

한진칼 (180640)

양지환 jhwang.yang@daishin.com 이지수 jane.lee@daishin.com

투자 의견 **Underperform**
시장수익률 하회, 하향

6개월 목표주가 **31,000**
유지

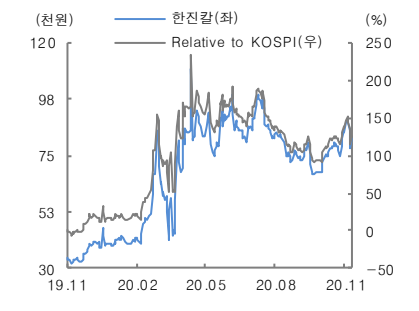
현재주가 **82,200**
(20.11.16)

지주업종

ESG평가 등급 S A+ A **B+** B C D

KOSPI	2543.03
시가총액	4,900십억원
시가총액비중	0.31%
자본금(보통주)	192십억원
52주 최고/최저	109,500원 / 32,850원
120일 평균거래대금	528억원
외국인지분율	17.30%
주요주주	조원태 외 8 인 22.44% 그레이스홀딩스 외 7 인 19.55%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.0	-0.6	7.5	146.8
상대수익률	-0.5	-5.9	-18.6	109.9



경영권 분쟁 사실상 종료

투자 의견 시장수익률 하회로 하향, 목표주가 31,000원 유지

- 투자 의견 하향은 산업은행이 한진칼의 제3자 배정 유상증자에 참여함에 따라 주주연합과 한진그룹과의 경영권 분쟁이 사실상 종료되었다고 판단하기 때문
- 전일 한진칼은 신주 7,062,146주의 3자 배정 유상증자를 결정함. 증자규모는 5천억원이며, 신주의 발행가액은 70,800원, 신주 상장 예정일은 12월 22일 임
- 유상증자의 목적은 정부의 산업정책에 따라 한국산업은행으로부터 투자금을 유치하여 동사 및 자회사인 대한항공의 경영정상화와 항공산업 구조개편을 위한 것이라고 밝힘
- 이번 제3자 배정 유상증자로 산업은행이 동사의 지분 약 10.7%를 확보함에 따라 조원태 회장 측이 경영권 분쟁에서 사실상 승기를 잡았다고 판단
- 경영권 분쟁 종료에 따른 지분경쟁 프리미엄이 제거될 경우 동사 주가의 급격한 조정 가능성을 배제할 수 없음

유상신주 발행 완료 후 조원태 회장측(산은지분포함) 지분율 47.33%

- 3자배정 유상증자로 산업은행은 한진칼의 지분 약 10.7%를 확보 예정임
- 산업은행이 조원태 회장 측의 우호지분이라고 가정할 경우 조원태 회장측의 지분율은 47.33%로 상승할 것으로 추정됨(신주인수권부사채 제외)
- 조원태 회장 측의 우호지분은 1)조원태회장 및 특수관계인 지분 13,279천주, 2)델타항공 지분 8,816천주, 3)자사보험 및 사우회 지분 약 2,188천주 그리고 4)산업은행 7,062천주로 총 31,346천주임
- KCGI 등 3자 연합은 26,763,584주를 보유하고 있어, 지분율은 40.4%로 하락하게 될 전망이다(신주인수권부사채 제외시 지분율)
- KCGI 등 주주 연합이 보유중인 신주인수권은 총 1,646,235주로 전체 신주인수권(10월 3일기준) 4,390,092주의 37.5%를 보유
- 주주연합이 보유한 신주인수권을 모두 주식으로 전환하더라도 42.9%로 조원태 회장측의 지분과는 격차가 4.43% 존재

