



BUY(Maintain)

목표주가: 27,000원

주가(5/18): 18,150원

시가총액: 9,578억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129

bhcho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/18)		1,956.73pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	31,986원	13,792원
등락률	-42.32%	33.77%
수익률	절대	상대
1M	-7.1%	-4.9%
6M	-7.1%	-7.3%
1Y	-39.9%	-35.7%

Company Data

발행주식수	53,310천주
일평균 거래량	543천주
외국인 지분율	3.56%
배당수익률(16E)	0.38%
BPS(16E)	25,876원
주요 주주	조양호 외 14인
	29.80%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	7,223	9,161	10,261	10,933
보고영업이익	743	991	1,003	1,032
핵심영업이익	743	991	1,003	1,032
EBITDA	1,039	1,271	1,271	1,289
세전이익	-1,913	744	753	780
순이익	-2,052	577	583	591
자체주주지분순이익	-2,164	608	615	623
EPS(원)	-4,070	1,141	1,154	1,169
증감률(%YoY)	적자전환	흑자전환	1.2	1.3
PER(배)	-4.7	16.7	16.5	16.3
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	12.0	9.8	9.2	8.4
보고영업이익률(%)	10.3	10.8	9.8	9.4
핵심영업이익률(%)	10.3	10.8	9.8	9.4
ROE(%)	-13.4	3.9	3.8	3.7
순부채비율(%)	18.4	17.3	12.1	6.4

Price Trend

 실적 Review

한진칼 (180640)

진에어의 대형기 도입 효과와 저유가 수혜



한진칼은 진에어의 높은 성장과 수익성 개선 영향으로 399억원의 영업이익을 달성했습니다. 최근 일본 지진이라는 부정적 이슈가 발생했지만 대형기 도입 효과는 좀 더 이어질 가능성이 높고, 지난 해 메르스 발병에 따른 기저 효과도 무난히 기대됩니다. 유상 증자로 인해 주식수가 증가하는 점은 부담 요인지만 계열사 추가 지원 가능성은 낮아졌고, 실적 개선 여력이 충분하다는 점은 호재라고 판단됩니다.

>>> 1Q 영업이익 399.6억원, 진에어 영업이익 272.5억원

지난 1Q 한진칼은 IFRS 연결 기준 매출액 2,446억원(YoY 기준 +39.3%)과 영업이익 399.6억원(+35.0%), 순이익 -427억원(적자지속)을 기록했음. 매출과 영업이익이 급증한 가장 큰 이유는 진에어의 성장임. 진에어는 전년 동기 대비 항공기가 7대나 증가했고 특히 B777기와 같은 기존 LCC들이 사용하지 않던 중형기를 하와이 노선에 투입함에 따라 매출이 급증했고, 국제 유가가 낮은 수준에서 유지됨에 따라 수익성도 개선되는 결과로 연결됐음. 한편 여행업과 호텔업은 전년 동기에 이어 부진한 수익성이 이어졌음.

>>> 항공기 도입과 노선 확대 측면에서 진에어 추가 성장 기대

지주사인 한진칼의 적정 기업 가치는 상장 기업인 대한항공과 한진의 시장 가격과 비상장 기업 가운데서는 진에어 벨류에이션 산정이 가장 중요한 요인임. 정석기업, 토파스여행정보 등은 꾸준한 이익을 유지하고 있지만 이익 규모가 크지 않고, 칼호텔네트워크는 객실 증설 이후 수익성 회복이 더디게 진행되고 있기 때문임. 최근 LCC 시장은 고객 확보 경쟁이 치열해지고 있는 것은 사실이지만 가격 메리트에 따라 시장 성장도 계속되고 있는 만큼 원활한 항공기 도입과 노선 확대가 가장 중요한 차별화 요인이 될 것임. 노선 다양화가 필요한 이유는 지난 일본 지진과 같은 자연 재해가 발생하는 시기에 대체 지역으로 수요를 유인할 필요가 있기 때문임. 따라서 대한항공을 자회사로 두고 있어 상대적으로 항공기 도입 조건이 유리하다는 점은 경쟁 LCC와의 큰 차별성을 만들어 낼 수 있을 것임.

