

한진칼 (180640)

김한이
769,3789
haneym@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지
목표주가 **45,000**
유지
현재주가 **28,650**
(15.08.17)
지주회사

단기 실적보다는 장기 성장스토리에 주목

투자 의견 매수, 목표주가 45,000원 유지

- 목표주가 45,000원은 한진칼, 정석기업 투자회사 합병 후의 주당 NAV
- 2분기 연결영업이익 99억원(-43.2% YoY), 총당기순손실 624억원(적전). 진에어의 선방 및 칼호텔네트워크 적자폭 축소된 점 긍정적이나 토파스여행정보 영업이익 감소, 대한항공 지분법 손실 594억원 발생으로 순손실 기록
- 연간 실적추정치 하향조정했으나 NAV에 적용하는 자회사 평가금액은 유지. 2분기 실적부진 이 대부분 비경상 특이요인인 메르스 영향인 것으로 파악되고, 일회적인 이벤트만으로 중장기 성장성을 보유한 자회사들의 기업가치를 조정하기에는 무리가 있다고 판단했기 때문
- 단기 주가흐름에는 유가와 환율 등 매크로 변수의 영향이 클 전망. 중장기 성장스토리에 주목한 접근 필요. 3분기 성수기 효과, 정석기업 투자회사 합병에 따른 연가매수차익 발생 등을 가정하면 하반기 실적은 개선세를 나타낼 것

2Q15 99억원(-43.2% YoY), 토파스여행정보 이익감소와 지분법손실에 기인

- 진에어: 매출 935억원(+21.0% YoY) OP 11억원(+1,814% YoY) OPM 1.2%(+1.1%p YoY) 항공기 도입대수 증가 효과로 메르스 영향에도 불구하고 표면적으로는 선방한 실적 시현
- 칼호텔네트워크: 매출 243억원(+5.3% YoY) OP -19억원(적자지속). 1분기 영업손실 30억 원에서 2분기 19억원으로 적자폭 감소된 점 긍정적
- 토파스여행정보: 매출 54억원(-58.8% YoY), OP 13억원(-62.4% YoY) OPM 24.7%(-2.4%p YoY) 1분기 매출, 영업이익규모 급증 감인하여 반가실적기준으로 비교 시 OP는 전년동기비 39% 증가
- 정석기업: 매출 104억원(+4.4% YoY), OP 42억원(+4.1% YoY) OPM 40.2%(-0.2%p YoY) 부동산임대업 특성상 안정적인 이익규모 유지
- 관계기업투자손실: 지분법손실 대한항공 594억원, 한진 0.5억원 발생. 당사 대한항공 순이익 추정치를 적용하여 한진칼 관계기업투자손익 규모를 하향조정

지배구조 개편이 마무리된 지주회사로 장기 성장스토리는 유효

- 지주회사-자회사 단계에서의 지배구조 개편은 완료되었다고 판단. 한진해운의 증손회사 지분을 100% 총족 이슈가 남아 있으나 지분이동이 있더라도 자회사 이하에서 발생할 것으로 전망. 중장기적으로 지주회사의 이익확대 기대되며 LCC, Booking fee 수취 등 현금창출력이 좋은 사업영역의 자회사들을 보유하고 있다는 점도 여전한 매력요인
- 2분기 실적부진에 메르스 영향이 큰 것으로 파악되는 만큼 하반기 실적개선세에 주목할 필요가 있음. 중장기적 성장스토리에 기반한 접근 권고

(단위: 십억원, %)

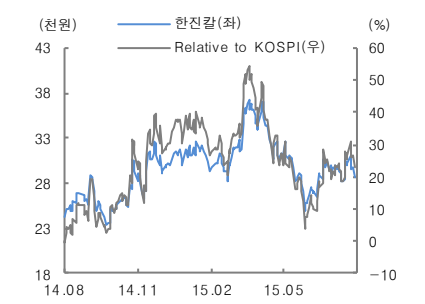
구분	2Q14	1Q15	2Q15			3Q15		
			Consensus	직전추정	확정치	YoY	QoQ	당사추정
매출액	144	176	154	165	156	8.3	-11.0	196
영업이익	17	30	19	21	10	-43.2	-66.6	31
순이익	8	-37	10	21	-65	적전	적지	-7
						적전	적지	적전

