

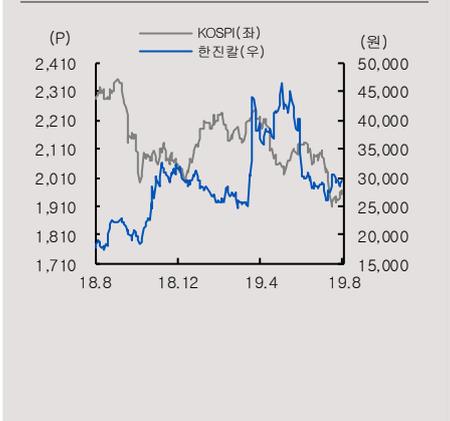
Company Update

Analyst 김장원
02) 6915-5661
jwkim@ibks.com

종립 (유지)

목표주가	24,000원
현재가 (8/23)	29,500원

KOSPI (8/23)	1,948.30pt		
시가총액	1,765십억원		
발행주식수	59,707천주		
액면가	2,500원		
52주 최고가	46,400원		
최저가	17,500원		
60일 일평균거래대금	34십억원		
외국인 지분율	12.3%		
배당수익률 (2019F)	1.1%		
주주구성			
조양호 외 9 인	28.93%		
그레이스홀딩스 외 4 인	15.98%		
주가상승	1M	6M	12M
상대기준	11%	32%	94%
절대기준	3%	16%	65%
	현재	직전	변동
투자 의견	종립	종립	-
목표주가	24,000	24,000	-
EPS(19)	-2,039	1,180	▼
EPS(20)	698	1,307	▼



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

한진칼 (180640)

관심 둔화

19.2Q 실적 부진

연결 종속기업의 만형이라 할 수 있는 진에어가 부진했고, 지분법이익으로 반영되는 대한항공과 한진도 부진했을 뿐만 아니라 연결 종속기업의 비상장계열사도 부진한 전체적으로 미흡한 분기였다. 비상장계열사는 규모면에서 영향력이 미미한 수준으로 진에어와 대한항공의 부진이 사상 큰 영향을 미쳤다.

성수기로 진입하지만 수익 변수는 비우호적

진에어의 실적 부진 원인 중에 기재 추가와 노선 자율권 제약이 적지 않은 영향을 미쳤을 것으로 판단하는데, 이 부분이 완전히 해소되었다고 보기 힘들어 성수기에 진입한다 하더라도 실적 개선은 제한적일 가능성이 높아 보인다. 더군다나 일부 노선의 수요 감소도 최대 성수기의 효과를 퇴색시키는 요인으로 작용할 가능성이 높다. 그렇다고 다른 계열사에 기대를 하기에는 규모가 턱없이 작다.

실적에 기반하지 않아 높은 변동성에 직면

주가가 고점대비 많이 하락했지만 실적과 계열사 가치(시가총액)를 감안하면 지금도 높은 수준이다. 지난해부터 상승세는 실적을 기초한 것이 아니라 행동주의 펀드의 경영참가 목적 지분 매입과 회장의 갑작스런 타계가 지분 경쟁 가능성 등 수급의 영향이 컸다고 판단하는데, 최근 주가 하락은 수급에 영향을 미치는 변수가 기대와 다른 방향으로 움직였기 때문이다. 주가가 수급에 영향을 많이 받다 보니 결국 수급으로 밖에 설명할 수 없는 상황이 되었다. 하반기는 계절적 성수기로 실적 회복이 예상되나, 주가를 움직이는 영향력은 제한적이고, 주식 수급도 이전만큼의 영향력을 보여주기 어려울 것 같다. 대부분의 현상에는 작용과 반작용이 있어 외부의 압박은 내부의 결속력을 높여주는 결과를 낳기도 한다. 종립 의견을 유지하고, 현재 목표주가 기업 내재가치보다 높은 수준이나, 하반기 실적 개선 가능성과 현 주가보다 낮은 수준이라는 점을 고려해 기존 목표주가를 유지한다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,150	1,305	1,230	1,224	1,262
영업이익	115	109	67	76	87
세전이익	268	1	-99	83	109
지배주주순이익	222	-41	-122	42	55
EPS(원)	3,717	-683	-2,039	698	914
증가율(%)	-152.6	-118.4	198.4	-134.2	31.0
영업이익률(%)	10.0	8.4	5.4	6.2	6.9
순이익률(%)	19.9	-1.4	-9.3	5.2	6.7
ROE(%)	17.6	-2.7	-8.6	3.1	3.9
PER	4.9	-43.6	-13.9	40.6	31.0
PBR	0.7	1.2	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	8.2	13.8	16.9	17.4	16.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

2019년 2분기 한진칼 연결 매출은 감소했고, 영업이익은 -155억원 적자로 전환됐으며, 순이익은 관계기업의 대규모 손손실에 의한 지분법손실로 -1,513억원을 기록했다. 대한항공과 한진은 한진칼의 순이익에만 영향을 미치지만, 진에어는 주식이 상장된 이후에도 종속기업으로 잔류하여 모든 실적 항목에 영향을 미치고 있다.

