2,060	2,026	2,205	2,020	2,114	2,179	2,315	6.3	5.0
환율(원/달러)	1,200	1,165	1,150	1,159	1,160	1,163	1,130	1,109	(2.0)	(4.3)
항공유가(\$/배럴)	47	55	60	65	67	65	67	72	7.5	18.0

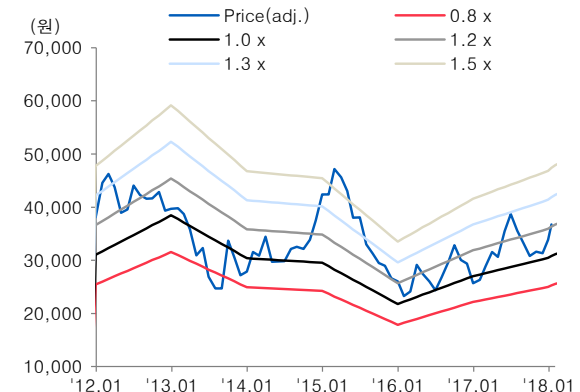
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 대한항공 주가와 코스피 지수 추이



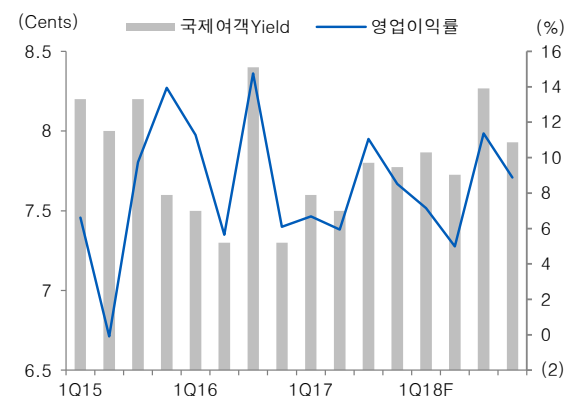
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 대한항공 PBR 추이 및 전망



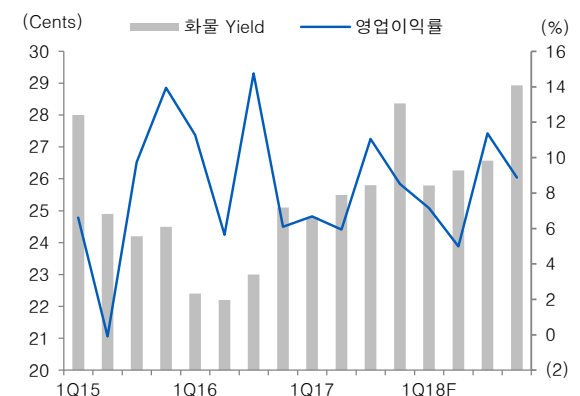
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 대한항공 여객Yield와 영업이익률



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 대한항공 화물Yield와 영업이익률



자료: 케이프투자증권 리서치본부

대한항공 | 실적을 바탕으로 주가 재평가

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E	(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,328	3,394	3,110	3,267	매출액	11,732	12,139	12,593	13,510
현금및현금성자산	1,090	1,079	708	690	증가율(%)	1.6	3.5	3.7	7.3
매출채권 및 기타채권	922	954	990	1,062	매출원가	9,435	9,898	10,228	10,792
재고자산	565	584	606	650	매출총이익	2,297	2,241	2,365	2,718
비유동자산	20,629	21,364	21,405	21,205	매출총이익률(%)	19.6	18.5	18.8	20.1
투자자산	621	642	666	715	판매비와 관리비	1,176	1,252	1,333	1,461
유형자산	17,873	18,657	18,732	18,530	영업이익	1,121	988	1,032	1,257
무형자산	405	335	278	231	영업이익률(%)	9.6	8.1	8.2	9.3
자산총계	23,957	24,758	24,516	24,473	EBITDA	2,872	2,775	2,815	3,006
유동부채	9,131	8,966	8,561	8,053	EBITDA M%	24.5	22.9	22.3	22.2
매입채무 및 기타채무	971	1,005	1,042	1,118	영업외손익	-1,838	226	-590	-717
단기차입금	1,504	1,504	1,204	904	지분법관련손익	-112	17	21	21
유동성장기부채	5,175	4,925	4,725	4,325	금융손익	-507	-373	-383	-365
비유동부채	12,951	13,017	12,843	12,898	기타영업외손익	-1,219	583	-227	-372
사채 및 장기차입금	1,099	1,099	799	599	세전이익	-717	1,214	442	540
부채총계	22,082	21,983	21,404	20,951	법인세비용	-161	314	106	130
지배기업소유지분	1,761	2,661	2,997	3,408	당기순이익	-557	901	336	411
자본금	370	370	370	370	지배주주순이익	-565	901	336	411
자본잉여금	603	603	603	603	지배주주순이익률(%)	-4.7	7.4	2.7	3.0
이익잉여금	-193	708	1,044	1,455	비지배주주순이익	8	0	0	0
기타자본	981	981	981	981	기타포괄이익	-58	0	0	0
비지배지분	114	114	114	114	총포괄이익	-615	901	336	411
자본총계	1,874	2,775	3,111	3,522	EPS 증가율(%, 지배)	-3.8	-236.9	-64.3	22.2
총차입금	16,325	16,075	15,275	14,375	이자손익	-378	-376	-383	-365
순차입금	15,039	14,793	14,357	13,459	총외화관련손익	-273	997	-216	-360

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	2,806	2,175	2,884	3,191	총발행주식수(천주)	72,840	94,845	94,845	94,845
영업에서 창출된 현금흐름	2,795	2,456	2,962	3,297	시가총액(십억원)	1,992	3,210	3,486	3,486
이자지 수취	18	29	24	20	주가(원)	25,713	33,850	36,750	36,750
이자지 지급	0	0	0	0	EPS(원)	-7,171	9,820	3,504	4,280
배당금 수입	4	4	4	4	BPS(원)	22,352	27,735	31,238	35,518
법인세부담액	-10	-314	-106	-130	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-874	-1,531	-2,048	-1,924	PER(X)	-3.6	3.4	9.7	7.9
유동자산의 감소(증가)	144	-7	-8	-15	PBR(X)	1.2	1.2	1.1	1.0
투자자산의 감소(증가)	518	-22	-24	-48	EV/EBITDA(X)	6.0	6.5	6.3	5.6
유형자산 감소(증가)	-873	-2,500	-1,800	-1,500	ROE(%)	-25.5	38.7	11.4	12.4
무형자산 감소(증가)	-164	0	0	0	ROA(%)	-2.3	3.7	1.4	1.7
재무활동 현금흐름	-1,829	-655	-1,208	-1,285	ROIC(%)	4.7	4.0	4.2	5.2
사채 및 차입금증가(감소)	87	-250	-800	-900	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	1,178.1	792.2	688.0	594.9
배당금 지급	-23	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	802.4	533.1	461.5	382.2
외환환산으로 인한 현금변동	19	0	0	0	유동비율(%)	36.4	37.9	36.3	40.6
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	2.8	2.4	2.5	3.3
현금증감	122	-11	-371	-18	총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.6
기초현금	967	1,090	1,079	708	매출채권 회전율	12.9	12.9	13.0	13.2
기말현금	1,090	1,079	708	690	재고자산 회전율	22.2	21.1	21.2	21.5
FCF	1,661	-325	1,084	1,691	매입채무 회전율	9.2	10.0	10.0	10.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 신민석 · 02)6923-7340 · ms.shin94@capefn.com

**팬오션 (028670KS | Buy 유지 | TP 7,000원 유지)****벌크 운임 강세를 감안하면 추가 상승 기대**

2017년 4분기 영업이익은 시장 컨센서스를 소폭 하회한 534억원이 예상됩니다. 높은 벌크 운임에도 불구하고 원/달러 환율 하락 영향과 12월 단기 운임 급등으로 화물 운송비가 늘어나면서 실적은 예상치를 소폭 하회할 전망입니다. 하지만, 여전히 높은 수준의 운임과 낮은 선박 공급을 감안하면 추가적인 주가 상승이 기대됩니다.

**투자 의견 BUY, 목표주가 7,000원 유지**

- 팬오션 목표주가 7,000원, 투자 의견 BUY를 유지함. 목표주가는 2018년 예상 실적 기준 BPS 5,283원에 목표 PBR 13.0배를 적용했으며, 운임 강세 시기를 감안하면 부담 없는 수준으로 판단됨.
- 2017년 4분기 영업이익은 원화강세와 화물운송비 증가로 시장 컨센서스를 소폭 하회한 534억원이 전망됨.
- 2018년 벌크 운임은 평균 1,250포인트를 예상하고 있으며, 제한적인 선박 공급을 감안하면 추가 상승도 가능할 전망이다.

**2017년 4분기 영업이익 534억원(YoY +6.5%) 전망**

- 4분기 평균 벌크 운임은 전년대비 51.0% 증가한 1,498포인트를 기록함. 예상치 못한 석탄 수요 증가로 Capesize 선박을 중심으로 강세가 이어지면서 시장 예상치를 크게 상회했음.
- 운임 강세에도 최근 원/달러 환율이 하락하면서 원화 수입이 감소하고, 지난 12월 예상치 못한 운임 강세로 운송비 부담이 늘어나면서 영업이익은 당초 예상보다 소폭 감소할 전망이다.

**2018년 벌크 운임 눈높이는 점진적으로 높아질 전망**

- 벌크 공급과잉은 지난 2016년 하반기부터 해소되고 있는 것으로 판단됨. 중국의 철광 산업 구조조정이 마무리되면서 생산량을 재개할 경우 철광석 수입량 증가에 따른 운임 강세가 가능할 전망이다.
- 세계 경기 확장 국면에 진입하면서 운임 하락 리스크보다 상승에 베팅하는 투자 전략이 필요한 시점임.

