

SK COMPANY Analysis



Analyst
최관순
ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

Company Data

자본금	1,333 억원
발행주식수	5,971 만주
자사주	0 만주
액면가	2,500 원
시가총액	11,923 억원
주요주주	
조양호(외14)	29.52%
국민연금공단	11.45%
외국인지분률	4.30%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(16/08/16)	20,150 원
KOSPI	2050.47 pt
52주 Beta	1.57
52주 최고가	29,149 원
52주 최저가	13,792 원
60일 평균 거래대금	70 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	28.3%	24.6%
6개월	46.1%	30.8%
12개월	-30.3%	-32.8%

한진칼 (180640/KS | Not Rated)

성장기조 유지. 한진해운 처리방안이 주가 결정 변수

한진칼 2Q16 실적은 진에어의 성장성을 확인하였으나 비용증가에 따라 시장기대치를 하회하는 영업이익을 기록하였다. 하지만 하반기 진에어 성장 기조는 유효하고 수익성 개선도 예상된다. 향후 한진칼의 주가는 손자회사인 한진해운에 의해 결정될 전망이다. 용선료 협상, 그룹의 추가지원 등 불확실성은 존재한다. 하지만 불확실성 해소 이후 진에어에 대한 가치가 점차 부각될 수 있을 전망이다

2Q16: 비수기에도 성장성은 유지. 이익은 예상보다 하회

한진칼 2Q16 실적은 매출액 2,134 억원(-12.8% qoq), 영업이익 47 억원(-88.3%, OPM: 2.2%)이다. 시장기대치(영업이익: 154 억원)를 하회하는 실적이다. 진에어는 항공기 7대 추가 도입과 국제선 신규노선 취항으로 전년 동기 대비 매출액이 55.5% 성장하며 시장기대치에 부합했으나 비용확대에 따라 영업이익이 적자전환한 영향이 컸다. 또한 2분기 여행업 비수기와 테러 등의 영향도 있었던 것으로 판단된다.

진에어의 성장기조 유지

한진칼이 100% 지분을 보유하고 있는 저비용항공사(LCC, Low Cost Carrier)의 높은 성장이 기대된다. B777-200ER를 포함한 7대의 항공기 추가도입과 신규노선 취항으로 탑라인 성장이 예상되는 가운데 유가하락 등 대외 변수도 우호적이다. 동일한 저가항공사인 제주항공의 경우 현재 시가총액 9,633 억원으로, 2016년 이익 수준은 진에어가 다소 낮을 것으로 예상되지만 매출 및 영업이익 성장성 측면에서는 제주항공을 능가할 것으로 예상된다.

한진해운 리스크가 주가의 방향성 결정

현 상태에서 한진칼의 주가는 손자회사인 한진해운이 가장 큰 리스크이다. 현재 한진해운은 채권단자율협약 기한이 9월 4일로 연장되었으나 한진해운이 내년까지 필요한 1조 2,000 억원에 대한 조달방안과 용선료 협상 등 향후 불확실성은 여전하다. 한진해운의 처리 결과에 따라 지주회사 한진칼의 주가 방향성도 결정될 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	2,414	6,250	7,223	9,875	11,480	13,013
yoy	%	0.0	158.9	15.6	36.7	16.3	13.4
영업이익	억원	290	755	743	915	1,222	1,448
yoy	%	0.0	160.6	-1.7	23.2	33.5	18.4
EBITDA	억원	365	975	1,039	1,385	1,870	2,421
세전이익	억원	198	3,862	-1,913	-512	1,031	1,269
순이익(지배주주)	억원	129	2,175	-2,164	-794	804	1,011
영업이익률%	%	12.0	12.1	10.3	9.3	10.7	11.1
EBITDA%	%	15.1	15.6	14.4	14.0	16.3	18.6
순이익률	%	6.7	47.9	-28.4	-7.1	7.8	8.5
EPS	원	451	6,741	-4,070	-1,398	1,416	1,782
PER	배	35.6	4.5	N/A	N/A	14.2	11.3
PBR	배	0.8	1.1	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	22.4	21.3	13.8	11.6	8.3	6.0
ROE	%	2.2	21.9	-15.9	-6.2	6.3	7.4
순차입금	억원	1,742	2,218	2,648	2,694	2,079	977
부채비율	%	88.2	48.3	60.6	80.8	79.7	77.0

진에어 가치에 따른 목표주가 변동 내용

현재 한진칼이 보유하고 있는 자회사 가치의 합은 1,87 조원(진에어 Target PER 16 배 적용)으로 추정된다. 이 중 대한항공은 한진해운의 처리방향에 따라 가치의 변동이 커질 수 있다. 진에어는 성장성을 고려 시 제주항공 이상의 멀티플 부여도 가능할 것으로 예상한다.