2분기가 항공산업에 비수기라는 점을 감안하더라도 진에어의 실적은 실망스럽다. 결국 기재 도입과 노선에 제약을 받았던 규제 영향이 컸다고 볼 수 밖에 없다. 사실 종속기업의 면면을 봤을 때 진에어가 한진칼의 매출과 영업이익의 전부라고 해도 과언이 아닐 정도다. 비교적 꾸준한 모습을 보여줬던 토파스여행정보와 정석기업도 부진했고, 칼호텔네트워크도 적자폭은 줄였지만 적자에서 못 벗어나고 있는 실정이다.

3분기는 여행업의 성수기로 수익이 개선되겠지만, 일부 노선의 수요 감소 등이 수익에 지장을 줄 것으로 예상된다.

표 1. 19.2Q 실적

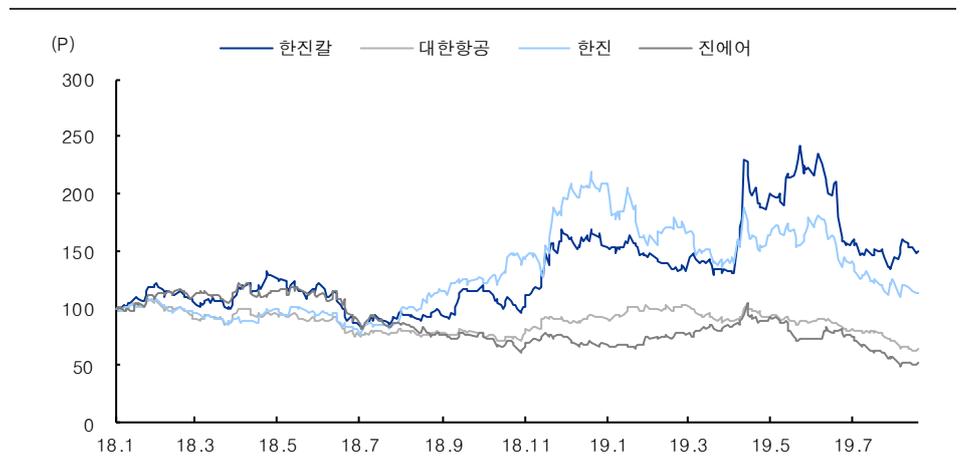
(억원, %)

		매출		영업이익			순이익			
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ			
지주	한진칼	2,882	-4.6	-19.3	-155	적전	적전	-1,513	적확	적전
	진에어	2,140	-5.5	-26.2	-266	적전	적전	-244	적전	적전
종속 기업	토파스	89	-2.5	-5.0	38	-2.9	-13.9	31	-12.0	-12.7
	칼호텔	266	3.3	9.5	-8	적축	적축	-32	적축	적축
	정석기업	106	-2.2	-2.0	25	-51.4	-30.6	21	-48.5	-25.5
관계 기업	대한항공	31,210	0.5	-0.6	-986	적전	적전	-3,963	적확	적확
	한진	5,065	5.2	6.6	219	63.9	19.5	-57	적전	적지

주: 관계기업은 한진칼 실적에 지분법손익으로 반영 자료: 사업보고서

2018년 이후 주가 흐름에서 한진칼이 계열사보다 높은 수준을 나타내고 있다. 지주회사의 주가가 계열사의 가치에 의한다고 했을 때 상장 계열사보다 높다는 것은 다른 가치가 있다는 것을 의미하는데 순수지주회사로 비상장계열사의 실적과 성장성을 감안할 때 설득력이 떨어져 행동주의 펀드의 경영참가 목적 지분 매입과 조양호 회장 타계로 지분 경쟁 가능성이 대두된 이유가 절대적인 영향을 미쳤기 때문이다.

