

2018/09/14

한진칼(180640)

지주/Mid-Small Cap 이상현

(2122-9198) value3@hi-ib.com

지배구조 개선 가능성 UP

■ 지배구조 개선 가능성 높아질 듯

한진그룹 오너 일가의 갑질이 잇따라 폭로되면서 한진그룹 계열사 전반에 대한 기업 지배구조 개선의 필요성이 제기되고 있다.

동사 2대주주인 국민연금이 스튜어드십코드 등을 도입하기로 결정함에 따라 향후 지배구조 개선 가능성 등이 높아지면서 주주가치 향상을 도모할 수 있을 것이다.

■ 올해 진에어 성장 및 칼호텔네트워크 적자폭 축소로 동사 실적 턴어라운드 가능할 듯

동사는 올해 K-IFRS 연결기준 매출액 12,970억원(YoY+12.8%), 영업이익 1,842억원(YoY+59.8%)으로 양호한 실적이 예상된다. 이는 진에어 실적개선 및 칼호텔네트워크 적자폭 축소에서 기인할 것이다.

진에어의 경우 올해 동남아시아와 일본의 견조한 여객 수요 상승으로 매출이 증가할 것이며, 이와 더불어 현재 LCC중 유일하게 대형기(B777-200ER)를 보유하고 있어 하와이, 말레이시아, 호주 등 중장거리 노선의 유연한 운항 및 성수기 포화노선 교체 투입으로 수익성 극대화가 가능해지면서 실적 호조세가 예상된다.

또한 칼호텔네트워크의 경우 호텔 리노베이션 종료로 올해 2분기부터 정상적인 영업으로 인하여 지난해 적자폭이 상당부분 줄어들면서 실적 턴어라운드가 예상된다.

■ 밸류에이션 매력적

동사에 대하여 투자자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 25,000원으로 하향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다.

동사의 주가는 내년 예상기준으로 PBR 0.7배로 거래되고 있어서 밸류에이션이 매력적인 수준이다. 올해 실적 턴어라운드가 예상되는 환경하에서 향후 지배구조 개선 가능성이 향후 주가 상승 모멘텀으로 작용할 것이다.

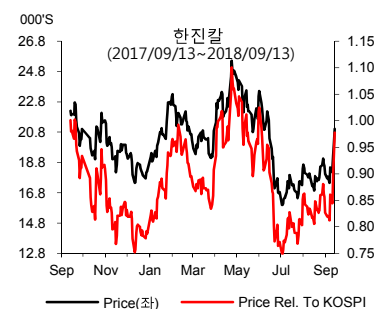
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	25,000원
종가(2018/09/13)	21,050원

Stock Indicator

자본금	149십억원
발행주식수	5,971만주
시가총액	1,252십억원
외국인지분율	12.1%
배당금(2017)	125원
EPS(2018E)	795원
BPS(2018E)	26,152원
ROE(2018E)	3.1%
52주 주가	16,050~25,550원
60일평균거래량	481,762주
60일평균거래대금	8.6십억원

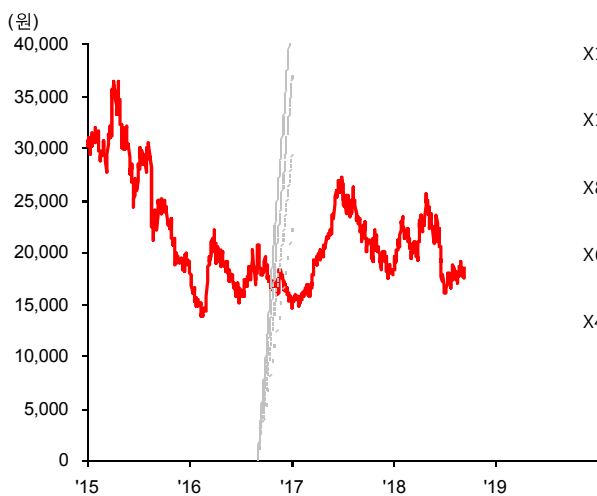
Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2016	991	99	-407	-7,069		8.9	16,777	0.9	-40.6	87.0
2017	1,150	115	222	3,717	4.9	6.7	25,481	0.7	17.6	62.4
2018E	1,297	184	47	795	26.5	5.3	26,152	0.8	3.1	61.9
2019E	1,432	204	185	3,102	6.8	4.7	29,130	0.7	11.2	58.8
2020E	1,513	224	214	3,591	5.9	4.1	32,597	0.6	11.6	55.5

