

한진칼 (180640)

양지환 jhwanyang@daishin.com 이지수 jane.lee@daishin.com

투자 의견 Marketperform

시장수익률, 하향

6개월 목표주가 **35,000** 유지

현재주가 **41,500**

(19.05.20)

지주업종

오버슈팅구간 이어질 듯

투자의견 시장수익률로 하향, 목표주가 35,000원 유지

- 한진칼에 대한 투자의견을 시장수익률로 하향하며, 목표주가는 35,000원을 유지
- 투자의견 하향은 한진칼의 주가가 당사가 추정하고 있는 동사의 NAV를 100% 이상 반영하고 있다고 판단하기 때문임
- 동사 주가는 1)KCGI의 지분매입으로 인한 경영권 분쟁 기대감, 2)조양호회장 사망으로 인한 상속 이슈, 3)아시아나항공의 매각 이슈로 인한 1등 국적항공사의 가치 부각 등으로 과열 국면에 진입한 것으로 판단
- 향후 상기 요인에 의한 주가의 추가 상승 가능성은 있다고 판단하지만, 펀더멘털 대비 고평가 되어 있다는 점을 감안하여 투자의견을 시장수익률로 하향함
- 2019년 1분기 실적은 매출과 영업이익은 당사 추정치에 부합하는 수준이지만, 지배주주순이익은 관계기업투자손실로 인해 당사 추정치를 큰 폭으로 하회

2019년 1분기 실적은 무난한 수준이나, 2분기부터 주력 자회사 실적 부진 전망

- 한진칼의 2019년 1분기 실적은 연결기준 매출액 3,571억원(+2.5% yoy), 영업이익 598억원(-8.3% yoy), 지배주주순이익 -77억원(적자전환)을 기록함
- 주요 연결대상 자회사인 진에어, 정석기업, 토파스여행정보는 양호한 실적을 시현하였으나, 한진관광과 칼호텔네트워크는 영업적자를 기록하며 예상보다 부진
- 별도기준으로 1)배당수익은 255억원(+7.9% yoy), 2)브랜드로열티 72억원(+2.9% yoy), 3)임대수익은 18억원(+1.1% yoy)를 기록함
- 연결자회사 중 1)칼호텔네트워크 매출액 290억원(+2.3% yoy), 영업손실 21억원(적자 축소 yoy), 2)토파스여행정보 매출액 94억원(-7.2% yoy), 영업이익 44억원(-13.2% yoy), 3)한진관광 매출액 96억원(-16.5% yoy), 영업손실 18억원(적자전환 yoy) 기록

2019년 2분기 부진한 실적 전망에도 주가는 예상외의 강세 이어질 가능성 높아

- 향후 주가는 1)지분경쟁, 2)상속이슈, 3)아시아나매각가격 등에 더 연동될 것으로 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	4Q18	1Q19		2Q19					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	349	298	363	357	2.5	19.7	363	304	0.5	-15.0
영업이익	65	-12	64	60	-8.3	흑전	64	-1	적전	적전
순이익	27	-54	61	-8	적전	적지	0	-40	적지	적지

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,150	1,305	1,405	1,599	1,546
영업이익	115	109	105	158	14
세전순이익	268	1	-2	178	108
총당기순이익	229	-18	-2	135	82
지배지분순이익	222	-41	-2	134	81
EPS	3,717	-683	-29	2,238	1,362
PER	4.9	NA	NA	18.5	30.5
BPS	25,481	24,818	24,489	26,603	27,842
PBR	0.7	1.2	1.5	1.4	1.3
ROE	17.6	-2.7	-0.1	8.8	5.0

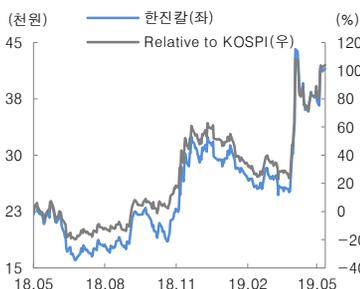
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한진칼, 대신증권 Research&Strategy본부

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2055.71
시가총액	2,484십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	148십억원
52주 최고/최저	44,100원 / 16,050원
120일 평균거래대금	673억원
외국인지분율	5.39%
주요주주	조양호 외 9인 28.93% 그레이스홀딩스 외 3인 14.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	92	60.2	436	86.9
상대수익률	17.7	73.8	45.5	123.8



