

대한통운 (000120)

등잔 밑을 밝히면 새로운 투자처가 보인다

BUY

Valuation

Target Price: 101,000

Price: 88,400

Margin of Safety: 14%

MktCap.(100mn): 35,516

ROE: -11.13%

Op.Magin: 5.25%

PER: 96.93

PBR: 0.76

Dividend Yield: 0%

Major Sh.Holder:

아시아나항공(주)

(23.98%)

기업분석 5팀

함병현, 윤원식, 정원호,
황지연, 송민철, 유슬아

● 유상감자 이벤트를 통해 드러나는 저평가된 기업가치

동사는 내년 3월 대규모의 유상감자를 앞두고 있다. 현재 시가총액은 3조 5천억 원이며 유상감자 금액은 3조 원으로 예상된다. 따라서 현재 주가의 의미는 동사의 본질적인 기업가치가 약 5천억 원이라는 것을 나타낸다. 이 수치는 보수적으로 측정한 Valuation을 통해서 구해진 기업가치에 비해서도 매우 낮기 때문에, 현재의 주가가 저평가 되었음을 의미한다.

● 안정적인 4개월 수익률 13% 가능

4가지 시나리오별 Valuation을 통해 내년 3월의 유상감자 시점까지 얻을 수 있는 수익률을 측정하였다. 가장 실현가능성이 높은 시나리오의 수익률은 4개월 기준으로 약 13%로 예상되며, 주가의 변화에 따른 수익률 스프레드를 제시함으로써 각자 적절한 투자시점을 결정할 수 있도록 하였다.

● 장기적으로 꾸준히 안정적인 수익을 창출하는 영업실적

동사는 국내 물류시장의 최강자로서 안정적인 매출 포트폴리오를 구성하고 있다. 육상운송, 항만하역, 택배업에서 수위를 차지하면서 꾸준한 이익을 창출하고 있다. 장기적으로 항만하역 사업의 수익성 개선과 택배업의 시장구조 개편으로 인한 성장이 기대된다.



I. 저평가된 대한통운 - 유상감자 시나리오

1. 3 조 원 이상의 유상감자 - M&A 의 마무리

동사는 내년 3월경 3 조 원 이상 규모의 유상감자를 앞두고 있다

동사는 그룹사인 금호그룹의 유동성 확보 계획에 따라 내년 3 월경 3 조에서 3.3 조 원에 이르는 대규모 유상감자를 앞두고 있다. 올 초 금호그룹의 동사 인수 과정에서 제 3 자 배정 유상증자로 인해 동사에 유입된 금액은 약 3.6 조 원이며, 구 주 약 1600 만 주를 제외한 신주 2400 만 주를 금호그룹이 사들이는 방식의 M&A 였다. 다가올 유상감자를 통해 금호그룹은 지분율을 그대로 유지하는 동시에 인수 자금 중 약 1.8 ~ 1.98 조 원을 회수할 수 있게 된다.

유상감자 금액은 3조 원 이상, 감자주식 수는 2400만 주로 예상된다

금호그룹이 밝힌 유상감자 계획에 따르면 주주들은 유상감자 해당 주당 12.5 만 원에서 13.75 만 원을 받게 된다. 유상감자 예상 금액은 3 조 에서 3.3 조 원 사이이며 감자될 주식의 수는 신주 2400 만 주가 될 것으로 보인다. 현재 동사의 시가총액이 약 3.5 조 원이므로 현재의 주가가 유상감자 시까지 그대로 유지된다면 유상감자 후 동사의 시가총액은 현금유출액을 3 조로 가정할 때 5 천억 원이 될 것이다.

2. 유상감자 시나리오를 통해 드러나는 대한통운의 저평가 (3 조 원 가정시)

유상감자 후 동사의 주가가 약 4.2만원 이상이라면, 현재 투자수익이 발생하는 시점이다 (3조 원 가정시)

현재 시점에서 동사에 투자한다면 유상감자 시 주식 수의 60%에 대해서는 12.5 만 원을 돌려받게 되며, 나머지 40%의 주식에 대해서는 유상감자 후의 주가에 따라 평가 받게 된다. 현재 동사의 주가가 8.8 만 원 수준이므로 만약 지금 매수하고 유상감자 후의 시점에서 수익을 얻으려면, 매수한 주식 중 감자되지 않은 40%의 주식의 주가가 약 4.2 만 원 이상이 되어야 한다. (배당 소득세 15.4% 차감 포함)

$$(12.5 * 60\%) - (3.7 * 15.4\%) + (4.2 * 40\%) \approx 8.8$$

동사의 기업가치는 현재 시가총액을 크게 상회한다

유상감자 후 주가가 4.2 만 원이라고 가정하면, 남은 주식 수가 1600 만 주이므로 동사의 시가총액은 6,720 억 원 이상이 되어야 투자손실을 입지 않게 된다. 하지만 Valuation 결과 유상감자 후 동사의 적정가치는 최근 인수가 결정된 금호렌터카를 포함하여 1.1 조원을 상회하는 것으로 판단된다.

따라서 유상감자 후 주당 4.2 만 원, 시가총액 6,720 억 원은 우수한 영업실적을 보이고 있는 동사의 기업가치를 고려해 볼 때, 현재의 주가는 매우 저평가되어 있음을 알 수 있다.

Ⅱ. 물류산업 선진화의 수혜주

1. 물류산업의 현황과 TPL의 확대에 의한 변화

전문물류업체 1위로
육상운송, 항만하역,
택배업의 매출 포트폴
리오를 가지고 있다

동사는 명실상부한 전문물류업체 1위의 기업이다. 2위 업체인 한진에 비해 1.6 배에 이르는 매출액을 기록하고 있으며 이러한 추세는 10여 년 동안 유지되고 있다(그림 1). 또한 육상운송 32%, 항만하역 25%, 택배업 22%, 기타 21%라는 매우 안정적이며 다양한 포트폴리오를 구축하고 있다.

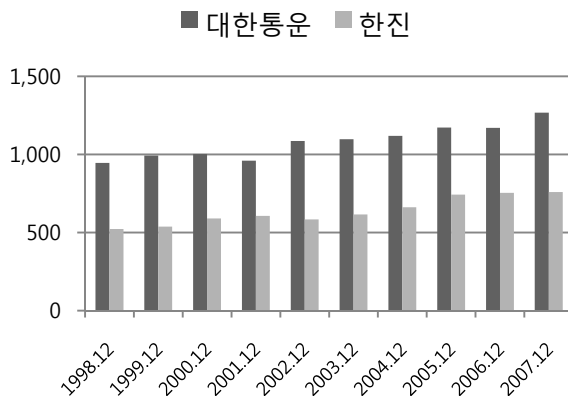
GDP 대비 물류비 비
중이 줄어들고 있는
것은 TPL 때문이다

국내 물류산업은 선진국에 비해 그 효율성이 크게 뒤쳐져 있다(그림 2). 각종 물류 인프라 시설이 부족할 뿐만 아니라 물류산업과 관련된 제도의 정비도 아직 미비하기 때문이다. 물류산업이 조금씩 선진화되면서 GDP 대비 물류비의 비중이 점차 줄어들고 있지만 아직 선진국에 비해서는 많이 높은 편이다. 하지만 이러한 물류비 비중의 감소가 동사에게 있어서 악재로 작용하지 않는다. 그것은 바로 물류비 비중이 줄어드는 이유가 TPL 시장의 성장과 맞물려 있기 때문이다.

최근 물류비 비중 감
소는 동사에게 있어
호재로 작용한다

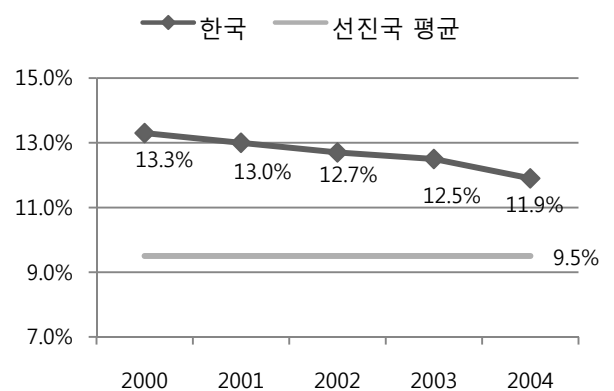
TPL(Third Party Logistics)이란 “3자 물류”를 뜻하는 말로, 화주가 전문물류업체에게 물류 작업을 맡기는 것을 뜻한다. 이에 반해 1자 물류는 화주가 직접 자신의 물류 작업을 행하는 것을 뜻하고, 2자 물류는 화주가 물류 계열사를 활용하는 것을 의미하는데, 이들은 모두 3자 물류에 비해 후진적인 시스템이다. 우리나라의 GDP 대비 물류비 비중의 감소는 물류산업의 TPL화를 통한 효율성의 증대를 의미한다. 따라서 전문물류업체의 대표주자로서 TPL화의 수혜를 받고 있는 동사에게 최근의 물류비 비중 감소가 악재가 아닌 호재임을 알 수 있다.