구분	2013	2014	2015(F)			Growth	
			Consensus	직전추정	당사추정	조정비율	2014
매출액	241	625	699	729	721	-1.0	158.9
영업이익	29	76	98	104	94	-9.1	160.6
순이익	13	217	36	83	-107	적전	1,587.1
							적전

주: 3Q15F 순이익에는 연가매수차익 포함되지 않았음
자료: 한진칼, WSEF, 대신증권 리서치센터

KOSPI	1,968.52
시가총액	1,521십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	132십억원
52주 최고/최저	37,200원 / 23,400원
120일 평균거래대금	122억원
외국인지분율	2.60%
주요주주	한진 외 17 인 30.54% 국민연금 12.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	-8.8	-3.9	20.6
상대수익률	3.9	-2.4	-4.2	26.4



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	241	625	721	821	939
영업이익	29	76	94	113	130
세전순이익	20	386	-131	237	208
총당기순이익	16	299	-102	195	171
지배지분순이익	13	217	-107	204	179
EPS	650	6,839	-2,033	3,871	3,397
PER	25.2	4.5	NA	7.4	8.4
BPS	20,300	26,396	24,187	27,945	31,234
PBR	0.8	1.2	1.2	1.0	0.9
ROE	4.4	21.9	-8.0	14.7	11.4

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
매출액	729	837	721	821	-1.0	-1.8
판매비와 관리비	86	98	89	99	3.8	0.6
영업이익	104	119	94	113	-9.1	-5.0
영업이익률	14.2	14.3	13.1	13.8	-8.1	-3.3
영업외손익	43	133	-226	124	적자조정	-7.1
세전순이익	147	253	-131	237	적자조정	-6.1
지배지분순이익	83	142	-107	204	적자조정	43.5
순이익률	11.4	17.0	-14.8	24.9	적자조정	46.2
EPS(지배지분순이익)	1,579	2,712	-2,033	3,871	적자조정	42.8

자료: 한진칼, 대신증권 리서치센터

표 1. 한진칼 부문별 매출액, 영업이익 추이

(단위: 십억원, %, %p)

			1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	QoQ	YoY
매출액			154.4	144.4	171.3	154.9	175.6	156.3	-11.0	8.3
항공운송업	여객	진에어	90.4	77.3	96.8	86.5	107.0	93.5	-12.5	21.0
호텔업	객실숙박	칼호텔+a	25.7	26.7	31.6	31.2	27.1	28.4	4.6	6.3
정보제공업	Bookingfee	토파스여행정보	14.5	13.1	14.5	10.9	15.3	5.4	-64.7	-58.8
여행업	관광/여행	한진관광	6.5	9.8	10.3	8.4	8.7	11.6	33.6	19.0
임대업외	오피스임대	정석+a	26.4	18.2	18.9	18.7	27.4	18.3	-33.4	0.5
연결조정			-9.0	-0.7	-0.9	-0.8	-9.9	-0.8		
영업이익			22.7	17.4	22.4	13.0	29.6	9.9	-66.6	-43.2
항공운송업	여객	진에어	7.2	0.1	9.6	0.1	12.8	1.1	-91.3	1,816.5
호텔업	객실숙박	칼호텔+a	1.7	2.8	-2.0	0.4	-2.2	-1.2	적지	적전
정보제공업	Bookingfee	토파스	4.6	3.6	5.0	2.8	10.1	1.3	-86.7	-62.4
여행업	관광/여행	한진관광	-1.2	1.0	0.3	0.2	-0.3	1.0	흑전	5.1
임대업	오피스임대	정석+a	18.5	10.0	9.5	9.4	18.1	7.7	-57.8	-23.6
연결조정			-8.1	-	-	-0.0	-8.9	-0.0		
OPM(%,%p)			14.7	12.1	13.1	8.4	16.9	6.3	-10.5	-5.7
항공운송업	여객	진에어	7.9	0.1	9.9	0.1	11.9	1.2	-10.7	1.1
호텔업	객실숙박	칼호텔+a	6.7	10.6	-6.3	1.4	-8.2	-4.3	3.9	-14.9
정보제공업	Bookingfee	토파스	32.0	27.1	34.3	25.8	65.8	24.7	-41.1	-2.4
여행업	관광/여행	한진관광	-18.4	9.8	2.7	2.6	-3.0	8.7	11.7	-1.1
임대업	오피스임대	정석+a	70.2	55.2	50.3	50.6	66.2	41.9	-24.2	-13.3

