

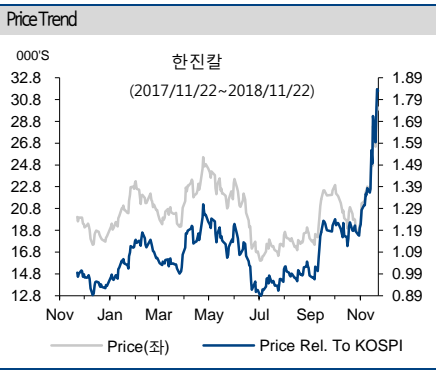
# 한진칼 (180640)

Buy (Maintain)

목표주가(12M) **35,800 원(상향)**  
 증가(2018/11/23) 29,000 원

Stock Indicator	
자본금	149 삼억원
발행주식수	5,971 만주
시가총액	1,790 삼억원
외국인지분율	9.8%
52 주주가	16,050~30,200 원
60 일평균거래량	1,004,020 주
60 일평균거래대금	24.2 삼억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	51.3	61.5	38.0	49.7
상대수익률	50.9	71.2	53.9	68.4



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(삼억원)	1,150	1,328	1,486	1,576
영업이익(삼억원)	115	141	162	184
순이익(삼억원)	222	74	154	216
EPS(원)	3,717	1,245	2,587	3,620
BPS(원)	25,481	26,602	29,065	32,561
PER(배)	4.9	24.1	11.6	8.3
PBR(배)	0.7	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	17.6	4.8	9.3	11.7
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	6.7	9.6	8.9	8.0

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현  
 (2122-9198) value3@hi-ib.com

# 명분이 지배구조를 개선 시킬 듯

## 지배구조 개선 가능성 높아질 듯

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

이러한 환경하에서 지난 11월 15일 공시를 통하여 국내 사모펀드 운용사 KCGI가 동사 지분 9.0% 확보를 밝혔다.

주주행동주의 펀드들이 제안하는 요구 내용은 주로 지배구조 개선, 배당 확대 및 자사주 매입, 사업전략 및 구조 조정 방안 등이다. 특히 유휴자산매각을 독려하고, 확보한 자금을 주주환원이나 재무구조 개선에 사용할 것을 제시한다.

이에 따라 KCGI 도 향후 배당확대 등 주주친화정책 및 지배구조 개선 요구 등이 이루어 질 것으로 예상된다. 또한 칼호텔네트워크 등 그룹 유휴자산 활용 방안에 대하여도 독려할 것으로 기대된다.

다른 한편으로는 국민연금이 지난 6월 대한항공에 총수 일가 의혹에 대한 해결 방안을 제시하라는 서한을 보내기도 하는 등 투명한 지배구조를 요구하고 있다. 이에 대한 연장선상에서 동사를 8.3% 보유하고 있는 국민연금의 경우 스튜어디십 코드 등을 도입하기로 결정함에 따라 향후 주주친화정책 및 지배구조 개선 요구 등이 이루어 질 것으로 예상된다.

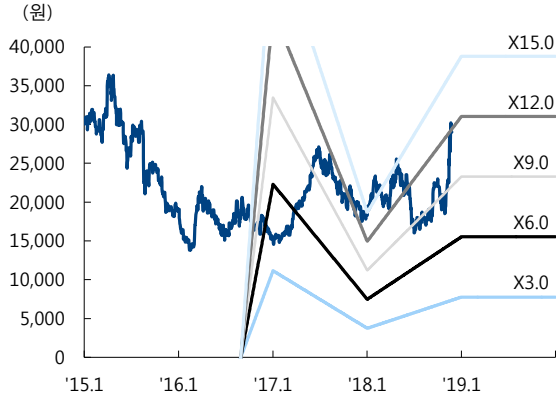
여기서 분명한 점은 주주행동주의 펀드 등 사모펀드의 경우 지배구조 개선 등이 기업가치 상승으로 이어질 수 있다는 명분이 여타 주주들의 호응을 받아야 한다. 땅콩 회항, 물컵 갑질, 폭언폭행, 배임협박 등 한진그룹 오너십에 대한 여론이 좋지 않기 때문에 지배구조 개선 등 제시하는 명분이 충분히 여타 주주들의 호응을 받을 수 있을 것으로 예상됨에 따라 향후 지배구조 개선 가능성이 높아질 수 있을 것이다.

## 유가하락 등 실적 턴어라운드 예상되는 환경하에서 향후 지배구조 개선 가능성이 추가 상승 모멘텀

동사에 대하여 투자 의견 매수에 Sum-of-part 밸류에이션에서 자회사 가치 상승 등을 반영하여 목표주가를 35,800 원으로 상향한다. Sum-of-part 밸류에이션에서 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다.