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,305	1,203	440	630	1,071
영업이익	109	-4	-200	-56	43
세전순이익	8	-264	-121	-71	58
총당기순이익	-10	-259	-106	-63	51
지배지분순이익	-34	-243	-99	-59	48
EPS	-561	-4,070	-1,641	-797	651
PER	NA	NA	NA	NA	126.2
BPS	25,467	20,882	32,253	25,317	25,670
PBR	1.2	1.9	2.5	3.2	3.2
ROE	-2.2	-17.6	-6.2	-3.1	2.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한진칼, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,305	1,203	440	630	1,071
매출원가	1,046	1,069	563	594	910
매출총이익	259	135	-122	36	161
판매비와관리비	150	138	77	92	118
영업이익	109	-4	-200	-56	43
영업이익률	8.3	-0.3	-45.4	-8.9	4.0
EBITDA	154	141	-115	9	92
영업외손익	-101	-260	79	-16	16
관계기업손익	-84	-224	116	19	53
금융수익	13	16	16	16	10
외환관련이익	9	13	11	11	11
금융비용	-24	-42	-49	-46	-44
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-5	-9	-5	-5	-5
법인세비용차감전순이익	8	-264	-121	-71	58
법인세비용	-19	4	15	9	-7
계속사업순이익	-10	-259	-106	-63	51
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-10	-259	-106	-63	51
당기순이익률	-0.8	-21.5	-24.0	-10.0	4.8
비재배지분순이익	23	-16	-7	-4	3
지배지분순이익	-34	-243	-99	-59	48
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	11	-281	-128	-85	29
비재배지분포괄이익	21	-17	-8	-5	2
지배지분포괄이익	-10	-264	-120	-79	28

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	-561	-4,070	-1,641	-797	651
PER	NA	NA	NA	NA	126.2
BPS	25,467	20,882	32,253	25,317	25,670
PBR	1.2	1.9	2.5	3.2	3.2
EBITDAPS	2,585	2,361	-1,899	118	1,247
EV/EBITDA	126	20.5	NA	530.0	496
SPS	21,855	20,157	7,281	8,532	14,504
PSR	1.4	2.0	11.3	96	5.7
CFPS	2,734	2,557	4,025	3,645	5,240
DPS	300	255	300	300	300

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	135	-7.8	-63.4	43.1	70.0
영업이익 증가율	-5.6	적전	적지	적지	흑전
순이익 증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
수익성					
ROIC	-25.9	-0.7	-34.6	-11.7	10.0
ROA	3.9	-0.1	-6.3	-1.5	1.2
ROE	-2.2	-17.6	-6.2	-3.1	2.6
안정성					
부채비율	65.5	89.6	66.2	67.0	64.6
순차입금비율	-1.4	22.1	-26.8	-25.8	-27.8
이자보상배율	4.5	-0.1	-4.1	-1.2	1.0

자료: 한진칼, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	854	667	1,732	1,643	1,671
현금및현금성자산	97	141	1,244	1,124	1,108
매출채권 및 기타채권	60	56	23	32	51
재고자산	5	6	2	3	5
기타유동자산	692	463	463	484	507
비유동자산	1,996	2,027	1,960	1,913	1,883
유형자산	640	594	514	454	409
관계기업투자금	930	693	698	704	709
기타비유동자산	425	739	747	756	765
자산총계	2,850	2,694	3,692	3,557	3,554
유동부채	652	599	788	629	641
매입채무 및 기타채무	159	172	168	169	172
차입금	329	125	125	125	125
유동성채무	5	86	271	102	102
기타유동부채	159	216	225	233	243
비유동부채	475	674	682	798	753
차입금	368	369	372	483	433
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	107	304	309	315	320
부채총계	1,128	1,273	1,470	1,427	1,394
자배지분	1,521	1,247	1,950	1,869	1,895
자본금	149	149	193	193	193
자본잉여금	1,141	1,141	1,916	1,916	1,916
이익잉여금	-371	-584	-698	-779	-753
기타지분변동	601	540	540	540	540
비자배지분	202	174	272	261	264
자본총계	1,723	1,421	2,222	2,130	2,160
순차입금	-25	314	-595	-550	-600

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	78	131	236	218	306
당기순이익	-10	-259	-106	-63	51
비현금항목의 가감	174	412	349	332	336
감가상각비	46	145	85	65	49
외환손익	-1	8	2	2	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	129	259	263	266	285
자산부채의 증감	-7	-22	11	-30	-41
기타현금흐름	-78	0	-18	-21	-40
투자활동 현금흐름	-282	214	-9	-30	-31
투자자산	-271	216	-6	-6	-6
유형자산	-7	-3	-3	-3	-3
기타	-4	1	0	-21	-22
재무활동 현금흐름	54	-301	949	-122	-113
단기차입금	115	-204	0	0	0
사채	69	87	3	80	-50
장기차입금	-1	0	0	31	0
유상증자	0	0	818	0	0
현금배당	-12	-25	-15	-22	-22
기타	-116	-159	144	-211	-41
현금의 증감	-149	44	1,102	-120	-16
기초 현금	246	97	141	1,244	1,124
기말 현금	97	141	1,244	1,124	1,108
NOPLAT	-139	-4	-175	-49	38
FCF	-103	136	-93	13	84