그림 1. 물류산업 2대 기업 매출액 추이



자료 : 각 사 공시자료

그림 2. GDP 대비 물류비 비중



자료 : 한국교통연구원



Ⅲ. 육상운송 사업

1. 육상운송 사업의 시장 범위

전문 물류 업체들
간의 경쟁 시장이
형성되어있다

육상운송 사업은 화물운송업을 주요사업으로 육상작업과 창고 및 보관 사업을 포함한다. 그리고 육상운송 사업은 화주와 물류업체의 관계에 따라 그 범주를 구분할 수 있는데, 동사는 TPL 시장에서 주로 영업하는 전문물류업체이므로 앞으로의 논의는 이러한 전문물류업체 간의 경쟁 시장으로 국한한다. 이에 따라 육상운송 시장의 선도 업체로 대한통운, 한진, 세방, 동방의 4개 업체로 선별하고 이들 기업이 점유하고 있는 시장을 전체 시장의 범위로 한정하였다.

2. 육상운송 사업의 성장 : 육상운송의 1등 선도 업체 대한통운

육상운송 시장의
향후 전망은 밝다

전문물류업체의 육상운송 사업은 최근 몇 년 동안 꾸준한 매출액 성장을 이어왔다. 육상운송 사업은 2008년 반기 매출액을 고려, 올해 13.5%의 성장이 예측된다(그림 3). 또한 정부가 물류 경쟁력을 확보하기 위해 2006년 이후 물류관련 법안을 전면 개편하고 '전문물류업체'에 대한 육성 정책을 시행함으로써 육상운송 사업에서의 TPL 시장은 성장 가능성이 농후하다.

치열한 경쟁 속에서
동사는 육상운송 사업
의 선도 업체로 자리
매김하고 있다

2003년 이후 동사의 시장 점유율은 감소 추세에 있으나 여전히 4천억 이상의 매출을 올리면서 50%에 가까운 압도적인 시장 점유를 보이고 있다(그림 4). 그러나 2006년 이후, 동종 산업체인 세방이 중량물 운송과 물류 IT 경쟁력을 기반으로 시장 점유율을 20% 가까이 확보하면서 경쟁자로 부상하였다. 또한 육상 운송업에서 큰 비중을 차지하는 2차 물류업체들이 법안 개편에 의해 TPL로의 전환 가능성을 보이면서 앞으로의 치열한 경쟁 상황이 예상된다.

그림 3. 육운 사업 매출증가 추이

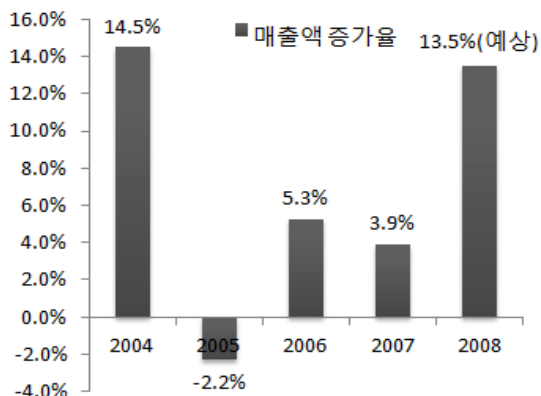
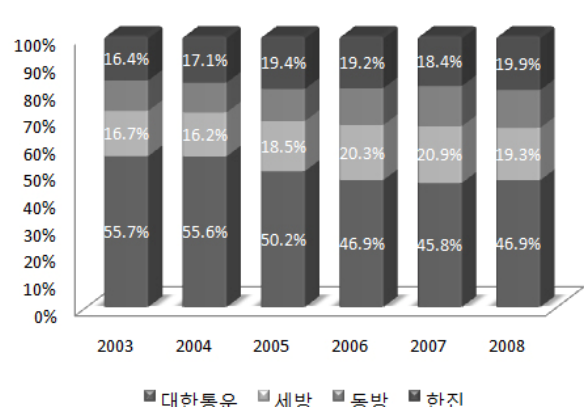


그림 4. 육운사업 시장점유율



자료 : Research 5팀

자료 : 각 사 공시자료



육운사업은 다단계, 지입제의 전근대적 사업구조를 가지고 있다

3. 육상 운송업계 Business Model : 전근대적인 산업 구조 개선의 여지

육상운송 업계의 사업 구조는 다단계, 지입제와 같은 요인들로 인하여 비효율적으로 운영되고 있다. 동사와 같은 운수사업체의 영업은 화주로부터 물량을 얻어낸 뒤, 알선업체를 통하여 이를 차주에게 할당하는 방식이다. 지입제는 차주가 알선업체의 소개로 운수사업체에 일정 비용을 지불하고 차량을 등록시키면 운수사업체에서 물량을 할당하고 보수를 지급하는 제도이다. 다단계는 알선업체가 차주를 확보하지 못할 경우, 소정의 수수료를 제하고 이를 다른 알선 업체에 넘기는 이중계약과 같은 행태를 의미한다. 이러한 계약 과정 때문에 실제로 운수업체가 차주를 고용하는 것에 비하여 비효율적인 사업구조를 가지게 된 것이다(그림 5).

4. 육상운송 사업에서 향후 대한통운의 입지

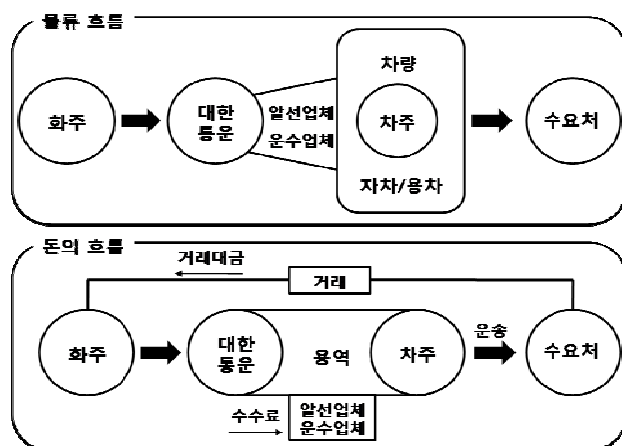
육운사업의 핵심역량
영업력, 가격 경쟁력,
화주와의 신뢰성이다

육상 운송 사업의 매출을 좌우 하는 것은 영업력, 가격 경쟁우위, 화주와의 신뢰도에 있다. 화주로부터 물량을 얻어내는 영업능력과 계약관계를 지속적으로 가져갈 수 있도록 화주에게 신뢰할 수 있는 운송 서비스를 제공하는 것은 육상 운송 사업의 핵심역량이라고 할 수 있다. 이 과정에서 원가 절감을 통해 화주에게 낮은 가격을 제시할 수 있을 경우 물량 획득에 대한 경쟁 우위를 갖출 수 있다.

원가절감은 육상운송
사업의 경쟁력이다

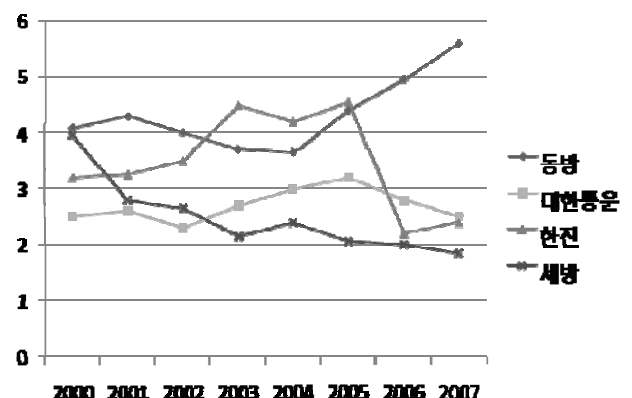
동사는 육상운송 시장에서 확고한 1위를 차지하고 있는 만큼 영업력과 화주 신뢰도에 있어서는 문제가 없을 것으로 판단된다. 가격 경쟁에서도 타업체 대비 낮은 매출원가율을 기록하고 있으며, 원가 중 가장 큰 비중을 차지하는 유류비의 비중 또한 낮은 편이기 때문에 원가경쟁 능력이 우수하다(그림 6). 2000년대 들어 시장 점유율이 낮아진 것은 신규 업체의 시장확대로 인한 것이었으며, 동기간 동사의 매출액이 꾸준히 늘었음을 고려할 때, 앞으로도 최소한 현상 유지 이상의 실적을 보여줄 수 있을 것이다.

그림 5. 육운 사업 구조 변화



자료: Research 5팀

그림 6. 육운 업체의 매출액 대비 유류비 비중 추이



자료: 각 공시 자료

IV. 항만하역 사업

1. Business Model

하역업체는 항만공사와 계약하여 부두 운영권을 얻는다

항만하역 사업이란 동사와 같은 하역업체가 각 항구의 항만에 들어오는 선박에 물류를 싣거나 내려주는 사업이다. 국내에는 총 29 개의 무역항구가 있으며 각 항구의 항만에는 여러 개의 부두가 소속되어 있다. 항구의 항만공사들은 하역업체에게 부두 사용권을 주거나 운영권을 주어서 부두의 관리를 맡긴다. 하역업체는 부두 임대료를 항만공사에게 지불하며 2~10 년까지 장기계약이 이루어진다(그림 7).

