

한진칼 (180640)

양지환 이자수
jihwanyang@daishin.com jane.lee@daishin.com

투자 의견 **Marketperform**
시장수익률, 유지

6개월 목표주가 **31,000**
유지

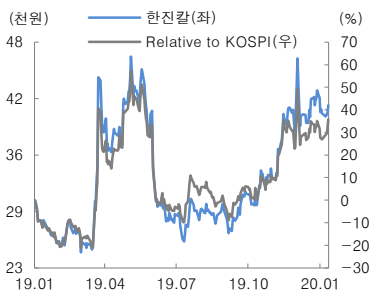
현재주가 **41,000**
(20.01.31)

지주업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2119.01
시가총액	2,462십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	148십억원
52주 최고/최저	46,400원 / 24,700원
120일 평균거래대금	337억원
외국인지분율	12.78%
주요주주	조원태 외 12 인 28.94% 그레이스홀딩스 외 5 인 17.29%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.5	35.3	58.3	48.0
상대수익률	6.3	33.0	51.2	54.0



쉽게 끝나지 않을 싸움

투자 의견 시장수익률, 목표주가 31,000원 유지

- 1월 31일 그레이스홀딩스는 본인 및 특별관계자인의 한진칼 보유 지분이 기존 17.29%에서 32.06%로 증가했다고 공시함
- 이전 보고서에 비해 특별관계자의 수는 12명에서 16명으로 증가하였으며, 증가한 특별관계자에는 대호개발 및 조현아 등이 포함됨
- KCGI, 반도건설, 그리고 조현아는 공동 입장문을 통해 대한항공을 비롯한 한진그룹의 현재 경영상황이 심각한 위기 상황으로, 전문경영인 제도 도입과 기존 경영 방식의 혁신, 재무구조의 개선 및 경영효율화가 필요하다고 밝힘
- 이들은 2020년 3월 예정된 주주총회에서 임기 만료가 예정되어 있는 조원태 대표이사의 연임을 저지하는 행동에 나설 것으로 예상함
- 1월 31일 기준 한진칼의 지분은 조원태 측 33.42%(조원태, 조현민, 이명희, 재단 및 특수관계인, 델타항공, 카카오 등), KCGI 측 32.04%(KCGI, 대호개발, 조현아 등), 그리고 기타 주주가 34.54%를 확보하고 있는 것으로 파악되어 주총에서 기타 주주의 표를 어느 쪽에서 더 많이 확보하느냐에 따라 조원태 대표이사의 재선임 여부는 결정 날 것으로 전망
- 경영권 참여의지가 없다고 밝힌 카카오의 지분을 조원태 측 지분에서 제외시킬 경우 지분 격차는 0.38%에 불과하며, 기타주주 중 외국인과 기관 그리고 소액주주의 비중이 얼마나 되는지도 변수로 작용할 것으로 보임

기타주주 중 기관 투자자 의견권 행사와 관련하여 지배구조연구소의 역할 부각

- 국민연금을 비롯한 기관 투자자(국내 및 해외)들은 의견권 행사와 관련하여 외부 자문기관의 보고서에 근거한 의견권 행사 가능성이 높아 자문기관들의 역할 부각 될 전망
- 외부 자문기관에서 한진칼 조원태 대표이사의 연임을 반대할 만한 뚜렷한 명분을 찾기는 쉽지 않아 보임. 오히려 KCGI의 우호지분으로 등장한 조현아 전 부사장의 경우 1심에서 징역 1년의 실형을, 2심에서 징역 10개월 집행유예 2년을 선고 받은 상황이라 KCGI 측에 찬성하는 것이 쉽지 않을 것으로 예상함
- 조현아 전 부사장의 약점을 보완하기 위해 전문경영인 체제 도입을 부각시킬 KCGI측의 논리에 외부 자문기관들의 평가가 중요한 역할을 할 것으로 예상
- 우호적인 외부자문기관의 평가를 확보하기 위해 KCGI측은 물류 및 항공운송분야에서 현 경영진보다 우수한 경영능력을 갖춘 후보를 내세워야 하지만 이를 객관적으로 입증하는 것도 어려운 문제임
- 기관투자자와 달리 자유로운 의견권 행사가 가능한 소액주주의 경우 현재 경영진보다는 전문경영인 체제를 선호할 것으로 예상됨