한진칼 자회사 가치 (단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	대한항공	22,799	31.5%		7,173
	한진	3,760	31.0%		1,166
비상장사	정석기업			902	902
	한진관광			174	174
	토파스여행정보			220	220
	진에어			22	5,887
	자동레저			266	266
	칼호텔네트워크			2,925	2,925
합계					18,712

자료 SK 증권 한진칼

주. 진에어은 2016 년 제주항공과 아시아나항공 평균 PER 16.0 배 적용하여 산정

진에어 멀티플 및 할인율에 따른 목표주가 민감도 분석 (단위: 배, 원)

자회사 할인율	진에어 Target PER				
	10	15	20	25	30
0%	24,288	27,778	31,269	34,760	38,250
10%	21,159	24,301	27,442	30,584	33,726
20%	18,031	20,823	23,616	26,408	29,201
30%	14,903	17,346	19,790	22,233	24,676
40%	11,774	13,869	15,963	18,057	20,152

자료 SK 증권

주. 목표주가 산정 시 순차입금 3,692 억원 고려

제주항공과 진에어 비교 (단위: 억원)

	2015		2016	
	제주항공	진에어	제주항공	진에어
매출액	6,081	4,613	7,440	7,185
영업이익	514	297	730	481
당기순이익	472	227	599	368
매출액 증가율			22.3%	55.8%
영업이익 증가율			42.0%	62.3%
당기순이익 증가율			27.1%	62.3%

자료 SK 증권

한진칼 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
영업수익	1,756	1,563	1,887	2,016	2,446	2,134	2,677	2,618	7,222	9,875	11,480
항공운송업	1,070	935	1,231	1,377	1,800	1,454	1,987	1,944	4,613	7,185	8,547
호텔업	271	284	322	313	285	312	338	332	1,190	1,267	1,330
정보제공업	153	54	60	63	100	78	58	70	330	306	302
여행업	87	116	102	80	79	98	115	87	385	379	395
임대업 등	274	182	187	185	413	200	191	190	828	994	996
연결조정 등	-99	-8	-15	-2	-231	-9	-12	-5	-124	-256	-90
영업이익	296	99	220	128	400	47	335	134	743	916	1,222
항공운송업	128	11	136	22	272	-72	246	35	297	481	711
호텔업	-22	-12	5	19	-11	-2	-11	-11	-10	-35	-44
정보제공업	101	13	9	8	53	27	18	18	131	117	106
여행업	-3	10	-5	-4	-8	3	-4	1	-2	-9	-1
임대업 등	181	77	75	83	318	93	86	91	416	588	553
연결조정 등	-89	-	-	-	-224	-2	-	-	-89	-226	-103
영업이익률	16.9%	6.3%	11.7%	6.3%	16.4%	2.2%	12.5%	5.1%	10.3%	9.3%	10.6%

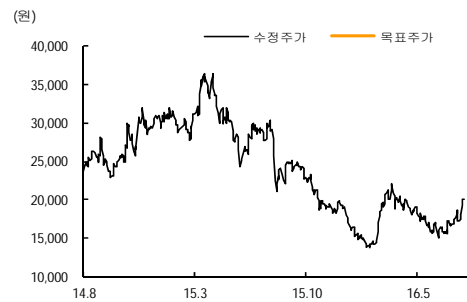
자료: SK 증권 한진칼

한진해운은 기활법인 아닌 기촉법
적용대상

한진해운의 경우 기활법상 적용대상은 아닐 것으로 예상된다. 정부에서 추진하고 있는 3트랙의 구조조정 전략 중 기활법이 아닌 기촉법상 구조조정 대상이기 때문이다. 신용등급 C 등급의 경우 원칙적으로 워크아웃 대상이며 추후 법정관리 가능성도 있다. 그룹의 추가적인 지원 및 용선료 협상 여부 등에 따라 한진해운과 한진칼의 추가 방향성이 결정될 전망이다.

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.08.16	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 8월 16일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,378	3,306	4,870	5,628	6,879
현금및현금성자산	980	1,211	2,263	2,878	3,979
매출채권및기타채권	396	533	693	794	900
재고자산	21	20	27	30	35
비유동자산	20,790	19,844	19,588	20,222	20,466
장기금융자산	204	173	191	191	191
유형자산	6,050	5,807	5,671	5,412	5,170
무형자산	102	90	1,017	1,750	2,141
자산총계	24,168	23,150	24,458	25,851	27,345
유동부채	3,072	3,662	5,612	6,013	6,432
단기금융부채	1,725	1,555	2,876	2,876	2,876
매입채무 및 기타채무	151	206	268	307	348
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4,795	5,069	5,318	5,454	5,466
장기금융부채	3,245	3,648	3,712	3,712	3,712
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,866	8,731	10,930	11,466	11,898
지배주주지분	13,995	13,223	12,348	13,153	14,166
자본금	1,325	1,333	1,333	1,333	1,333
자본잉여금	10,647	10,673	10,673	10,673	10,673
기타자본구성요소	-157	991	992	992	992
자기주식	-134	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	2,455	208	-616	143	1,110
비지배주주지분	2,307	1,197	1,181	1,231	1,281
자본총계	16,302	14,419	13,529	14,384	15,447
부채외자본총계	24,168	23,150	24,458	25,851	27,345