그림 1. 한진칼 및 주요 계열사 주가 흐름



주: 2018년 1월 2일 종가를 100으로 기준 자료: Fngudie, IBK투자증권

한진칼 (180640)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,150	1,305	1,230	1,224	1,262
증가율(%)	16.0	13.5	-5.7	-0.5	3.1
매출원가	932	1,046	1,016	1,004	1,030
매출총이익	217	259	213	220	232
매출총이익률 (%)	18.9	19.8	17.3	18.0	18.4
판매비	102	150	146	144	145
판매비율(%)	8.9	11.5	11.9	11.8	11.5
영업이익	115	109	67	76	87
증가율(%)	16.2	-5.2	-38.5	13.4	14.5
영업이익률(%)	10.0	8.4	5.4	6.2	6.9
순금융손익	-22	-12	-39	-41	-40
이자손익	-23	-12	-39	-41	-40
기타	1	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-5	-4	2	2
종속/관계기업손익	177	-91	-123	47	60
세전이익	268	1	-99	83	109
법인세	39	19	14	19	25
법인세율	14.6	1,900.0	-14.1	22.9	22.9
계속사업이익	229	-18	-114	64	84
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	229	-18	-114	64	84
증가율(%)	-157.8	-107.9	533.3	-156.1	31.3
당기순이익률 (%)	19.9	-1.4	-9.3	5.2	6.7
지배주주당기순이익	222	-41	-122	42	55
기타포괄이익	89	22	4	0	0
총포괄이익	318	4	-109	64	84
EBITDA	158	154	135	131	136
증가율(%)	17.0	-2.5	-12.3	-3.0	3.8
EBITDA마진율(%)	13.7	11.8	11.0	10.7	10.8

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,717	-683	-2,039	698	914
BPS	25,481	24,818	22,549	22,950	23,567
DPS	125	300	300	300	300
밸류에이션(배)					
PER	4.9	-43.6	-13.9	40.6	31.0
PBR	0.7	1.2	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	8.2	13.8	16.9	17.4	16.7
성장성지표(%)					
매출증가율	16.0	13.5	-5.8	-0.4	3.1
EPS증가율	-152.6	-118.4	198.4	-134.2	31.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	1.0	1.1	1.1	1.1
ROE	17.6	-2.7	-8.6	3.1	3.9
ROA	9.5	-0.6	-4.0	2.2	2.8
ROIC	59.0	-4.5	-34.5	32.6	47.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	62.4	67.0	86.8	83.4	79.3
순차입금 비율(%)	1.0	8.8	25.0	22.1	19.2
이자보상배율(배)	4.0	4.5	1.4	1.5	1.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	21.1	24.8	21.4	19.2	19.0
재고자산회전율	600.3	363.0	130.3	88.3	87.3
총자산회전율	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	726	854	744	773	798
현금및현금성자산	246	97	93	106	115
유가증권	372	486	264	275	286
매출채권	53	52	62	65	68
재고자산	2	5	14	14	15
비유동자산	2,050	1,957	2,150	2,155	2,183
유형자산	592	640	598	568	545
무형자산	6	10	9	7	6
투자자산	1,107	944	819	868	930
자산총계	2,776	2,811	2,895	2,928	2,981
유동부채	736	652	716	704	691
매입채무및기타채무	6	6	13	13	14
단기차입금	294	329	208	205	202
유동성장기부채	87	25	-2	-7	-12
비유동부채	330	475	629	628	627
사채	0	69	0	-5	-10
장기차입금	225	299	297	297	297
부채총계	1,066	1,128	1,345	1,332	1,318
지배주주지분	1,521	1,482	1,346	1,370	1,407
자본금	149	149	149	149	149
자본잉여금	1,141	1,141	1,141	1,141	1,141
자본조정등	421	420	353	353	353
기타포괄이익누계액	104	182	187	187	187
이익잉여금	-294	-410	-483	-460	-423
비지배주주지분	188	202	203	226	255
자본총계	1,710	1,684	1,550	1,596	1,662
비이자부채	431	397	600	599	599
총차입금	635	731	745	733	719
순차입금	17	148	388	352	319

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	164	78	81	69	69
당기순이익	229	-18	-114	64	84
비현금성 비용 및 수익	-56	181	247	48	27
유형자산감가상각비	41	43	66	53	47
무형자산상각비	2	3	2	2	1
운전자본변동	9	-7	-21	-2	-2
매출채권등의 감소	-2	3	1	-3	-3
재고자산의 감소	0	-3	-8	-1	-1
매입채무등의 증가	1	0	8	1	1
기타 영업현금흐름	-18	-78	-31	-41	-40
투자활동 현금흐름	-313	-282	94	-25	-29
유형자산의 증가(CAPEX)	-17	-7	-19	-23	-25
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-2	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-125	-7	-2	-2	-2
기타	-171	-266	115	0	-2
재무활동 현금흐름	314	54	-179	-31	-31
차입금의 증가(감소)	225	-1	0	0	0
자본의 증가	95	0	0	5	5
기타	-6	55	-179	-36	-36
기타 및 조정	-2	1	0	0	0
현금의 증가	163	-149	-4	13	9
기초현금	83	246	97	93	106
기말현금	246	97	93	106	115

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.08.23~2019.08.23)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	88
중립	18	12
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