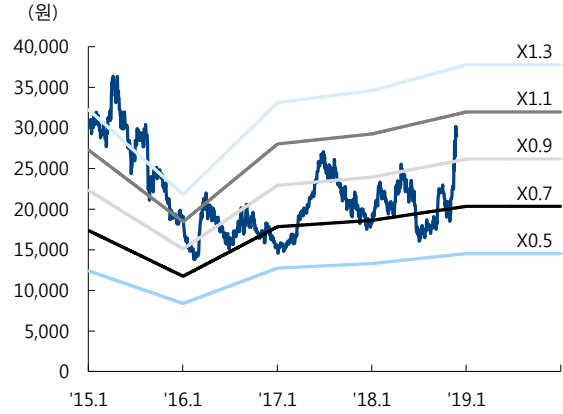
동사의 주가는 내년 예상기준으로 PBR 1.0 배로 거래되고 있어서 밸류에이션이 매력적인 수준이다. 유가하락 등으로 실적 턴어라운드 예상되는 환경하에서 향후 지배구조 개선 가능성이 추가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

그림10. 한진칼 PER 밴드



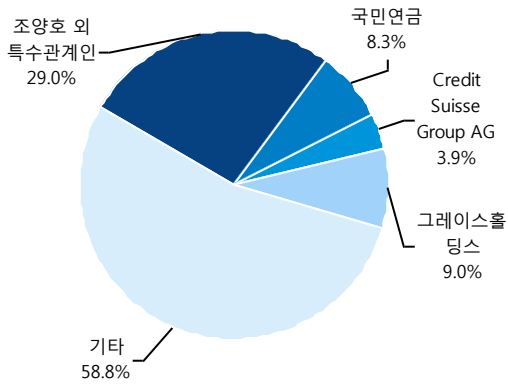
자료: Fnguide, 하이투자증권

그림11. 한진칼 PBR 밴드



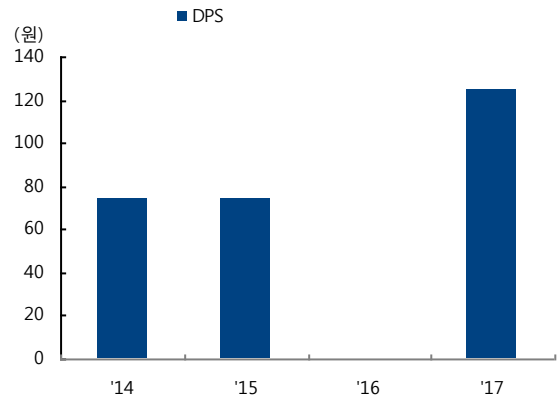
자료: Fnguide, 하이투자증권

그림12. 한진칼 주주 분포



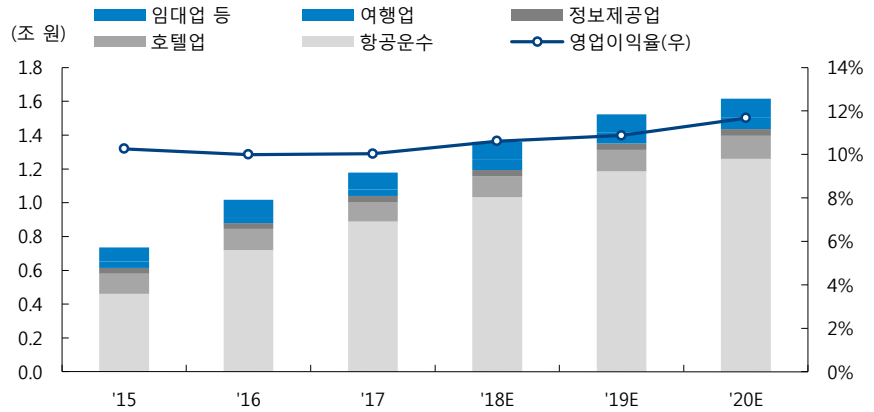
자료: 한진칼, 하이투자증권

그림13. 한진칼 DPS 추이



자료: 한진칼, 하이투자증권

그림14. 한진칼 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한진칼, 하이투자증권

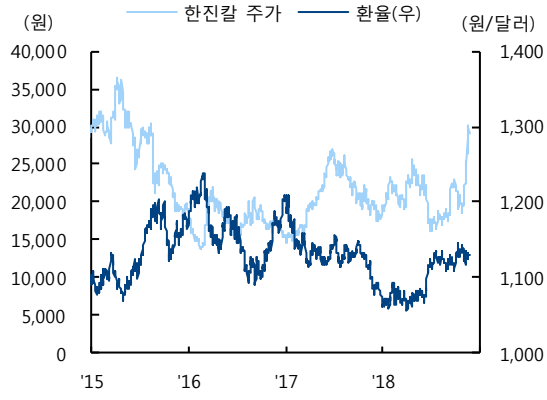
표8. 한진칼 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

자회사가치	18,272
영업가치	5,000
순차입금	1,915
우선주	171
NAV	21,186
발행주식수(자기주식제외)	59,170,436
주당 NAV(원)	35,805

자회사	지분율(%)	자회사 가치
대한항공	30.0%	9,235
칼호텔네트워크	100.0%	2,925
진에어	60.0%	3,005
제동레저	100.0%	266
토파스여행정보	94.4%	537
한진관광	100.0%	174
한진	22.2%	1,152
정석기업	48.3%	902
와이키리조트호텔		76