**Stock Data****경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	1,819	1,874	2,381	2,340	2,595
영업이익	(십억원)	229	168	195	229	262
영업이익률	(%)	12.6	9.0	8.2	9.8	10.1
순이익	(십억원)	46	98	105	178	210
EPS	(원)	125	184	197	333	394
증감률	(%)	-97.9	47.7	6.9	69.5	18.0
PER	(배)	29.6	21.7	26.8	17.2	14.6
PBR	(배)	0.8	0.8	1.1	1.1	1.0
ROE	(%)	2.4	3.9	4.0	6.5	7.1
EV/EBITDA	(배)	8.1	10.1	10.7	10.2	9.2
순차입금	(십억원)	1,229	1,256	1,243	1,218	1,171
부채비율	(%)	77.4	68.8	68.5	64.1	60.8

팬오션 | 벌크 운임 강세를 감안하면 추가 상승 기대

## 분기 실적 추이 및 전망

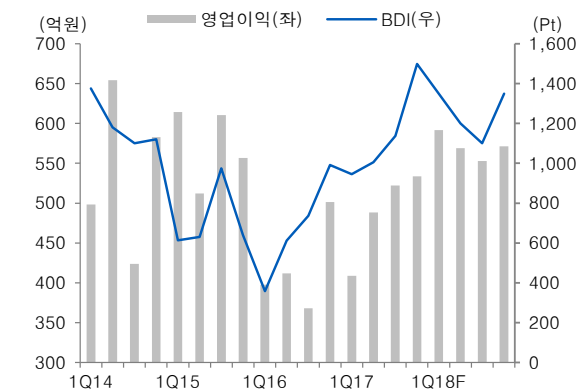
표1. 팬오션 분기별 실적 추이

(단위: 억원, %)

	2016				2017				4Q17증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	QoQ	YoY
매출액	4,525	4,430	4,658	5,126	5,229	6,325	5,838	6,420	10.0	25.2
벌크	3,780	3,021	3,254	3,801	4,057	4,387	4,453	4,845	8.8	27.5
컨테이너	455	395	424	326	269	618	333	430	28.9	32.0
탱커 등	291	1,014	980	999	903	1,320	1,052	1,144	8.8	14.5
영업이익	398	412	368	501	409	488	522	534	2.3	6.5
벌크	234	279	334	387	341	410	471	451	(4.2)	16.6
컨테이너	68	65	47	(27)	15	45	25	26	2.5	흑전
탱커 등	96	68	(13)	141	53	34	26	57	119.0	(59.7)
법인세전이익	756	251	275	(291)	334	212	431	121	(72.0)	흑전
순이익	756	238	275	(297)	319	199	419	115	(72.6)	흑전
영업이익률	8.8	9.3	7.9	9.8	7.8	7.7	8.9	8.3		
법인세전이익률	16.7	5.7	5.9	(5.7)	6.4	3.3	7.4	1.9		
순이익률	16.7	5.4	5.9	(5.8)	6.1	3.2	7.2	1.8		
BDI	358	612	736	992	945	1,015	1,137	1,498	31.8	51.0
환율	1,201	1,164	1,121	1,158	1,154	1,130	1,125	1,109	(1.4)	(4.3)
병커유	142	205	235	271	299	286	291	290	(0.2)	7.1

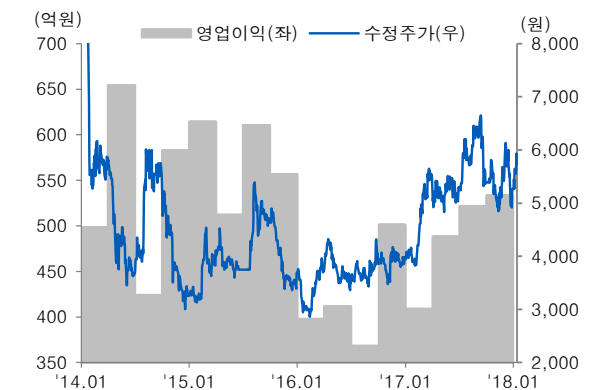
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 분기별 영업이익과 BDI 추이 및 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 분기별 영업이익과 주가 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

팬오션 | 벌크 운임 강세를 감안하면 추가 상승 기대

## 재무상태표

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	573	670	688	777
현금및현금성자산	245	253	278	323
매출채권 및 기타채권	169	215	211	234
재고자산	48	61	60	66
비유동자산	3,757	3,832	3,987	4,141
투자자산	40	51	50	55
유형자산	3,678	3,743	3,899	4,049
무형자산	10	9	9	8
자산총계	4,331	4,502	4,675	4,918
유동부채	524	578	573	600
매입채무 및 기타채무	162	206	203	225
단기차입금	2	2	2	2
유동성장기부채	323	323	323	323
비유동부채	1,241	1,253	1,252	1,259
사채 및 장기차입금	144	144	144	144
부채총계	1,765	1,831	1,826	1,859
지배기업소유자본	2,541	2,646	2,824	3,034
자본금	534	534	534	534
자본잉여금	1,940	1,940	1,940	1,940
이익잉여금	-210	-105	74	284
기타자본	276	276	276	276
비지배지분	25	25	25	25
자본총계	2,566	2,671	2,849	3,060
총차입금	1,521	1,521	1,521	1,521
순차입금	1,256	1,243	1,218	1,171

## 포괄손익계산서

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	1,874	2,381	2,340	2,595
증가율(%)	3.0	27.1	-1.7	10.9
매출원가	1,650	2,115	2,039	2,254
매출총이익	224	266	301	340
매출총이익률(%)	11.9	11.2	12.9	13.1
판매비와 관리비	56	71	73	78
영업이익	168	195	229	262
영업이익률(%)	9.0	8.2	9.8	10.1
EBITDA	337	381	422	463
EBITDA M%	18.0	16.0	18.0	17.9
영업외손익	-69	-86	-41	-41
지분법관련손익	0	0	0	0
금융손익	-45	-75	-41	-41
기타영업외손익	-24	-10	0	0
세전이익	99	110	188	221
법인세비용	2	5	9	11
당기순이익	97	105	178	210
지배주주순이익	98	105	178	210
지배주주순이익률(%)	5.2	4.4	7.6	8.1
비지배주주순이익	-1	0	0	0
기타포괄이익	79	0	0	0
총포괄이익	176	105	178	210
EPS 증가율(%, 지배)	47.7	6.9	69.5	18.0
이자손익	-41	-41	-41	-41
총외화관련손익	-3	0	0	0

## 현금흐름표

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	251	271	370	399
영업에서 창출된 현금흐름	300	319	424	454
이자 수취	0	0	0	0
이자 지급	-48	-44	-44	-44
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-1	-5	-9	-11
투자활동 현금흐름	-92	-263	-345	-354
유동자산의 감소(증가)	-6	-5	0	-3
투자자산의 감소(증가)	-19	-11	1	-5
유형자산 감소(증가)	-76	-250	-350	-350
무형자산 감소(증가)	-2	0	0	0
재무활동 현금흐름	-198	0	0	0
사채및차입금증가(감소)	-1	0	0	0
자본금및자본잉여금 증감	37	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
외환환산으로 인한 현금변동	6	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-33	8	25	45
기초현금	278	245	253	278
기말현금	245	253	278	323
FCF	152	21	20	49

## 주요지표

	2016A	2017E	2018E	2019E
총발행주식수(천주)	534,397	534,538	534,540	534,540
시가총액(십억원)	2,130	2,817	3,068	3,068
주가(원)	3,985	5,270	5,740	5,740
EPS(원)	184	197	333	394
BPS(원)	4,754	4,950	5,283	5,677
DPS(원)	0	0	0	0
PER(X)	21.7	26.8	15.8	13.4
PBR(X)	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(X)	10.1	10.7	9.6	8.7
ROE(%)	3.9	4.0	6.5	7.1
ROA(%)	2.2	2.4	3.9	4.4
ROIC(%)	4.4	4.9	5.5	6.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	68.8	68.5	64.1	60.8
순차입금/자기자본(%)	48.9	46.5	42.8	38.3
유동비율(%)	109.4	116.0	120.0	129.5
이자보상배율(X)	3.8	4.4	5.2	5.9
총자산회전율	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권 회전율	10.4	12.4	11.0	11.7
재고자산 회전율	42.7	43.9	38.9	41.2
매입채무 회전율	9.4	11.5	10.0	10.6

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 신민석 · 02)6923-7340 · ms.shin94@capecn.com

**진에어 (272450KS | Buy 유지 | TP 40,000원 유지)****대형기재 확대로 효율성 증가 기대**

2017년 4분기 영업이익은 시장 컨센서스를 상회한 170억원이 예상됩니다. 10월 황금연휴 효과로 수송객이 늘어나면서 대형기 탑승률이 높았기 때문입니다. 다만, 대형항공사들의 공급 확대로 하와이노선 탑승률이 전년대비 평균 9.8% 낮아 수익성이 악화되고 있습니다. 2018년 대형기 활용도를 높이는 적극적인 방안이 필요할 때입니다.

**투자의견 BUY, 목표주가 40,000원 유지**

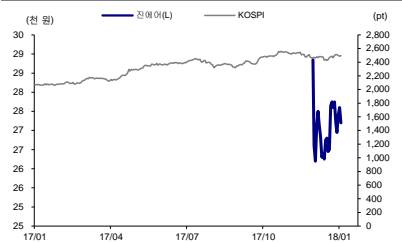
- 진에어 목표주가 40,000원, 투자의견 BUY를 유지함. 대형기 활용도를 높여 2018년 경쟁사와의 차별화된 실적이 기대되고 있어 긍정적인 시각을 유지함.
- 2017년 4분기 영업이익은 10월 성수기 효과로 전년대비 흑자로 전환한 170억원이 예상됨.
- 2018년 대형기재가 5대까지 증가하면서 노선 효율성 확대와 수익성 개선으로 경쟁사와 차별화가 기대됨.

**2017년 4분기 영업이익 170억원(YoY 흑자전환) 전망**

- 매출액은 수송객 증가로 전년대비 34.8% 증가한 2,285억원이 예상됨. 영업이익은 10월 황금연휴 효과로 대형기재 탑승률이 상승해 전년대비 흑자로 전환한 170억원이 추정됨.
- 최근 유가 상승에 따른 연료비 부담이 높아지고 있지만, 원/달러 환율 하락에 따른 달러 비용 감소는 긍정적

**대형기재 증가로 효율성 극대화, 그리고 시스템 교체에 따른 비용 절감 기대**

- 대형기인 B777-200은 현재 4대이며, 2018년 1대가 추가 도입할 예정임. 일본과 동남아 등 수요가 많은 지역에 적극 투입하면서 경쟁사와의 차별화가 진행될 전망이다.
- 3월 발권시스템 교체로 수수료 하락이 예상되며, 좌석 선택 등과 같은 부가서비스 확대에 따른 매출 증가가 기대됨.