하역요금은 기본요금과 협정요금으로 구성된다

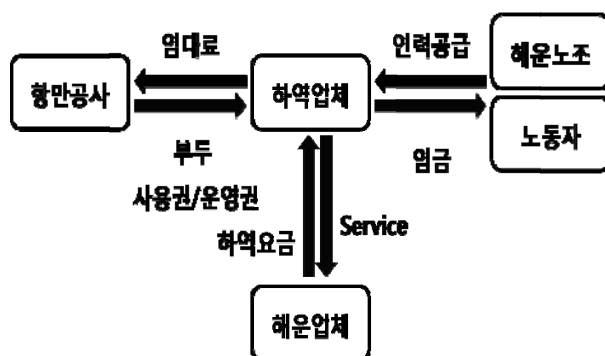
선박을 이용하여 물류를 운반하는 해운업체는 하역업체에 하역요금을 지불하고 부두에서 물류를 싣거나 부두에 물류를 하역 및 보관한다. 하역업체에 지불하는 하역요금에는 기본요금과 협정요금이 있다. 기본요금은 물류의 종류별 톤당 비용과 특수한 경우의 할증 비율을 국토해양부에서 매년 지정해준다. 협정요금은 부두 청소료, 설비사용료, 대행수수료 등이 포함되며 이는 하역업체와 협상을 통해 정해지게 된다. 하역업체는 하역요금을 받고 하역, 저장을 비롯한 각종 서비스를 해운업체에게 제공한다.

2. 항만하역 시장 현황 분석

항만하역시장은 200여 업체가 난립하고 있으나 4개 업체가 주도하고 있다

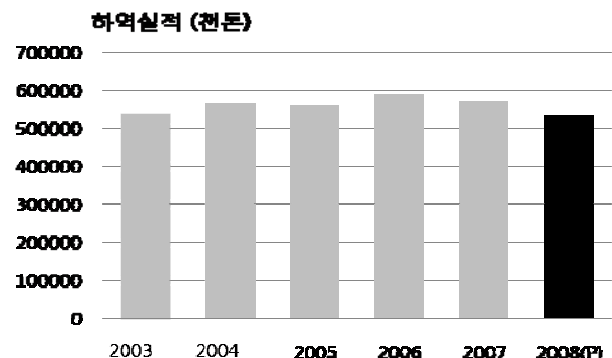
항만하역 업체는 2007 년 기준으로 전국 29 개 항만에 220 개 업체가 등록되어 있으나 약 50%가 자본금 10 억 원 미만의 영세업체들이다. 2008 년 상반기에는 상위 4 개 업체의 하역물량 기준 시장점유율이 33%로 나타났다. 상위 4 개 업체의 톤당 하역 단가는 지속적으로 상승하는 추세로 2007 년에는 전년대비 3%, 2008 년에는 전년대비 18%의 단가상승률을 보이고 있다.

그림 7. 항만하역업 BM



자료: Research 5 Team

그림 8. 항만하역 시장추이



자료: 한국항만물류협회

TOC 계약을 통한 부 두 운영권 선점이 중 요하다

화물운송 선박의 첨단화가 진행됨에 따라 자동하역설비 및 대규모 보관소, 내륙 수송망 등 부두개발이 지속적으로 이루어질 필요가 있었고, 항만공사는 이를 효율적으로 해결하기 위해 부두 운영권을 민간 하역업체에게 판매하기 시작했다. 이것이 TOC(부두운영회사: Terminal Operation Company)이며, 이것으로 각 부두의 대규모 설비투자에 민간자본을 효율적으로 유치하면서 부두의 효율성 또한 증대되었다. 항만공사와 하역업체 간의 부두 운영권 계약은 일반적으로 5년 정도의 장기 계약이고 한 부두 운영권을 한 업체와 계약할 수도 있고 다수의 업체와 계약하는 경우도 있다. 이 같은 계약의 특성상 하역시장은 부두를 선점한 하역업체는 압도적으로 유리한 시장이라고 볼 수 있다.

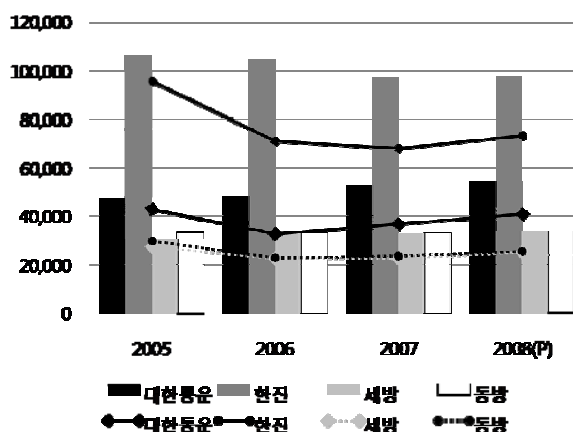
인력 상용화 추세에 따른 비용 절감 예상 된다

하역업체들은 그 동안 각 항운노조로부터 인력을 상황에 따라 공급받아왔다. 하지만 2007년 1월 부산항을 시작으로 인력상용화제도가 도입됨으로써 하역업체들이 자율적으로 인력을 고용할 수 있게 되었다. 이에 따라 항운노조의 권한이 대폭 축소되었고, 하역업체들은 설비자동화에 따른 인력절감과 효율성증대를 실현할 수 있게 되었다. 현재 인력상용화제도가 시행되고 있는 항만은 부산, 인천, 평택 세 군데이고 다른 항만에서도 도입을 협상 중이다. 인력상용화제도를 도입한 외국의 사례를 참고하면, 상용화에 성공한 국가들의 항만 근로자 수는 상용화 이전에 비해 평균 50% 감소하였고, 선박 체류시간은 14% 가량 단축되는 효과가 있다고 한다. 상용화를 시행하고 있는 부산항, 인천항의 경우 30%의 인력감소, 14%의 체류시간 단축 효과만으로도 연간 600억 원이 넘는 비용이 절감된다.

과도한 부두개발로 출 혈경쟁 중이다

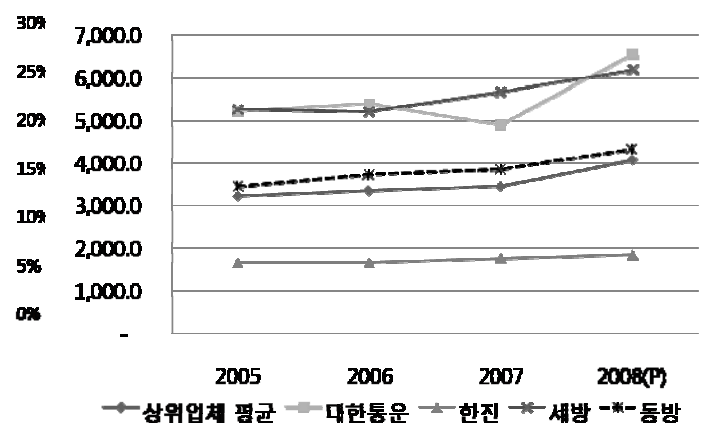
항만하역 시장은 전통적으로 수익성이 높지 않은 시장이다. 평균적인 매출액 대비 원가 비율도 90% 이상으로 영업이익률을 10% 이상 기대하기 어렵다. 게다가 최

그림 9. 주요 업체의 하역매출 및 점유율 추이



자료: Research 5 Team, 한국항만물류협회

그림 10. 주요 업체의 하역 단가(W/ton) 추이



자료: Research 5 Team, 한국항만물류협회

시장점유율 증가, 하역 단가의 상승으로 꾸준한 성장이 예상된다

근 계속되는 부두 개발로 서비스 공급이 증가함에 따라 각 업체들은 협정요금을 절감하는 출혈경쟁을 하고 있다. 이러한 요소는 인력상용화에 따른 수익성 개선을 상쇄시킬 것으로 예상된다.

3. 대한통운, 항만하역시장에서 꾸준히 성장

2008 년 반기실적을 기준으로 동사는 약 2700 만 톤 규모의 하역작업량을 달성하면서 시장점유율 10.2%, 시장 2 위 자리를 유지했다. 한진은 약 5000 만 톤 규모의 하역작업을 하면서 물량 기준 시장점유율 18.3%로 압도적인 시장 1 위 자리를 지키고 있다. 이 외에 동방, 세방이 각각 시장점유율 6.3%, 6.2%를 차지했다(그림 9). 항만하역 시장규모의 하락세에도 불구하고 동사의 항만하역 물량은 매년 증가하고 있으며, 반면 한진의 하역규모는 하락하고 있다. 이에 따라 동사의 시장점유율도 지난 3 년간 연평균 약 1%씩 늘어나고 있다. 주요 업체들의 하역 단가를 보면 동사에게 더욱 고무적이다. 상위 업체들의 평균 하역단가는 지난 3 년 동안 연평균 6% 비율로 증가하여 2008 년에는 톤당 4059 원에 이르렀다. 동사의 하역단가도 꾸준히 증가하여 업계 평균보다 2500 원 높은 6562 원에 이르렀다(그림 10).