자료: 대신증권 리서치센터

표 2. 연결기준 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	QoQ	YoY
매출액	154.4	144.4	171.3	154.9	175.6	156.3	-11.0%	8.3%
매출원가	116.8	112.2	126.0	124.0	126.2	126.5	0.2%	12.7%
매출총이익	37.6	32.2	45.3	30.9	49.4	29.9	-39.6%	-7.2%
판매관리비	14.9	14.8	22.9	17.9	19.8	20.0	0.6%	35.4%
영업이익	22.7	17.4	22.4	13.0	29.6	9.9	-66.6%	-43.2%
금융손익	-1.6	-2.1	-2.8	-3.5	-3.7	-4.4	적지	적지
금융수익	2.7	2.2	1.9	1.9	1.4	1.3	-6.7%	-43.4%
금융비용	4.3	4.3	4.7	5.5	5.1	5.7	11.1%	30.5%
기타영업외손익	-2.8	0.1	1.0	120.0	-4.2	2.4	흑전	1882.4%
기타영업외수익	0.6	1.1	1.0	122.4	0.9	3.4	282.7%	205.1%
기타영업외비용	3.4	1.0	-0.0	2.4	5.0	1.0	-81.1%	-2.3%
관계기업관련손익*	0.1	0.1	0.2	202.0	-58.9	-59.4	적지	적전
세전이익	18.4	15.5	20.8	331.4	-37.2	-51.5	적지	적전
지배지분순이익	16.0	8.2	12.4	180.8	-37.1	-65.7	적지	적전
비지배지분순이익	3.1	2.9	3.1	72.7	5.1	3.3	-34.7%	14.2%

주: 관계기업관련손익은 4Q14 대한항공 지분 재분류 과정에서 일회성 이익 발생
자료: 대신증권 리서치센터

표 3. 한진칼 분기실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2014	2015	2016
매출액	154.4	144.4	171.3	154.9	175.6	156.3	195.6	193.8	625.0	721.4	821.5
항공운송업	90.4	77.3	96.8	86.5	107.0	93.5	116.2	104.6	351.1	421.3	505.5
호텔업	25.7	26.7	31.6	31.2	27.1	28.4	33.2	32.2	115.1	120.9	126.9
정보제공업	14.5	13.1	14.5	10.9	15.3	5.4	14.5	17.8	53.1	53.1	55.7
여행업	6.5	9.8	10.3	8.4	8.7	11.6	13.1	7.0	35.1	40.3	42.3
임대업외	26.4	18.2	18.9	18.7	27.4	18.3	19.7	19.9	82.1	86.2	90.5
영업이익	22.7	17.4	22.4	13.0	29.6	9.9	31.0	23.7	75.5	94.2	113.3
항공운송업	7.2	0.1	9.6	0.1	12.8	1.1	15.1	4.2	16.9	33.2	44.0
호텔업	1.7	2.8	-2.0	0.4	-2.2	-1.2	0.3	0.6	3.0	-2.4	2.5
정보제공업	4.6	3.6	5.0	2.8	10.1	1.3	5.0	4.6	16.0	21.0	21.8
여행업	-1.2	1.0	0.3	0.2	-0.3	1.0	0.6	0.7	0.3	2.0	2.1
임대업	18.5	10.0	9.5	9.4	18.1	7.7	10.0	13.7	47.5	49.9	52.4
관계기업관련손익	0.1	0.1	0.2	202.0	-58.9	-59.4	-46.1	-41.3	202.4	-205.7	145.4
금융손익	-1.6	-2.1	-2.8	-3.5	-3.7	-4.0	-4.3	-4.1	-10.0	-16.2	-18.5
기타영업외손익	-2.8	0.1	1.0	120.0	-4.2	2.4	-1.2	-0.8	118.3	-3.8	-3.0
세전이익	18.4	15.5	20.8	331.4	-37.2	-51.2	-20.6	-22.5	386.2	-131.5	237.3
당기순이익	19.1	11.1	15.5	253.6	-32.1	-62.0	-6.2	-1.6	299.3	-101.9	194.6
지배지분순이익	16.0	8.2	12.4	180.8	-37.1	-65.5	-6.5	2.2	217.5	-107.0	204.3