**Stock Data**

주가(1/15)	27,100원		
액면가	1,000원		
시가총액	816십억원		
52주 최고/최저가	28,850원/ 26,200원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가 (%)	3.8	0.0	0.0
상대주가 (%)	2.3	0.0	0.0

**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	461	720	885	1,042	1,180
영업이익	(십억원)	30	52	95	107	115
영업이익률	(%)	6.4	7.3	10.7	10.2	9.7
순이익	(십억원)	23	39	71	83	90
EPS	(원)	841	1,457	2,599	2,772	3,007
증감률	(%)	73.6	73.3	78.4	6.7	8.5
PER	(배)	-	-	10.2	10.0	9.2
PBR	(배)	-	-	3.7	3.1	2.6
ROE	(%)	55.8	60.9	48.2	34.5	30.8
EV/ BIT A	(배)	-3.7	-2.1	4.6	3.8	3.1
순차입금	(십억원)	-121	-129	-279	-342	-409
부채비율	(%)	296.4	287.9	116.7	109.4	101.5



## 분기별 실적 추이 및 전망

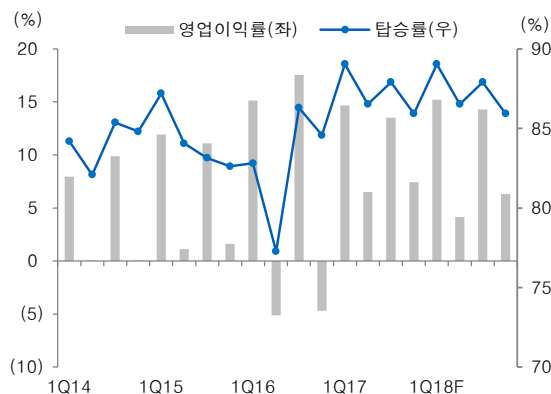
표1. 진에어 분기별 실적 추이 및 전망

(단위:억원,%)

	2016				2017				4Q17 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	QoQ	YoY
매출액	1,800	1,411	2,290	1,696	2,327	1,912	2,325	2,285	(1.7)	34.8
국내	299	508	536	413	321	557	492	455	(7.5)	10.3
국제	1,432	858	1,578	1,238	1,902	1,262	1,733	1,729	(0.2)	39.7
기타	69	45	176	45	104	93	100	101	1.1	124.6
영업이익	272	(72)	402	(79)	341	125	314	170	(46.0)	흑전
법인세차감전이익	268	(77)	398	(83)	327	111	303	173	(43.0)	흑전
순이익	209	(50)	331	(97)	254	81	241	131	(45.5)	흑전
영업이익률	15.1	(5.1)	17.5	(4.7)	14.7	6.5	13.5	7.4		
법인세차감전이익률	14.9	(5.5)	17.4	(4.9)	14.1	5.8	13.0	7.6		
순이익률	11.6	(3.6)	14.4	(5.7)	10.9	4.2	10.4	5.7		
ASK	2,986	2,691	3,240	3,195	3,553	3,017	3,597	3,905	8.6	22.2
RPK	2,512	2,168	2,836	2,750	3,184	2,649	3,191	3,399	6.5	23.6
L/F	84.1	80.6	87.5	86.1	89.6	87.8	88.7	87.1	(1.9)	1.1
Yield (원)	68.9	63.0	74.5	60.0	69.8	68.7	69.7	64.3	(7.8)	7.1

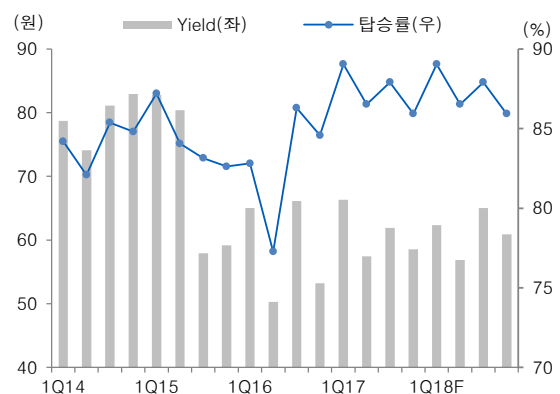
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 영업이익률과 국제선 탑승률 추이 및 전망



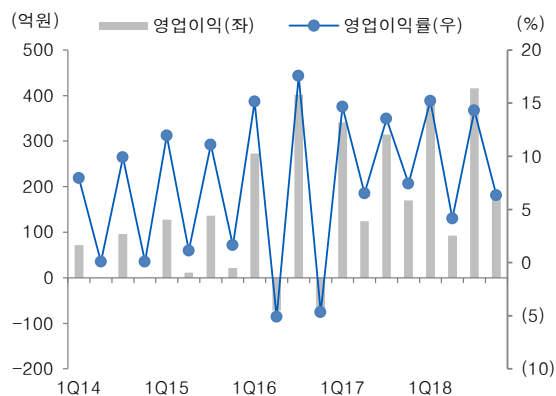
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 단가와 국제선 탑승률과 추이 및 전망



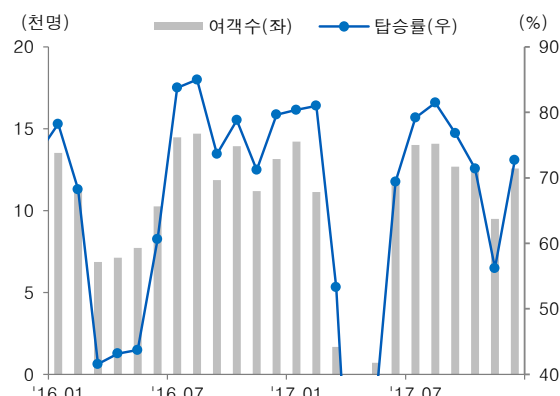
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 진에어 영업이익과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 월별 하와이노선 탑승률 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

진에어 | 대형기재 확대로 효율성 증가 기대

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E	(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	215	360	432	507	매출액	720	885	1,042	1,180
현금및현금성자산	32	135	167	206	증가율(%)	56.0	23.0	17.8	13.2
매출채권 및 기타채권	26	32	38	42	매출원가	621	732	865	987
재고자산	0	0	1	1	매출총이익	99	153	178	193
비유동자산	87	107	124	138	매출총이익률(%)	13.8	17.3	17.0	16.3
투자자산	35	43	51	57	판매비와 관리비	47	58	71	78
유형자산	41	53	62	69	영업이익	52	95	107	115
무형자산	1	0	0	0	영업이익률(%)	7.3	10.7	10.2	9.7
자산총계	302	468	556	644	EBITDA	62	113	128	138
유동부채	185	212	250	282	EBITDA M%	8.6	12.8	12.2	11.7
매입채무 및 기타채무	78	96	114	129	영업외손익	-2	-4	3	4
단기차입금	0	0	0	0	지분법관련손익	1	0	0	0
유동성장기부채	13	0	0	0	금융손익	0	-1	3	4
비유동부채	39	40	41	42	기타영업외손익	-2	-3	-1	-1
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	세전이익	51	91	109	119
부채총계	224	252	291	325	법인세비용	11	21	26	28
지배기업소유지분	78	216	266	320	당기순이익	39	71	83	90
자본금	27	30	30	30	지배주주순이익	39	71	83	90
자본잉여금	0	92	92	92	지배주주순이익률(%)	5.5	8.0	8.0	7.6
이익잉여금	51	93	143	197	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	0	0	0	0	기타포괄이익	-2	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	총포괄이익	37	71	83	90
자본총계	78	216	266	320	EPS 증가율(%, 지배)	73.3	78.4	6.7	8.5
총차입금	47	34	34	34	이자손익	0	0	3	4
순차입금	-129	-279	-342	-409	총외화관련손익	-1	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	69	110	133	140	총발행주식수(천주)	5,400	30,000	30,000	30,000
영업에서 창출된 현금흐름	75	126	153	161	시가총액(십억원)	0	795	833	833
이자외의 수취	2	5	7	8	주가(원)	0	26,500	27,750	27,750
이자외의 지급	0	0	0	0	EPS(원)	1,457	2,599	2,772	3,007
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	2,886	7,192	8,856	10,660
법인세부담액	-8	-21	-26	-28	DPS(원)	2,500	944	1,109	1,203
투자활동 현금흐름	-77	-71	-69	-64	PER(X)	0.0	10.2	9.6	8.8
유동자산의 감소(증가)	-73	-33	-32	-28	PBR(X)	0.0	3.7	3.0	2.5
투자자산의 감소(증가)	-9	-8	-8	-7	EV/EBITDA(X)	-2.1	4.6	3.5	2.8
유형자산 감소(증가)	-1	-30	-30	-30	ROE(%)	60.9	48.2	34.5	30.8
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	ROA(%)	15.6	18.4	16.2	15.0
재무활동 현금흐름	-23	65	-32	-37	ROIC(%)	-42.5	-72.6	-67.3	-62.3
사채 및 차입금증가(감소)	34	-13	0	0	배당수익률(%)	0.0	3.6	4.0	4.3
자본금및자본잉여금 증감	0	95	0	0	부채비율(%)	287.9	116.7	109.4	101.5
배당금 지급	-11	-14	-28	-33	순차입금/자기자본(%)	-165.6	-129.1	-128.7	-127.9
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	116.0	170.1	173.3	179.4
연결법외변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	17.0	22.8	30.5	32.8
현금증감	-31	103	32	39	총자산회전율	2.8	2.3	2.0	2.0
기초현금	63	32	135	167	매출채권 회전율	31.4	30.7	30.1	29.5
기말현금	32	135	167	206	재고자산 회전율	1,715.5	2,104.5	2,063.8	2,026.1
FCF	68	80	103	110	매입채무 회전율	9.0	8.4	8.2	8.2

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 신민석 · 02)6923-7340 · ms.shin94@capecfn.com

**CJ대한통운 (000120KS | Buy 유지 | TP 200,000원 유지)****1등 사업자 경쟁력은 더욱 강화될 전망**

2017년 4분기 영업이익은 시장 컨센서스에 부합한 638억원이 예상됩니다. CL부문의 안정적인 이익률이 유지되고 있고, 택배는 두 자리 물동량 성장이 이어지고 있기 때문입니다. 글로벌은 지난해 인수한 CJ ICM과 CJ Darcl의 외형 성장이 점진적으로 개선되고 있으며, 베트남 Gemadept은 2018년 1분기 연결로 편입될 예정입니다. 2018년 3월 곤지암 메가 허브 터미널 오픈으로 비용 절감에 따른 실적 개선은 하반기부터 반영될 전망입니다.

**투자 의견 BUY, 목표주가 200,000원 유지**

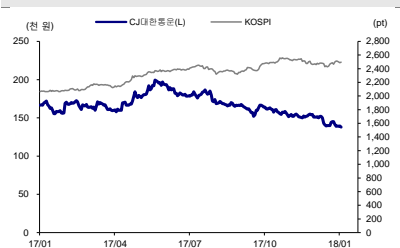
- CJ대한통운 목표주가 200,000원, 투자 의견 BUY를 유지함. 2018년 예상 실적 기준 PER은 33.0배로 Valuation이 높지만, M&A를 통한 성장과 택배시장 1위 사업자의 프리미엄이 존재함.
- 2017년 4분기 영업이익은 638억원으로 시장 컨센서스에 부합할 전망이다.
- 2018년 곤지암 택배 터미널 오픈으로 비용 절감에 따른 수익성 개선이 기대됨.

**2017년 4분기 영업이익은 638억원(YoY +15.4%) 전망**

- CL은 W&D 물량 증가로 5% 내외의 외형 성장과 안정적인 이익률을 확보하고 있음.
- 택배는 시장 점유율을 유지 전략을 지속하고 있지만, 경쟁업체들의 공격적인 점유율 확대로 단가는 하락하고 있음.
- 글로벌은 M&A를 통한 외형 성장은 이어지고 있지만, 초기 투자비에 따른 마진 개선은 더디게 진행되고 있음.