부두 선점과 설비투자로 생산성 향상 이룩하고 있다

이 같은 동사의 성장은 앞선 부두 운영권의 선점과 설비투자에 기반을 두었다. <'07 항만하역요람>에 따르면 총 9 개 무역항의 52 개 부두 중 동사가 TOC 로써 사용하고 있는 부두가 13 곳으로 경쟁사인 한진(6 곳), 세방(9 곳), 동방(5 곳)에 비해 월등히 많다. 특히 하역물량이 가장 많은 인천항의 9 개 부두 중 3 개 부두를 선점하여 사용하고 있어 인력상용화에 따른 수혜를 크게 받을 것으로 예상된다. TOC 제도를 통한 부두 운영권 외에도 동사는 전국 9 개 항구의 26 개 부두에서 부두사용권을 받아 하역사업을 벌이고 있다. 또한 지속적으로 부두의 설비투자를 한 결과 생산성이 향상되었고 올해 상반기 최우수 터미널에 선정되는 등 그 능력을 인정받아왔다.

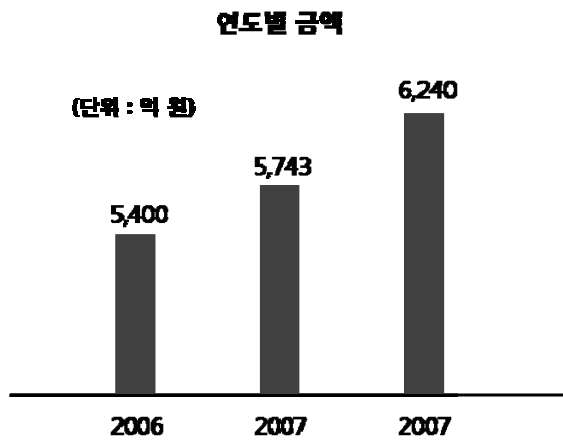
V. 택배 사업

1. Business Model

택배사업이란 우편물, 짐, 상품 등을 가정에 배달하는 사업이다. 고객이 물건을 주문하면 전자상거래 업체는 그 주문을 받아 상품을 택배기업에게 전달한다. 상품을 받은 택배기업은 상품을 소비자에게 전달해주고 그 이후에 택배기업은 전자상거래 업체로부터 택배비를 받는 형태를 가진다(그림 12).

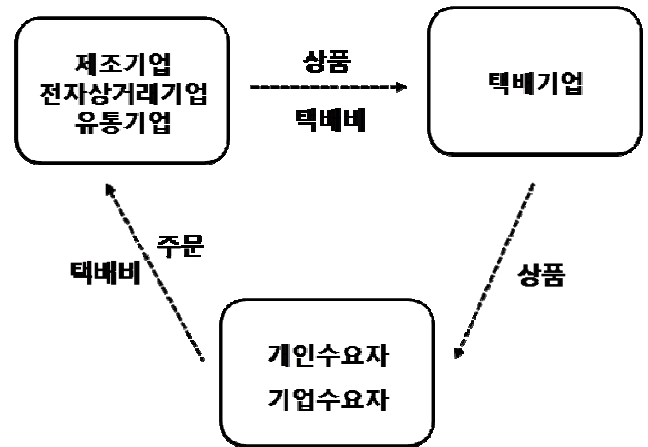


그림 11. 택배 시장규모 변화 추이



자료: 세계일보

그림 12. 택배사업 BM



자료: Rearch 5 Team

2. 성장하는 택배 시장의 규모

전자상거래의 활성화로 시장규모가 커지고 경쟁이 심화되고 있다

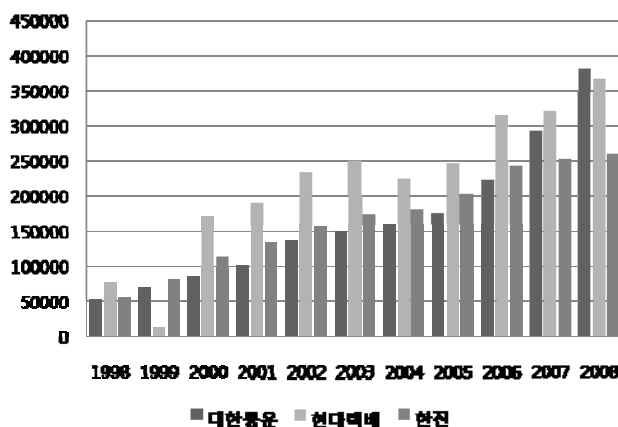
택배업은 2006년부터 약 20%이상의 시장 성장률을 보이고 있다. 인터넷 쇼핑과 같은 전자상거래의 활성화로 택배서비스에 대한 운송물량이 증가하고 있고, 이과 더불어 취급물품의 확대에 따른 편리성, 그리고 배달권역의 전국화에 의한 접근성이 향상되고 있기 때문이다. 그러나 최근 들어 내수경기 부진에 따른 소비둔화로 인해 배달할 상품이 줄어들어 택배업이 난황을 겪고 있다.

3. 택배업의 특징 - 규모의 경제

택배업은 규모의 경제가 필요한 시장이다

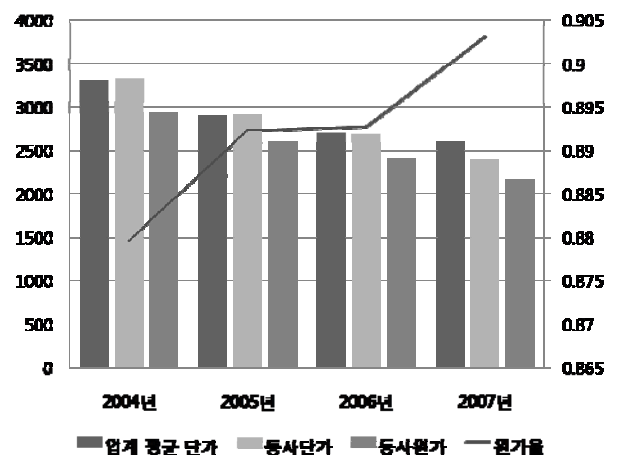
택배업은 박리다매 방식의 경쟁이 이루어 지고 있으므로 물량이 많이 확보될 수록 이익이 커지는 수익구조를 가지고 있다. 이로 인하여 물량을 확보에 어려움을 겪는 영세업체들은 낮은 수익율로 인해 도산 위기에 처해 있고, 상대적으로 물량 확보가 용이한 Big4(동사, 현대택배, CJ GLS, 한진)업체는 낮은 단가에도 규모의 경제를 이용해 수익률을 개선하고 있는 상황이다. 영세업체가 난무하고 경쟁이 심한 택배업에서 이러한 현상은 지속될 것이라 예상되고, 이후 더 이상 수익률이 개선

그림 13. 택배업 Big 3의 매출액 추이



자료: 각 사 공시자료

그림 14. 택배업 판매단가 및 동사의 수익성



자료: Rearch 5 Team

되지 않는 영세업체들이 업계에서 서서히 빠져나갈 가능성이 농후하다.

4. 택배업 시장이 재편과 대한통운의 성장

2008년 대한 통운은
현대택배를 제치고 업
계 1위로 올라섰다

동사는 작년 현대택배에 이어 시장 점유율 2 위를 기록했지만, 올해 상반기 1 억 상자를 넘으면서 시장점유율 1 위로 올라섰다. 동사는 택배집배센터 2000 개, 차량 2000 대, 택배취급점 3000 개 등 충분한 인프라와 물류 네트워크를 가지고 있다. 이를 통해 성공적인 원가절감을 이룰 수 있어 동사는 타사에 비해 가격경쟁에서 우위를 점하고 있다.

가격 경쟁의 결과 매
출액 성장과 수익성
개선이 기대된다

동사의 판매단가는 업체 평균단가보다 낮은 수준이다. 이것은 영업력이 약하기 때문이 아니라 영세업체들에 대한 공세적 전략으로 해석할 수 있다. 박리다매가 특성인 택배업에서 단가를 낮추어 다수의 고객을 확보하면, 결국 가격경쟁에서 뒤쳐지는 택배사가 수익성 악화로 사업을 포기하게 된다. 따라서 단가하락으로 인해 현재 동사의 영업이익률이 낮다고 해도 추후 시장이 재편될 경우, 매출액 성장과 더불어 수익성 개선이 기대된다.