자료: 대신증권 리서치센터

표 4. 종속기업 요약 경영성과

(단위: 백만원, %)

	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
진에어							
매출액	70,799	90,385	77,335	96,801	86,535	106,958	93,544
QoQ		27.7%	-14.4%	25.2%	-10.6%	23.6%	-12.5%
YOY					22.2%	18.3%	21.0%
OP	-6,233	7,179	58	9,582	73	12,763	1,112
QoQ		흑전	-99.2%	16398.3%	-99.2%	17312.4%	-91.3%
YoY					흑전	77.8%	1813.9%
NP	-4,856	4,877	289	7,358	557	9,072	1,015
토파스여행정보							
매출액	13,080	14,450	13,117	14,547	10,946	15,307	5,406
QoQ		10.5%	-9.2%	10.9%	-24.8%	39.8%	-64.7%
YOY					-16.3%	5.9%	-58.8%
OP	2,008	4,629	3,553	5,004	2,807	10,073	1,336
QoQ		130.6%	-23.2%	40.8%	-43.9%	258.8%	-86.7%
YoY					39.8%	117.6%	-62.4%
NP	1,743	3,326	2,752	4,192	2,257	7,504	1,189
칼호텔네트워크							
매출액	24,562	21,770	23,048	27,703	27,053	22,791	24,268
QoQ		-11.4%	5.9%	20.2%	-2.3%	-15.8%	6.5%
YOY					10.1%	4.7%	5.3%
OP	3,728	1,086	2,336	-2,595	-99	-3,000	-1,857
QoQ		-70.9%	115.1%	적전	적지/	적지/	적지/
YoY					적전	적전	적전
NP	2,190	759	1,596	-3,425	276	-5,320	-4,036
정석기업							
매출액	9,768	10,005	9,925	10,078	10,280	10,521	10,361
QoQ		2.4%	-0.8%	1.5%	2.0%	2.3%	-1.5%
YOY					5.2%	5.2%	4.4%
OP	2,413	4,105	4,005	2,688	3,195	4,467	4,169
QoQ		70.1%	-2.4%	-32.9%	18.9%	39.8%	-6.7%
YoY					32.4%	8.8%	4.1%
NP	2,014	3,263	3,383	2,529	3,660	4,096	3,113

자료: DART, 대신증권 리서치센터

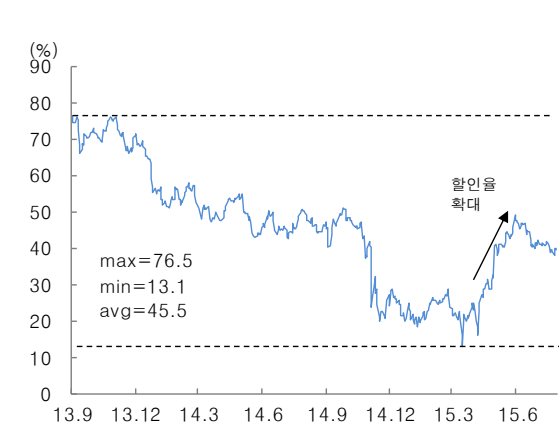
표 5. 한진칼 NAV

(단위: 십억원, 천주, 원)

