

Company Brief

2019-06-10

Hold (Downgrade)

목표주가(12M)	35,800 원(유지)
증가(2019/06/07)	45,000 원

Stock Indicator	
자본금	149십억원
발행주식수	5,917만주
시가총액	2,663십억원
외국인지분율	7.1%
52주주가	16,050~46,400 원
60일평균거래량	2,995,454주
60일평균거래대금	113.2십억원

주가이익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대이익률	19.5	59.3	57.7	125.8
상대이익률	24.3	63.6	57.9	141.9



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	1,305	1,434	1,619	1,726
영업이익(십억원)	109	147	163	171
순이익(십억원)	-41	119	166	178
EPS(원)	-683	1,993	2,787	2,986
BPS(원)	24,818	26,513	29,003	31,691
PER(배)		22.6	16.1	15.1
PBR(배)	1.2	1.7	1.6	1.4
ROE(%)	-2.7	7.8	10.0	9.8
배당수익률(%)	1.0	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	12.4	14.1	12.8	12.2

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

한진칼(180640)

기대감이 아니라 실행이 필요한 시기

KCGI 명분 쌓기 위한 일련의 사전 작업 진행 중

지난해 한진그룹 오너 일가의 갑질이 잇따라 폭로되면서 한진그룹 계열사 전반에 대한 기업 지배구조 개선의 필요성이 제기되었다. 이러한 환경하에서 지난해 11월 15일 국내 행동주의 사모펀드 KCGI가 동사 지분 9.0%를 확보 하였으며, 점차적으로 보유 지분을 확대하면서 올해 5월 28일에는 동사 지분을 기존 14.98%에서 15.98%로 증가하였다고 공시하였다.

KCGI는 동사에 대한 경영권 분쟁 소송을 제기한 상황이다. 6월 4일에는 조양호 회장에 대한 퇴직금 및 조원태 대표이사의 회장 선임 관련하여 감사인을 선임해달라고 서울중앙지방법원에 요청하였다.

또한 6월 5일에는 지난해 12월 5일 한진칼 이사회에서 의결한 1,600억원 규모의 단기 차입금에 대해 차입일 이후 가처분 신청일 현재까지의 구체적인 사용 내역을 확인할 수 있는 장부나 증빙서류를 열람·등사하는 가처분을 신청했다고 공시하였다.

무엇보다 이러한 일련의 행위들이 지배구조 개선 등으로 이어지면서 기업가치가 상승할 수 있다는 명분이 여타 주주들의 호응을 받아야 한다. 이에 따라 KCGI의 경우 내년 3월 정기 주총에서 자신들의 주장을 관철시키기 위해 명분 쌓기를 위한 일련의 사전 작업을 진행 중에 있다.

동사 명분 쌓기 위한 구체적인 실행이 필요한 시기

지난 2월 동사는 경영 발전 방향으로 지배구조 개선, 경영 투명성 강화, 주주 중시 정책 확대, 사업 구조 선진화 등을 제시하였다. 무엇보다 외부 투자자 유치 통해 고급 휴양시설 개발 등 수익성 중심의 파라다이스 호텔 부지 개발 계획을 검토한 이후 개발 또는 매각을 추진한다고 밝힘으로써 향후 유류자산 활용 가능성이 높아졌다.

이러한 경영 발전 방향에 대한 구체적인 실행이 지배구조 개선으로 이어지면서 동사에 대한 우호적인 주주를 확보하는 것이 필요한 시기이다.

지배구조 개선 가능성이 아니라 구체적인 실행이 필요한 시기

동사에 대하여 투자 의견을 Hold로 하향하며, 목표주가는 35,800원을 유지한다. 현재 동사의 주가는 경영권 분쟁 기대감 등으로 인하여 주당 NAV 이상으로 높게 형성되어 거래되고 있어서 투자 의견을 Hold로 하향한다.