박빙의 승부가 될 주총, 그리고 지분경쟁 지속, 한진칼 및 계열사 주가에 긍정적

- 2020년 3월 예정된 주주총회에서 어느 한편이 압도적 승리를 거두지는 못할 것으로 예상하며, 이는 향후 한진칼의 지분경쟁이 지속될 가능성이 높다는 점을 의미
- 만약 KCGI측이 승리할 경우 경영효율화를 위한 계열사들에 대한 경영진단 후 비핵심 사업부문 및 자산에 대한 매각에 나설 가능성 있음
- 한진칼은 지분경쟁 이슈로, 대한항공과 한진은 비핵심 자산 매각 혹은 사업부 매각을 통한 재무구조 개선 기대감으로 주가 상승 가능성 높을 것으로 예상함

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,150	1,305	1,218	1,373	1,527
영업이익	115	109	12	52	104
세전순이익	268	1	-239	21	102
총당기순이익	229	-18	-181	16	77
지배지분순이익	222	-41	-179	16	76
EPS	3,717	-683	-3,000	270	1,280
PER	4.9	NA	NA	151.8	32.0
BPS	25,481	24,818	21,518	21,491	22,474
PBR	0.7	1.2	1.9	1.9	1.8
ROE	17.6	-2.7	-12.9	1.3	5.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한진칼, 대신증권 Research Center

표 1. 한진칼 지분

(단위: %)

구분	주주명	지분율
조원태 측	조원태	6.49
	조현민	6.47
	이명희	5.31
	재단 등 특수관계인	4.15
	델타항공	10.00
	카카오	1.00
	소계	33.42
KCGI 측	KCGI	17.29
	대호개발	8.28
	조현아	6.47
	소계	32.04
	기타	34.54
지분율 총합		100.00

자료: 한진칼, 대신증권 Research Center

표 2. 한진칼의 Valuation Table

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분		Valuation 방식	2019F	2020F	12M Forward	WACC, g	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	로열티	DCF	32	32	32	WACC=6.0%,g=0%	527	28.8
	소계——(1)						527	28.8
		계열사명	지분율	시가총액			Value	
	상장자회사	대한항공	30.0	2,243			672	36.8
		대한항공우	0.9	20			0	0.0
		한진	22.2	396			88	4.8
		진에어	60.0	431			258	14.1
		소계——(2)					1,018	55.7
	지분가치	계열사명	지분율	장부가액			Value	
비상장자회사	KAL 호텔네트웍	100.0	292			292	16.0	
	정석기업	48.3	90			90	4.9	
	토파스여행정보	94.4	54			54	2.9	
	한진관광	100.0	17			17	1.0	
	소계——(3)					454	24.8	
지분가치 합계							1,999	109.4
순차입금(별도)——(4)							172	-9.4
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)							1,827	100
할인율——(6)							0%	
Target NPV——(7)=(5)*(1-(6))							1,827	
발행주식수——(8)							59,170,458	
자기주식——(9)							6,502	
유통주식수——(10)=(8)-(9)							59,163,956	
목표주가(11)=(7)/(9)							30,880	
현재가							41,000	
Upside Potential							-24.7	

자료: 한진칼, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

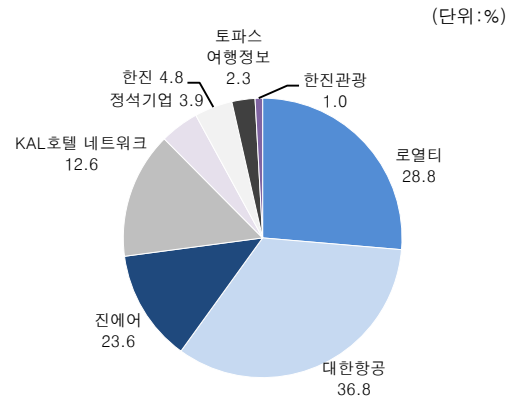
- 한진칼은 2013년 8월 1일 인적분할 방식으로 (주)대한항공으로부터 투자부분을 담당하는 (주)한진칼과 기존 항공사업 등을 영위하는 (주)대한항공으로 분할되며 설립됨
- 주요종속회사 (주)칼호텔네트워크, (주)진에어, (주)한진관광, 토파스여행정보(주) 등이 있음
- 주 수익원은 자회사 지분에 대한 배당수익, 브랜드수수료, 임대수익 등임