	평가금액	NAV 비중	비고
영업가치	360	14.3	
브랜드로열티	300	11.9	
임대료수익	60	2.4	
비상장기업가치	1,466	58.3	
진에어	810	32.2	
칼호텔네트워크	292	11.6	장부가액
토파스여행정보	162	6.4	
정석기업(O.C)	135	5.4	구 정석기업 - 정석기업 (H.C) (4,650억원 -1,850억원)에 지분을 48.3% 적용
정석기업(H.C)	22	0.9	정석기업(H.C) 1,850억원에서 한진 지분가치 1,627억원 차감
재동레저	27	1.1	장부가액
한진관광	17	1.7	장부가액
상장기업지분가치(2015.08.17)	956	38.0	
대한항공시총	2,568	809	32.2
한진시총	683	147	5.9
순차입금	268	-7.2	
NAV(십억원)	2,514	100.0	
적정 NAV	2,228		상장지분 30% 할인

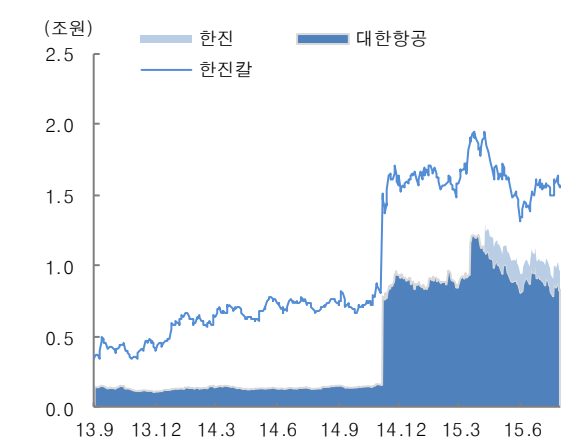
자료: 대신증권 리서치센터

그림 3. 한진칼 NAV 할인을 추이



자료: 대신증권 리서치센터

그림 4. 한진칼과 상장자회사 누적 지분가치 추이



자료: 대신증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	241	625	721	821	939
매출원가	188	479	538	609	693
매출총이익	54	146	184	212	245
판매비와관리비	25	71	89	99	115
영업이익	29	76	94	113	130
영업외수익	120	12.1	13.1	13.8	13.9
EBITDA	37	98	116	135	153
영업외손익	-9	311	-226	124	78
관계기업손익	0	202	-206	145	102
금융수익	4	9	5	5	5
외환관련이익	2	3	2	2	2
금융비용	-7	-19	-21	-24	-27
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-6	118	-4	-3	-2
법인세비용차감전순이익	20	386	-131	237	208
법인세비용	-4	-87	30	-43	-37
계속사업순이익	16	299	-102	195	171
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	299	-102	195	171
당기순이익	6.7	47.9	-14.1	23.7	18.2
비재계분순이익	3	82	5	-10	-9
재계분순이익	13	217	-107	204	179
매도가능금융자산평가	0	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익	3	-2	4	-3	5
포괄순이익	49	265	-66	157	210
비재계분포괄이익	13	83	3	-8	-10
재계분포괄이익	36	182	-70	165	220

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	650	6,839	-2,033	3,871	3,397
PER	25.2	4.5	NA	7.4	8.4
BPS	20,300	26,396	24,187	27,945	31,234
PBR	0.8	1.2	1.2	1.0	0.9
EBITDAPS	1,841	3,068	2,203	2,565	2,893
EV/EBITDA	21.9	21.1	17.5	13.2	10.2
SPS	11,947	19,332	13,569	15,409	17,605
PSR	1.4	1.6	2.2	1.9	1.7
CFPS	1,874	3,143	-3,916	3,062	2,583
DPS	0	75	75	75	75

