



한진 (002320)

1Q20 Review: 시장기대치를 상회하는 호실적

▶ Analyst 김유혁 yuhyuk.kim@hanwha.com 3772-7638

Buy (유지)

목표주가(상향): 54,000원

| | |
|----------------|------------------|
| 현재 주가(4/16) | 44,500원 |
| 상승여력 | ▲21.3% |
| 시가총액 | 5,329억원 |
| 발행주식수 | 11,975천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 48,600 / 27,250원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 122.77억원 |
| 외국인 지분율 | 12.5% |
| 주주 구성 | |
| 한진칼 (외 5 인) | 27.7% |
| 국민연금공단 (외 1 인) | 7.4% |
| GS 홀소핑 (외 1 인) | 6.9% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|------|------|------|------|
| 절대수익률 | 27.1 | 27.1 | 49.3 | 1.6 |
| 상대수익률(KOSPI) | 18.9 | 44.5 | 60.2 | 19.0 |

(단위: 십억 원, %, 배)

| 재무정보 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,062 | 2,214 | 2,357 | 2,531 |
| 영업이익 | 91 | 117 | 126 | 143 |
| EBITDA | 212 | 232 | 242 | 263 |
| 지배주주순이익 | -3 | 19 | 32 | 49 |
| EPS | -261 | 1,569 | 2,667 | 4,115 |
| 순차입금 | 1,860 | 1,824 | 1,809 | 1,780 |
| PER | -115.0 | 28.4 | 16.7 | 10.8 |
| PBR | 0.4 | 0.58 | 0.6 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 10.5 | 10.1 | 9.7 | 8.8 |
| 배당수익률 | n/a | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| ROE | -0.3 | 2.0 | 3.4 | 5.0 |

주가 추이



동사의 1 분기 실적은 시장기대치를 상회했습니다. 코로나 19 로 온라인 소비가 집중되면서 물동량이 크게 증가한 점이 호실적의 주 요인입니다.

1Q20 Review: 시장기대치 상회

동사의 1분기 실적은 매출액 5,283억원(+11.2% 이하 YoY), 영업이익 246억원(+34.1%, OPM 4.7%)을 기록하며 시장기대치를 상회했다. 온라인 소비 집중에 따른 물동량 급증으로 택배사업부 실적(영업이익 100억원, +81.9%)이 크게 개선되었기 때문이다. 동사의 1분기 택배물동량은 1.04억박스(+24.9%), 평균단가는 2,237원(-1.1%)으로 추정된다. 기타 사업부 실적은 코로나19 영향으로 적자를 기록한 글로벌 부문을 제외하면 대체적으로 양호한 수준을 기록했을 것으로 예상된다.

택배와 하역 중심의 실적개선 + 비핵심자산 매각노력 지속

택배와 하역 중심의 실적개선세는 2021년까지 지속될 전망이다. 동사는 1) 2021년까지 일 44만박스의 택배 처리능력을 확대할 계획이고 (20년 +17만박스/일, '21년 +27만박스/일), 2) 올해 하역부문의 단가인상 가능성이 있기 때문이다. 비핵심자산 매각을 통한 재무구조 개선 노력도 지속되고 있다. 동사는 투자재원 마련을 위한 2,100억원 규모의 유휴자산 매각을 진행중이며, 최근 렌터카 사업 매각 또한 언론보도를 통해 알려진 바 있다. 이 같은 실적개선과 비핵심자산 매각은 동사의 차입금 축소로 이어지며 멀티플 할인요인을 해소시켜나갈 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 54,000원으로 상향 조정

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 42,000원에서 54,000원으로 28.6% 상향한다. 목표주가는 2020년 BPS 77,551원에 Target P/B 0.7배를 적용해 산출했다. 1) '20년, '21년 이익 추정치를 각각 7.5%, 2.1% 상향조정했고, 2) 비핵심자산 매각 등을 통한 재무구조 개선 가시성이 높아진 점을 반영해 멀티플을 상향했다.

최근 경방은 동사의 지분 6.44%를 신규로 취득했다고 공시했다. 지분 투자 이유는 단순투자 목적이란 밝혔으나, 한진칼의 사례를 고려하면 향후 투자목적 변경 및 추가 지분매입 가능성을 완전히 배제할 수 없다고 판단된다. 만약 한진의 경영권을 놓고 분쟁이 발생한다면, 기타 주주들의 지지를 얻기 위해 비핵심자산 매각 속도에 탄력이 붙을 가능성이 높다. 향후 주요주주 동향을 면밀히 모니터링할 계획이다.