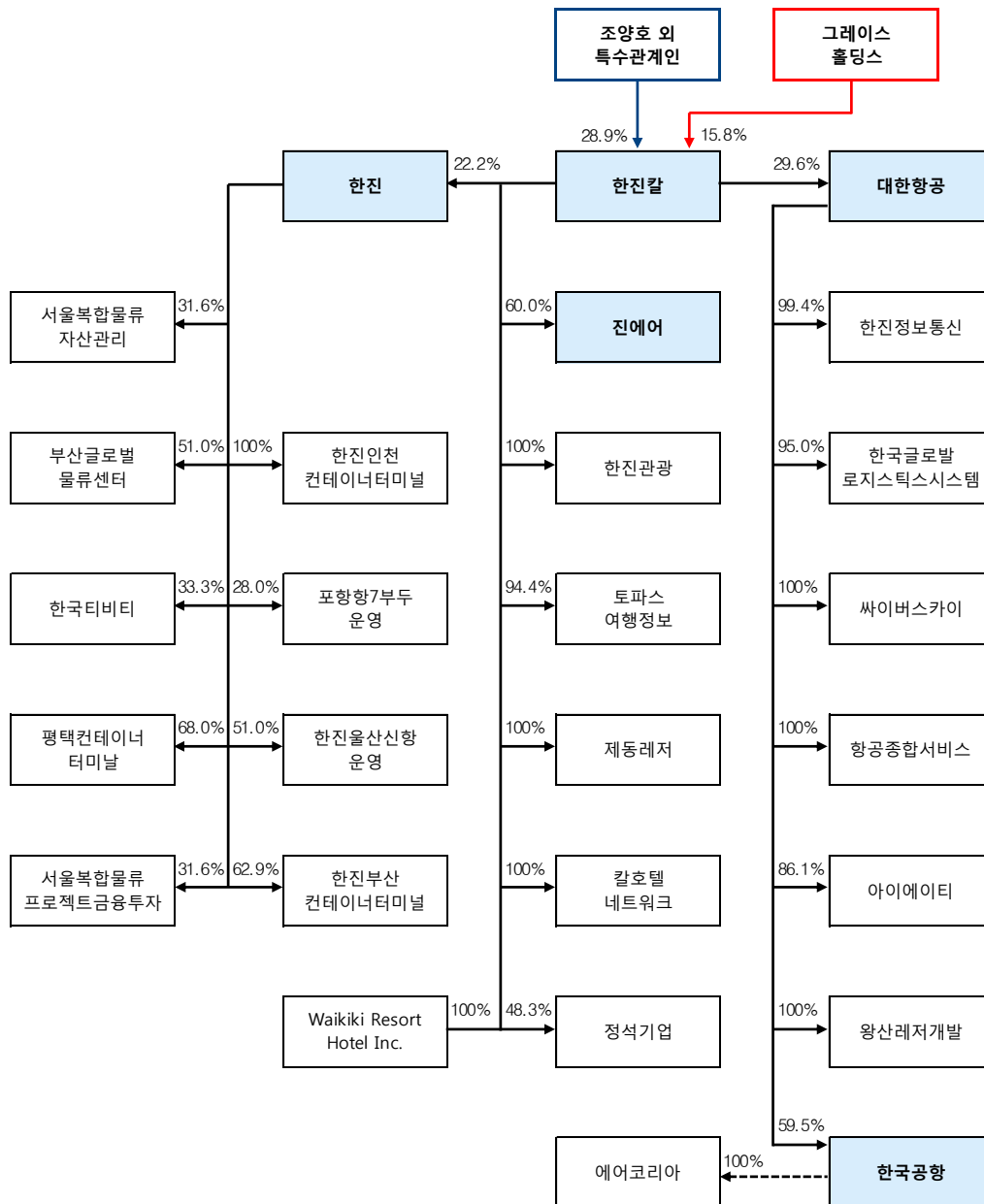
동사 주가는 KCGI의 지분 매입 등 수급요인을 비롯하여 경영권 분쟁 및 지배구조 개선 가능성 등으로 상승이 지속되고 있다. 그러나 이러한 밸류에이션이 합당화 되기 위해서는 단지 가능성이 아니라 지배구조 개선에 대한 구체적인 실행이 필요하다.

[지주/Mid-Small Cap]