VI. 금호와의 시너지

1. 금호 내 계열사 조정을 통해 복합 물류회사로 발돋움

계열사 조정을 통해
육운-해운-항공 역량모
두 갖춘 복합물류회사
로 탈바꿈했다

동사는 2008년 3월 금호아시아나와 인수합병에 대한 본 계약을 체결함으로써 공식적으로 금호아시아나 그룹에 편입되었다. 금호 내 계열사 간의 통합조정을 거쳐 5월 1일부터는 한국복합물류, 대한통운국제물류, 아시아나공항개발의 통합운영이 시작되었다. 복합화물터미널을 운영하는 한국복합물류, 항공수출입 · 통관 · 보관 사업을 담당하는 대한통운국제물류, 인천공항 내 화물터미널을 운영하는 아시아나공항개발이 동사에 편입되면서 동사는 육운-해운-항공을 통합한 복합 물류회사로 발돋움했다. 금호아시아나와의 합병은 동사로 하여금 TPL화 추세 속에 물류 강자로 자리매김할 수 있는 토대를 마련해 주었다.

2. 기존사업영역의 확장: 그룹 내 인소싱을 통한 win-win

금호 계열사 물량 수
요를 전담, 안정적 수
익원을 확보했다

동사에게 금호아시아나 그룹으로의 편입은 그룹 계열사 내의 인소싱 물량을 확보하는 계기를 만들어주었다. 동사는 아시아나 항공의 항공화물 업무를 대행하고 금호석유화학과 금호타이어의 국내외 물류를 전담하는 역할을 맡았다. 대우건설과는 동사의 2007년 취급 물량의 두 배 가량을 수용할 수 있는 대전 메가 허브 터미널 건설을 추진 중에 있으며 국내외 항만 및 터미널을 공동으로 개발하게 된다. 금호건설과 대우건설의 국내외 건설현장 및 발전소 기자재 운송, 건설폐기물 처리업무



또한 동사가 담당할 수 있다. 현재 대우건설은 동사와 함께 리비아 대수로, 농수로 공사를 턴키 방식으로 진행 중에 있으며 앞으로 200억 달러에 달하는 리비아 지선 공사 또한 공동으로 운영할 예정이다.

이는 그룹 내에서 발생하는 물류 수요를 동사가 전담함에 따라 금호아시아나 계열사 내의 물류비 감소에 기여하는 한편 일정한 수준의 수요가 유지된다는 측면에서 동사의 매출에도 시너지가 발생할 것으로 기대된다.

3. 신규사업 개발

금호의 역량을 바탕으로 신규사업 개발을 추진중에 있다

- 항공택배
- 국제택배

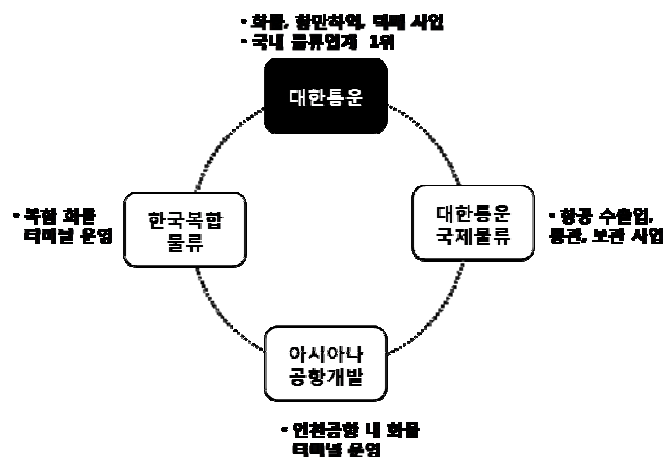
동사는 금호아시아나 그룹에 속한 계열사들과의 협업을 통해 기존에는 없었던 새로운 서비스 제공이 가능해졌다. 인수 합병이 9월을 기점으로 완료된 만큼 아직까지 구체적인 협업 계획 및 결과가 공시되지는 않았으며 현재까지는 같은 물류업계에 종사하는 아시아나항공과의 연계가 가장 적극적으로 이루어지고 있다.

본사는 최근 아시아나항공과 함께 항공기를 이용한 택배서비스를 선보였다. 오토바이와 항공기를 통해 전국 주요 도시에 5시간 내 택배 물건을 배송하는 '항공택배 5' 서비스는 택배 서비스의 속도를 단축, 서비스의 질을 한 단계 높이는 데 기여했다. 올 6월에는 글로벌 특송사인 UPS와의 합작법인 UPS-대한통운의 지분 40%를 UPS에 양도, UPS와 결별하면서 동사가 독자적으로 글로벌 택배 사업에 진출할 수 있는 계기를 다졌다. 여기에는 금호아시아나 그룹의 글로벌 네트워크와 영업망을 활용하고 아시아나 항공과의 연계를 통해 해외 택배 사업을 진행 하겠다는 계획이 포함되어 있어 동사의 신규 사업 개발에 금호와의 시너지가 실현되고 있음을 알 수 있다.

동사의 영업실적은 안정적으로 성장할 것이다

지금까지 살펴본 동사의 물류산업에 대한 종합적인 전망은 긍정적이다. 육운사업에서는 확고한 1 위 자리의 유지가 가능한 것으로 판단되며, 항만하역 시장에서의

그림 15. 동사의 복합물류 구조도



자료: SMIC Research 5 Team



경쟁력 또한 충분하여 지속적인 점유율 증가가 기대된다. 택배산업에서는 단기적으로 출혈경쟁으로 인한 수익성 악화가 예상되지만 장기적으로는 매출액 증가와 수익성 개선이 이루어질 것이다. 따라서 동사의 영업실적은 어닝 서프라이즈를 보여주기 어렵더라도 꾸준하며 안정적인 이익 창출을 나타낼 수 있을 것이다.

VI. 리스크 분석

1. 금호그룹의 유동성 위기

동사의 최대주주, 금호그룹은 과도한 M&A로 유동성 위기에 처할 수 있다

동사의 최대주주인 금호그룹의 유동성 위기설은 대우건설을 인수하면서부터 나타났다. 2006 년 대우건설을 인수하면서 금호아시아나 컨소시엄은 총 6.4 조 원을 투입하였고 이 중 3.5 조 원은 외부투자자들로부터 조달했다. 이로 인해 금호 계열사들의 순 차입금은 6.5 조 원까지 올랐다. 또 금호그룹은 인수과정에서 투자자들에게 연평균 9%의 수익률을 보장해주면서 3 년 내에 수익률을 달성하지 못하면 주식을 되팔 수 있는 풋백옵션을 제공했다. 이러한 차입금과 풋백옵션 부담에도 불구하고 금호그룹은 동사를 인수하기 위해 2008 년 초에 4.1 조 원을 투입했다. 이로 인해 금호 계열사들의 순 차입금은 8.7 조 원에 달했고 이자비용은 상반기에만 2470 억 원에 이르렀다. 또한 풋백옵션에 대한 최대 부담액은 4.1 조 원에 달하고 있다.

이러한 상황에서는 동사의 모기업인 금호그룹이 유동성 위기에 처할 가능성과 유동성 위기에 빠졌을 경우 동사에 미칠 영향에 주목해야 할 것이다. 우선 금호그룹이 유동성 위기에 처할 가능성이 적으며 그 유동성 해결과정에서 동사에 큰 영향을 주지 못할 것으로 판단된다.

금호그룹은 유동성 공급 방안을 통해 유동성 위기를 회피할 수 있다

금호그룹은 지난 7 월말 유동성 확보방안을 발표했다. 2009 년 동사의 유상감자를 통해 약 2 조 원을 마련하고 대우건설의 자산 매각, 금호생명 지분 매각 등으로 자금을 추가 마련하여 총 4 조 원 규모의 자금을 마련할 계획이다. 이로써 금호그룹은 기존에 보유하고 있던 4 조 원 규모의 유동성에서 추가로 4 조 원의 공급이 가능해졌다. 또한 풋백 옵션을 보유한 투자자 중 1/3 은 옵션 만기를 1 년 연장해 줄 의사를 밝혔다. 이것은 옵션 만기가 2009 년 말과 2010 년 말로 분산될 수 있음을 의미하며, 금호그룹의 입장에서는 유동성 위기에 대한 부담이 줄어들고 자금 부담 문제가 해결될 수 있는 가능성이 있음을 시사한다.

금호그룹의 유동성 위기가 동사 기업가치에 영향을 미칠 가능성은 낮다

이 과정에서 동사는 예정되었던 유상 감자를 통해 유동성 공급에 기여할 뿐, 자산 매각과 같이 기업가치에 영향을 주는 계획은 없다. 또 금호그룹이 유동성 위기에 처할 경우에 지분 매각 대상으로 동사가 아닌 금호생명 등의 기업을 고려하고 있기 때문에 동사가 매각되거나 다른 영향을 받을 확률은 낮은 것으로 판단된다.