[ESG 평가 등급체계]

* 대신지배구조연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

한진칼 통합 ESG 등급

B+

- 한진칼은 대신지배구조연구소의 ESG 평가 결과 등급은 B+, 전년 대비 등급이 상승하였습니다

- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 상승하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 하락하였습니다

최근 2평가 기간

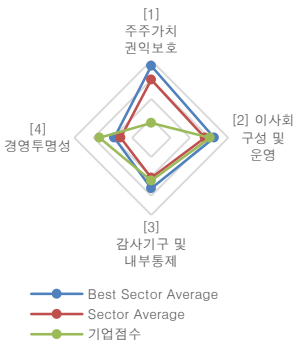
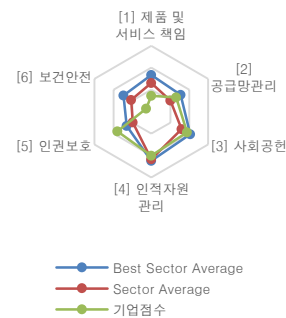
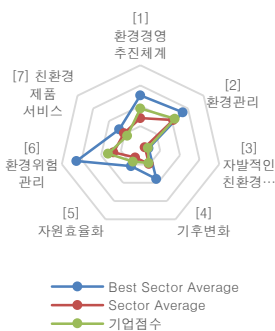
기준일: 2020.06.30

(최근 2평가 기간)



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■ ■	제품 및 서비스 책임	■	주주가치 권익보호	■
환경관리	■ ■	공급망관리	■ ■	이사회 구성 및 운영	■ ■ ■
자발적인 친환경 활동	■ ■	사회공헌	■ ■ ■	감사기구 및 내부통제	■ ■ ■ ■
기후변화	■	인적자원 관리	■ ■	경영투명성	■ ■ ■ ■
자원효율화	■ ■ ■	인권보호	■ ■ ■		
환경위험 관리	■ ■	보건안전	■		
친환경 제품 서비스	■ ■				



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 대신지배구조연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님

해당 ESG 등급 및 평가는 대신지배구조연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 대신지배구조연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 대신지배구조연구소의 소유입니다. 따라서 대신지배구조연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[Compliance Notice]

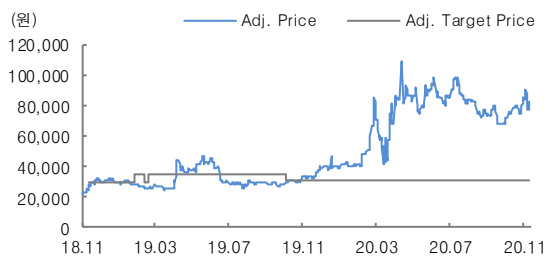
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한진칼(180640) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	20.11.17	20.06.01	20.04.10	20.02.02	19.10.10	19.06.21
투자의견	Underperform	Marketperform	6개월 경과	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000	35,000
과리율(평균.%)		164.15	175.20	45.91	17.51	(9.08)
과리율(최대/최소.%)		117.74	141.94	(3.55)	49.03	(26.00)
제시일자	19.04.08	19.03.17	19.03.10	19.03.03	19.02.25	19.02.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	29,000
과리율(평균.%)	(7.78)	(24.61)	(22.40)	(22.09)	(25.71)	(11.10)
과리율(최대/최소.%)	26.00	(19.14)	(19.14)	(19.14)	(24.71)	(10.52)
제시일자	19.02.14	19.02.01	18.12.10	18.11.18		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	35,000	35,000	29,000	29,000		
과리율(평균.%)	(23.10)	(23.00)	3.36	3.98		
과리율(최대/최소.%)	(22.00)	(22.00)	(8.62)	11.90		

제시일자	투자의견	목표주가	과리율(평균.%)	과리율(최대/최소.%)
------	------	------	-----------	--------------

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일

자:20201114)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	88.3%	11.3%	0.5%

산업 투자의견

- 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

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상