

한진칼 (180640)

지주회사



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (M)
목표주가	38,000원 (M)
현재주가 (6/21)	34,300원
상승여력	11%

시가총액	20,574억원
총발행주식수	59,707,224주
60일 평균 거래대금	1,215억원
60일 평균 거래량	3,174,680주
52주 고	46,400원
52주 저	16,050원
외인지분율	8.71%
주요주주	조양호 외 9인 28.93%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(19.5)	38.9	94.3
상대	(21.9)	42.7	113.7
절대(달러환산)	(17.4)	34.5	85.8

경영권 분쟁은 사실상 종식.

Valuation 프리미엄 제거 전망

델타항공의 한진칼 지분 매입은 한진그룹과 KCGI간 분쟁의 전환점

조 회장 일가의 한진칼 보유 지분 28.93%에 더해, 델타항공이 발표하대로 한진칼 지분을 10%까지 추가 매입할 경우, 조 회장 일가의 우호 지분은 38.93%로 확대. 여기에 일반 주주의 지원(5~7%로 추정)까지 더해질 경우, 우호 지분은 총 발행 주식 수의 45%까지도 가능. 경영권 분쟁 이슈가 남아 있는 상황에서 논란이 될 수 있는 조현민 전무의 이른 복귀에 대해 설명이 가능한 부분임. ★ 한진칼 주주총회 '국민연금 주주제안' 안건에서 조회장 일가 외 7%의 일반 주주가 조 회장 일가를 지지

사실 상 경영권 분쟁은 조 회장 일가 쪽으로 승기가 완전히 굳어지는 상황. 델타항공이 지분을 매입 하기 전까지 KCGI는 보유 지분 15.98%, 국민연금 4.1%(현재는 3% 추정), 외국인 8.27%를 더한 28%의 우호 지분으로 충분히 승기를 잡을 수 있었음. 하지만 외국인 보유 지분의 절반이 델타항공으로 확인되면서, 경영권 분쟁 상황은 180%도 역전. 델타항공 입장에서는 지분 투자를 통해 ①스카이트임 전략적 협력 관계를 강화하고, ②조 회장 일가와 우호적 관계(대한항공이 아닌 한진칼 지분 투자)를 견고하게 구축하면서 유리한 사업적 이해 관계를 이끌어 낼 것으로 판단됨

경영권 분쟁 이슈 소멸에 따른 추가 조정 가능성 있음

경영권 분쟁 당사자인 KCGI의 추가 지분 확대는 사실상 효과가 없을 것으로 판단됨. 조 회장 일가 측에서도 경영권 분쟁 가능성이 낮아지게 됨에 따라, ①호텔사업 매각, ②항공 우주 사업부 IPO 등은 고려하지 않을 것으로 판단됨. 기 발표한 비전2023은 유효할 것으로 판단되나, 이미 한진칼 주가에 반영된 시장의 기대보다는 '더딘 속도'로 기업 가치 개선 효과가 나타날 것으로 예상됨

주가 측면에서는 21일 -15%의 주가 하락에도 불구하고, 추가 조정이 나타날 것으로 전망됨. 한진칼에 대한 수급 효과(델타항공 추가 지분 매입)에도 불구하고, ①경영권 분쟁 이슈 소멸, ②KCGI 보유 지분의 오버행 해석 전환 등의 무게가 더 크기 때문. 지주회사의 일반적인 NAV 할인율 고려 시, 주가는 25,000원 수준까지 추가 하락할 가능성도 있음. Hold 의견을 유지함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,398	12.5	-4.8	3,040	11.8
영업이익	210	13.2	-64.8	-10	2,204.2
세전계속사업이익	-410	적지	적전		
지배순이익	-410	적지	적지	-400	-2.5
영업이익률 (%)	6.2	0	-10.6 %pt	-0.3	+6.5 %pt
지배순이익률 (%)	-12.1	적지	적지	-13.2	+1.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	11,497	13,049	14,200	15,756
영업이익	1,153	1,088	1,534	1,639
지배순이익	2,219	-408	237	1,043
PER	5.5	-31.3	113.2	25.6
PBR	0.8	0.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	8.9	10.6	9.5	10.6
ROE	17.6	-2.7	1.6	6.8