[표1] 한진 2020년 1분기 실적

| 회사잠정 (십억원) | 당사 추정치 대비 | | 전년 동기 대비(YoY) | | 전분기 대비(QoQ) | | 시장 컨센서스 대비 | |
|---------------|-----------|----------------|---------------|-------|-------------|-------|------------|-------|
| | 1Q20P | 1Q20E 차이(%) | 1Q19 | 차이(%) | 4Q19 | 차이(%) | 1Q20E | 차이(%) |
| 매출액 | 528.3 | 527.5 0.1 | 475.2 | 11.2 | 537.9 | -1.8 | 515.3 | 2.5 |
| 영업이익 | 24.6 | 22.8 7.9 | 18.3 | 34.1 | 24.6 | -0.2 | 21.5 | 14.4 |
| 순이익 | - | -7.5 - | -2.9 | - | 12.7 | - | -8.0 | - |
| 이익률(%) | | | | | | | | |
| 영업이익 | 4.7 | 4.3 | 3.9 | | 4.6 | | 4.2 | |
| 순이익 | | -1.4 | -0.6 | | 2.4 | | -1.6 | |

자료: 한진, 한화투자증권 리서치센터

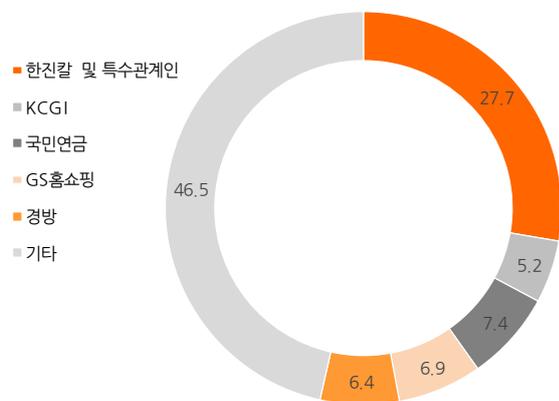
[표2] 한진 실적 추이

(단위: 십억 원)

| 구분 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20P | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2019 | 2020E | 2021E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 475 | 507 | 543 | 538 | 528 | 545 | 550 | 590 | 2,062 | 2,214 | 2,357 |
| 물류 | 177 | 186 | 184 | 187 | 188 | 184 | 184 | 190 | 733 | 746 | 741 |
| 육운 | 81 | 88 | 84.3 | 86 | 87 | 88 | 86 | 91 | 339 | 351 | 345 |
| 하역 | 84 | 84 | 85.8 | 86 | 87 | 82 | 84 | 84 | 340 | 337 | 341 |
| 해운 | 8 | 9 | 8.6 | 9 | 9 | 9 | 9 | 10 | 35 | 37 | 36 |
| 창고 | 5 | 5 | 5.0 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 19 | 21 | 20 |
| 국제 | 47 | 54 | 59.9 | 59 | 56 | 52 | 53 | 55 | 220 | 216 | 218 |
| 택배 | 189 | 197 | 212.9 | 233 | 234 | 234 | 244 | 270 | 833 | 982 | 1,118 |
| 차량 | 73 | 82 | 99.8 | 97 | 90 | 89 | 96 | 95 | 352 | 370 | 368 |
| 영업이익 | 18 | 22 | 26 | 25 | 25 | 27 | 33 | 33 | 91 | 117 | 126 |
| 영업이익률(%) | 3.9 | 4.3 | 4.7 | 4.6 | 4.7 | 4.9 | 5.9 | 5.6 | 4.4 | 5.3 | 5.3 |
| 순이익 | -3 | -5.7 | -7 | 13 | -6 | -4 | 0 | 30 | -3 | 20 | 34 |
| 순이익률(%) | -0.6 | -1.1 | -1.3 | 2.4 | -1.1 | -0.8 | 0.1 | 5.1 | -0.1 | 0.9 | 1.5 |
| YoY(%) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 5.7 | 5.2 | 10.6 | 1.7 | 11.2 | 7.7 | 1.4 | 9.6 | 5.7 | 7.3 | 6.5 |
| 물류 | 1.3 | -2.5 | -1.6 | -1.5 | 6.0 | -1.0 | 0.3 | 1.8 | -1.1 | 1.7 | -0.6 |
| 육운 | 9.5 | 5.9 | 2.2 | 2.0 | 7.9 | -0.0 | 1.9 | 4.8 | 4.7 | 3.6 | -1.7 |
| 하역 | -6.4 | -12.2 | -6.3 | -3.3 | 4.0 | -2.3 | -2.3 | -2.5 | -7.1 | -0.8 | 1.0 |
| 해운 | 11.9 | 32.4 | 16.6 | -15.6 | 8.5 | -4.4 | 5.6 | 14.3 | 8.6 | 5.8 | -2.7 |
| 창고 | 4.9 | -2.9 | -2.9 | -1.3 | 5.0 | 9.2 | 7.4 | 2.0 | -0.7 | 5.8 | -3.5 |
| 국제 | -21.6 | 3.1 | 19.6 | 9.3 | 19.1 | -4.6 | -11.9 | -5.5 | 1.6 | -1.7 | 0.6 |
| 택배 | 18.8 | 22.7 | 19.3 | 13.2 | 23.7 | 18.9 | 14.4 | 15.4 | 18.2 | 17.9 | 13.9 |
| 차량 | 25.7 | -6.1 | 19.6 | 17.2 | 23.0 | 8.4 | -3.6 | -2.7 | 12.9 | 5.0 | -0.4 |
| 영업이익 | 198.1 | 63.9 | 122.6 | 124.8 | 34.2 | 22.4 | 26.4 | 34.5 | 115.6 | 29.2 | 7.2 |
| 순이익 | 적전 | 적전 | 적지 | 흑전 | 적지 | 적지 | 흑전 | 135.0 | 적전 | 흑전 | 70.0 |