**2018년 3월 곤지암 터미널 오픈으로 택배부문 이익 개선 기대**

- 현재 허브터미널은 용인, 군포 등 5개가 운영 중이며, 3월 곤지암이 가동할 경우 두 개는 운휴에 들어갈 예정임. 자동화 설비 비중이 높은 곤지암이 가동되면서 감가상각비는 늘어나지만, 인건비 부담이 낮아져 수익성이 개선될 전망이다.
- 2018년 하반기부터 물량 확보를 통한 점유율 확대와 비용 절감이 가능하기 때문에 택배 시장 내 독보적 1위 사업자 경쟁력은 더욱 강화될 전망이다.

**Stock Data**

주가(1/15)	137,000원		
액면가	5,000원		
시가총액	3,148십억원		
52주 최고/최저가	199,500원/ 138,000원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-8.6	-22.9	-15.9
상대주가(%)	-9.9	-26.1	-29.6

**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	5,056	6,082	7,136	8,492	9,485
영업이익	(십억원)	187	228	239	269	331
영업이익률	(%)	3.7	3.8	3.4	3.2	3.5
순이익	(십억원)	46	56	47	95	140
EPS	(원)	2,014	2,446	2,068	4,161	6,135
증감률	(%)	-19.8	21.4	-15.5	101.3	47.4
PER	(배)	94.8	73.2	67.7	33.2	22.5
PBR	(배)	1.5	1.4	1.1	1.1	1.0
ROE	(%)	2.1	2.7	1.7	3.3	4.7
EV/EBITDA	(배)	18.2	16.4	13.7	12.6	10.8
순차입금	(십억원)	1,275	1,638	1,735	1,805	1,792
부채비율	(%)	89.8	101.6	107.8	111.9	112.0

CJ대한통운 | 1등 사업자 경쟁력은 더욱 강화될 전망

## 분기 실적 추이 및 전망

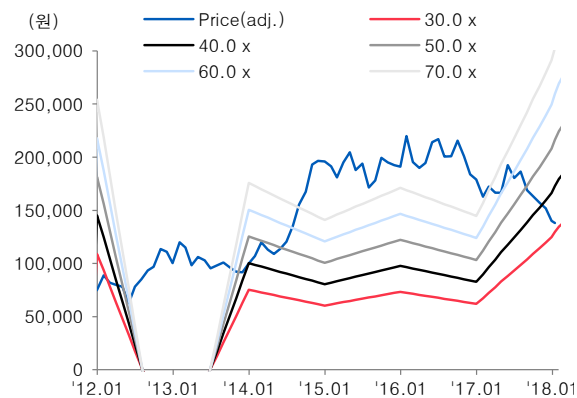
표1. CJ대한통운 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2016				2017F				4Q17 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3Q	4QF	QoQ	YoY
매출액	14,452	15,136	14,903	16,329	15,940	17,078	18,732	19,607	4.7	20.1
CL	5,682	5,855	5,916	6,151	5,845	6,029	6,201	6,458	4.1	5.0
택배	4,231	4,467	4,468	5,078	4,788	5,097	5,310	5,752	8.3	13.3
글로벌	4,539	4,814	4,519	5,100	5,307	5,952	7,221	7,396	2.4	45.0
매출총이익	1,587	1,705	1,718	1,701	1,730	1,899	1,998	2,125	6.3	24.9
CL	701	690	723	650	673	705	708	748	5.7	15.1
택배	421	520	474	483	449	574	505	592	17.3	22.6
글로벌	465	495	521	568	608	620	785	784	(0.1)	38.0
영업이익	532	597	603	553	511	619	626	638	1.8	15.4
세전이익	285	371	38	216	129	380	204	101	(50.2)	(53.0)
순이익	263	285	5	129	44	246	108	74	(31.3)	(42.7)

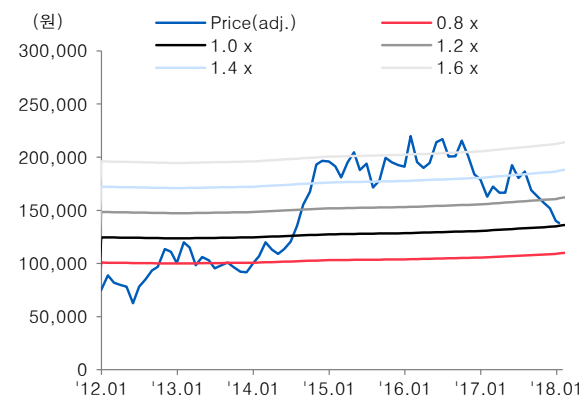
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. CJ대한통운 PER 추이 및 전망



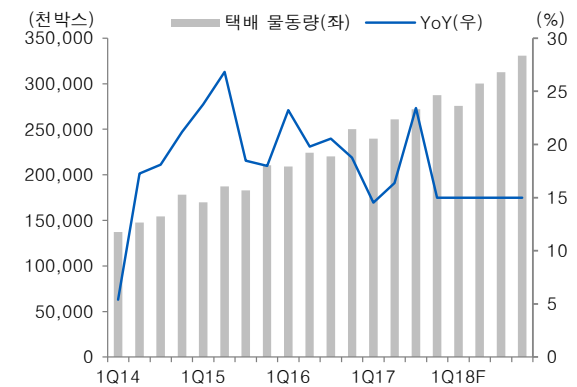
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. CJ대한통운 PBR 추이 및 전망



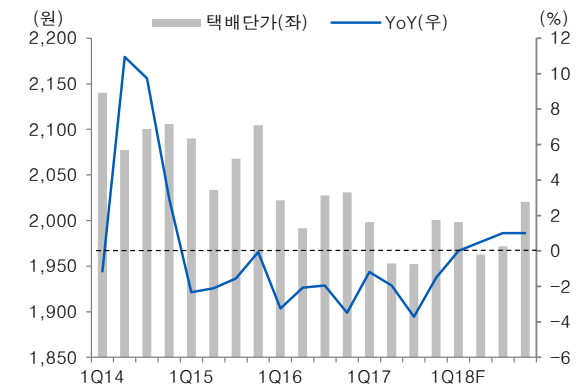
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림3. CJ대한통운 분기별 택배 물동량 추이 및 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. CJ대한통운 분기별 택배 단가 추이 및 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

CJ대한통운 | 1등 사업자 경쟁력은 더욱 강화될 전망

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E	(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,511	1,698	1,930	2,164	매출액	6,082	7,136	8,492	9,485
현금및현금성자산	139	88	14	24	증가율(%)	20.3	17.3	19.0	11.7
매출채권 및 기타채권	1,223	1,435	1,708	1,908	매출원가	5,411	6,360	7,592	8,431
재고자산	15	18	21	24	매출총이익	671	775	900	1,054
비유동자산	4,010	4,091	4,174	4,241	매출총이익률(%)	11.0	10.9	10.6	11.1
투자자산	167	196	233	260	판매비와 관리비	443	536	632	723
유형자산	2,037	2,114	2,184	2,247	영업이익	228	239	269	331
무형자산	1,368	1,343	1,319	1,295	영업이익률(%)	3.8	3.4	3.2	3.5
자산총계	5,521	5,789	6,104	6,405	EBITDA	373	387	423	492
유동부채	1,362	1,509	1,699	1,837	EBITDA M%	6.1	5.4	5.0	5.2
매입채무 및 기타채무	813	954	1,135	1,268	영업외손익	-137	-158	-139	-140
단기차입금	366	366	366	366	지분법관련손익	0	-2	0	0
유동성장기부채	148	148	148	148	금융손익	-55	-107	-63	-64
비유동부채	1,420	1,493	1,524	1,547	기타영업외손익	-83	-49	-76	-76
사채 및 장기차입금	1,252	1,302	1,302	1,302	세전이익	91	81	130	192
부채총계	2,782	3,003	3,223	3,384	법인세비용	23	34	35	52
지배기업소유자본	2,346	2,393	2,488	2,628	당기순이익	68	47	95	140
자본금	114	114	114	114	지배주주순이익	56	47	95	140
자본잉여금	2,249	2,249	2,249	2,249	지배주주순이익률(%)	1.1	0.7	1.1	1.5
이익잉여금	542	589	684	824	비지배주주순이익	12	0	0	0
기타자본	-558	-558	-558	-558	기타포괄이익	-37	0	0	0
비지배자본	393	393	393	393	총포괄이익	31	47	95	140
자본총계	2,739	2,786	2,881	3,021	EPS 증가율(%, 지배)	21.4	-15.5	101.3	47.4
총차입금	1,798	1,849	1,849	1,850	이자손익	-47	-61	-63	-64
순차입금	1,638	1,735	1,805	1,792	총외화관련손익	-6	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	208	131	168	240	총발행주식수(천주)	22,812	22,812	22,812	22,812
영업에서 창출된 현금흐름	262	223	262	353	시가총액(십억원)	4,083	3,194	3,228	3,228
이자 수취	4	3	2	1	주가(원)	179,000	140,000	141,500	141,500
이자 지급	-47	-64	-65	-65	EPS(원)	2,446	2,068	4,161	6,135
배당금 수입	3	3	3	3	BPS(원)	125,144	127,211	131,372	137,507
법인세부담액	-15	-34	-35	-52	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-705	-233	-242	-231	PER(X)	73.2	67.7	33.6	22.8
유동자산의 감소(증가)	10	-4	-5	-4	PBR(X)	1.4	1.1	1.1	1.0
투자자산의 감소(증가)	-19	-29	-37	-27	EV/EBITDA(X)	16.4	13.7	12.7	10.9
유형자산 감소(증가)	-225	-200	-200	-200	ROE(%)	2.7	1.7	3.3	4.7
무형자산 감소(증가)	-487	0	0	0	ROA(%)	1.4	0.8	1.6	2.2
재무활동 현금흐름	543	50	1	0	ROIC(%)	4.8	3.5	4.8	5.7
사채 및 차입금증가(감소)	391	50	1	0	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	101.6	107.8	111.9	112.0
배당금 지급	0	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	59.8	62.3	62.6	59.3
외환환산으로 인한 현금변동	-8	0	0	0	유동비율(%)	110.9	112.5	113.6	117.8
연결법외변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	4.5	3.8	4.2	5.1
현금증감	39	-51	-74	10	총자산회전율	1.2	1.3	1.4	1.5
기초현금	100	139	88	14	매출채권 회전율	5.6	5.4	5.4	5.2
기말현금	139	88	14	24	재고자산 회전율	483.6	430.7	433.5	420.9
FCF	-25	-69	-32	40	매입채무 회전율	7.9	7.2	7.3	7.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 신민석 · 02)6923-7340 · ms.shin94@capefn.com

## 현대글로비스 (086280KS | Buy 유지 | TP 200,000원 유지)

### 본업가치 대비 저 평가

2017년 4분기 영업이익은 1,819억원으로 시장 컨센서스 대비 소폭 하회할 전망입니다. 현대차 그룹 해외공장 생산량이 전년대비 12.6%, 수출이 26.8% 감소했기 때문입니다. 또한, 최근 원/달러 환율이 빠르게 하락(원화강세)하고 있어 CKD 부문 마진 축소는 불가피할 전망입니다. 다만, 2018년 예상실적 기준 PER 9.5배로 저 평가 매력은 존재합니다.