2. 경기변동이 동사의 매출액에 미치는 영향

경기둔화가 매출액의 극심한 하락을 일으킬 가능성은 낮다

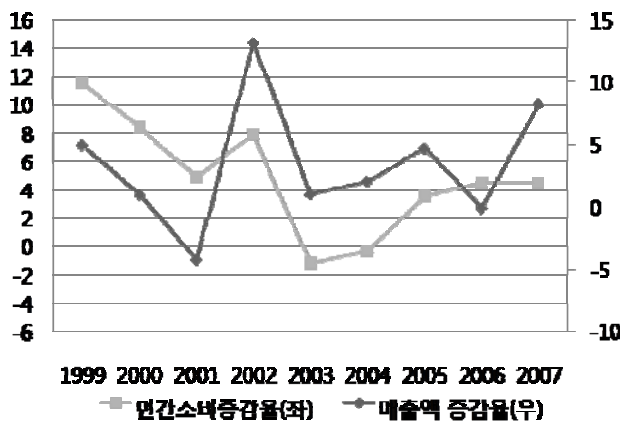
서브프라임 사태로 인한 금융시장의 위기가 실물경제의 위축으로 이어지면서, 세계적인 경기둔화가 물류산업의 침체로 이어질 것인지에 대한 염려가 있다. 이러한 경제 위축은 동사의 매출에 영향을 미칠 것이라 예상되고, 그 정도가 어느 정도인지 가늠하기 위해 민감도 분석을 진행하였다. 그 결과 동사의 매출액은 경기변동에 따라 영향은 받으나 그 정도가 미미한 정도로 판단되었다(그림 16). 다시 말해 현재와 같이 경기 둔화로 소비가 위축되어도 동사의 매출액에는 큰 변화가 없을 것으로 예상할 수 있다.

3. 유가 변동에 따른 영업이익률 변화 분석

유류비 1% 상승 시 영업이익률 0.03%p 하락, 유가 폭등에 따른 영업이익 타격이 우려된다

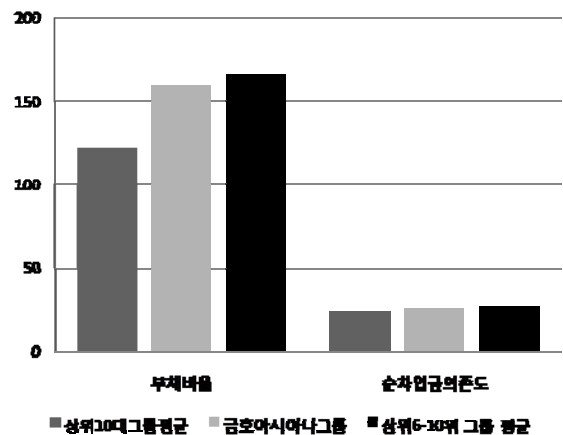
물류산업은 직접적으로 유가의 영향을 받으며 이는 곧 생산비용 중 유류비가 증가함을 의미한다. 따라서 최근과 같이 유가 폭등이 지속된다면 동사 영업이익률에도 심각한 영향을 미칠 수 있다. 최근 3년 간 동사의 유류비 민감도를 측정한 결과 유류비 1% 상승에 따라 영업이익률이 0.03%p 감소한다는 수치를 도출했다. 이는 유류비가 50% 상승하면 영업이익률은 같은 기간 1.5%p 하락할 수 있다는 말로 치솟는 유가가 동사 매출액에 매우 밀접히 연관되어 있음을 시사한다. 유가 폭등으로 인한 타격이 그대로 영업이익률에 드러나는 구조는 그것 자체로도 위기 요인이 될 수 있는 것이다.

그림 16. 민간소비증감율과 매출액증감율의 상관관계



자료: Research 5 Team

그림 17. 10대 그룹대비 순차입금 의존도 및 부채비율



자료: 한신평정보 Research 5 Team



4. 화물연대 총파업: 내년부터 시행되는 화물운송표준운임제가 변수

화물연대와의 관계는 물류사업을 영위하고 있는 동사에게 화물연대는 큰 위험변수다. 육상운송과 택배
동사 매출에 직접적으 업이 차지하는 매출이 각각 32%, 22%이므로 동사 매출의 절반이 넘는 수치는 화
로 연관된다 물연대와 직접적으로 관련을 맺고 있다고 할 수 있다. 하지만 세계적인 경기 침체
 와 내수시장 악화로 말미암은 물류 시장 축소에 대한 우려가 물류 단가의 인하로
 이어지면서 2008년 들어 잇달아 화물노조의 파업이 계속되고 있다.

표준운임제로 인해 매 문제는 화물연대 파업 중에 생긴 손실 그 자체가 아니다. 정부가 화물연대 측으로
출원가 상승이 예상된 부터 받아들인 표준운임제가 장기적으로 볼 때 동사의 영업이익률에 영향을 미칠
다 수 있기 때문이다. 표준운임제는 정부에 의해 정해진 최저운임을 기준으로 최저운
 임을 지키지 않은 화주의 처벌을 골자로 하는 제도다. 따라서 동사의 매출원가가
 추후 상승할 것으로 예상된다.

적정수준의 최저운임 하지만 일각에서는 이번 변화를 토대로 판매단가의 현실화가 이루어질 수도 있다
은 영업이익의 긍정적 는 전망도 있다. 현재 화주가 물류업체에 지불하는 단가가 낮아서, 원가 상승분을
변화를 이끌 수도 있 화주에게 전가시킬 수 있기 때문이다. 이에 따라 영업이익 증가를 기대할 수 있다
다 고 판단된다. 물류업계는 지금 출혈 경쟁 중이고 업계 1위인 동사의 영업이익은 5%
 대에서, 나머지 기업들은 2%대에서 유지되고 있다. 생산비용 인상 폭 변동에 따라
 모든 물류업체의 매출단가 상승이 이어지는 분위기가 만들어 지면 물류업계의 영
 업이익 구조도 변화 또한 기대해볼 만 하다.

VII. Valuation

1. DCF

매출총이익률	2008.9	2009.9	2010.9	2011.9	2012.9	2013.9	2014.9
육운	10.8%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
하역	9%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
택배	8.28%	7.80%	7.30%	7.80%	8.30%	8.80%	8.80%
기타	13%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
판매관리비	5.91%						
유, 무형자산 상각비	4.96%						
기타영업용순자산	5.48%						
영업이익률	4.45%	4.25%	3.97%	4.05%	4.16%	4.27%	4.25%
순유형고정자산	51.37%	51.00%	50.00%	49.00%	48.00%	47.00%	47.00%
영업용운전자본	16.9%	13.5%	12.2%	11.0%	9.9%	9.9%	9.9%

대한통운의 기업가치는 DCF 모델을 통해 구하였다. 우선 영업이익률을 측정하기 위해 사업부문별 매출총이익률을 추정하였다. 그 다음 판매관리비율을 삭감하여 대한통운의 영업이익률을 추정하였다. 또한 대한통운이 속한 물류산업은 사업을 시작하면서 설비 등 유형자산에 막대한 투자가 필요하다. 이에 따라 매출액 대비 순유형고정자산 비율은 지난 5년 평균 64%로 매우 높은 수준이나 그 비율이 지속적으로 하락하는 추세이다. 이를 봤을 때 순유형고정자산 비율을 현재 값인 51.37%로 대입하는 것 보다는 지속적으로 소폭 감소한다는 가정을 수립하는 것이 합리적이라고 판단된다. 그리고 영업용운전자본의 경우에는, 2008년에 급격히 들었기에 5년 후에는 가중평균으로 회귀하리라 예상하고 점점 수치를 줄였다.

기타영업용순자산 비율 또한 지난 2006년 동아건설 파산으로 인한 정리채무로 지난 5년 평균 -20%의 수치가 도출되었으나 올해 상반기에 동사가 금호그룹에 합병되면서 정리채무를 전액 상환하였다. 따라서 기타영업용순자산 비율은 올해 수치인 5.44%를 대입하는 것이 합리적이라고 판단된다.

매출액 성장률은 사업부문을 육운, 하역, 택배 및 기타 사업으로 나누어 각각 추정하였다. 육운 시장은 더 이상 성장을 기대하기 힘들고 동사의 지위도 확고하기 때문에 안정적인 성장률을 가정하였다. 다만 경기변동에 민감한 시장이므로 단기적인 보수적인 성장률을 대입하였다. 하역 시장 또한 최근 경기변동을 반영하여 보수적인 성장률을 가정하였으나 시장 내에서 동사가 지속적인 성장을 보여주고 있으므로 점진적인 성장률 개선을 가정하였다. 택배 사업은 올해 8월 롯데홈쇼핑과의 계약 및 대전 메가 허브 터미널 완공으로 생산성 향상 효과 등을 고려했을 때 단기적으로 큰 성장성을 보일 것으로 판단된다.

