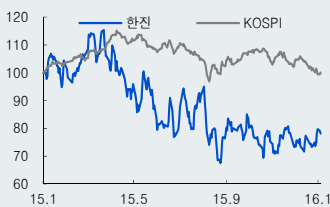


운송

Company Report
2016.1.20

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	60,000
현재주가(16/01/19, 원)	46,900
상승여력	28%

영업이익(15F, 십억원)	36
Consensus 영업이익(15F, 십억원)	36
EPS 성장률(15F, %)	143.4
MKT EPS 성장률(15F, %)	20.9
P/E(15F, x)	5.2
MKT P/E(15F, x)	11.0
KOSPI	1,889.64
시가총액(십억원)	562
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	65.3
외국인 보유비중(%)	10.5
베타(12M) 일간수익률	1.42
52주 최저가(원)	40,500
52주 최고가(원)	69,200
주가상승률(%)	1개월 3.3, 6개월 -10.0, 12개월 -21.7
절대주가	3.3
상대주가	8.0



[운송/에너지]

김충현
02-768-4126
choonghyun.kim@dwsec.com류제현
02-768-4175
jay.ryu@dwsec.com

한진 (002320)

2016년, 영업 안정화의 해!

4Q15 Preview: 택배업 수익성 회복 지연으로 영업이익 -13.7% YoY

동사의 4Q15 매출액은 4,314억원 (3.3% YoY), 영업이익은 102억원(-13.7% YoY)을 기록하며 시장 기대치(4,502억원, 영업이익 121억원)를 하회할 것으로 예상된다.

택배부문: 매출액과 영업이익 각각 1,349억원(13.1% YoY), 23억원(-74.4% YoY)을 예상한다. 동사의 택배 물동량 증가율이 6.4% YoY(시장 12.6% YoY)에 그치며 동남권물류단지 가동으로 증가한 비용부담을 상쇄하지 못하였다. 물동량 증가율 둔화는 경쟁사의 공격적인 영업활동이 주 원인으로 보인다.

하역부문: 한진해운신항만(부산신항만터미널) 인수효과로 매출액 767억원(54.6% YoY), 영업이익 31억원(흑자전환)이 예상된다. 4Q15년 실적 산입에 대한 검토가 이루어지는 중인데, 12월분만 포함하였다. 4Q15 전체가 산입될 시에는 추가적인 실적 증가가 가능하다.

하역부문 강화로 택배업 의존도 축소와 2016년 영업이익 127.8% YoY 증가

2016년은 수익성 회복의 해가 될 것으로 예상된다. 택배부문 안정화와 한진해운신항만 연결실적 산입으로 전년비 매출액과 영업이익은 16.1%, 127.8% 증가할 것으로 추정한다.

택배부문: 3Q15말부터 가동된 신규물류단지의 비용부담으로 수익성이 하락하였다. 2016년에도 택배시장의 고성장세(9.1% YoY)와 상위업체로의 물량 쏠림 현상은 유지될 것으로 예상된다. 영업안정화 단계에서 단가하락(-0.6% YoY) 가능성은 있지만, 동사의 2016년 물동량 성장률은 시장 수준으로 회복될 전망이다. 아직 가시화되지는 않았지만 최신설비를 갖춘 도심형 물류단지에서 파생될 수 있는 물류서비스의 가능성도 여전히 매력적이다.

하역부문: 한진해운신항만은 2014년 기준 매출액 1,375억원, 영업이익 420억원(영업이익률 30.5%)을 기록했다. 2012년에서 2014년 평균 26%의 영업이익률을 기록할 만큼 안정적이다. 또한, 1Q16말 인천신항만터미널이 개장한다. 가동 초기라는 점을 고려할 때 당장 수익이 나기는 어렵지만, 중국과 가까운 지리적 이점과 대형선박 입항이 가능하다는 점은 긍정적이다. 2016년부터 하역부문은 동사의 안정적인 수익원으로서 역할을 할 전망이다.

