



BUY(Maintain)

목표주가: 27,000원
주가(5/15): 21,700원
시가총액: 12,840억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

RA 이창희

02) 5105-9767 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Comparison. Rows include KOSPI (5/15), 52 주 주가동향, 최고/최저가 대비, 등락률, and 수익률 (1M, 6M, 1Y).

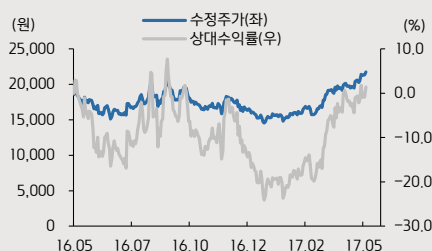
Company Data

Table with 2 columns: Metric and Value. Rows include 발행주식수, 일평균 거래량, 외국인 지분율, 배당수익률(17E), BPS(17E), and 주요 주주.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2016, 2017E, 2018E, 2019E. Rows include 매출액, 보고영업이익, 핵심영업이익, EBITDA, 세전이익, 순이익, 지배주주지분순이익, EPS(원), 증감률(%YoY), PER(배), PBR(배), EV/EBITDA(배), 보고영업이익률(%), 핵심영업이익률(%), ROE(%), and 순부채비율(%).

Price Trend



한진칼 (180640)

차별성이 확인된 진에어와 대한항공 가치 반영 중



한진칼은 1Q 434억원의 영업이익을 발표했습니다. 상장을 준비중인 진에어가 매출액과 영업이익이 각각 29.3%와 25.2% 증가한 2,327억원과 341억원으로 경쟁사 가운데 가장 높은 영업이익을 달성, 대형기 운항의 차별성을 확인시켜 주었습니다. 또한 29.9% 지분을 보유하고 있는 대한항공 가치도 전일 증가 기준 9천억원을 상회하고 있어 한진칼 주가는 추가 상승 여력이 충분하다고 판단합니다.

>>> 1Q 영업이익 434억원, 진에어 효과 지속

지난 1Q 한진칼은 IFRS 연결 기준 매출액 2,963억원(YoY 기준 +21.1%)과 영업이익 434억원(+8.5%), 순이익 1,731억원(흑자전환)을 기록했음. 항공기 투입이 이어지고 있는 진에어는 30% 가까운 성장을 이어갔고, 영업이익률은 전년 동기 대비 소폭 하락했지만 국제 유가 상승을 감안하면 경쟁사들 대비 높은 수준이 이어졌음. 진에어와 대한항공의 성장과 함께 토파스여행정보도 매출과 이익 모두 성장을 이어갔고, 정석기업은 안정적 임대 사업을 이어가고 있는 반면 한진관광과 칼호텔네트워크는 경쟁 심화에 따라 다소 부진한 실적을 기록했음.

>>> 계열사 구조조정 마무리와 현금성 자산 확보 기대

한진칼이 지난 해까지 적정 가치를 인정받지 못했던 이유는 그룹 지주사로서 부실 계열사 지원 우려와 이에 따른 자금 부족 우려 등이 작용했었음. 하지만 해운 구조조정 마무리로 추가적으로 자산 매입 등의 지원에 나설 계열사 리스크가 해소됐고, 100% 지분을 보유하고 있는 진에어가 상장될 경우 현금 유입도 기대됨. 이를 통해 보유 자산에 비해 현금성 자산이 다소 부족하다는 우려도 해소시킬 것으로 전망됨.