#### 투자 의견 BUY, 목표주가 200,000원 유지

- 현대글로비스 목표주가 200,000원, 투자 의견 BUY를 유지함. 목표주가는 2018년 EPS 14,399원에 목표 PER 14.0배를 적용함. 연간 평균 ROE가 12~15%를 감안하면 적정 수준으로 판단함.
- 2017년 4분기 영업이익은 현대차그룹 생산량 감소에도 전년대비 16.1% 증가한 1,819억원이 예상됨. 2016년 4분기 일회성 비용이 반영되었기 때문임.
- 2018년 현대차그룹 지배구조가 해소될 경우 적정 Valuation으로 회귀할 전망임.

#### 2017년 4분기 영업이익 1,819억원(YoY +16.1%) 전망

- 현대차 그룹 4분기 수출 물량은 전년대비 26.8% 감소한 44.5만대를 기록함. 중국을 제외한 해외 공장 생산량은 전년대비 12.6% 감소한 116.7만대를 기록함. 생산량 감소에 따른 CKD부문 외형 및 수익성 하락은 불가피할 전망이다.
- 최근 원/달러 환율이 예상보다 빠르게 하락하면서 외화환산이익(선박관련 외화부채)이 발생해 긍정적인 수 있지만, 2018년 1분기부터 CKD 마진 하락이 추정되기 때문에 영업이익에는 부정적임.

#### 뚜렷한 모멘텀은 없지만, Valuation 저 평가 매력은 존재

- M&A를 통한 외형 성장과 그룹사 판매량 증가에 따른 실적 개선을 기대하기는 어려운 상황임.
- 하지만 2018년 예상실적 기준 PER은 9.5배, 넉넉한 현금을 감안하면 Valuation 매력은 부각 될 수 있음.

#### Stock Data



#### 경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	14,671	15,341	16,432	17,596	18,659
영업이익	(십억원)	698	729	738	770	863
영업이익률	(%)	4.8	4.8	4.5	4.4	4.6
순이익	(십억원)	377	506	667	540	595
EPS	(원)	10,052	13,483	17,800	14,399	15,864
증감률	(%)	-29.7	34.1	32.0	-19.1	10.2
PER	(배)	19.2	11.5	7.6	9.5	8.7
PBR	(배)	2.3	1.7	1.3	1.2	1.0
ROE	(%)	12.8	15.4	17.8	12.7	12.7
EV/EBITDA	(배)	9.7	7.4	6.0	5.6	4.8
순차입금	(십억원)	797	787	454	291	102
부채비율	(%)	141.5	129.1	116.0	109.3	102.3

## 분기 실적 추이 및 전망

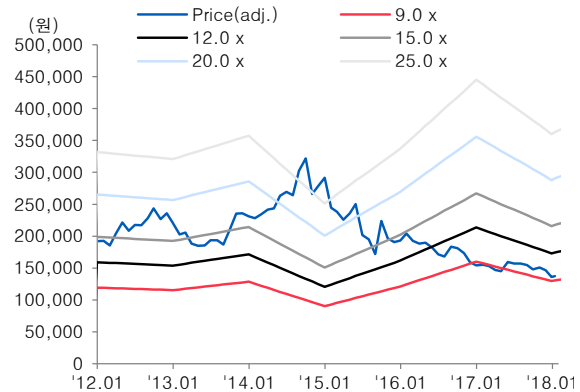
표1. 현대글로벌비스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016				2017				4Q17 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	QoQ	YoY
매출액	3,763	3,839	3,819	3,920	3,977	4,189	4,226	4,040	(4.4)	3.1
국내물류	295	306	272	336	310	318	310	334	7.7	(0.6)
해외물류	1,536	1,569	1,539	1,579	1,589	1,722	1,710	1,671	(2.3)	5.9
CKD	1,507	1,487	1,538	1,469	1,574	1,573	1,633	1,455	(10.9)	(0.9)
중고차	90	107	88	98	97	101	97	106	9.3	8.0
기타유통	336	370	383	439	408	476	476	474	(0.5)	8.0
영업이익	192	196	184	157	192	182	183	182	(0.6)	16.1
법인세전순이익	240	164	277	22	302	149	180	276	53.6	1,142.5
순이익	179	103	219	5	247	95	125	201	61.1	4,179.0
영업이익률	5.1	5.1	4.8	4.0	4.8	4.3	4.3	4.5	-	-
법인세전순이익률	6.4	4.3	7.3	0.6	7.6	3.6	4.2	6.8	-	-
순이익률	4.8	2.7	5.7	0.1	6.2	2.3	3.0	5.0	-	-
현대기아차판매 (천대)	1,811	2,015	1,759	2,258	1,749	1,756	1,763	1,915	8.6	(15.2)
내수	288	339	250	314	284	317	307	303	(1.2)	(3.5)
수출	496	505	387	608	474	540	477	445	(6.7)	(26.8)
해외공장	1,027	1,171	1,122	1,336	991	900	980	1,167	19.1	(12.6)
중국제외	646	721	721	738	706	733	704	724	2.8	(1.9)

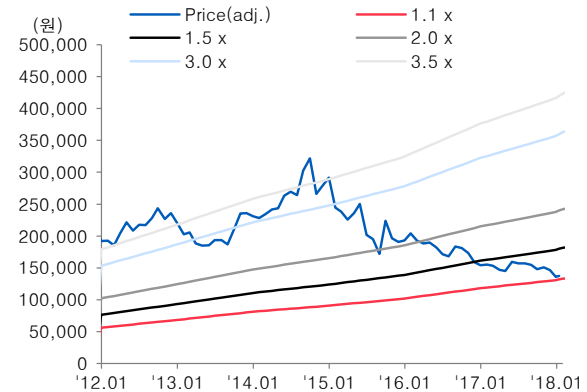
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 현대글로벌비스 PER 추이 및 전망



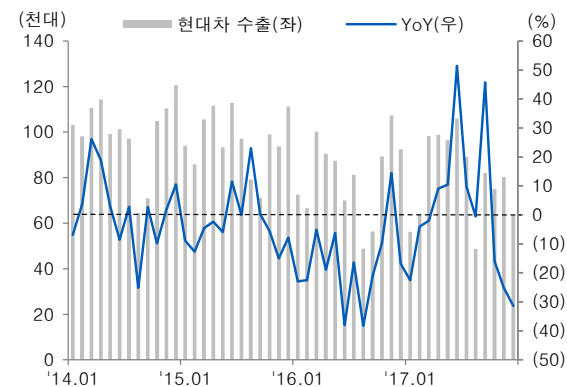
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 현대글로벌비스 PBR 추이 및 전망



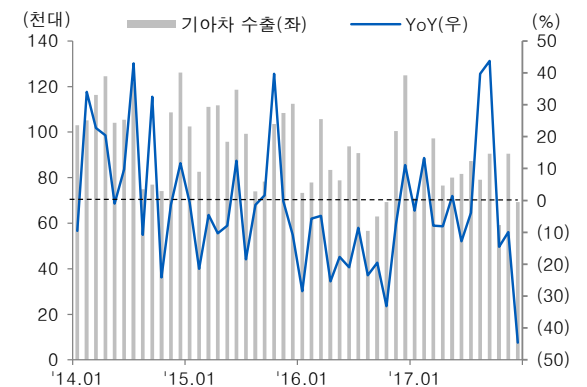
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 월별 현대차 수출량 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 월별 기아차 수출량 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

## 현대글로비스 | 본업가치 대비 저 평가

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E	(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,936	4,471	4,850	5,236	매출액	15,341	16,432	17,596	18,659
현금및현금성자산	595	892	1,018	1,173	증가율(%)	4.6	7.1	7.1	6.0
매출채권 및 기타채권	2,025	2,169	2,323	2,463	매출원가	14,235	15,270	16,350	17,301
재고자산	690	739	792	840	매출총이익	1,106	1,162	1,246	1,358
비유동자산	4,032	4,238	4,484	4,762	매출총이익률(%)	7.2	7.1	7.1	7.3
투자자산	716	767	821	871	판매비와 관리비	377	424	476	496
유형자산	3,109	3,270	3,467	3,699	영업이익	729	738	770	863
무형자산	70	64	59	55	영업이익률(%)	4.8	4.5	4.4	4.6
자산총계	7,967	8,708	9,334	9,997	EBITDA	885	933	977	1,085
유동부채	2,618	2,729	2,848	2,957	EBITDA M%	5.8	5.7	5.6	5.8
매입채무 및 기타채무	1,378	1,476	1,581	1,676	영업외손익	-25	168	-30	-48
단기차입금	1,014	1,014	1,014	1,014	지분법관련손익	54	56	58	63
유동성장기부채	38	38	38	38	금융손익	-38	-36	-34	-31
비유동부채	1,872	1,946	2,026	2,098	기타영업외손익	-40	148	-54	-79
사채 및 장기차입금	825	825	825	825	세전이익	704	906	740	815
부채총계	4,490	4,676	4,874	5,055	법인세비용	198	239	200	220
지배기업소유자본	3,477	4,032	4,460	4,942	당기순이익	506	667	540	595
자본금	19	19	19	19	지배주주순이익	506	667	540	595
자본잉여금	154	154	154	154	지배주주순이익률(%)	3.3	4.1	3.1	3.2
이익잉여금	3,231	3,786	4,214	4,696	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	73	73	73	73	기타포괄이익	-13	0	0	0
비지배자본	0	0	0	0	총포괄이익	493	667	540	595
자본총계	3,477	4,032	4,460	4,942	EPS 증가율(%, 지배)	34.1	32.0	-19.1	10.2
총차입금	1,886	1,887	1,887	1,888	이자손익	-41	-38	-34	-31
순차입금	787	454	291	102	총외화관련손익	-40	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	606	846	730	801	총발행주식수(천주)	37,500	37,500	37,500	37,500
영업에서 창출된 현금흐름	873	1,106	947	1,036	시가총액(십억원)	5,794	5,100	5,138	5,138
이자 수취	18	21	25	28	주가(원)	154,500	136,000	137,000	137,000
이자 지급	-58	-59	-59	-59	EPS(원)	13,483	17,800	14,399	15,864
배당금 수입	17	17	17	17	BPS(원)	92,725	107,525	118,924	131,788
법인세부담액	-244	-239	-200	-220	DPS(원)	3,000	3,000	3,000	3,000
투자활동 현금흐름	-518	-437	-493	-535	PER(X)	11.5	7.6	9.4	8.6
유동자산의 감소(증가)	-87	-36	-38	-35	PBR(X)	1.7	1.3	1.1	1.0
투자자산의 감소(증가)	-22	-51	-54	-50	EV/EBITDA(X)	7.4	6.0	5.5	4.8
유형자산 감소(증가)	-384	-350	-400	-450	ROE(%)	15.4	17.8	12.7	12.7
무형자산 감소(증가)	-6	0	0	0	ROA(%)	6.5	8.0	6.0	6.2
재무활동 현금흐름	-185	-112	-112	-112	ROIC(%)	12.7	12.1	11.8	12.4
사채 및 차입금증가(감소)	-4	1	1	1	배당수익률(%)	1.9	2.2	2.2	2.2
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	129.1	116.0	109.3	102.3
배당금 지급	-113	-113	-113	-113	순차입금/자기자본(%)	22.6	11.3	6.5	2.1
외환환산으로 인한 현금변동	15	0	0	0	유동비율(%)	150.3	163.8	170.3	177.1
연결법외변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	12.4	12.5	13.1	14.6
현금증감	-81	297	125	155	총자산회전율	2.0	2.0	2.0	1.9
기초현금	676	595	892	1,018	매출채권 회전율	8.2	7.8	7.8	7.8
기말현금	595	892	1,018	1,173	재고자산 회전율	21.0	23.0	23.0	22.9
FCF	217	496	330	351	매입채무 회전율	10.8	10.7	10.7	10.6