투자이견 매수 및 목표주가 60,000원 유지

동사에 대한 매수의견 및 목표주가 60,000원을 유지한다. 1)고성장하는 택배업에서 활용도 높은 도심형물류단지를 갖춘 상위택배사라는 점과 2)한진해운신항만으로 강화된 하역부문을 고려할 때 현재 valuation 수준인 PBR 0.7배 수준은 저평가되었다고 판단하기 때문이다. 2015년이 투자의 해였다면 2016년은 영업 안정화의 해가 될 것이다.

다만, 한진해운신항만의 연결실적 산입으로 2016년 실적이 크게 상승하지만, 목표주가는 60,000원으로 유지하였다. 동항만에 재무적 투자자로 참여하고 있는 펠리사 유한회사는 약정 배당률 6.93%의 우선주(풋옵션 포함) 보유하고 있다. 이 투자금을 차입금으로 Valuation하는 것이 타당하다는 판단이다. (표 1. 참조).

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	1,437	1,500	1,533	1,621	1,882	1,984
영업이익 (십억원)	38	40	53	36	82	94
영업이익률 (%)	2.6	2.7	3.5	2.2	4.4	4.7
순이익 (십억원)	-10	-7	44	106	42	53
EPS (원)	-842	-577	3,634	8,843	3,493	4,390
ROE (%)	-1.3	-1.0	5.9	13.9	5.5	6.5
P/E (배)	-	-	14.9	5.2	13.4	10.7
P/B (배)	0.3	0.3	0.8	0.7	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한진, KDB대우증권 리서치센터

표 1. Valuation: Sum of Parts

(십억원)

항목	가치	비고
영업가치	1,540	
EBITDA	140	16F
Target multiple(EV/EBITDA)	11	아시아 물류사 16F 평균
투자자산 가치	171	비영업 자산
순차입금	998	한진해운신항만 펠리사 투자금 2,800억 차입금으로 가정
NAV	713	
발행주식수(천주)	11,803	자기주식 제외
목표주가 (원)	60,000	

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 4Q15 실적 비교표

(십억원, %)

	4Q14	3Q15	4Q15F		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	418	407	431	450	3.3	6.1
영업이익	12	7	10	12	-13.7	49.0
영업이익률 (%)	2.8	1.7	2.4	2.7	-0.5	0.7
세전이익	47	121	2	8	-95.0	-98.0
순이익	33	96	2	7	-94.7	-98.2

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 한진, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	15F	16F	15F	16F	15F	16F	
매출액	1,629	1,757	1,621	1,882	-0.5	7.2	
영업이익	36	48	36	82	-0.7	70.8	한진해운신항만 실적 반영
세전이익	140	45	134	53	-3.8	18.2	신규항만 이자비용 반영
순이익	110	36	106	42	-4.0	17.4	
EPS (KRW)	9,210	2,974	8,843	3,493	-4.0	17.4	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

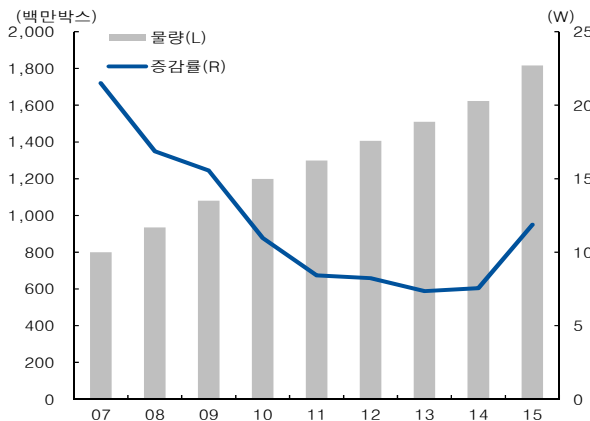
표 4. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015F	2016F	2017F
매출액	388	394	407	431	457	465	473	488	1,621	1,882	1,984
택배	121	125	126	135	130	139	137	149	507	555	611
하역	64	66	66	77	106	110	111	112	273	438	457
기타	203	203	214	220	221	216	225	227	841	889	916
영업이익	11	8	7	10	18	20	21	22	36	82	94
택배	6	4	2	2	3	4	5	7	14	19	27
하역	-1	1	0	3	10	11	11	11	4	43	46
기타	6	3	5	5	5	5	5	5	18	19	21
세전이익	10	1	121	2	12	13	14	15	134	53	67
순이익(지배)	7	1	96	2	9	10	11	12	106	42	53
영업이익률 (%)	2.7	2.1	1.7	2.4	3.9	4.3	4.5	4.6	2.2	4.3	4.8
세전순이익률 (%)	2.5	0.3	29.8	0.5	2.5	2.7	2.9	3.0	8.3	2.8	3.4
순이익률 (지배, %)	1.7	0.3	23.5	0.4	2.1	2.3	2.4	2.5	6.5	2.2	2.6
택배물동량 성장률(%)	10.6	16.5	11.1	6.4	10.5	10.5	10.3	9.7	17.1	10.9	10.2
택배단가(원)	2,271	2,184	2,244	2,200	2,210	2,210	2,210	2,210	2,036	2,223	2,210