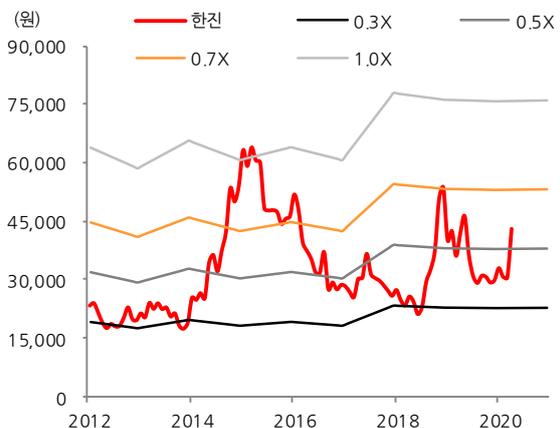
주: 전체매출, 영업이익과 택배사업부 매출 영업이익을 제외한 나머지 사업부 실적은 한화 추정치 / 자료: 한진, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한진 주요주주 현황



자료: 한진, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한진 12M Fwd P/B 밴드차트



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,951 | 2,062 | 2,214 | 2,357 | 2,531 |
| 매출총이익 | 118 | 169 | 203 | 217 | 241 |
| 영업이익 | 42 | 91 | 117 | 126 | 143 |
| EBITDA | 112 | 212 | 232 | 242 | 263 |
| 순이자손익 | -49 | -104 | -114 | -108 | -107 |
| 외화관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 1 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 67 | -6 | 20 | 34 | 53 |
| 당기순이익 | 46 | -3 | 20 | 34 | 53 |
| 지배주주순이익 | 46 | -3 | 19 | 32 | 49 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 7.6 | 5.7 | 7.3 | 6.5 | 7.4 |
| 영업이익 | 95.0 | 115.4 | 29.2 | 7.2 | 13.9 |
| EBITDA | 24.4 | 88.7 | 9.5 | 4.0 | 8.7 |
| 순이익 | 흑전 | 적전 | 흑전 | 70.0 | 54.3 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 6.0 | 8.2 | 9.2 | 9.2 | 9.5 |
| 영업이익률 | 2.2 | 4.4 | 5.3 | 5.3 | 5.7 |
| EBITDA 이익률 | 5.8 | 10.3 | 10.5 | 10.2 | 10.4 |
| 세전이익률 | 3.4 | -0.3 | 0.9 | 1.5 | 2.1 |
| 순이익률 | 2.3 | -0.1 | 0.9 | 1.5 | 2.1 |