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증/감	na	158.9	15.4	13.9	14.2
영업이익 증/감	na	160.6	24.8	20.3	15.0
순이익 증/감	na	1,749.7	작전	흑전	-12.2
수익성					
ROIC	9.0	10.4	12.3	16.3	20.5
ROA	4.1	3.9	4.0	4.5	4.6
ROE	4.4	21.9	-8.0	14.7	11.4
안정성					
부채비율	88.2	48.3	54.2	53.9	56.8
순차입금비율	21.2	12.9	19.9	1.2	-12.4
이자보상배율	3.9	4.0	4.4	4.8	4.8

자료: 한진칼 대손증권리서치센터

[Compliance Notice]

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	374	338	237	573	915
현금및현금성자산	97	98	16	370	724
매출채권 및 기타채권	48	41	51	57	64
재고자산	2	2	2	3	3
기타유동자산	227	196	168	144	124
비유동자산	1,051	2,079	2,079	2,096	2,127
유형자산	510	605	614	623	632
관계기업투자지급	6	1,097	1,089	1,082	1,075
기타비유동자산	535	377	375	391	420
자산총계	1,425	2,417	2,316	2,670	3,041
유동부채	275	307	285	348	437
매입채무 및 기타채무	60	67	67	68	69
차입금	90	103	115	128	140
유동상채무	80	70	0	0	0
기타유동부채	45	68	102	152	228
비유동부채	393	479	530	586	665
차입금	300	312	347	387	446
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	94	167	182	199	218
부채총계	668	787	814	935	1,102
자본계분	586	1,400	1,289	1,490	1,665
자본금	72	133	133	133	133
자본잉여금	492	1,065	1,065	1,065	1,065
아우잉여금	14	246	135	335	510
기타자본변동	8	-43	-43	-43	-43
비자계분	171	231	213	246	274
자본총계	757	1,630	1,502	1,735	1,939
순차입금	161	210	298	20	-241

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	25	118	-190	111	86
당기순이익	16	299	-102	195	171
비현금항목의 가감	22	-198	-106	-31	-33
감가상각비	8	22	22	22	22
외환손익	0	0	0	0	0
자본법정이익	0	-202	0	0	0
기타	14	-17	-128	-53	-55
자산부채의 증감	-13	19	5	9	8
기타현금흐름	0	-3	13	-61	-59
투자활동 현금흐름	-132	-85	8	-14	-31
투자자산	2	-18	8	-10	-23
유형자산	-53	-104	-30	-30	-30
기타	-81	37	30	25	21
재무활동 현금흐름	39	-32	-45	29	49
단기차입금	0	13	13	13	13
사채	0	0	20	20	30
장기차입금	50	14	15	20	30
유상증자	0	0	1	0	0
현금배당	0	-5	-4	-4	-4
기타	-11	-54	-89	-19	-19
현금의 증감	-68	1	-82	354	354
기초 현금	165	97	98	16	370
기말 현금	97	98	16	370	724
NOPLAT	24	59	73	93	107
FCF	-25	-27	65	85	99

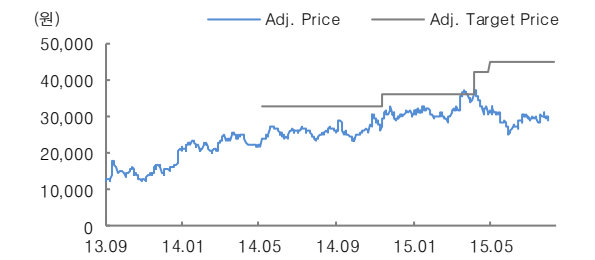
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김한이)

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	150818	150726	150719	150711	150705	150608
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000

제시일자	150517	150515	150510	150503	150426	150424
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	45,000	45,000	42,000	42,000	42,000	42,000

제시일자	150422	150419	150405	150329	150322	150316
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	42,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000

제시일자	150210	150107	141222	141201	141128	140521
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	33,000

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 (기준일자:20150815)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	84.3%	15.1%	0.6%

산업 투자의견
- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 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