자료: 케이프투자증권 리서치본부



Analyst 신민석 · 02)6923-7340 · ms.shin94@capefn.com

**대한해운 (005880KS | Buy 유지 | TP 40,000원 하향)****안정적인 이익을 바탕으로 점진적인 재 평가 기대**

2017년 4분기 영업이익은 359억원으로 시장 컨센서스에 부합할 전망입니다. SM상선이 2018년 1분기부터 연결에서 제외되면서 성장 기대감은 사라졌지만, 안정적인 벌크 사업부문에 대한 가치는 재평가가 필요합니다. 2018년 벌크 사업부 이익을 감안하면 현재 주가는 PER 6.8배, PBR 0.8배로 Valuation 매력에 높습니다.

**투자 의견 BUY 유지, 목표주가 40,000원으로 하향**

- 대한해운 목표주가를 기존의 43,000원에서 40,000원으로 하향함. 목표주가는 2018년 예상실적 기준 목표 PBR 1.0배와 PER 10.0배를 가중 평균했음.
- 2017년 4분기 영업이익은 SM상선 적자에도 불구하고 359억원으로 시장 예상치에 부합할 전망임.
- 2018년 주력 사업인 벌크와 LNG를 중심으로 안정적인 이익 성장세는 지속될 전망임.

**2017년 4분기 영업이익 359억원(YoY +124.9%) 전망**

- 벌크는 안정적인 선대 운영으로 분기 350~400억원의 이익을 창출하고 있음.
- SM상선은 여전히 고정비 부담이 높아 90억원 내외의 적자가 예상됨.
- 탱커와 LNG부문은 가스공사 2척이 신규로 반영되면서 전년대비 큰 폭으로 증가한 150억원이 전망됨.

**2018년 본업 가치 재평가 기대**

- 한진해운 미주 컨테이너 사업부문을 SM그룹에서 인수하면서 재무리스크와 성장에 대한 기대감으로 주가가 급등락을 반복했음. 컨테이너 사업부문인 SM상선은 지분이 7% 수준으로 낮아져 지분법 이익으로 반영될 예정임.
- 벌크 부문의 성장과 LNG선 확대로 안정적인 수익구조를 확보하고 있지만, 주가는 2018년 예상실적 기준 PER 6.8배, PBR 0.8배로 저 평가 상태. 점진적인 재 평가가 기대됨.

**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	532	540	1,534	1,241	1,318
영업이익	(십억원)	86	44	130	160	167
영업이익률	(%)	16.2	8.2	8.5	12.9	12.7
순이익	(십억원)	39	30	179	101	117
EPS	(원)	1,594	1,220	7,326	4,152	4,799
증감률	(%)	-46.1	-23.5	500.5	-43.3	15.6
PER	(배)	11.9	14.1	3.1	6.8	5.8
PBR	(배)	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7
ROE	(%)	7.4	5.2	20.3	12.4	12.6
EV/EBITDA	(배)	7.6	13.4	8.3	7.3	6.7
순차입금	(십억원)	817	1,286	1,362	1,258	1,151
부채비율	(%)	166.6	252.1	269.5	215.0	192.1

대한해운 | 안정적인 이익을 바탕으로 점진적인 재 평가 기대

## 분기별 실적 추이 및 전망

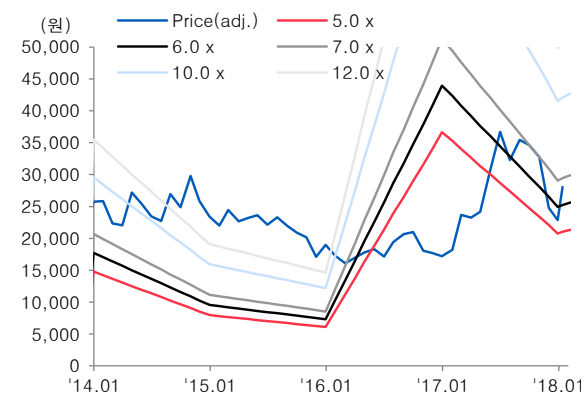
표1. 대한해운 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2016				2017				4Q17 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	QoQ	YoY
매출액	1,147	1,337	1,324	1,596	3,101	4,017	4,008	4,217	5.2	164.3
벌크	753	998	937	1,158	1,667	1,734	1,774	1,828	3.0	57.8
LNG/탱커	326	276	292	395	438	506	543	680	25.3	72.3
컨테이너	-	-	-	-	88	734	1,212	1,193	(1.6)	-
기타(무역등)	68	63	95	43	908	1,043	479	516	7.8	1,114.1
영업이익	111	84	86	160	320	295	323	359	11.2	124.9
벌크	30	55	43	106	274	316	405	362	(10.8)	241.1
LNG/탱커	71	19	64	21	102	75	120	150	25.1	612.1
컨테이너	-	-	-	-	(81)	(57)	(117)	(87)	적자지속	-
기타(무역등)	10	11	(21)	33	25	(39)	(85)	(65)	적자지속	적자전환
세전이익	73	64	87	128	324	209	454	533	18.7	317.1
순이익	65	57	74	112	294	211	436	480	11.3	328.7
영업이익률	9.7	6.3	6.5	10.0	10.3	7.3	8.1	8.5		
세전이익률	6.4	4.8	6.5	8.0	10.4	5.2	11.3	12.6		
순이익률	5.6	4.3	5.6	7.0	9.5	5.3	10.9	11.4		
BDI(벌크운임)	358	612	736	992	945	1,015	1,137	1,498	31.8	51.0

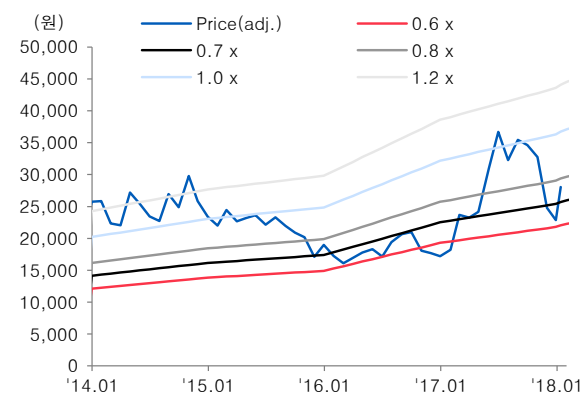
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 대한해운 PER 추이



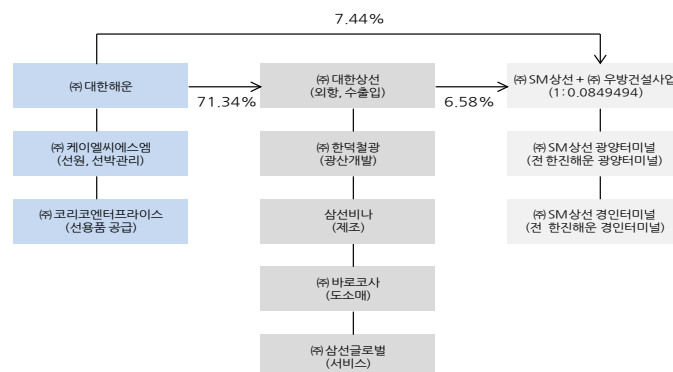
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 대한해운 PBR 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 대한해운 관계회사 현황



자료: 케이프투자증권 리서치본부

대한해운 | 안정적인 이익을 바탕으로 점진적인 재 평가 기대

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E	(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	379	950	807	953	매출액	540	1,534	1,241	1,318
현금및현금성자산	84	115	131	235	증가율(%)	1.6	184.0	-19.1	6.1
매출채권 및 기타채권	134	380	308	327	매출원가	477	1,321	1,014	1,079
재고자산	94	266	215	228	매출총이익	63	214	227	238
비유동자산	1,826	1,886	1,930	1,928	매출총이익률(%)	11.6	13.9	18.3	18.1
투자자산	6	16	13	14	판매비와 관리비	19	84	67	72
유형자산	1,783	1,834	1,881	1,878	영업이익	44	130	160	167
무형자산	13	13	13	13	영업이익률(%)	8.2	8.5	12.9	12.7
자산총계	2,204	2,837	2,738	2,881	EBITDA	129	229	263	270
유동부채	380	606	539	557	EBITDA M%	23.8	14.9	21.2	20.5
매입채무 및 기타채무	98	279	225	239	영업외손익	-9	22	-48	-37
단기차입금	107	107	107	107	지분법관련손익	0	1	13	21
유동성장기부채	150	150	150	150	금융손익	-29	-66	-65	-63
비유동부채	1,199	1,463	1,329	1,338	기타영업외손익	20	87	4	6
사채 및 장기차입금	406	406	406	406	세전이익	35	152	113	130
부채총계	1,578	2,069	1,869	1,895	법인세비용	4	10	11	13
지배기업소유자본	607	786	887	1,004	당기순이익	31	142	101	117
자본금	122	122	122	122	지배주주순이익	30	179	101	117
자본잉여금	36	36	36	36	지배주주순이익률(%)	5.7	9.2	8.2	8.9
이익잉여금	140	319	421	538	비지배주주순이익	1	-37	0	0
기타자본	308	308	308	308	기타포괄이익	14	0	0	0
비지배자본	19	-18	-18	-18	총포괄이익	45	142	101	117
자본총계	626	768	869	986	EPS 증가율(%, 지배)	-23.5	500.5	-43.3	15.6
총차입금	1,394	1,545	1,444	1,444	이자손익	-27	-65	-65	-63
순차입금	1,286	1,362	1,258	1,151	총외환관련손익	9	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	121	148	316	271	총발행주식수(천주)	24,427	24,427	24,427	24,427
영업에서 창출된 현금흐름	121	158	328	284	시가총액(십억원)	420	602	602	602
이자 수취	0	0	0	0	주가(원)	17,200	24,650	24,650	24,650
이자 지급	0	0	0	0	EPS(원)	1,220	7,326	4,152	4,799
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	24,845	32,171	36,323	41,122
법인세부담액	-1	-10	-11	-13	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-374	-203	-132	-102	PER(X)	14.1	3.1	5.5	4.8
유동자산의 감소(증가)	-15	-44	13	-3	PBR(X)	0.7	0.7	0.6	0.6
투자자산의 감소(증가)	-1	-10	3	-1	EV/EBITDA(X)	13.4	8.3	6.8	6.3
유형자산 감소(증가)	-386	-150	-150	-100	ROE(%)	5.2	20.3	12.4	12.6
무형자산 감소(증가)	-11	0	0	0	ROA(%)	1.7	5.6	3.6	4.2
재무활동 현금흐름	277	85	-168	-65	ROIC(%)	2.6	6.1	6.2	6.7
사채 및 차입금증가(감소)	512	151	-100	0	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금및자본잉여금 증감	-1	0	0	0	부채비용(%)	252.1	269.5	215.0	192.1
배당금 지급	0	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	205.4	177.5	144.8	116.7
외환환산으로 인한 현금변동	4	0	0	0	유동비용(%)	99.7	156.8	149.7	171.2
연결법외변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	1.6	2.0	2.4	2.6
현금증감	28	30	16	104	총자산회전율	0.3	0.6	0.4	0.5
기초현금	56	84	115	131	매출채권 회전율	5.9	6.0	3.6	4.2
기말현금	84	115	131	235	재고자산 회전율	8.3	8.5	5.2	5.9
FCF	-308	-2	166	171	매입채무 회전율	6.4	7.0	4.0	4.6