현금흐름표 (단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업현금흐름 | 116 | 167 | 148 | 172 | 185 |
| 당기순이익 | 46 | -3 | 20 | 34 | 53 |
| 자산상각비 | 70 | 121 | 115 | 116 | 120 |
| 운전자본증감 | 7 | -28 | 9 | 22 | 12 |
| 매출채권 감소(증가) | -7 | 10 | -10 | 4 | -10 |
| 재고자산 감소(증가) | 9 | 5 | 0 | 0 | -1 |
| 매입채무 증가(감소) | 5 | -23 | 6 | 9 | 12 |
| 투자현금흐름 | -57 | -77 | -106 | -151 | -150 |
| 유형자산처분(취득) | -81 | -97 | -102 | -151 | -150 |
| 무형자산 감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산 감소(증가) | -13 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 재무현금흐름 | -6 | -120 | -56 | -16 | -36 |
| 차입금의 증가(감소) | 40 | -60 | -50 | -10 | -30 |
| 자본의 증가(감소) | -5 | -15 | -6 | -6 | -6 |
| 배당금의 지급 | 5 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 총현금흐름 | 105 | 220 | 139 | 150 | 173 |
| (-)운전자본증가(감소) | -34 | 15 | -9 | -22 | -12 |
| (-)설비투자 | 83 | 103 | 102 | 151 | 150 |
| (+)자산매각 | 1 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| Free Cash Flow | 58 | 108 | 46 | 21 | 34 |
| (-)기타투자 | -9 | -8 | 4 | 0 | 0 |
| 잉여현금 | 67 | 116 | 42 | 21 | 34 |
| NOPLAT | 29 | 66 | 85 | 91 | 104 |
| (+) Dep | 70 | 121 | 115 | 116 | 120 |
| (-)운전자본투자 | -34 | 15 | -9 | -22 | -12 |
| (-)Capex | 83 | 103 | 102 | 151 | 150 |
| OpFCF | 50 | 69 | 107 | 78 | 85 |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 440 | 418 | 416 | 420 | 431 |
| 현금성자산 | 172 | 151 | 137 | 142 | 141 |
| 매출채권 | 220 | 231 | 241 | 237 | 247 |
| 재고자산 | 7 | 9 | 9 | 9 | 11 |
| 비유동자산 | 2,221 | 3,131 | 3,118 | 3,153 | 3,184 |
| 투자자산 | 267 | 1,234 | 1,238 | 1,238 | 1,238 |
| 유형자산 | 1,506 | 1,449 | 1,436 | 1,471 | 1,502 |
| 무형자산 | 442 | 444 | 444 | 444 | 444 |
| 자산총계 | 2,661 | 3,548 | 3,534 | 3,573 | 3,615 |
| 유동부채 | 783 | 516 | 487 | 498 | 493 |
| 매입채무 | 55 | 65 | 71 | 80 | 91 |
| 유동성이자부채 | 545 | 295 | 245 | 235 | 205 |
| 비유동부채 | 811 | 1,978 | 1,978 | 1,978 | 1,978 |
| 비유동이자부채 | 550 | 1,717 | 1,717 | 1,717 | 1,717 |
| 부채총계 | 1,594 | 2,494 | 2,466 | 2,476 | 2,471 |
| 자본금 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 자본잉여금 | 80 | 90 | 90 | 90 | 90 |
| 이익잉여금 | 590 | 573 | 587 | 616 | 663 |
| 자본조정 | 186 | 187 | 187 | 187 | 187 |
| 자기주식 | -6 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 1,067 | 1,054 | 1,068 | 1,097 | 1,144 |

주요지표 (단위: 원, 배)

| 12 월 결산 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 3,818 | -261 | 1,569 | 2,667 | 4,115 |
| BPS | 76,536 | 75,968 | 77,159 | 79,543 | 83,490 |
| DPS | 500 | 500 | 490 | 490 | 490 |
| CFPS | 8,767 | 18,349 | 11,633 | 12,560 | 14,424 |
| ROA(%) | 1.8 | -0.1 | 0.5 | 0.9 | 1.4 |
| ROE(%) | 5.6 | -0.3 | 2.0 | 3.4 | 5.0 |
| ROIC(%) | 1.6 | 2.8 | 3.0 | 3.2 | 3.6 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | 14.1 | -115.0 | 28.4 | 16.7 | 10.8 |
| PBR | 0.7 | 0.4 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| PSR | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| PCR | 6.1 | 1.6 | 3.8 | 3.5 | 3.1 |
| EV/EBITDA | 13.9 | 10.5 | 10.1 | 9.7 | 8.8 |
| 배당수익률 | 0.9 | 1.7 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 149.4 | 236.7 | 230.8 | 225.8 | 216.0 |
| Net debt/Equity | 86.5 | 176.5 | 170.8 | 164.9 | 155.6 |
| Net debt/EBITDA | 820.9 | 876.9 | 785.5 | 748.9 | 677.9 |
| 유동비율 | 56.2 | 80.9 | 85.3 | 84.3 | 87.4 |
| 이자보상배율(배) | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 1.3 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 80.8 | 66.7 | 67.3 | 67.4 | 67.5 |
| 현금+투자자산 | 19.2 | 33.3 | 32.7 | 32.6 | 32.5 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 50.6 | 65.6 | 64.7 | 64.0 | 62.7 |
| 자기자본 | 49.4 | 34.4 | 35.3 | 36.0 | 37.3 |

[Compliance Notice]

(공표일: 2020년 4월 17일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김유혁)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한진 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

| | | | | | |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일시 | 2019.12.02 | 2019.12.02 | 2020.01.14 | 2020.01.15 | 2020.04.17 |
| 투자의견 | 담당자변경 | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 김유혁 | 42,000 | 42,000 | 42,000 | 54,000 |

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2019.12.02 | Buy | 42,000 | -20.32 | 11.31 |
| 2020.04.17 | Buy | 54,000 | | |

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 3월 31일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 93.4% | 6.6% | 0.0% | 100.0% |