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

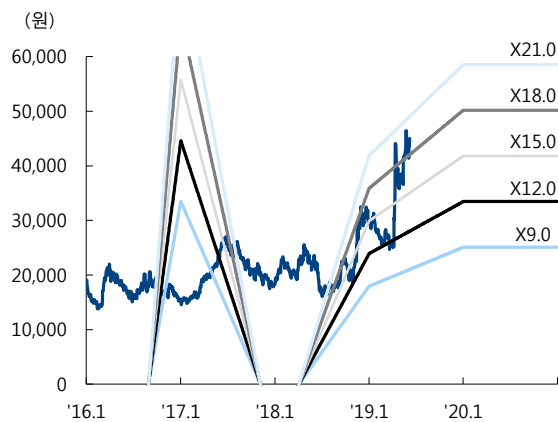
이승웅 (2122-9212) swlee@hi-ib.com

그림1. 한진그룹 지배구조



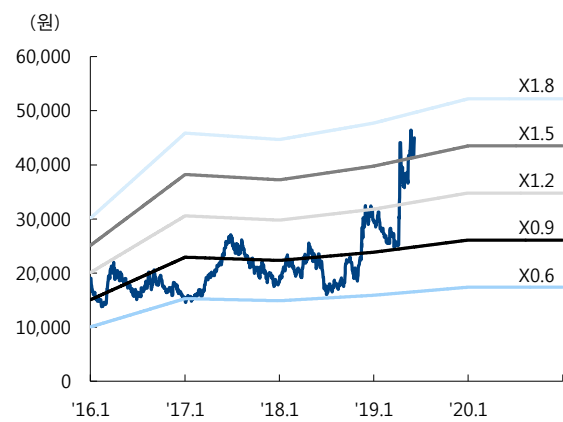
자료: 한진칼, 하이투자증권

그림2. 한진칼 PER 밴드



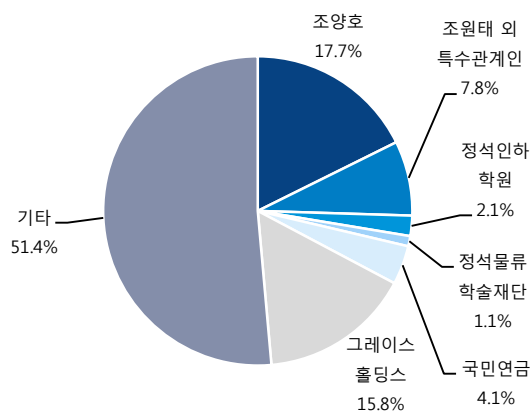
자료: 한진칼, 하이투자증권

그림3. 한진칼 PBR 밴드



자료: 한진칼, 하이투자증권

그림4. 한진칼 주주 구성(2019년 5월 28일 기준)



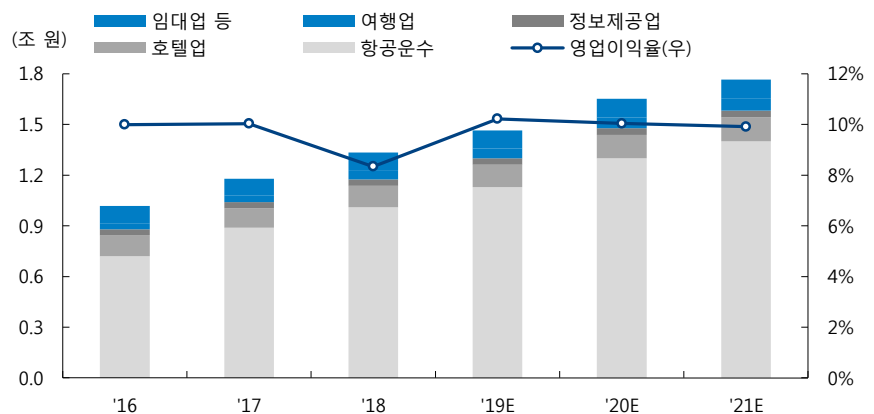
자료: 한진칼, 하이투자증권

표 1. KCGI, 한진그룹 경영권 분쟁 일지

일자	내용
'18.11.15	한진칼 지분 9.00% 경영 참여 목적 확보
'19.02.22	감사, 사외이사 선임 주총 의안 상정 신청
'19.05.28	한진칼 지분 14.98%→15.98%로 확대
'19.06.04	한진칼 쉼한진 관련 감사인 선임 요청
'19.06.05	한진칼 차입금 사용 명세서 열람 요구