>>> 주식수 증가를 고려해도 여전한 가격 메리트

한진칼은 계열사 자산 매입 과정에서 발생한 자금 부담을 해소하기 위해 지난 4월 유상증자를 실시함에 따라 6월 30일부터 주식수가 12.1% 증가할 예정임. 주식수 증가는 분명한 부담이지만 낮아지고 있는 계열사 추가 지원 가능성은 호재라고 판단됨. 따라서 주식수 증가를 고려, 목표주가는 '27,000원'으로 하향함. 하지만 대한항공과 한진 가치를 15년 이후 최저가의 80% 수준으로 보수적으로 적용했고, 진에어를 비롯한 보유 기업들의 안정적 이익 창출 능력을 고려하면 현재 주가 대비 추가 상승 여력이 충분하다고 판단, 투자의견 'BUY'는 유지함.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	6,250	7,223	9,161	10,261	10,933
매출원가	4,789	5,631	7,126	7,981	8,505
매출총이익	1,460	1,592	2,035	2,279	2,429
판매비 및 일반관리비	705	849	1,044	1,276	1,396
영업이익(보고)	755	743	991	1,003	1,032
영업이익(핵심)	755	743	991	1,003	1,032
영업외손익	3,107	-2,656	-247	-250	-252
이자수익	81	49	63	70	75
배당금수익	7	2	2	2	3
외환이익	29	43	0	0	0
이자비용	188	221	221	221	221
외환손실	24	34	0	0	0
관계기업지분법손익	2,032	-2,429	0	0	0
투자및기타자산처분순익	1,197	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	5	0	0	0
기타	-27	-72	-91	-102	-109
법인세차감전이익	3,862	-1,913	744	753	780
법인세비용	869	139	167	169	189
유효법인세율 (%)	22.5%	-7.3%	22.5%	22.5%	24.2%
당기순이익	2,993	-2,052	577	583	591
지배주주지분순이익(억원)	2,175	-2,164	608	615	623
EBITDA	975	1,039	1,271	1,271	1,289
현금순이익(Cash Earnings)	3,213	-1,756	856	851	848
수정당기순이익	2,065	-2,057	577	583	591
증감율(% YoY)					
매출액	158.9	15.6	26.8	12.0	6.6
영업이익(보고)	160.6	-1.6	33.5	1.2	2.9
영업이익(핵심)	160.6	-1.6	33.5	1.2	2.9
EBITDA	167.2	6.5	22.3	0.0	1.4
지배주주지분 당기순이익	1,587.1	N/A	N/A	1.2	1.3
EPS	1,410.8	N/A	N/A	1.2	1.3
수정순이익	1,176.0	N/A	N/A	1.2	1.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,178	1,194	-112	672	842
당기순이익	2,993	-2,052	577	583	591
감가상각비	207	274	262	253	245
무형자산상각비	13	22	17	14	11
외환손익	-1	-8	0	0	0
자산처분손익	1	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	188	207	-966	-177	-3
기타	-2,223	2,751	-2	-2	-2
투자활동현금흐름	-847	-930	-533	-378	-317
투자자산의 처분	214	-855	-407	-231	-141
유형자산의 처분	1	0	0	0	0
유형자산의 취득	-1,039	-72	-72	-72	-72
무형자산의 처분	-35	-8	0	0	0
기타	13	4	-55	-75	-104
재무활동현금흐름	-321	-40	340	225	189
단기차입금의 증가	-18	-223	0	0	0
장기차입금의 증가	143	434	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-47	-88	-40	-40	-40
기타	-399	-163	379	264	229
현금및현금성자산의순증가	8	231	-306	518	715
기초현금및현금성자산	972	980	1,211	906	1,424
기말현금및현금성자산	980	1,211	906	1,424	2,138
Gross Cash Flow	990	987	854	849	845
Op Free Cash Flow	-81	1,221	10	796	964