	2008.9	2009.9	2010.9	2011.9	2012.9	2013.9	2014.9
예상매출액	1,621,749,836	1,798,715,178	1,947,573,649	2,073,031,205	2,204,104,936	2,330,754,056	2,422,611,523
매출액성장률(육운사업)		2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	5.0%	4.0%
매출액(육운사업)	512,472,948	522,722,407	538,404,079	559,940,243	587,937,255	617,334,117	642,027,482
매출액성장률(하역사업)		4.0%	6.0%	8.0%	10.0%	10.0%	5.0%
매출액(하역사업)	416,789,708	433,461,296	459,468,974	496,226,492	545,849,141	600,434,055	630,455,758
매출액성장률(택배사업)		40.0%	20.0%	10.0%	7.0%	5.0%	4.0%
매출액(택배사업)	358,406,714	501,769,399	602,123,279	662,335,607	708,699,100	744,134,054	773,895,417
매출액성장률(기타)		2%	2%	2%	2%	2%	2%
매출액(기타)	334,080,466	340,762,076	347,577,317	354,528,863	361,619,441	368,851,829	376,226,866
가중평균성장률		13.1%	8.8%	6.5%	6.4%	5.8%	3.9%
예상EBIT	72,117,806	76,472,329	77,361,038	84,043,927	91,609,437	99,522,831	102,914,914
NOPLAT	52,285,409	55,442,439	57,788,695	65,554,263	71,455,360	77,627,808	80,275,633
(+)유,무형자산 상각비	76,290,055	89,143,533	96,520,893	102,738,514	109,234,470	115,511,145	120,065,561
총현금유입	128,575,464	144,585,971	154,309,588	168,292,777	180,689,831	193,138,953	200,337,194
영업용 운전자본	274,402,733	243,476,447	237,263,513	227,292,662	217,497,542	229,995,074	239,055,421
순유형 고정자산	833,106,300	917,344,741	973,786,825	1,015,785,290	1,057,970,369	1,095,454,407	1,138,627,416
기타 영업용 순자산	88,793,686	98,569,592	106,727,036	113,602,110	120,784,950	127,725,322	132,755,111
IC	1,196,302,719	1,259,390,780	1,317,777,374	1,356,680,062	1,396,252,861	1,453,174,803	1,510,445,948
예상ROIC(평균)	6.2%	4.5%	4.5%	4.9%	5.2%	5.4%	5.4%
예상ROIC(기초)	10.7%	4.6%	4.6%	5.0%	5.3%	5.6%	5.5%
IC증가액		63,088,061	58,386,594	38,902,689	39,572,799	56,921,941	57,271,146
(+)유,무형자산 상각비		89,143,533	96,520,893	102,738,514	109,234,470	115,511,145	120,065,561
총투자액		152,231,593	154,907,486	141,641,203	148,807,269	172,433,086	177,334,707
예상 FCFF		(7,645,622)	(597,898)	26,651,574	31,882,562	20,705,867	23,002,487
할인기간		1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00
현재가치		(6,323,721)	(490,321)	19,792,608	21,441,742	12,610,346	12,686,303

자기자본비용	10.44%
1년치일별베타	0.7122
한국시장프리미엄	7.31%
3년만기국채수익률(연평균)	5.23%
WACC	10.43%
차입금가치(이자발생부채)	10,662,208
주주지분가치(시가총액)	3,519,505,200
한계조달금리	8.36%

WACC	10.43%
영구성장률	0.00%
예상 ROIC(2단계)	5.45%
FCFF추정(2단계)	80,273,633
Terminal Value	769,300,534

현재가치의 합	59,116,957
PV of TV	424,614,596
현금 + 시장성유가증권	3,336,599,549
비영업용자산	356,596,232
Value of the Firm	4,176,927,335
(-)Value of the Debt	10,662,208
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	4,166,265,127

이러한 과정을 통해 얻은 동사의 적정 시가총액은 4조 1662억원이다.

*** 최근 동사는 3079억 원을 들여 금호렌터카를 인수하기로 하였는데, 이에 대해서는 별도로 Valuation에 반영하지 않기로 하였다. 그 이유는 현재 시점에서의 금호렌터카의 적정가치는 인수대금 3079억 원과 일치한다고 가정하였기 때문이다. 이 인수대금은 정진회계법인에 의해 실시된 금호렌터카 Valuation에 의거하였으며, 본 리서치 팀은 그 결과가 타당하다고 판단한다(자세한 분석은 2008년 11월 17일 대한통운의 "영업양수도신고서" 공시를 참조하도록 한다). 따라서 현금 유출분만큼의 동사의 영업가치가 증가하기 때문에 Valuation에는 아무런 변화를 미치지 못한다. 다만 이번 인수로 인해 유상감자 대금이 3.5조 원 선에서 약 3 ~ 3.3조 원으로 감소되었다. 이에 따라 동사에 대한 투자시 이에 따라 동사에 대한 투자시 유상감자로 인한 원금 회수율에는 영향을 미치게 된다.

2. 각 시나리오 별 예상 수익

현 시가총액	3,551,622,401,600	배당소득세율	0.154	예상기간(월)	4
현 주식수	40,176,724	매수 주식수	10	적정 영업가치	4,166,265,126,913

[시나리오 1]

현 시가총액이 동사의 적정 시가총액이라 가정하고 유상감자 이후의 시가총액을 이에 기준하여 설정하였다. 또한 유상감자 대금을 3조 원으로 가정하여 매수 가격 별 수익률을 구하였다.

현재주가	투자금액(10주)	총유상감자금액	감자주식수	감자비율	감자후 시가총액	감자후 현금유입	배당소득세	실질현금유입	원금회수율	감자후 주가	최종수익	수익률
75,000	750,000	3,000,000,000,000	24,000,014	60%	551,622,401,600	746,701	45,997	700,704	93.43%	34,100	88,003	11.73%
76,000	760,000	3,000,000,000,000	24,000,015	60%	551,622,401,600	746,701	45,077	701,624	92.32%	34,100	78,923	10.38%
77,000	770,000	3,000,000,000,000	24,000,016	60%	551,622,401,600	746,701	44,157	702,544	91.24%	34,100	69,843	9.07%
78,000	780,000	3,000,000,000,000	24,000,017	60%	551,622,401,600	746,701	43,237	703,464	90.19%	34,100	60,763	7.79%
79,000	790,000	3,000,000,000,000	24,000,018	60%	551,622,401,600	746,701	42,317	704,384	89.18%	34,100	51,683	6.54%
80,000	800,000	3,000,000,000,000	24,000,019	60%	551,622,401,600	746,701	41,397	705,304	88.18%	34,100	42,603	5.33%
81,000	810,000	3,000,000,000,000	24,000,020	60%	551,622,401,600	746,701	40,477	706,224	87.19%	34,100	33,523	4.14%
82,000	820,000	3,000,000,000,000	24,000,021	60%	551,622,401,600	746,701	39,557	707,144	86.24%	34,100	24,443	2.98%
83,000	830,000	3,000,000,000,000	24,000,022	60%	551,622,401,600	746,701	38,637	708,064	85.31%	34,100	15,363	1.85%
84,000	840,000	3,000,000,000,000	24,000,023	60%	551,622,401,600	746,701	37,717	708,984	84.40%	34,100	6,283	0.75%
85,000	850,000	3,000,000,000,000	24,000,024	60%	551,622,401,600	746,701	36,797	709,904	83.52%	34,100	-2,797	-0.33%
86,000	860,000	3,000,000,000,000	24,000,025	60%	551,622,401,600	746,701	35,877	710,824	82.65%	34,100	-11,877	-1.38%
87,000	870,000	3,000,000,000,000	24,000,026	60%	551,622,401,600	746,701	34,957	711,744	81.81%	34,100	-20,957	-2.41%
88,000	880,000	3,000,000,000,000	24,000,027	60%	551,622,401,600	746,701	34,037	712,663	80.98%	34,100	-30,037	-3.41%
89,000	890,000	3,000,000,000,000	24,000,028	60%	551,622,401,600	746,701	33,117	713,583	80.18%	34,100	-39,117	-4.40%
90,000	900,000	3,000,000,000,000	24,000,029	60%	551,622,401,600	746,701	32,197	714,503	79.39%	34,100	-48,197	-5.38%
91,000	910,000	3,000,000,000,000	24,000,030	60%	551,622,401,600	746,701	31,277	715,423	78.62%	34,100	-57,277	-6.29%
92,000	920,000	3,000,000,000,000	24,000,031	60%	551,622,401,600	746,701	30,357	716,343	77.88%	34,100	-66,357	-7.21%

현 가격대인 88,000원에서 매수할 경우 4개월 후 확정 원금회수율 80.98%, 기대수익률 -4.40%가 도출된다. 또한 84,000원 이하에서 매수하면 원금회수율 84.4%와 양의 수익률을 기대할 수 있다.

[시나리오 2]

시나리오 1에서 유상감자 대금만 3.3조 원으로 수정하여 매수 가격별 수익률을 구하였다.