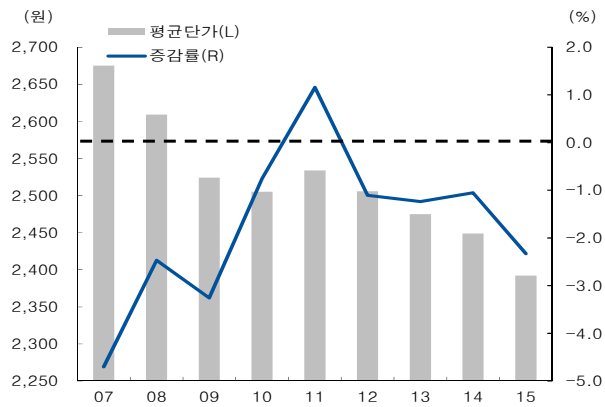
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 택배시장 규모 추이



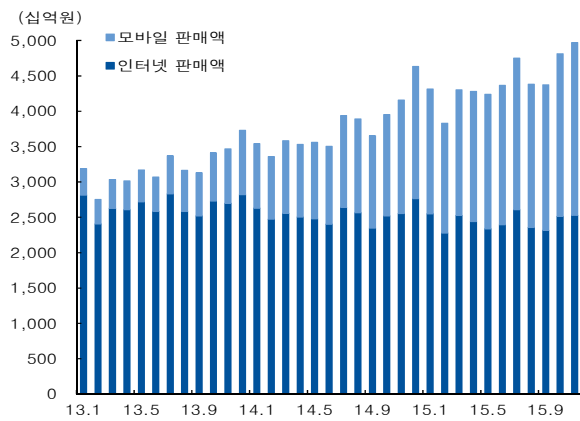
자료: 통합물류협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 택배단가 추이



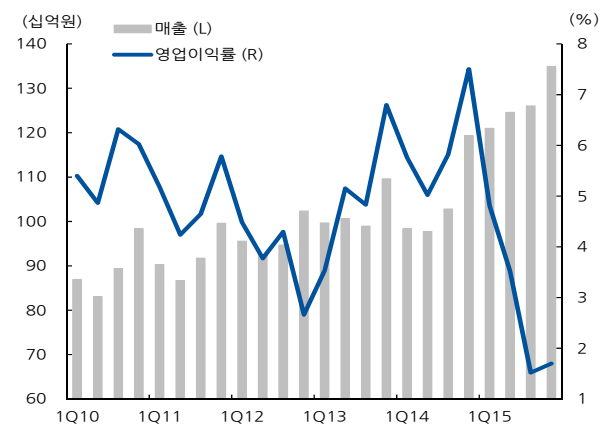
자료: 통합물류협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 온라인 소매판매업 추이



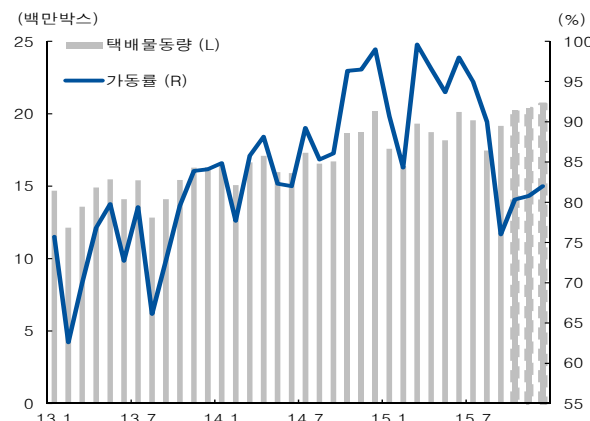
자료: KOSIS, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 한진 택배사업부 매출 vs. 영업이익률 추이