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,378	3,306	3,563	4,400	5,309
현금및현금성자산	980	1,211	906	1,424	2,138
유동금융자산	1,772	1,343	1,704	1,908	2,033
매출채권및유동채권	605	731	927	1,039	1,107
재고자산	21	20	26	29	31
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	20,790	19,844	19,822	19,777	19,743
장기매출채권및기타비유동채권	198	306	389	435	464
투자자산	14,335	13,496	13,545	13,573	13,592
유형자산	6,050	5,807	5,617	5,435	5,262
무형자산	102	90	72	58	47
기타비유동자산	105	145	199	275	379
자산총계	24,168	23,150	23,384	24,176	25,052
유동부채	3,072	3,662	2,964	2,940	3,031
매입채무및기타유동채무	1,258	2,017	1,309	1,283	1,367
단기차입금	1,026	900	900	900	900
유동성장기차입금	699	655	655	655	655
기타유동부채	89	90	101	103	109
비유동부채	4,795	5,069	5,463	5,736	5,970
장기매입채무및비유동채무	270	54	69	77	82
사채및장기차입금	3,245	3,648	3,648	3,648	3,648
기타비유동부채	1,280	1,367	1,746	2,010	2,239
부채총계	7,866	8,731	8,428	8,676	9,000
자본총계	1,325	1,333	1,333	1,333	1,333
주식발행초과금	10,647	10,673	10,673	10,673	10,673
이익잉여금	2,455	208	780	1,359	1,945
기타자본	-433	1,009	1,009	1,009	1,009
지배주주지분자본총계	13,995	13,223	13,794	14,373	14,960
비지배주주지분자본총계	2,307	1,197	1,162	1,127	1,092
자본총계	16,302	14,419	14,957	15,500	16,052
순차입금	2,218	2,648	2,594	1,871	1,031
총차입금	4,971	5,203	5,203	5,203	5,203

투자지표

(단위: 원, 배, %)

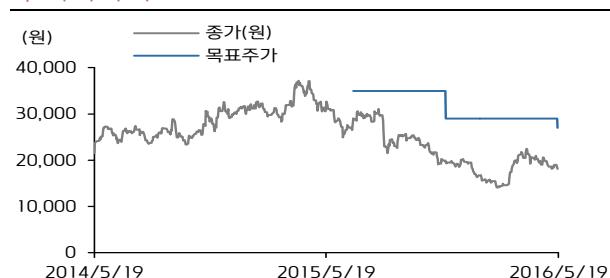
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	6,741	-4,070	1,141	1,154	1,169
BPS	26,396	24,803	25,876	26,961	28,062
주당EBITDA	3,024	1,954	2,384	2,383	2,417
CFPS	9,958	-3,303	1,606	1,596	1,590
DPS	75	75	75	75	75
주가배수(배)					
PER	4.5	-4.7	16.7	16.5	16.3
PBR	1.1	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	25.1	12.0	9.8	9.2	8.4
PCFR	3.0	-5.8	11.9	12.0	12.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.1	10.3	10.8	9.8	9.4
영업이익률(핵심)	12.1	10.3	10.8	9.8	9.4
EBITDA margin	15.6	14.4	13.9	12.4	11.8
순이익률	47.9	-28.4	6.3	5.7	5.4
자기자본이익률(ROE)	25.1	-13.4	3.9	3.8	3.7
투하자본이익률(ROIC)	11.7	15.7	14.9	14.0	14.4
안정성(%)					
부채비율	48.3	60.6	56.3	56.0	56.1
순차입금비율	13.6	18.4	17.3	12.1	6.4
이자보상배율(배)	4.0	3.4	4.5	4.5	4.7
활동성(배)					
매출채권회전율	10.0	10.8	11.0	10.4	10.2
재고자산회전율	324.3	345.5	394.6	372.8	364.0
매입채무회전율	5.6	4.4	5.5	7.9	8.3

- 당사는 5월 18일 현재 '한진칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
한진칼 (180640)	2015/07/01	Buy (Initiate)	35,000원
	2015/11/24	Buy(Maintain)	29,000원
	2016/05/19	Buy(Maintain)	27,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%