현재주가	투자금액(10주)	총유상감자금액	감자주식수	감자비율	감자후 시가총액	감자현금유입	배당소득세	실질현금유입	원금회수율	감자후 주가	최종수익	수익률
75,000	750,000	3,300,000,000,000	23,999,996	60%	251,622,401,600	821,371	57,496	763,875	101.85%	15,555	76,504	10.20%
76,000	760,000	3,300,000,000,000	23,999,997	60%	251,622,401,600	821,371	56,576	764,795	100.63%	15,555	67,424	8.87%
77,000	770,000	3,300,000,000,000	23,999,998	60%	251,622,401,600	821,371	55,656	765,715	99.44%	15,555	58,344	7.58%
78,000	780,000	3,300,000,000,000	23,999,999	60%	251,622,401,600	821,371	54,736	766,635	98.29%	15,555	49,264	6.32%
79,000	790,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	251,622,401,600	821,371	53,816	767,555	97.16%	15,555	40,184	5.09%
80,000	800,000	3,300,000,000,000	24,000,001	60%	251,622,401,600	821,371	52,896	768,475	96.06%	15,555	31,104	3.89%
81,000	810,000	3,300,000,000,000	24,000,002	60%	251,622,401,600	821,371	51,976	769,395	94.99%	15,555	22,024	2.72%
82,000	820,000	3,300,000,000,000	24,000,003	60%	251,622,401,600	821,371	51,056	770,315	93.94%	15,555	12,944	1.58%
83,000	830,000	3,300,000,000,000	24,000,004	60%	251,622,401,600	821,371	50,136	771,235	92.92%	15,555	3,864	0.47%
84,000	840,000	3,300,000,000,000	24,000,005	60%	251,622,401,600	821,371	49,216	772,155	91.92%	15,555	-5,217	-0.62%
85,000	850,000	3,300,000,000,000	24,000,006	60%	251,622,401,600	821,371	48,297	773,074	90.95%	15,555	-14,297	-1.68%
86,000	860,000	3,300,000,000,000	24,000,007	60%	251,622,401,600	821,371	47,377	773,994	90.00%	15,555	-23,377	-2.72%
87,000	870,000	3,300,000,000,000	24,000,008	60%	251,622,401,600	821,371	46,457	774,914	89.07%	15,555	-32,457	-3.73%
88,000	880,000	3,300,000,000,000	24,000,009	60%	251,622,401,600	821,371	45,537	775,834	88.16%	15,555	-41,537	-4.72%
89,000	890,000	3,300,000,000,000	24,000,010	60%	251,622,401,600	821,371	44,617	776,754	87.28%	15,555	-50,617	-5.69%
90,000	900,000	3,300,000,000,000	24,000,011	60%	251,622,401,600	821,371	43,697	777,674	86.41%	15,555	-59,697	-6.63%
91,000	910,000	3,300,000,000,000	24,000,012	60%	251,622,401,600	821,371	42,777	778,594	85.56%	15,555	-68,777	-7.56%
92,000	920,000	3,300,000,000,000	24,000,013	60%	251,622,401,600	821,371	41,857	779,514	84.73%	15,555	-77,857	-8.46%

현 가격대인 88,000원에서 매수할 경우 4개월 후 88.16%의 확정 원금회수율과 기대수익률 -4.72%가 도출되었다. 또한 83,000원 이하에서 매수할 경우 확정 원금회수율 92.92%와 양의 수익률이 기대된다.

시나리오 1, 2에서 가정한 것처럼 현 시가총액이 기업의 적정가치를 정확히 반영하고 있다는 것은 사실상 가능성이 거의 없다. 따라서 시나리오 1, 2의 결과는 동사에 대한 투자에서 발생할 수 있는 최대의 손실폭을 보여주기 위함이라고 할 수 있겠다. 현재 가격대에서 투자를 한다면 80~90%에 이르는 원금회수와 최대 4~5%에 불과한 손실폭이 예상된다.

[시나리오 3]

DCF를 통해 구한 적정 시가총액을 적용하여 유상감자를 3조 원 할 경우 매수 가격당 수익률을 구하였다.

현재주가	투자금액(10주)	총유상감자금액	감자주식수	감자비율	감자후 시가총액	감자현금유입	배당소득세	실질현금유입	원금회수율	감자후 주가	최종수익	수익률
75,000	750,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	45,997	700,704	93.43%	72,095	240,988	32.13%
76,000	760,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	45,077	701,624	92.32%	72,095	231,908	30.51%
77,000	770,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	44,157	702,544	91.24%	72,095	222,828	28.94%
78,000	780,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	43,237	703,464	90.19%	72,095	213,748	27.40%
79,000	790,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	42,317	704,384	89.16%	72,095	204,668	25.91%
80,000	800,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	41,397	705,304	88.16%	72,095	195,588	24.45%
81,000	810,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	40,477	706,224	87.19%	72,095	186,508	23.03%
82,000	820,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	39,557	707,144	86.24%	72,095	177,428	21.64%
83,000	830,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	38,637	708,064	85.31%	72,095	168,347	20.28%
84,000	840,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	37,717	708,984	84.40%	72,095	159,267	18.96%
85,000	850,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	36,797	709,904	83.52%	72,095	150,187	17.67%
86,000	860,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	35,877	710,824	82.65%	72,095	141,107	16.41%
87,000	870,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	34,957	711,743	81.81%	72,095	132,027	15.18%
88,000	880,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	34,037	712,663	80.98%	72,095	122,947	13.97%
89,000	890,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	33,117	713,583	80.18%	72,095	113,867	12.79%
90,000	900,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	32,197	714,503	79.39%	72,095	104,787	11.64%
91,000	910,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	31,277	715,423	78.62%	72,095	95,707	10.52%
92,000	920,000	3,000,000,000,000	24,000,000	60%	1,166,265,126,913	746,701	30,357	716,343	77.86%	72,095	86,627	9.42%

현 가격대인 88,000원에서 매수할 경우 4개월 후 80.98%의 확정 원금회수율과 13.97%의 기대수익률이 도출되었다. 또한 만약 100,000의 가격에 매수한다고 해도 72.37%의 원금회수율과 1.4%의 수익을 기대할 정도로 안전한 투자기회라고 할 수 있다.

[시나리오 4]

시나리오 3에서 유상감자 대금만 3.3조 원으로 수정하여 매수 가격별 수익률을 구하였다.

현재주가	투자금액(10주)	총유상감자금액	감자주식수	감자비율	감자후 시가총액	감자현금유입	배당소득세	실질현금유입	원금회수율	감자후 주가	최종수익	수익률
75,000	750,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	57,496	763,875	101.85%	53,550	229,489	30.60%
76,000	760,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	56,576	764,795	100.63%	53,550	220,409	29.00%
77,000	770,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	55,656	765,715	99.44%	53,550	211,329	27.45%
78,000	780,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	54,736	766,635	98.29%	53,550	202,249	25.93%
79,000	790,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	53,816	767,555	97.16%	53,550	193,169	24.45%
80,000	800,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	52,896	768,475	96.06%	53,550	184,088	23.01%
81,000	810,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	51,976	769,395	94.99%	53,550	175,008	21.61%
82,000	820,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	51,056	770,315	93.94%	53,550	165,928	20.24%
83,000	830,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	50,136	771,235	92.92%	53,550	156,848	18.90%
84,000	840,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	49,216	772,155	91.92%	53,550	147,768	17.59%
85,000	850,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	48,296	773,074	90.95%	53,550	138,688	16.32%
86,000	860,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	47,376	773,994	90.00%	53,550	129,608	15.07%
87,000	870,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	46,456	774,914	89.07%	53,550	120,528	13.85%
88,000	880,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	45,536	775,834	88.16%	53,550	111,448	12.66%
89,000	890,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	44,616	776,754	87.28%	53,550	102,368	11.50%
90,000	900,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	43,696	777,674	86.41%	53,550	93,288	10.37%
91,000	910,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	42,776	778,594	85.56%	53,550	84,208	9.25%
92,000	920,000	3,300,000,000,000	24,000,000	60%	866,265,126,913	821,371	41,856	779,514	84.73%	53,550	75,128	8.17%

현 가격대인 88,000원에서 매수할 경우 4개월 후 88.16%의 확정 원금회수율과 12.66%의 기대수익률이 도출되었다. 또한 만약 76,000원 이하의 가격에 매수한다면 4개월 후 유상감자를 통해 투자금액의 100%를 확정적으로 회수하게 되며, 추가로 잉여 주식을 가지게 된다. 이 때의 4개월 기대수익률은 29%이며 연환산 수익률은 114.67%에 이른다.

- ➔ 결과적으로 최악의 경우에도 현 주가수준에서 구매를 한다면 80% 이상의 원금회수와 약 4~5% 정도의 손실만을 입게 된다. 반면에 실현가능성이 높은 시나리오 3, 4에 따르면 80~90%에 이르는 원금 회수와 4개월 기대 수익률 10% 이상을 보여주고 있다.

본 팀은 '시나리오 3'이 실현가능성이 가장 높다고 판단하고, 목표주가 101,000원과 4개월 기대수익률 13.97%과 함께 BUY 의견을 제시한다.