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,085	1,124	1,484	2,025	2,454
당기순이익(손실)	2,993	-2,052	-698	900	1,107
비현금성항목등	-1,977	3,126	2,086	970	1,313
유형자산감가상각비	207	274	274	259	242
무형자산상각비	13	22	196	389	731
기타	-1,133	101	-2	-5	-5
운전자본감소(증가)	188	207	225	261	195
매출채권및기타채권의 감소(증가)	44	-143	-126	-101	-106
재고자산감소(증가)	-4	1	-6	-4	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-5	40	20	39	41
기타	153	309	337	327	264
법인세납부	-119	-156	-129	-106	-161
투자활동현금흐름	-754	-861	-1,442	-1,090	-1,033
금융자산감소(증가)	153	448	-311	0	0
유형자산감소(증가)	-1,038	-71	-12	0	0
무형자산감소(증가)	-35	-8	-1,123	-1,123	-1,123
기타	167	-1,229	3	32	89
재무활동현금흐름	-321	-40	1,016	-320	-320
단기금융부채증가(감소)	-18	-223	1,281	0	0
장기금융부채증가(감소)	143	434	-1	0	0
자본의증가(감소)	-206	38	0	0	0
배당금의 지급	-47	-88	-40	-44	-44
기타	-193	-201	-263	-275	-275
현금의 증가(감소)	8	231	1,051	615	1,102
기초현금	972	980	1,211	2,263	2,878
기말현금	980	1,211	2,263	2,878	3,979
FCF	37	1,305	713	803	1,309

자료 : 한진칼, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	6,250	7,223	9,875	11,480	13,013
매출원가	4,789	5,631	7,819	9,005	10,252
매출총이익	1,460	1,592	2,055	2,474	2,761
매출총이익률 (%)	23.4	22.0	20.8	21.6	21.2
판매비외관리비	705	849	1,140	1,252	1,313
영업이익	755	743	915	1,222	1,448
영업이익률 (%)	12.1	10.3	9.3	10.7	11.1
비영업손익	3,107	-2,656	-1,427	-191	-179
순금융비용	107	172	204	198	186
외환관련손익	5	10	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	2,032	-2,429	-1,233	0	0
세전계속사업이익	3,862	-1,913	-512	1,031	1,269
세전계속사업이익률 (%)	61.8	-26.5	-5.2	9.0	9.8
계속사업법인세	869	139	186	131	161
계속사업이익	2,993	-2,052	-698	900	1,107
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,993	-2,052	-698	900	1,107
순이익률 (%)	47.9	-28.4	-7.1	7.8	8.5
지배주주	2,175	-2,164	-794	804	1,011
지배주주귀속 순이익률(%)	34.8	-29.96	-8.04	7	7.77
비지배주주	818	112	96	96	96
총포괄이익	2,653	-1,840	-785	900	1,107
지배주주	1,823	-1,915	-835	850	1,058
비지배주주	830	76	50	50	50
EBITDA	975	1,039	1,385	1,870	2,421

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	1589	15.6	36.7	16.3	13.4
영업이익	160.6	-1.7	23.2	33.5	18.4
세전계속사업이익	1,854.0	적전	적지	흑전	23.0
EBITDA	167.2	6.5	33.4	35.0	29.4
EPS(계속사업)	1,394.5	적전	적지	흑전	25.8
수익성 (%)					
ROE	21.9	-15.9	-6.2	6.3	7.4
ROA	15.6	-8.7	-2.9	3.6	4.2
EBITDA마진	15.6	14.4	14.0	16.3	18.6
안정성 (%)					
유동비율	110.0	90.3	86.8	93.6	107.0
부채비율	48.3	60.6	80.8	79.7	77.0
순차입금/자기자본	13.6	18.4	19.9	14.5	6.3
EBITDA/이자비용(배)	5.2	4.7	5.2	6.8	8.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,741	-4,070	-1,398	1,416	1,782
BPS	26,396	24,803	20,680	22,030	23,726
CFPS	7,423	-3,513	-570	2,558	3,496
주당 현금배당금	75	75	75	75	75
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.7	N/A	N/A	15.5	12.4
PER(최저)	2.4	N/A	N/A	9.7	7.7
PBR(최고)	1.2	1.5	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
PCR	4.1	-5.4	-35.2	7.8	5.7
EV/EBITDA(최고)	22.3	22.6	11.6	8.3	6.0
EV/EBITDA(최저)	9.5	13.3	8.4	5.9	4.1