>>> 진에어 할인율 해소와 대한항공 기업 가치 정상화

한진칼의 가치는 한진 그룹의 지주사인만큼 임대 사업과 상표권 관련 수입을 제외하면 보유하고 있는 기업들의 가치가 주요 평가 기준임. 대한항공과 한진과 같은 상장 기업은 평가에 어려움이 없지만 진에어와 정석기업과 같은 비상장 기업은 가치 평가에 어려움이 있어 할인 거래가 이루어지고 있었음. 하지만 진에어가 금년 말 목표로 상장을 추진하고 있어 할인율 해소가 기대됨. 특히 393명 탑승이 가능한 B777 4대는 진에어의 성수기와 비수기 변동성을 크게 만들고 있지만 다른 LCC들의 취항이 어려운 하와이와 호주 등 운임 경쟁에서 상대적으로 자유로운 노선 개척으로 차별적인 이익을 창출하고 있어 경쟁사 대비 프리미엄 요인으로 작용할 수도 있겠음. 또한 대한항공도 성공적인 유상증자를 통해 재무 구조가 개선됐고, 지난 1분기 실적에서도 확인할 수 있듯이 화물과 장거리 노선 중심으로 영업 상황도 호조를 이어가고 있어 한진칼 가치 개선 요인으로 작용하고 있음. 따라서 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '27,000원'을 유지함.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	7,223	9,910	12,055	13,552	14,954
매출원가	5,631	7,980	9,378	10,542	11,633
매출총이익	1,592	1,930	2,678	3,010	3,322
판매비및일반관리비	849	941	1,410	1,622	1,836
영업이익(보고)	743	990	1,267	1,388	1,486
영업이익(핵심)	743	990	1,267	1,388	1,486
영업외손익	-2,656	-5,509	-2,043	-2,284	-2,511
이자수익	49	47	54	57	60
배당금수익	2	3	3	3	4
외환이익	43	90	0	0	0
이자비용	221	251	291	312	332
외환손실	34	88	0	0	0
관계기업지분법손익	-2,429	-3,505	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	5	0	0	0	0
기타	-72	-1,805	-1,808	-2,033	-2,243
법인세차감전이익	-1,913	-4,519	-776	-895	-1,025
법인세비용	139	-555	-174	-201	-231
유효법인세율 (%)	-7.3%	12.3%	22.5%	22.5%	22.5%
당기순이익	-2,052	-3,964	-601	-694	-795
지배주주지분손익(억원)	-2,164	-4,068	-617	-712	-815
EBITDA	1,039	1,349	1,604	1,706	1,787
현금순이익(Cash Earnings)	-1,756	-3,605	-265	-376	-494
수정당기순이익	-2,057	-3,964	-601	-694	-795
증감율(% YoY)					
매출액	15.6	37.2	21.6	12.4	10.3
영업이익(보고)	-1.6	33.3	28.1	9.5	7.0
영업이익(핵심)	-1.6	33.3	28.1	9.5	7.0
EBITDA	6.5	29.9	18.9	6.4	4.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EPS	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
수정순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,306	3,785	4,834	5,272	5,983
현금및현금성자산	1,211	832	1,407	1,555	2,031
유동금융자산	1,343	2,119	2,411	2,575	2,692
매출채권및유동채권	731	816	992	1,115	1,231
재고자산	20	19	23	26	29
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	19,844	16,835	16,704	16,563	16,439
장기매출채권및기타비유동채권	306	374	456	512	565
투자자산	13,496	9,986	10,017	10,040	10,062
유형자산	5,807	5,970	5,699	5,444	5,202
무형자산	90	69	52	40	30
기타비유동자산	145	436	479	527	580
자산총계	23,150	20,620	21,538	21,835	22,422
유동부채	3,662	7,603	8,933	9,780	11,021
매입채무및기타유동채무	2,017	2,314	2,679	3,011	3,739
단기차입금	900	1,731	2,731	3,231	3,731
유동성장기차입금	657	3,402	3,402	3,402	3,402
기타유동부채	88	155	121	136	150
비유동부채	5,069	1,988	2,177	2,320	2,460
장기매입채무및비유동채무	54	61	74	84	92
사채및장기차입금	3,648	1,040	1,040	1,040	1,040
기타비유동부채	1,367	887	1,062	1,196	1,328
부채총계	8,731	9,591	11,110	12,100	13,482
자본금	1,333	1,493	1,493	1,493	1,493
주식발행초과금	10,673	11,415	11,415	11,415	11,415
이익잉여금	208	-5,219	-5,836	-6,548	-7,363
기타자본	1,009	2,329	2,329	2,329	2,329
지배주주지분자본총계	13,223	10,017	9,400	8,689	7,873
비지배주주지분자본총계	1,197	1,013	1,028	1,046	1,067
자본총계	14,419	11,030	10,429	9,735	8,940
순차입금	2,650	3,223	3,355	3,543	3,450
총차입금	5,205	6,173	7,173	7,673	8,173