연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	1,428	1,628	1,405	1,599	-1.7	-1.8
판매비와 관리비	144	175	144	173	-0.2	-1.3
영업이익	154	197	105	158	-32.1	-19.9
영업이익률	10.8	12.1	7.5	9.9	-3.3	-2.2
영업외손익	35	67	-107	20	적자조정	-69.7
세전순이익	189	264	-2	178	적자조정	-32.5
지배지분순이익	159	222	-2	134	적자조정	-39.8
순이익률	11.3	13.8	-0.1	8.4	적자조정	-5.3
EPS(지배지분순이익)	2,667	3,719	-29	2,238	적자조정	-39.8

자료: 한진칼, 대신증권 Research&Strategy,본부

표 1. 한진칼의 Valuation Table

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분	Valuation 방식	2019F	2019F	12M Forward	WACC, g	Value	Weight (% of NAV)	
영업가치	로열티	DCF	30	30	30	WACC=6.0%,g=0%	508	22.3
	소계—(1)						508	22.3
상장자회사	계열사명	지분율	시가총액			Value		
	대한항공	30.0	3,040			911	40.0	
	대한항공우	0.9	23			0	0.0	
	한진	22.2	517			115	5.0	
	진에어	60.0	665			399	17.5	
	소계—(2)					1,424	62.5	
지분가치	계열사명	지분율	장부가액			Value		
	KAL 호텔네트워크	100.0	292			292	12.8	
	정석기업	48.3	90			90	4.0	
	토파스여행정보	94.4	54			54	2.4	
	한진관광	100.0	17			17	0.8	
소계—(3)					454	19.9		
지분가치 합계						2,386	104.7	
순차입금(별도)—(4)						107	-4.7	
순자산가치(NAV)—(5)=(1)+(2)+(3)-(4)						2,279	100	
할인율—(6)						10%		
Target NPV—(7)=(5)*(1-(6))						2,279		
발행주식수—(8)						59,170,458		
자기주식—(9)						6,492		
유통주식수—(10)=(8)-(9)						59,163,970		
목표주가(11)=(7)/(9)						38,519		
현재가						41,150		
Upside Potential						-6.4		

자료: 한진칼, 대신증권 Research&Strategy, 본부

표 2. 한진칼의 분기 및 연간 연결실적

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	349	302	356	298	357	304	397	347	1,305	1,405	1,599
Change(% yoy)	17.6	18.6	18.7	-0.1	2.5	0.5	11.4	16.5	13.5	7.7	14
매출원가	246	248	284	283	260	264	317	314	1,061	1,156	1,268
% of 매출액	70.6	82.2	79.8	94.7	72.9	87.1	79.8	90.5	81.3	82.3	79
Change(% yoy)	15.4	5.8	10.4	14.9	4.8	-6.9	12.1	20.6	13.8	8.9	10
매출총이익	103	54	72	16	97	39	80	33	244	249	331
GPM	29.4	17.8	20.2	5.3	27.1	12.9	20.2	9.5	18.7	17.7	21
Change(% yoy)	146.1	-17.8	74.7	-84.7	80.2	-45.5	410.8	-65.8	12.2	2.2	33
판매비	37	54	35	28	37	40	34	33	153	144	173
% of 매출액	10.6	17.8	8.9	9.2	10.3	13.3	8.7	9.4	11.7	10.3	10.8
Change(% yoy)	43.9	112.6	22.6	-25.7	-31.4	15.0	24.8	-11.2	50.4	-6.0	20.0
영업이익	65	19	37	-12	60	-1	46	0	109	105	158
OPM	18.7	6.2	10.3	-4.0	16.8	-0.4	11.5	0.1	8.3	7.5	9.9
Change(% yoy)	50.5	-3.8	-8.0	-194.7	-8.3	-105.9	24.0	-103.5	-5.6	-3.6	50.6
I. 부문별 매출액											
1. 배당수익	16	0	0	0	18	0	0	0	16	18	22
2. 상표권수익	7	7	8	8	7	7	8	8	30	30	32
3. 임대수익	2	2	2	2	2	2	2	2	7	7	7
소계(별도 합)	25	9	10	9	27	9	10	10	53	56	61
1. 항공운송업	280	227	276	229	290	225	313	275	1,011	1,103	1,287
2. 호텔업	28	30	34	33	29	32	36	35	126	132	138
3. 정보제공업	10	9	8	10	9	10	9	11	38	38	40
4. 여행업	12	17	19	7	10	18	19	8	54	54	55
5. 임대업 등(별도포함)	19	19	20	18	19	20	20	19	76	78	78
소계(연결자회사 합)	349	302	356	298	357	304	397	347	1,305	1,405	1,599
II. 부문별 영업이익											
1. 항공운송업	53	6	26	-22	51	-12	34	-10	63	63	106
2. 호텔업	-3	-1	-1	0	-2	-2	-1	-1	-5	-5	1
3. 정보제공업	5	4	3	5	4	4	3	4	17	16	17
4. 여행업	2	0	-1	-1	-2	-2	-1	-1	-1	-6	-3
5. 임대업 등	32	11	10	7	36	11	10	7	60	64	62
6. 연결조정	-24	-1	0	0	-28	0	0	0	-25	-28	-26
연결후금액	65	19	37	-12	60	-1	46	0	109	105	158