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 주주가치 제고와 관련한 회사의 정책 방향

자료: 한진칼, 대신증권 Research Center

한진칼의 NAV 구성



자료: 한진칼, 대신증권 Research Center

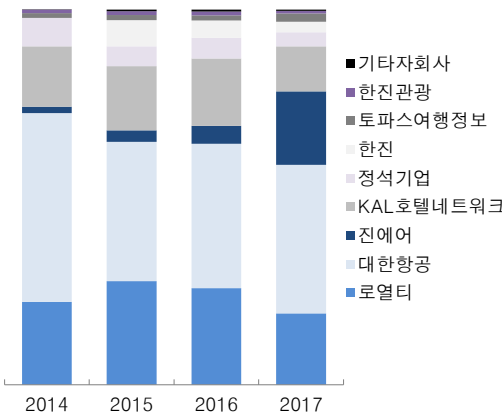
Earnings Driver

그림 1. 한진칼의 NAV 할인율



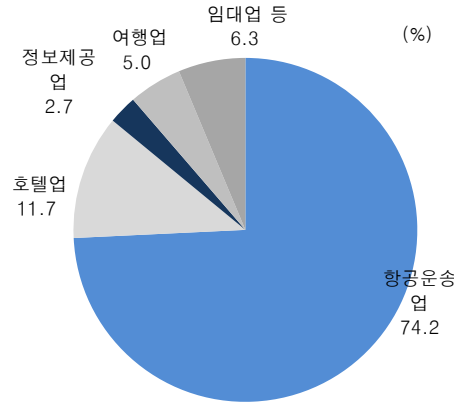
자료: 한진칼, 대신증권 Research Center

그림 2. NAV 구성 추이



자료: 한진칼, 대신증권 Research Center

그림 3. 한진칼의 매출액 비중



주: 2019년 3분기 연결실적 기준
자료: 한진칼, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,150	1,305	1,218	1,373	1,527
매출원가	932	1,046	1,074	1,172	1,262
매출총이익	217	259	144	201	265
판매비외관리비	102	150	132	149	161
영업이익	115	109	12	52	104
영업이익률	10.0	8.3	1.0	3.8	6.8
EBITDA	158	154	52	88	138
영업외손익	152	-108	-251	-30	-3
관계기업손익	177	-91	-229	-6	19
금융수익	7	13	13	13	13
외환관련이익	11	9	6	6	6
금융비용	-29	-24	-28	-30	-28
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-2	-5	-6	-6	-6
법인세비용차감전순손익	268	1	-239	21	102
법인세비용	-39	-19	58	-5	-25
계속사업순손익	229	-18	-181	16	77
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	229	-18	-181	16	77
당기순이익률	19.9	-1.4	-14.9	1.2	5.1
비재배지분순이익	7	23	-2	0	1
지배지분순이익	222	-41	-179	16	76
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	9	2	2	2	2
포괄순이익	318	4	-159	38	99
비재배지분포괄이익	7	21	-2	0	1
지배지분포괄이익	311	-17	-158	37	98

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	3,717	-683	-3,000	270	1,280
PER	4.9	NA	NA	151.8	32.0
BPS	25,481	24,818	21,518	21,491	22,474
PBR	0.7	1.2	1.9	1.9	1.8
EBITDAPS	2,650	2,585	871	1,479	2,309
EV/EBITDA	8.1	12.6	51.7	30.3	18.9
SPS	19,255	21,855	20,401	23,000	25,580
PSR	1.0	1.4	2.0	1.8	1.6
CFPS	2,901	2,734	-1,322	3,018	4,271
DPS	125	300	300	300	300

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	16.0	13.5	-6.7	12.7	11.2
영업이익 증가율	16.5	-5.6	-89.0	331.7	101.8
순이익 증가율	흑전	적전	적지	흑전	374.2
수익성					
ROIC	19.0	-42.45	1.6	7.1	14.7
ROA	4.8	3.9	0.4	1.9	3.9
ROE	17.6	-2.7	-12.9	1.3	5.8
안정성					
부채비율	62.4	67.0	80.9	85.0	78.6
순차입금비율	0.1	-1.5	3.6	2.7	-2.5
이자보상배율	4.0	4.5	0.4	1.7	3.8