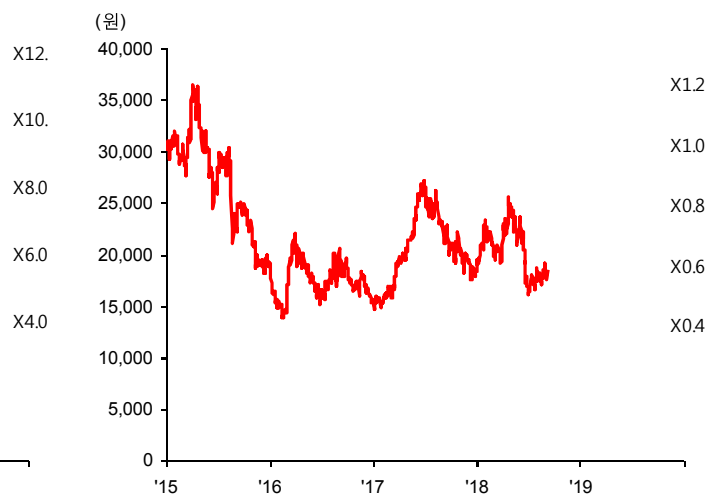
자료 : 한진칼, 하이투자증권 리서치센터

<그림 14> 한진칼 PER 밴드



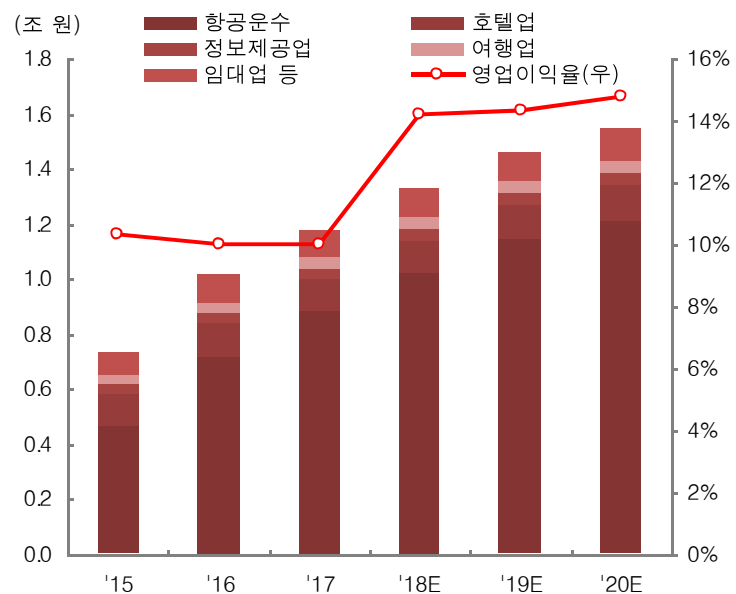
자료: 한진칼, 하이투자증권

<그림 15> 한진칼 PBR 밴드



자료: 한진칼, 하이투자증권

<그림 16> 한진칼 실적 추이



자료: 한진칼, 하이투자증권

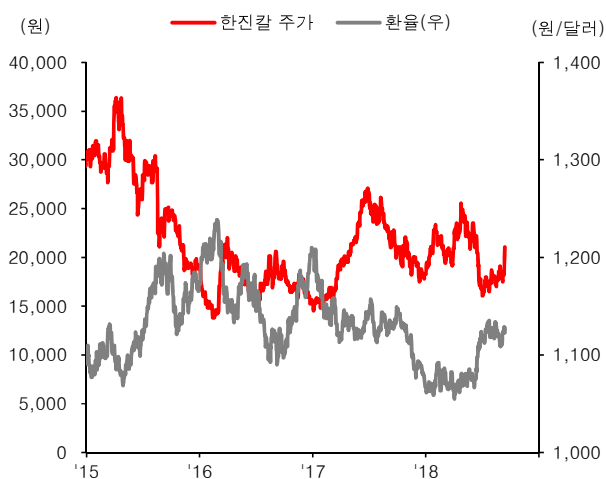
<표 4> 한진칼 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

자회사가치	15,007
영업가치	2,520
순차입금	2,300
우선주	64
NAV	15,163
발행주식수	59,707,224
주당 NAV(원)	25,396