자료: 유안타증권

한진칼 (180640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	11,497	13,049	14,200	15,756	16,916
매출원가	9,324	10,463	11,507	12,728	13,666
매출충이익	2,172	2,586	2,693	3,029	3,250
판매비	1,019	1,498	1,159	1,390	1,451
영업이익	1,153	1,088	1,534	1,639	1,799
EBITDA	1,582	1,543	2,218	2,066	2,230
영업외손익	1,524	-1,079	-554	164	53
외환관련손익	13	20	-38	7	7
이자손익	-226	-119	-179	-181	-183
관계기업관련손익	1,771	-908	-264	420	310
기타	-34	-72	-72	-81	-81
법인세비용차감전순이익	2,676	8	980	1,803	1,851
법인세비용	385	185	484	495	444
계속사업순이익	2,291	-177	496	1,309	1,407
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,291	-177	496	1,309	1,407
지배지분순이익	2,219	-408	237	1,043	1,018
포괄순이익	3,182	39	539	1,310	1,408
지배지분포괄이익	3,112	-174	280	1,045	1,019

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	7,256	8,543	11,389	11,125	10,293
현금및현금성자산	2,463	972	5,344	4,972	4,031
매출채권 및 기타채권	580	600	652	702	753
재고자산	19	53	71	75	80
비유동자산	20,502	19,570	19,688	21,293	22,786
유형자산	5,925	6,405	6,118	6,154	6,185
관계기업 등 자본관련자산	10,593	8,917	9,441	10,973	12,394
기타투자자산	482	521	365	369	372
자산총계	27,758	28,113	31,077	32,419	33,079
유동부채	7,363	6,521	7,384	7,527	7,665
매입채무 및 기타채무	1,508	1,590	1,647	1,675	1,700
단기차입금	2,941	3,290	2,400	2,500	2,600
유동성장기부채	875	247	77	77	77
비유동부채	3,297	4,755	6,620	6,828	7,037
장기차입금	2,250	2,994	3,066	3,166	3,266
사채	0	688	100	200	300
부채총계	10,661	11,275	14,004	14,355	14,702
지배지분	15,214	14,818	14,980	15,845	16,120
자본금	1,493	1,493	1,493	1,493	1,493
자본잉여금	11,415	11,415	11,415	11,415	11,415
이익잉여금	-2,942	-4,101	-3,381	-2,516	-2,243
비지배지분	1,883	2,020	2,093	2,218	2,257
자본총계	17,097	16,838	17,073	18,064	18,377
순차입금	19	1,436	-1,539	-917	274
총차입금	6,347	7,314	8,760	9,060	9,360

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,644	782	1,300	1,297	1,506
당기순이익	2,291	-177	496	1,309	1,407
감가상각비	408	427	661	404	408
외환손익	3	-6	39	-7	-7
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-847	-1,531	-1,422
자산부채의 증감	95	-73	-369	17	13
기타현금흐름	-1,153	611	1,320	1,105	1,106
투자활동 현금흐름	-3,130	-2,824	-1,530	-647	-649
투자자산	-1,234	-1,533	1,383	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-169	-71	-334	-440	-440
유형자산 감소	7	0	0	0	0
기타현금흐름	-1,734	-1,220	-2,579	-207	-209
재무활동 현금흐름	3,140	543	-1,357	73	73
단기차입금	1,210	1,149	-890	100	100
사채 및 장기차입금	-1,197	-195	-80	200	200
자본	948	0	0	0	0
현금배당	-57	-123	-227	-227	-227
기타현금흐름	2,237	-288	-160	0	0
연결범위변동 등 기타	-23	8	5,959	-1,094	-1,870
현금의 증감	1,631	-1,491	4,372	-372	-941
기초 현금	832	2,463	972	5,344	4,972
기말 현금	2,463	972	5,344	4,972	4,031
NOPLAT	1,153	1,088	1,534	1,639	1,799
FCF	1,342	-22,441	757	1,194	1,371