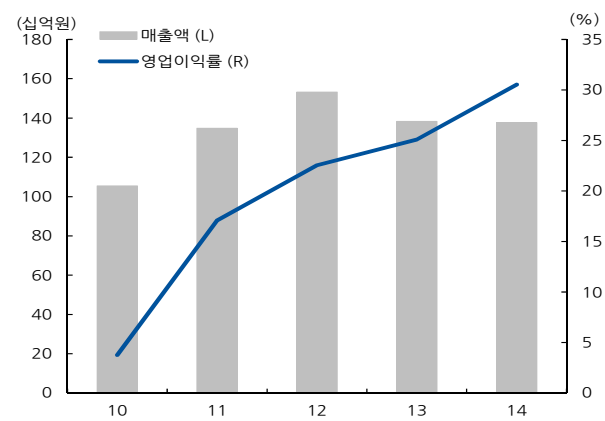
자료: 한진, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 한진 택배 물동량 추이



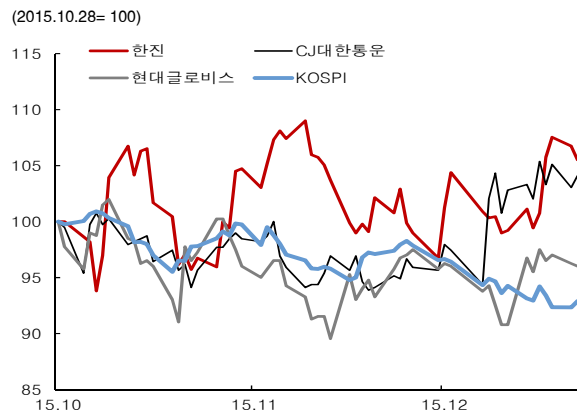
자료: 한진, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 한진해운신항만 실적 추이



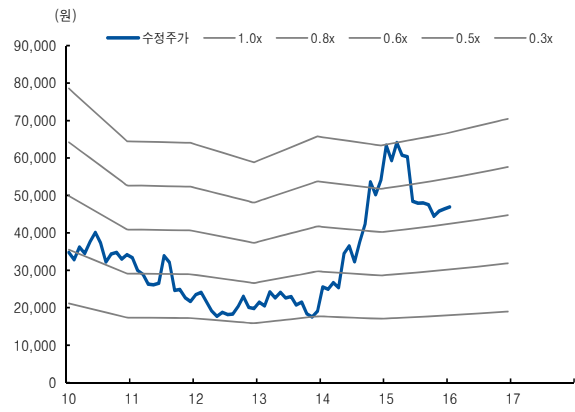
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 주가 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 8. PBR 밴드차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

한진 (002320)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	1,533	1,621	1,882	1,984
매출원가	1,430	1,528	1,737	1,823
매출총이익	103	93	145	161
판매비와관리비	50	56	63	67
조정영업이익	53	36	82	94
영업이익	53	36	82	94
비영업손익	7	98	-29	-27
금융손익	-32	-34	-41	-40
관계기업등 투자손익	-2	7	12	12
세전계속사업손익	60	134	53	67
계속사업법인세비용	18	29	9	11
계속사업이익	42	105	44	55
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	42	105	44	55
지배주주	44	106	42	53
비지배주주	-2	-1	2	3
총포괄이익	84	-44	44	55
지배주주	85	-44	43	55
비지배주주	-2	-1	1	1
EBITDA	90	79	140	155
FCF	-21	-219	64	66
EBITDA 마진율 (%)	5.9	4.9	7.4	7.8
영업이익률 (%)	3.5	2.2	4.4	4.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.9	6.5	2.2	2.7