자회사	지분율(%)	자회사 가치
대한항공	30.0%	6,822
칼호텔네트워크	100.0%	2,925
진에어	60.0%	2,868
제동레저	100.0%	266
토파스여행정보	67.4%	220
한진관광	100.0%	174
한진	21.6%	744
정석기업	48.3%	902
정석기업		86

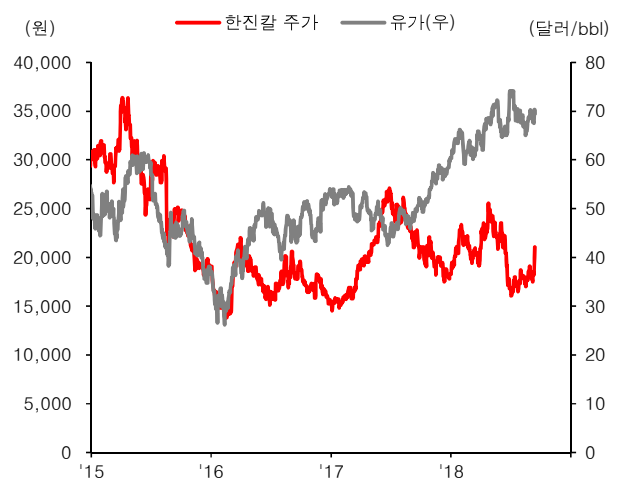
자료: 한진칼, 하이투자증권

<그림 17> 한진칼 주가 및 환율 추이



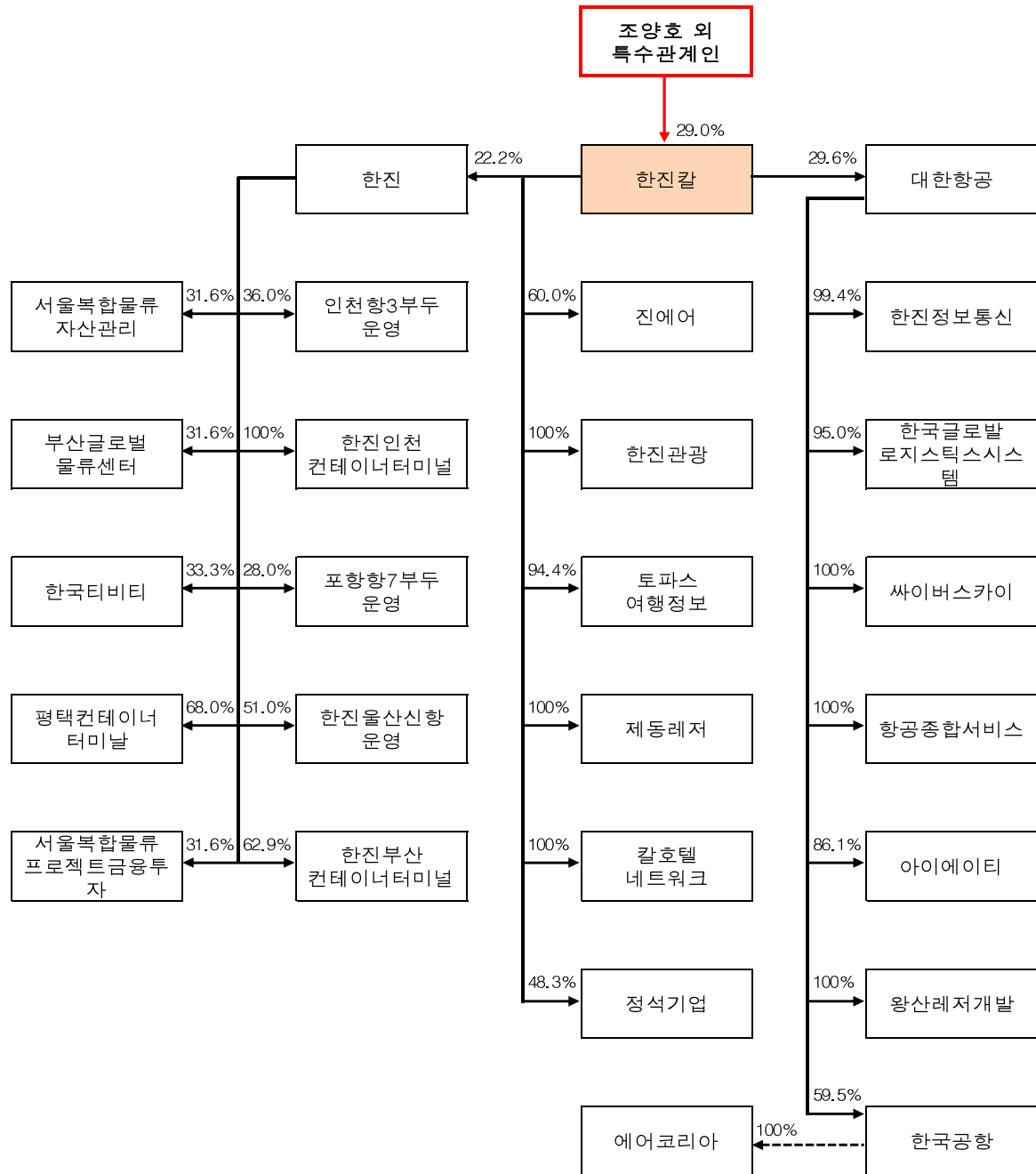
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 18> 한진칼 주가 및 유가 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 19> 한진그룹 지배구조