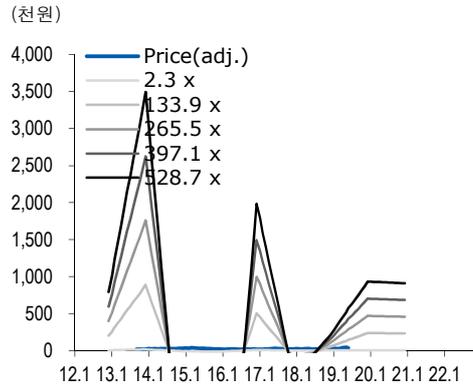
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

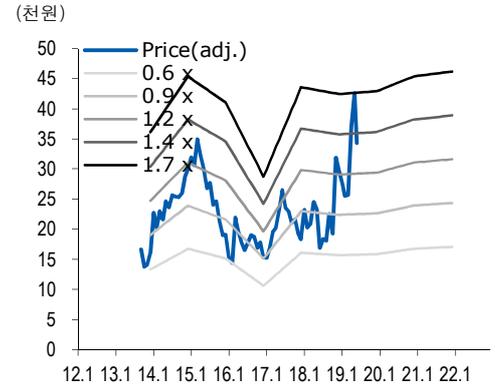
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	3,749	-692	398	1,760	1,717
BPS	25,484	24,821	25,092	26,542	27,002
EBITDAPS	2,650	2,585	3,715	3,461	3,735
SPS	19,255	21,855	23,783	26,390	28,332
DPS	125	300	300	300	300
PER	5.5	-31.3	113.2	25.6	26.2
PBR	0.8	0.9	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	8.9	10.6	9.5	10.6	10.4
PSR	1.1	1.0	1.9	1.7	1.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	16.0	13.5	8.8	11.0	7.4
영업이익 증가율 (%)	16.5	-5.6	41.0	6.9	9.7
지배순이익 증가율 (%)	흑전	적전	흑전	340.3	-2.5
매출총이익률 (%)	18.9	19.8	19.0	19.2	19.2
영업이익률 (%)	10.0	8.3	10.8	10.4	10.6
지배순이익률 (%)	19.3	-3.1	1.7	6.6	6.0
EBITDA 마진 (%)	13.8	11.8	15.6	13.1	13.2
ROIC	25.4	-578.2	17.7	27.8	31.5
ROA	9.2	-1.5	0.8	3.3	3.1
ROE	17.6	-2.7	1.6	6.8	6.4
부채비율 (%)	62.4	67.0	82.0	79.5	80.0
순차입금/자기자본 (%)	0.1	9.7	-10.3	-5.8	1.7
영업이익/금융비용 (배)	4.0	4.5	5.1	5.4	5.9

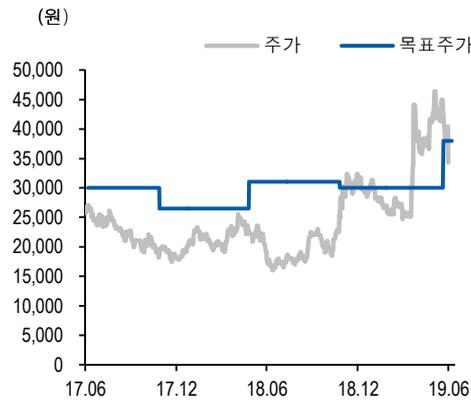
P/E band chart



P/B band chart



한진칼 (180640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-06-24	HOLD	38,000	1년		
2019-06-11	HOLD	38,000	1년		
2018-11-15	BUY	30,000	1년	6.37	54.67
2018-05-16	BUY	31,000	1년	-37.00	-17.74
2017-11-17	BUY	26,500	1년	-20.92	-3.58
2017-05-30	BUY	30,000	1년	-23.04	-9.67

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	12.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-06-22

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남근)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.