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,194	1,388	-186	-205	82
당기순이익	-2,052	-3,964	-601	-694	-795
감가상각비	274	338	320	305	291
무형자산상각비	22	22	16	13	10
외환손익	-8	7	0	0	0
자산처분손익	0	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	207	22	82	174	579
기타	2,751	4,964	-3	-3	-3
투자활동현금흐름	-930	-2,570	-414	-281	-238
투자자산의 처분	-855	-663	-321	-183	-135
유형자산의 처분	0	2	0	0	0
유형자산의 취득	-72	-49	-49	-49	-49
무형자산의 처분	-8	-1,859	0	0	0
기타	4	0	-44	-48	-53
재무활동현금흐름	-40	807	1,176	634	632
단기차입금의 증가	-223	608	1,000	500	500
장기차입금의 증가	434	-80	0	0	0
자본의 증가	0	902	0	0	0
배당금지급	-88	-106	0	0	0
기타	-163	-517	176	134	132
현금및현금성자산의순증가	231	-380	576	148	476
기초현금및현금성자산	980	1,211	832	1,407	1,555
기말현금및현금성자산	1,211	832	1,407	1,555	2,031
Gross Cash Flow	987	1,366	-268	-379	-497
Op Free Cash Flow	1,221	-659	1,350	1,518	1,982

투자지표

(단위: 원, 배, %)

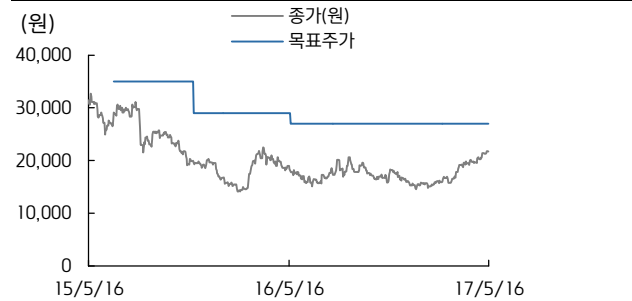
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-4,028	-7,134	-1,033	-1,192	-1,366
BPS	24,550	16,777	15,744	14,552	13,186
주당EBITDA	1,934	2,366	2,686	2,857	2,993
CFPS	-3,270	-6,322	-444	-630	-827
DPS	75	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-4.7	-2.2	-14.9	-12.9	-11.2
PBR	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
EV/EBITDA	12.0	9.0	7.6	7.3	6.9
PCFR	-5.8	-2.4	-34.6	-24.4	-18.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.3	10.0	10.5	10.2	9.9
영업이익률(핵심)	10.3	10.0	10.5	10.2	9.9
EBITDA margin	14.4	13.6	13.3	12.6	12.0
순이익률	-28.4	-40.0	-5.0	-5.1	-5.3
자기자본이익률(ROE)	-13.4	-31.2	-5.6	-6.9	-8.5
투하자본이익률(ROIC)	15.7	18.3	21.7	26.1	33.0
안정성(%)					
부채비율	60.6	87.0	106.5	124.3	150.8
순차입금비율	18.4	29.2	32.2	36.4	38.6
이자보상배율(배)	3.4	3.9	4.3	4.5	4.5
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	12.8	13.3	12.9	12.7
재고자산회전율	345.5	498.6	564.2	544.0	539.3
매입채무회전율	4.4	4.6	4.8	4.8	4.4

- 당사는 5월 15일 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
한진칼 (180640)	2015/07/01	Buy (Initiate)	35,000원
	2015/11/24	Buy(Maintain)	29,000원
	2016/05/19	Buy(Maintain)	27,000원
	2016/08/17	Buy(Maintain)	27,000원
	2017/05/16	Buy(Maintain)	27,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%