자료: 한진칼, 대신증권 Research&Strategy 본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

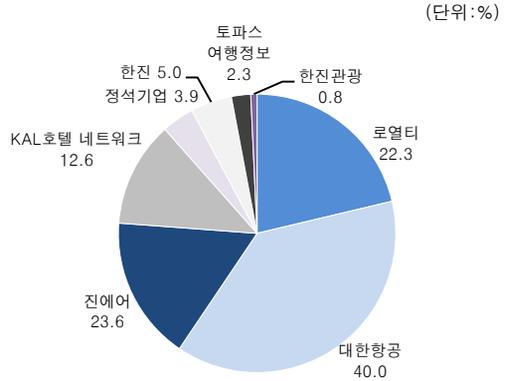
- 한진칼은 2013년 8월 1일 인적분할 방식으로 (주)대한항공으로부터 투자부분을 담당하는 (주)한진칼과 기존 항공사업 등을 영위하는 (주)대한항공으로 분할되며 설립됨
- 주요종속회사 (주)칼호텔네트워크, (주)진에어, (주)한진관광, 토포스여행정보(주) 등이 있음
- 주 수익원은 자회사 지분에 대한 배당수익, 브랜드수수료, 임대수익 등임
- 최대주주인 조양호는 지분 17.84%를 보유함

주가 변동요인

- 정부의 대기업그룹 정책 및 공정거래법, 상법 등 관련 규제와 법률
- 상장자회사의 실적 및 주가에 따른 NAV 변동요인
- 비상장 자회사의 IPO 등 NAV 변화 요인
- 배당정책을 포함한 주주지치 제고와 관련한 회사의 정책 방향

자료: 한진칼, 대신증권 Research&Strategy본부

한진칼의 NAV 구성



자료: 한진칼, 대신증권 Research&Strategy본부

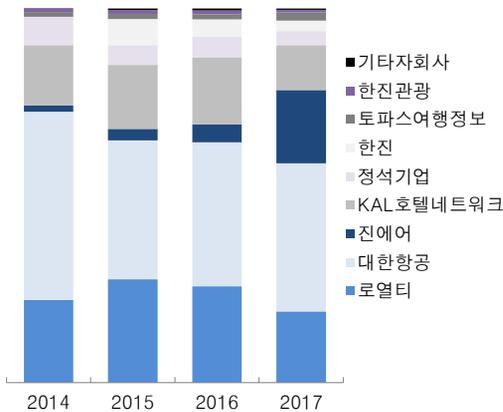
Earnings Driver

그림 1. 한진칼의 NAV 할인율



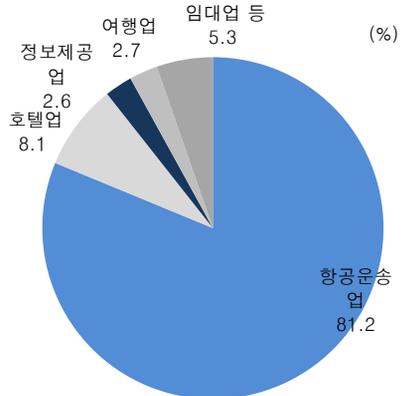
자료: 한진칼, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. NAV 구성 추이