자료: 한진칼, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	726	788	885	991
현금 및 현금성자산	246	334	402	503
단기금융자산	387	340	357	368
매출채권	58	75	86	79
재고자산	2	2	2	3
비유동자산	2,050	2,086	2,225	2,389
유형자산	592	553	516	484
무형자산	6	4	3	2
자산총계	2,776	2,874	3,110	3,380
유동부채	736	769	821	877
매입채무	6	7	7	8
단기차입금	294	324	354	384
유동성장기부채	87	70	70	70
비유동부채	330	330	330	330
사채	-	-	-	-
장기차입금	225	225	225	225
부채총계	1,066	1,099	1,151	1,206
지배주주지분	1,521	1,561	1,739	1,946
자본금	149	149	149	149
자본잉여금	1,141	1,141	1,141	1,141
이익잉여금	-294	-254	-76	131
기타자본항목	421	421	421	421
비지배주주지분	188	214	220	227
자본총계	1,710	1,775	1,959	2,173

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,150	1,297	1,432	1,513
증가율(%)	16.0	12.8	10.4	5.7
매출원가	932	1,005	1,114	1,168
매출총이익	217	292	318	345
판매비와관리비	102	108	113	121
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	115	184	204	224
증가율(%)	16.5	59.8	11.0	9.7
영업이익률(%)	10.0	14.2	14.3	14.8
이자수익	6	7	8	9
이자비용	29	30	31	32
지분법이익(손실)	-	-40	60	80
기타영업외손익	-2	-18	11	11
세전계속사업이익	268	104	253	292
법인세비용	39	31	61	71
세전계속이익률(%)	23.3	8.0	17.6	19.3
당기순이익	229	73	191	221
순이익률(%)	19.9	5.6	13.4	14.6
지배주주귀속 순이익	222	47	185	214
기타포괄이익	89	-	-	-
총포괄이익	318	73	191	221
지배주주귀속총포괄이익	308	47	185	214

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	164	159	184	212
당기순이익	229	73	191	221
유형자산감가상각비	41	40	36	33
무형자산상각비	2	2	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-40	60	80
투자활동 현금흐름	-313	200	136	142
유형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
금융상품의 증감	338	41	85	112
재무활동 현금흐름	314	260	278	278
단기금융부채의증감	-132	12	30	30
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-6	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	163	88	68	101
기초현금및현금성자산	83	246	334	402
기말현금및현금성자산	246	334	402	503

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,717	795	3,102	3,591
BPS	25,481	26,152	29,130	32,597
CFPS	4,436	1,494	3,728	4,153
DPS	125	125	125	125
Valuation(배)				
PER	4.9	26.5	6.8	5.9
PBR	0.7	0.8	0.7	0.6
PCR	4.1	14.1	5.6	5.1
EV/EBITDA	6.7	5.3	4.7	4.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	17.6	3.1	11.2	11.6
EBITDA 이익률	13.8	17.4	16.9	17.0
부채비율	62.4	61.9	58.8	55.5
순부채비율	-1.5	-3.1	-5.6	-8.8
매출채권회전율(x)	19.7	19.5	17.8	18.4
재고자산회전율(x)	600.3	640.8	634.2	621.1

자료 : 한진칼, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(한진칼)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-09-26	Buy	30,000	6개월	-44.6%	-34.7%
2017-11-17	Buy	30,000	1년	-33.1%	-14.8%
2018-09-14	Buy	25,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자: 이상한\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9%	6.1%	-