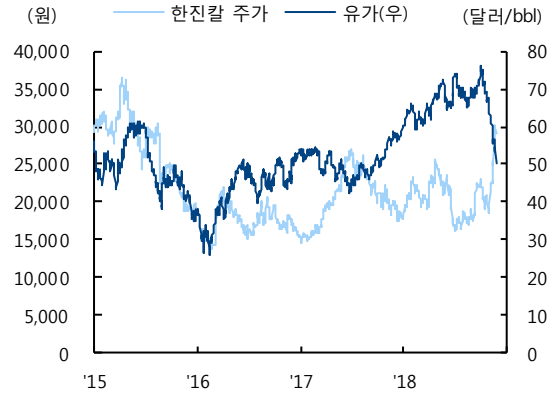
자료: 한진칼, 하이투자증권

그림15. 한진칼 주가 및 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림16. 한진칼 주가 및 유가 추이



자료: 한진칼, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

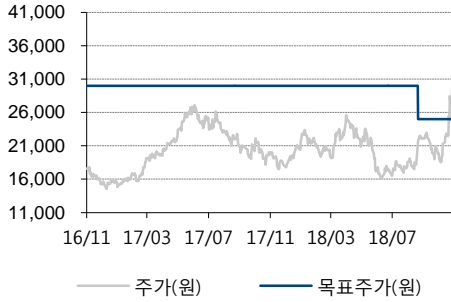
재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	726	770	799	856	매출액	1,150	1,328	1,486	1,576
현금 및 현금성자산	246	314	312	365	증가율(%)	16.0	15.5	11.9	6.1
단기금융자산	387	340	357	368	매출원가	932	1,073	1,204	1,266
매출채권	58	77	89	82	매출총이익	217	255	282	310
재고자산	2	2	2	3	판매비와관리비	102	114	121	126
비유동자산	2,050	2,108	2,283	2,497	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	592	553	516	484	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	6	4	3	2	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,776	2,878	3,082	3,353	영업이익	115	141	162	184
유동부채	736	769	822	877	증가율(%)	16.5	22.3	14.6	13.9
매입채무	6	7	8	8	영업이익률(%)	10.0	10.6	10.9	11.7
단기차입금	294	324	354	384	이자수익	6	7	7	7
유동성장기부채	87	70	70	70	이자비용	29	30	31	32
비유동부채	330	330	330	330	지분법이익(손실)	-	-18	96	130
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-2	1	-22	5
장기차입금	225	225	225	225	세전계속사업이익	268	101	211	294
부채총계	1,066	1,099	1,151	1,207	법인세비용	39	24	52	71
자배주주지분	1,521	1,588	1,735	1,944	세전계속이익률(%)	23.3	7.6	14.2	18.7
자본금	149	149	149	149	당기순이익	229	77	159	223
자본잉여금	1,141	1,141	1,141	1,141	순이익률(%)	19.9	5.8	10.7	14.1
이익잉여금	-294	-227	-80	129	자배주주귀속 순이익	222	74	154	216
기타자본항목	421	421	421	421	기타포괄이익	89	-	-	-
비자배주주지분	188	191	195	202	총포괄이익	318	77	159	223
자본총계	1,710	1,779	1,931	2,146	자배주주귀속총포괄이익	308	74	154	216

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	164	139	115	164	주당지표(원)				
당기순이익	229	77	159	223	EPS	3,717	1,245	2,587	3,620
유형자산감가상각비	41	40	36	33	BPS	25,481	26,602	29,065	32,561
무형자산상각비	2	2	1	1	CFPS	4,436	1,943	3,214	4,183
지분법관련손실(이익)	-	-18	96	130	DPS	125	125	125	125
투자활동 현금흐름	-313	200	136	142	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	1	-	-	-	PER	4.9	24.1	11.6	8.3
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-	PBR	0.7	1.1	1.0	0.9
금융상품의 증감	338	21	15	64	PCR	4.1	15.4	9.3	7.2
재무활동 현금흐름	314	260	278	278	EV/EBITDA	6.7	9.6	8.9	8.0
단기금융부채의증감	-132	12	30	30	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	17.6	4.8	9.3	11.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	13.8	13.7	13.4	13.8
배당금지급	-6	-7	-7	-7	부채비율	62.4	61.8	59.6	56.2
현금및현금성자산의증감	163	68	-2	53	순부채비율	-1.5	-2.0	-1.0	-2.5
기초현금및현금성자산	83	246	314	312	매출채권회전율(x)	19.7	19.7	17.9	18.4
기말현금및현금성자산	246	314	312	365	재고자산회전율(x)	600.3	648.0	638.3	622.2

자료 : 한진칼, 하이투자증권

**한진칼**  
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-11-17	Buy	30,000	1년	-33.1%	-14.8%
2018-09-14	Buy	25,000	1년	-11.5%	20.8%
2018-11-26	Buy	35,800	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-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

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 3 등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 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 2018-09-30 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-