자료: 한진칼, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 한진칼의 매출액 비중



주: 2019년 1분기 연결실적 기준

재무제표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,150	1,305	1,405	1,599	1,546
매출원가	932	1,046	1,156	1,268	1,388
매출총이익	217	259	249	331	158
판매비와관리비	102	150	144	173	144
영업이익	115	109	105	158	14
영업이익률	10.0	8.3	7.5	9.9	0.9
EBITDA	158	154	145	194	47
영업외손익	152	-108	-107	20	95
관계기업손익	177	-91	-85	40	115
금융수익	7	13	13	13	13
외환관련이익	11	9	6	6	6
금융비용	-29	-24	-29	-27	-27
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-2	-5	-6	-6	-6
법인세비용차감전순이익	268	1	-2	178	108
법인세비용	-39	-19	1	-43	-26
계속사업순이익	229	-18	-2	135	82
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	229	-18	-2	135	82
당기순이익률	19.9	-1.4	-0.1	8.4	5.3
비재배분순이익	7	23	0	1	1
재배분순이익	222	-41	-2	134	81
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	9	2	1	0	0
포괄순이익	318	4	3	136	82
비재배분포괄이익	7	21	0	1	1
재배분포괄이익	311	-17	3	135	82

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	3,717	-683	-29	2,238	1,362
PER	4.9	NA	NA	18.5	30.5
BPS	25,481	24,818	24,489	26,603	27,842
PBR	0.7	1.2	1.5	1.4	1.3
EBITDAPS	2,650	2,585	2,427	3,256	791
EV/EBITDA	7.9	13.7	18.2	12.9	51.3
SPS	19,255	21,855	23,527	26,775	25,890
PSR	1.0	1.4	1.7	1.5	1.6
CFPS	2,901	2,734	2,657	5,581	4,362
DPS	125	300	125	125	125

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	160	135	7.7	138	-3.3
영업이익 증가율	165	-5.6	-3.6	50.6	-91.3
순이익 증가율	흑전	적전	적지	흑전	-39.1
수익성					
ROIC	190	-424.5	13.6	21.3	1.9
ROA	4.8	3.9	3.8	5.6	0.5
ROE	17.6	-2.7	-0.1	8.8	5.0
안정성					
부채비율	62.4	67.0	66.4	58.9	56.3
순차입금비율	-1.5	8.0	-2.7	-10.8	-15.2
이자보상배율	4.0	4.5	3.6	5.9	0.5

자료: 한진칼, 대신증권 Research&Strategy 본부

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	726	854	848	972	1,070
현금및현금성자산	246	97	237	333	411
매출채권 및 기타채권	58	60	67	80	84
재고자산	2	5	6	6	6
기타유동자산	419	692	538	554	569
비유동자산	2,050	1,957	1,916	1,896	1,882
유형자산	592	640	610	582	557
관계기업투자금	1,059	892	892	892	892
기타비유동자산	398	425	415	423	434
자산총계	2,776	2,811	2,764	2,869	2,952
유동부채	736	652	645	622	619
매입채무 및 기타채무	151	159	159	160	160
차입금	294	329	330	331	332
유동상채무	87	25	20	0	0
기타유동부채	204	139	135	131	127
비유동부채	330	475	458	441	445
차입금	225	368	348	328	328
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	105	107	110	113	116
부채총계	1,066	1,128	1,103	1,064	1,064
자배지분	1,521	1,482	1,462	1,588	1,662
자본금	149	149	149	149	149
자본잉여금	1,141	1,141	1,141	1,141	1,141
이익잉여금	-294	-410	-430	-304	-230
기타지분변동	525	601	601	601	601
비지배지분	188	202	199	216	227
자본총계	1,710	1,684	1,661	1,805	1,889
순차입금	-26	134	-44	-194	-287

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	164	78	138	267	221
당기순이익	229	-18	-2	135	82
비현금항목의 가감	-56	181	160	198	178
감가상각비	43	46	40	37	33
외환손익	0	-1	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-99	136	122	163	146
자산부채의 증감	9	-7	-5	-9	1
기타현금흐름	-18	-78	-16	-57	-40
투자활동 현금흐름	-313	-282	-14	-33	-35
투자자산	-124	-159	8	-10	-13
유형자산	-16	-7	-7	-7	-7
기타	-173	-117	-15	-15	-16
재무활동 현금흐름	314	54	-66	-71	-31
단기차입금	121	115	1	1	1
사채	0	69	-20	-20	0
장기차입금	225	-1	0	0	0
유상증자	95	0	0	0	0
현금배당	-6	-12	-18	-7	-7
기타	-121	-116	-29	-44	-24
현금의 증감	163	-149	140	95	78
기초 현금	83	246	97	237	333
기말 현금	246	97	237	333	411
NOPLAT	99	-2,275	79	120	10
FCF	124	-2,239	112	149	37