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	86	56	144	152
당기순이익	42	105	44	55
비현금수익비용가감	55	-24	97	101
유형자산감가상각비	36	42	57	60
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	18	-67	39	40
영업활동으로인한자산및부채의변동	-4	-8	9	5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	8	-15	-29	-14
재고자산 감소(증가)	10	6	-1	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	8	3	1
법인세납부	-9	-19	-9	-11
투자활동으로 인한 현금흐름	-20	-99	-86	-89
유형자산처분(취득)	-106	-274	-80	-86
무형자산감소(증가)	0	-41	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-22	280	-6	-3
기타투자활동	108	-64	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	14	55	-45	-67
장단기금융부채의 증가(감소)	53	87	3	-20
자본의 증가(감소)	0	20	0	0
배당금의 지급	-3	-5	-5	-5
기타재무활동	-36	-47	-43	-42
현금의 증가	80	25	18	5
기초현금	68	148	173	191
기말현금	148	173	191	195

자료: 한진, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

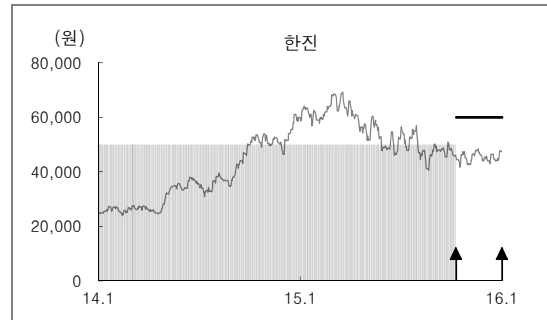
(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	385	494	553	578
현금 및 현금성자산	148	173	191	195
매출채권 및 기타채권	212	231	261	275
재고자산	6	6	7	7
기타유동자산	19	84	94	101
비유동자산	1,571	1,569	1,603	1,634
관계기업투자등	48	50	56	59
유형자산	1,017	1,262	1,285	1,312
무형자산	19	60	58	57
자산총계	1,956	2,063	2,157	2,212
유동부채	580	534	566	561
매입채무 및 기타채무	48	58	65	69
단기금융부채	393	310	314	294
기타유동부채	139	166	187	198
비유동부채	590	765	787	797
장기금융부채	427	596	596	596
기타비유동부채	163	169	191	201
부채총계	1,170	1,299	1,353	1,358
지배주주지분	775	746	784	831
자본금	60	80	80	80
자본잉여금	72	72	72	72
이익잉여금	468	565	602	650
비지배주주지분	11	18	20	23
자본총계	786	764	804	854

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	14.9	5.2	13.4	10.7
P/CF (x)	6.7	6.9	4.0	3.6
P/B (x)	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	14.8	16.5	9.3	8.2
EPS (원)	3,634	8,843	3,493	4,390
CFPS (원)	8,046	6,766	11,739	13,050
BPS (원)	65,204	62,806	65,904	69,900
DPS (원)	400	400	400	400
배당성향 (%)	11.3	4.5	10.7	8.5
배당수익률 (%)	0.7	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	2.2	5.7	16.1	5.4
EBITDA증가율 (%)	15.4	-12.2	77.2	10.7
조정영업이익증가율 (%)	32.5	-32.1	127.8	14.6
EPS증가율 (%)	-	143.3	-60.5	25.7
매출채권 회전을 (회)	7.4	7.6	8.0	7.7
재고자산 회전을 (회)	218.8	272.7	292.6	282.9
매입채무 회전을 (회)	73.3	76.0	67.6	65.1
ROA (%)	2.2	5.2	2.1	2.5
ROE (%)	5.9	13.9	5.5	6.5
ROIC (%)	3.2	2.1	4.5	5.1
부채비율 (%)	148.9	169.9	168.4	159.0
유동비율 (%)	66.5	92.5	97.7	103.0
순차입금/자기자본 (%)	85.3	95.8	89.3	81.2
조정영업이익/금융비용 (x)	1.6	1.0	1.9	2.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
한진(002320)	2015.10.28	매수 분석 대상 제외	60,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
71.08%	11.76%	17.16%	0.00%

* 2015년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.