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 신민석 · 02)6923-7340 · ms.shin94@capefn.com

**제주항공 (089590KS | Buy 유지 | TP 45,000원 유지)****기재 확대에 따른 외형 성장 지속**

2017년 4분기 영업이익은 시장 컨센서스에 부합한 162억원이 예상됩니다. 유가 상승으로 연료비는 증가했지만, 10월 황금연휴 효과로 여객 수요가 급증했기 때문입니다. 다만, 성급관 관련 비용이 12월에 추가로 반영될 경우 컨센서스를 소폭 하회할 가능성은 존재합니다. 2018년 공격적인 기재 도입으로 20% 이상의 외형 성장세는 지속될 전망입니다.

**투자의견 BUY, 목표주가 45,000원 유지**

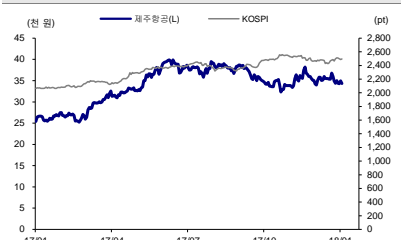
- 제주항공 목표주가 45,000원, 투자의견 BUY를 유지함. 목표주가는 2018년 예상실적 기준 PER 14.0배 수준으로 20% 이상의 외형성장세를 감안하면 부담 없는 수준으로 판단됨.
- 2017년 4분기 영업이익은 162억원(YoY +302.8%)로 컨센서스에 부합할 전망이다.
- 2018년 기재 8대 도입으로 20% 이상의 외형성장세가 지속되며, 저비용항공사 내 사상 첫 1조 매출액 달성 전망임.

**2017년 4분기 영업이익 162억원(YoY +302.8%) 전망**

- 10월 황금연휴 효과로 여객 수송량은 전년대비 31.0% 증가가 예상됨. 최근 높아진 유가를 감안하면 유류할증료 부과로 단가 상승이 기대됨. 매출액은 전년대비 32.1% 증가한 2,518억원으로 추정됨.
- 원/달러 환율이 1,100원을 하회하면서 내국인 출국자수는 여전히 두 자리 성장이 가능할 전망이다. 2018년 중국노선 정상화에 따른 전세사업 확대에 공급과잉 이슈는 제한적일 전망이다.

**공격적인 기재 도입으로 규모의 경제 달성 중**

- 2018년말 기재는 40대에 도달할 전망이다. 단일 기재로 효율성이 확대되고, 비용 절감이 나타나고 있음. 공격적인 기재 도입으로 규모의 경제에 달성하면서 경쟁업체와의 차별화가 지속될 전망이다.
- 중국인 입국이 늘어날 경우 한-중 노선 전세 사업 확대에 수익 창출이 가능할 전망이다.

**Stock Data**

주가(1/15)	34,900원		
액면가	5,000원		
시가총액	907십억원		
52주 최고/최저가	39,900원/ 24,300원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.0	-11.1	38.5
상대주가(%)	-0.4	-14.9	15.8

**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	608	748	987	1,201	1,444
영업이익	(십억원)	51	58	100	107	106
영업이익률	(%)	8.4	7.8	10.1	8.9	7.3
순이익	(십억원)	47	53	77	85	84
EPS	(원)	2,054	2,038	2,931	3,229	3,171
증감률	(%)	41.2	-0.9	43.8	10.2	-1.8
PER	(배)	19.5	12.3	12.1	10.7	10.8
PBR	(배)	4.5	2.4	2.8	2.2	1.9
ROE	(%)	30.2	19.5	25.4	22.9	18.9
EV/EBITDA	(배)	4.16	4.6	3.9	5.0	4.7
순차입금	(십억원)	-106	-326	-435	-303	-313
부채비율	(%)	120.8	120.8	127.0	180.1	174.5

## 분기 실적 추이 및 전망

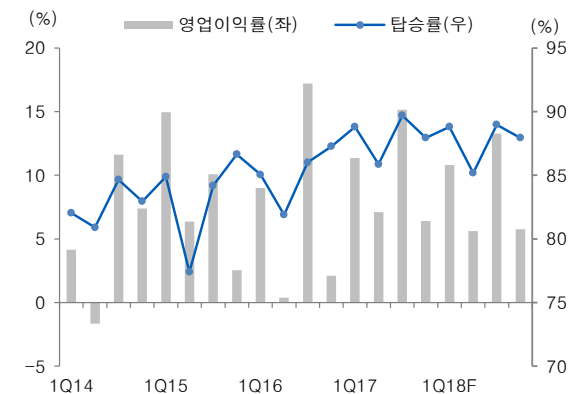
표1. 제주항공 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2016				2017				4Q17 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4QF	1Q	2Q	3Q	4QF	QoQ	YoY
매출액	1,732	1,621	2,217	1,907	2,402	2,280	2,666	2,518	(5.5)	32.1
여객	1,612	1,496	2,077	1,712	2,266	2,073	2,463	2,298	(6.7)	34.2
기타	120	125	140	195	137	207	203	220	8.4	12.8
영업이익	156	6	382	40	273	162	404	162	(60.0)	302.8
세전이익	154	58	379	97	221	200	427	163	(61.9)	68.2
순이익	120	46	285	79	171	153	324	124	(61.8)	57.0
영업이익률	9.0	0.4	17.2	2.1	11.3	7.1	15.2	6.4	-	-
세전이익률	8.9	3.6	17.1	5.1	9.2	8.8	16.0	6.5	-	-
순이익률	6.9	2.8	12.9	4.1	7.1	6.7	12.2	4.9	-	-
ASK(백만 km)	2,709	2,829	3,314	3,403	3,820	3,774	4,088	4,278	4.6	25.7
RPK(백만 km)	2,327	2,387	2,892	3,001	3,424	3,298	3,704	3,790	2.3	26.3

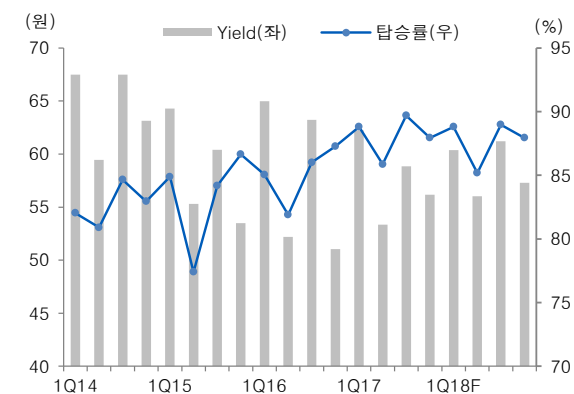
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 영업이익률과 국제선 탑승률과 추이 및 전망



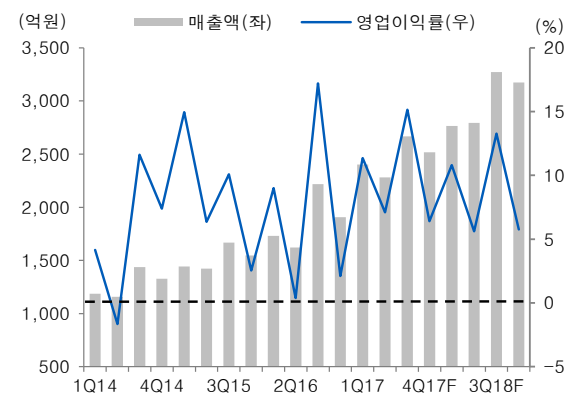
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 단가와 국제선 탑승률과 추이 및 전망



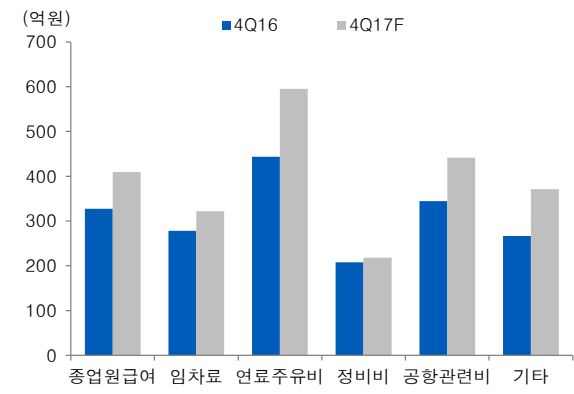
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 제주항공 분기별 매출액과 영업이익률



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 제주항공 주요 비용 추이 및 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

제주항공 | 기재 확대에 따른 외형 성장 지속

## 재무상태표

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	438	576	690	729
현금및현금성자산	168	220	257	209
매출채권 및 기타채권	29	38	47	56
재고자산	8	11	13	16
<b>비유동자산</b>	163	187	453	584
투자자산	2	3	4	4
유형자산	59	83	348	478
무형자산	12	12	12	12
<b>자산총계</b>	600	763	1,143	1,313
<b>유동부채</b>	261	338	407	485
매입채무 및 기타채무	90	119	145	174
단기차입금	20	20	20	20
유동성장기부채	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	68	89	328	350
사채 및 장기차입금	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	328	427	735	835
<b>지배기업소유자본</b>	272	336	408	478
자본금	131	131	131	131
자본잉여금	89	89	89	89
이익잉여금	51	115	187	257
기타자본	0	0	0	0
<b>비지배자본</b>	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	272	336	408	478
<b>총차입금</b>	20	20	240	240
<b>순차입금</b>	-326	-435	-303	-313