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 부부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한진칼(180640) 투자의견 및 목표주가 변경 내용							투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190518)																																						
							<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>구분</th> <th>Buy(매수)</th> <th>Marketperform(중)</th> <th>Underperform(매도)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>비율</td> <td style="text-align: center;">88.6%</td> <td style="text-align: center;">11.4%</td> <td style="text-align: center;">0.0%</td> </tr> </tbody> </table>				구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)	비율	88.6%	11.4%	0.0%																											
구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)																																										
비율	88.6%	11.4%	0.0%																																										
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>19.05.21</th> <th>19.02.25</th> <th>19.02.17</th> <th>19.02.01</th> <th>18.11.15</th> <th>18.10.05</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Marketperform</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>35,000</td> <td>35,000</td> <td>29,000</td> <td>35,000</td> <td>29,000</td> <td>27,000</td> </tr> <tr> <td>과리율(평균.%)</td> <td></td> <td>(7.78)</td> <td>(11.18)</td> <td>(23.10)</td> <td>3.25</td> <td>(23.22)</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소.%)</td> <td></td> <td>26.00</td> <td>(10.52)</td> <td>(22.00)</td> <td>11.90</td> <td>(5.56)</td> </tr> </tbody> </table>							제시일자	19.05.21	19.02.25	19.02.17	19.02.01	18.11.15	18.10.05	투자의견	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	목표주가	35,000	35,000	29,000	35,000	29,000	27,000	과리율(평균.%)		(7.78)	(11.18)	(23.10)	3.25	(23.22)	과리율(최대/최소.%)		26.00	(10.52)	(22.00)	11.90	(5.56)	<p>산업 투자의견</p> <ul style="list-style-type: none"> - Overweight(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상 - Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상 - Underweight(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상 			
제시일자	19.05.21	19.02.25	19.02.17	19.02.01	18.11.15	18.10.05																																							
투자의견	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy																																							
목표주가	35,000	35,000	29,000	35,000	29,000	27,000																																							
과리율(평균.%)		(7.78)	(11.18)	(23.10)	3.25	(23.22)																																							
과리율(최대/최소.%)		26.00	(10.52)	(22.00)	11.90	(5.56)																																							
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>18.07.19</th> <th>18.04.24</th> <th>18.02.11</th> <th>18.01.10</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>26,000</td> <td>30,000</td> <td>28,000</td> <td>27,000</td> </tr> <tr> <td>과리율(평균.%)</td> <td>(27.04)</td> <td>(31.72)</td> <td>(24.11)</td> <td>(19.83)</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소.%)</td> <td>(11.54)</td> <td>(17.00)</td> <td>(12.50)</td> <td>(13.52)</td> </tr> </tbody> </table>							제시일자	18.07.19	18.04.24	18.02.11	18.01.10	투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	목표주가	26,000	30,000	28,000	27,000	과리율(평균.%)	(27.04)	(31.72)	(24.11)	(19.83)	과리율(최대/최소.%)	(11.54)	(17.00)	(12.50)	(13.52)	<p>기업 투자의견</p> <ul style="list-style-type: none"> - Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상 - Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상 - Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상 													
제시일자	18.07.19	18.04.24	18.02.11	18.01.10																																									
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy																																									
목표주가	26,000	30,000	28,000	27,000																																									
과리율(평균.%)	(27.04)	(31.72)	(24.11)	(19.83)																																									
과리율(최대/최소.%)	(11.54)	(17.00)	(12.50)	(13.52)																																									
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tbody> <tr><td>제시일자</td><td></td></tr> <tr><td>투자의견</td><td></td></tr> <tr><td>목표주가</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(평균.%)</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(최대/최소.%)</td><td></td></tr> </tbody> </table>							제시일자		투자의견		목표주가		과리율(평균.%)		과리율(최대/최소.%)																														
제시일자																																													
투자의견																																													
목표주가																																													
과리율(평균.%)																																													
과리율(최대/최소.%)																																													
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tbody> <tr><td>제시일자</td><td></td></tr> <tr><td>투자의견</td><td></td></tr> <tr><td>목표주가</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(평균.%)</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(최대/최소.%)</td><td></td></tr> </tbody> </table>							제시일자		투자의견		목표주가		과리율(평균.%)		과리율(최대/최소.%)																														
제시일자																																													
투자의견																																													
목표주가																																													
과리율(평균.%)																																													
과리율(최대/최소.%)																																													