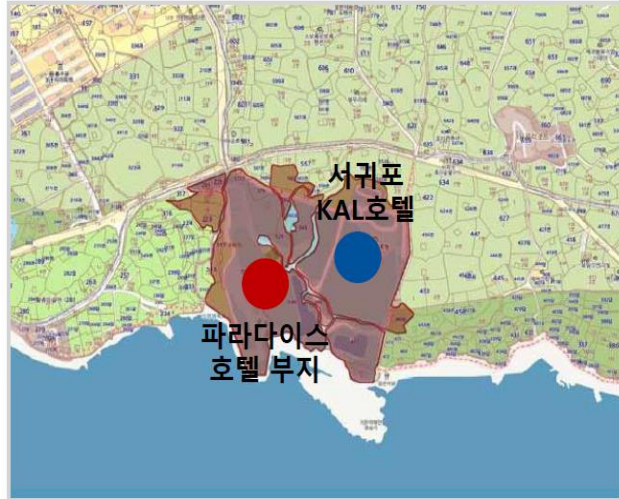
자료: 한진칼, 하이투자증권

그림5. 한진칼 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한진칼, 하이투자증권

그림6. 파라다이스 호텔 부지에 대하여 개발/처분 계획



자료: 한진칼, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	854	1,000	1,147	1,294
현금 및 현금성자산	97	184	315	428
단기금융자산	491	515	531	523
매출채권	60	86	84	90
재고자산	5	6	7	7
비유동자산	1,957	1,955	2,028	2,115
유형자산	640	601	566	534
무형자산	10	5	2	1
자산총계	2,811	2,955	3,175	3,409
유동부채	652	667	707	747
매입채무	6	7	7	8
단기차입금	329	359	389	419
유동성장기부채	25	-	-	-
비유동부채	475	475	475	475
사채	69	69	69	69
장기차입금	299	299	299	299
부채총계	1,128	1,142	1,182	1,222
자배주주지분	1,482	1,583	1,732	1,892
자본금	149	149	149	149
자본잉여금	1,141	1,141	1,141	1,141
이익잉여금	-410	-309	-160	0
기타자본항목	420	420	420	420
비자배주주지분	202	230	261	295
자본총계	1,684	1,813	1,993	2,187

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,305	1,434	1,619	1,726
증가율(%)	13.5	9.9	12.9	6.6
매출원가	1,046	1,162	1,319	1,405
매출총이익	259	272	300	321
판매비와관리비	150	126	137	150
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	109	147	163	171
증가율(%)	-5.6	34.7	10.9	5.2
영업이익률(%)	8.3	10.2	10.0	9.9
이자수익	13	15	18	20
이자비용	24	25	26	27
지분법이익(손실)	-	59	110	120
기타영업외손익	-5	-2	-4	-6
세전계속사업이익	1	194	261	279
법인세비용	19	47	63	68
세전계속이익률(%)	0.1	13.5	16.1	16.2
당기순이익	-18	147	198	212
순이익률(%)	-1.4	10.2	12.2	12.3
자배주주귀속 순이익	-41	119	166	178
기타포괄이익	22	-	-	-
총포괄이익	4	147	198	212
자배주주귀속총포괄이익	9	119	166	178

현금흐름표

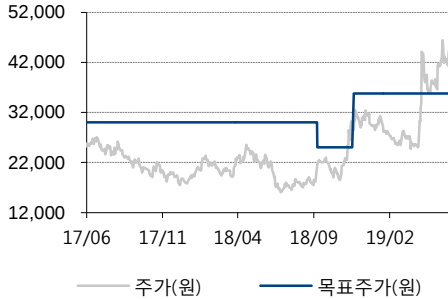
(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	78	106	133	91
당기순이익	-18	147	198	212
유형자산감가상각비	43	39	35	32
무형자산상각비	3	5	3	1
지분법관련손실(이익)	-	59	110	120
투자활동 현금흐름	-282	-341	-348	-325
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	4	-	-	-
금융상품의 증감	-45	112	147	105
재무활동 현금흐름	54	-37	-12	-12
단기금융부채의증감	-28	5	30	30
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-12	-18	-18	-18
현금및현금성자산의증감	-149	87	131	113
기초현금및현금성자산	246	97	184	315
기말현금및현금성자산	97	184	315	428

주요투자지표

	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	-683	1,993	2,787	2,986
BPS	24,818	26,513	29,003	31,691
CFPS	79	2,740	3,422	3,538
DPS	300	300	300	300
Valuation(배)				
PER		22.6	16.1	15.1
PBR	1.2	1.7	1.6	1.4
PCR	375.7	16.4	13.2	12.7
EV/EBITDA	12.4	14.1	12.8	12.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-2.7	7.8	10.0	9.8
EBITDA 이익률	11.8	13.3	12.4	11.8
부채비율	67.0	63.0	59.3	55.9
순부채비율	8.0	1.5	-4.5	-7.5
매출채권회전율(x)	22.1	19.6	19.0	19.8
재고자산회전율(x)	363.0	258.4	261.7	254.7

자료 : 한진칼, 하이투자증권

한진칼
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-11-17	Buy	30,000	1년	-33.1%	-14.8%
2018-09-14	Buy	25,000	1년	-10.9%	20.8%
2018-11-26	Buy	35,800	1년	-10.6%	29.6%
2019-06-10	Hold	35,800	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 이승웅)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	88.4%	11.6%	-