자료: 한진칼, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	726	854	708	785	825
현금및현금성자산	246	97	53	122	135
매출채권 및 기타채권	58	60	57	64	70
재고자산	2	5	5	6	6
기타유동자산	419	692	594	594	613
비유동자산	2,050	1,957	1,932	1,912	1,898
유형자산	592	640	610	582	557
관계기업투자금	1,059	892	892	892	892
기타비유동자산	398	425	431	439	450
자산총계	2,776	2,811	2,640	2,697	2,723
유동부채	736	652	553	605	608
매입채무 및 기타채무	151	159	159	159	160
차입금	294	329	129	129	129
유동성채무	87	25	20	70	70
기타유동부채	204	139	245	247	249
비유동부채	330	475	628	634	591
차입금	225	368	398	398	348
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	105	107	229	236	243
부채총계	1,066	1,128	1,180	1,239	1,199
자배지분	1,521	1,482	1,285	1,283	1,342
자본금	149	149	149	149	149
자본잉여금	1,141	1,141	1,141	1,141	1,141
이익잉여금	-294	-410	-607	-609	-550
기타지분변동	525	601	601	601	601
비자배지분	188	202	175	175	183
자본총계	1,710	1,684	1,460	1,458	1,525
순차입금	2	-25	53	40	-38

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	164	78	-34	150	208
당기순이익	229	-18	-181	16	77
비현금항목의 가감	-56	181	102	164	178
감가상각비	43	46	40	37	33
외환손익	0	-1	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-99	136	63	129	146
자산부채의 증감	9	-7	2	-7	-7
기타현금흐름	-18	-78	43	-23	-40
투자활동 현금흐름	-313	-282	83	-17	-39
투자자산	-124	-159	-8	-10	-13
유형자산	-16	-7	-7	-7	-7
기타	-173	-117	98	0	-20
재무활동 현금흐름	314	54	-217	8	-92
단기차입금	121	115	-200	0	0
사채	0	69	30	0	0
장기차입금	225	-1	0	0	-50
유상증자	95	0	0	0	0
현금배당	-6	-12	-18	-18	-18
기타	-121	-116	-29	26	-24
현금의 증감	163	-149	-44	69	13
기초 현금	83	246	97	53	122
기말 현금	246	97	53	122	135
NOPLAT	99	-2,275	9	39	79
FCF	124	-2,239	42	69	105

[Daishin House View 4차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research Center 본부 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]

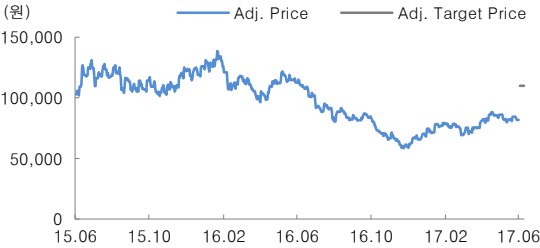
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한진칼(180640) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	20.02.03	19.10.10	19.05.21	19.02.25	19.02.17	19.02.01
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy
목표주가	31,000	31,000	35,000	35,000	29,000	35,000
과리율(평균.%)		17.51	(9.08)	(7.78)	(11.10)	(23.10)
과리율(최대/최소.%)		49.03	(26.00)	26.00	(10.52)	(22.00)

제시일자	18.11.15	18.10.05	18.07.19	18.04.24	18.02.11	18.02.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	29,000	27,000	26,000	30,000	28,000	27,000
과리율(평균.%)	3.25	(23.22)	(27.04)	(31.72)	(24.11)	(19.12)
과리율(최대/최소.%)	11.90	(5.56)	(11.54)	(17.00)	(12.50)	(18.15)

제시일자	18.11.15	18.10.05	18.07.19	18.04.24	18.02.11	18.02.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	29,000	27,000	26,000	30,000	28,000	27,000
과리율(평균.%)	3.25	(23.22)	(27.04)	(31.72)	(24.11)	(19.12)
과리율(최대/최소.%)	11.90	(5.56)	(11.54)	(17.00)	(12.50)	(18.15)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20200129)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	87.2%	12.3%	0.0%

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 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