## 포괄손익계산서

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	748	987	1,201	1,444
증가율(%)	0.0	32.0	21.7	20.2
<b>매출원가</b>	602	770	956	1,172
매출총이익	146	217	245	272
매출총이익률(%)	19.5	22.0	20.4	18.8
판매비와 관리비	87	117	138	166
<b>영업이익</b>	58	100	107	106
영업이익률(%)	7.8	10.1	8.9	7.3
<b>EBITDA</b>	72	126	122	126
EBITDA M%	9.7	12.8	10.1	8.7
<b>영업외손익</b>	10	1	5	4
지분법관련손익	0	0	0	0
금융손익	10	6	4	2
기타영업외손익	1	-5	1	2
<b>세전이익</b>	69	101	112	110
법인세비용	16	24	27	26
<b>당기순이익</b>	53	77	85	84
지배주주순이익	53	77	85	84
지배주주순이익률(%)	7.1	7.8	7.1	5.8
비지배주주순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	0	0	0
총포괄이익	48	77	85	84
EPS 증가율(%, 지배)	0.0	43.8	10.2	-1.8
이자손익	2	4	3	1
총외화관련손익	3	8	-2	-3

## 현금흐름표

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	110	165	163	177
영업에서 창출된 현금흐름	112	184	187	202
이자 수취	3	5	7	7
이자 지급	0	-1	-3	-6
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-4	-24	-27	-26
<b>투자활동 현금흐름</b>	-62	-99	-333	-212
유동자산의 감소(증가)	-178	-57	-51	-58
투자자산의 감소(증가)	-2	-1	-1	-1
유형자산 감소(증가)	-30	-50	-280	-150
무형자산 감소(증가)	-15	0	0	0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-7	-13	207	-13
사채 및 차입금증가(감소)	20	0	220	0
자본금및자본잉여금 증감	221	0	0	0
배당금 지급	-10	-13	-13	-13
<b>외환환산으로 인한 현금변동</b>	1	0	0	0
<b>연결범위변동으로 인한 현금증감</b>	0	0	0	0
<b>현금증감</b>	42	52	37	-48
기초현금	126	168	220	257
기말현금	168	220	257	209
<b>FCF</b>	80	115	-117	27

## 주요지표

	2016A	2017E	2018E	2019E
총발행주식수(천주)	26,294	26,357	26,357	26,357
시가총액(십억원)	660	932	907	907
주가(원)	25,100	35,350	34,400	34,400
EPS(원)	2,038	2,931	3,229	3,171
BPS(원)	10,342	12,749	15,480	18,154
DPS(원)	500	500	500	500
PER(X)	12.3	12.1	10.9	11.1
PBR(X)	2.4	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA(X)	4.6	3.9	5.2	4.9
ROE(%)	19.5	25.4	22.9	18.9
ROA(%)	8.8	11.3	8.9	6.8
ROIC(%)	0.0	-84.5	906.3	49.9
배당수익률(%)	2.0	1.4	1.5	1.5
부채비율(%)	120.8	127.0	180.1	174.5
순차입금/자기자본(%)	-119.9	-129.5	-74.2	-65.4
유동비율(%)	167.8	170.5	169.6	150.5
이자보상배율(X)	140.4	120.2	32.9	17.6
총자산회전율	1.2	1.4	1.3	1.2
매출채권 회전율	25.7	29.3	28.2	28.1
재고자산 회전율	90.0	102.5	98.9	98.3
매입채무 회전율	6.7	7.4	7.2	7.4

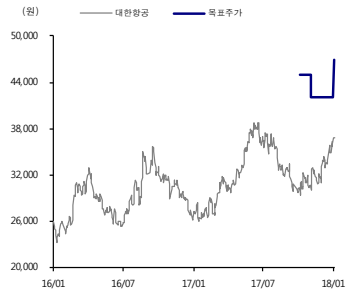
자료: 케이프투자증권 리서치본부

## Compliance Notice \_ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

## 대한항공(003490)

## 주가 및 목표주가 추이

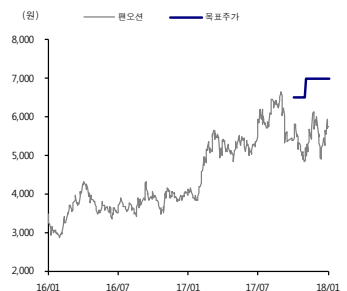
제시일자	2015-04-13	2016-04-13	2017-04-13	2017-10-16	2017-10-27	2017-11-15
투자의견	Buy	1년경과	1년경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	61,000원	-	-	45,000원	45,000원	42,000원
과리율(%)_평균	-48.72	-54.34	-50.92	-32.06	-31.37	-24.34
과리율(%)_최고	-19.09	-45.06	-36.48	-28.22	-28.22	-21.55
제시일자	2017-12-13	2018-01-16				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	42,000원	47,000원				
과리율(%)_평균	-20.92					
과리율(%)_최고	-12.50					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(%)_평균						
과리율(%)_최고						



## 팬오션(028670)

## 주가 및 목표주가 추이

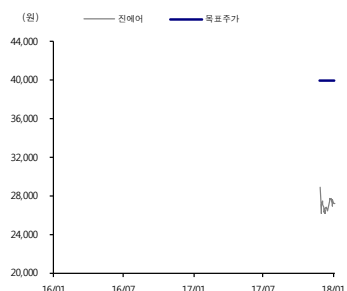
제시일자	2017-10-16	2017-11-15	2018-01-16		
투자의견	Buy	Buy	Buy		
목표주가	6,500원	7,000원	7,000원		
과리율(%)_평균	-18.60	-20.76			
과리율(%)_최고	-10.62	-12.43			
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과리율(%)_평균					
과리율(%)_최고					



## 진에어(272450)

## 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-12-08	2017-01-16			
투자의견	Buy	Buy			
목표주가	40,000	40,000			
과리율(%)_평균	-32.50				
과리율(%)_최고	-30.63				
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과리율(%)_평균					
과리율(%)_최고					

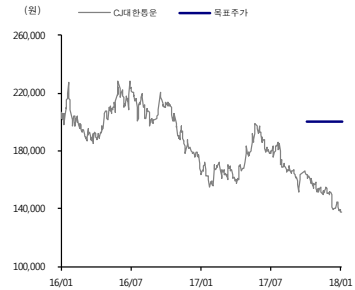


제주항공 | 기재 확대에 따른 외형 성장 지속

## CJ대한통운(000120)

## 주가 및 목표주가 추이

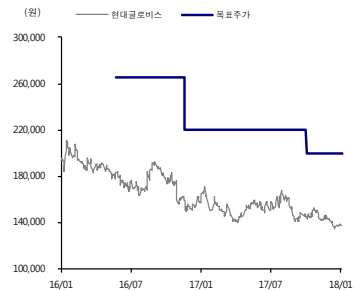
제시일자	2015-05-04	2016-05-04	2017-05-04	2017-10-16	2017-11-09	2017-12-19
투자의견	Hold	1년경과	1년경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	-	-	-	200,000원	200,000원	200,000원
과리율(%)_평균	-	-	-	-20.44	-22.54	-24.30
과리율(%)_최고	-	-	-	-18.50	-18.50	-18.50
제시일자	2018-01-16					
투자의견	Buy					
목표주가	200,000원					
과리율(%)_평균						
과리율(%)_최고						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(%)_평균						
과리율(%)_최고						



## 현대글로벌비스(086280)

## 주가 및 목표주가 추이

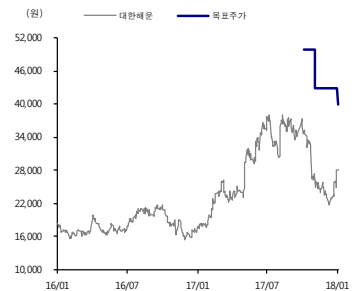
제시일자	2015-04-15	2016-04-15	2016-06-03	2016-11-30	2017-05-31	2017-10-15
투자의견	Buy	1년경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	370,000원	-	265,000원	220,000원	220,000원	담당자 변경
과리율(%)_평균	-45.63	-49.89	-34.14	-30.60	-30.42	
과리율(%)_최고	-29.86	-48.11	-27.36	-22.27	-22.27	
제시일자	2017-10-16	2017-10-31	2017-01-16			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	200,000원	200,000원	200,000원			
과리율(%)_평균	-27.25	-28.31				
과리율(%)_최고	-26.00	-23.75				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(%)_평균						
과리율(%)_최고						



## 대한해운(005880)

## 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-10-16	2017-11-15	2018-01-16		
투자의견	Buy	Buy	Buy		
목표주가	50,000원	43,000원	40,000원		
과리율(%)_평균	-37.31	-43.02			
과리율(%)_최고	-29.20	-34.77			
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과리율(%)_평균					
과리율(%)_최고					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과리율(%)_평균					
과리율(%)_최고					

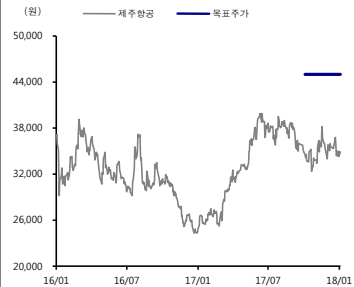




## 제주항공(089590)

## 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-10-16	2018-01-16				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	45,000원	45,000원				
과리율(%)_평균	-22.40					
과리율(%)_최고	-15.11					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(%)_평균						
과리율(%)_최고						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(%)_평균						
과리율(%)_최고						



## Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(87.00%) · 매도(1.00%) · 중립(12.00%)	* 기준일 2017.12.31까지

## Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



이 페이지는 편집상 공백입니다.

리서치본부장  
김유겸/이코노미스트

02)6923-7332  
yukyum@capefn.com

투자전략팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
이코노미스트(총괄)	김유겸	본부장	6923-7332	yukyum@capefn.com
투자전략	윤영교	연구위원	6923-7352	skyhum00@capefn.com
퀀트	방인성	책임연구원	6923-7334	antonio81@capefn.comh
시황	한지영	선임연구원	6923-7349	hedge0301@capefn.com
퀀트 RA	김윤보	전임연구원	6923-7331	younbokim@capefn.com
기업분석1팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
운송/유틸리티/상사(총괄)	신민석	팀장	6923-7340	ms.shin94@capefn.com
제약/바이오	김형수	연구위원	6923-7342	knkhs@capefn.com
음식료	조미진	선임연구원	6923-7317	mj27@capefn.com
화장품	강수민	전임연구원	6923-7362	soomin913@capefn.com
RA	장 영	전임연구원	6923-7311	youngjang313@capefn.com
기업분석2팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
철강/금속/인터넷/게임(총괄)	김미송	팀장	6923-7336	misongkim@capefn.com
건설/전자재	김기룡	선임연구원	6923-7321	kirykim@capefn.com
조선/기계	최진명	선임연구원	6923-7337	insightjm@capefn.com
RA	홍준기	전임연구원	6923-7315	joonkih00@capefn.com
기업분석3팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
스몰캡(총괄)	김인필	팀장	6923-7351	ipkim01@capefn.com
은행/증권	전배승	연구위원	6923-7353	junbs@capefn.com
RA	김광진	전임연구원	6923-7339	kwangjin.kim@capefn.com

#### Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.