HOLD

한진 002320 기업분석 | 운송

하역의 회복이 급선무

2017. 03. 30

목표주가(하향)	31,000원
현재주가(03/29)	26,150원
Up/Downside	+18.5%
투자의견(하향)	Hold

Analyst
노상원
02 369 3737
swnoh@dongbuhappy.com

❑Investment Points

하역 부문 적자 지속: 한진의 영업이익 중 가장 큰 비중을 차지하는 하역부문은 1Q17까지는 적자가 이어지며 한진해운의 여파에서 벗어나는 모습은 2Q17부터 나타날 것으로 전망한다. 1Q17 매출액 4,379억원(+0.4%YoY), 영업이익 -29억원(적자전환,YoY)을 예상한다.

택배 부문 개선에도 시간이 필요: 택배 부문은 상위업체들 사이에서 점유율 경쟁이 이어지고 있어 물동량 증가 속도는 완만하게 이어질 것으로 예상한다. 택배 단가 역시 물동량 경쟁에 따라 상승을 기대하기는 어려운 환경이다. 창고, 차량종합 사업부의 매출은 두 자리수 증가율이 기대되지만 비중이 작아 전체 매출액에 미치는 영향은 제한적일 것이다.

❑Action

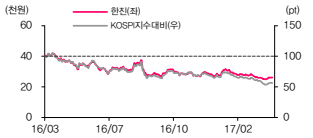
목표주가 31,000원으로 하향, 17년은 실적 개선보다는 정상화 진행: 한진 목표주가를 31,000원으로 하향, 투자의견을 Hold로 하향한다. 과거 5개년 P/B 상단 평균 대비 10% 할인하던 것을 평균 P/B 대비 10% 할인하여 Target Multiple을 0.45배로 낮췄다. 올해 매출액 성장률이 둔화되고 영업이익 회복까지 시간이 필요한 점을 감안하였기 때문이다. 인프라 투자가 완료된 택배 부문에서 고정비 감소 효과가 더디게 나타나고 있으며 하역 부문 역시 연말까지 순차적인 회복을 기대해야하는 상황이다. 해운 및 글로벌 사업부에서도 한진해운 관련 영향이 미쳤던 바, 올해는 성장보다는 영업이익의 정상화가 진행되는 시간으로 인식하자.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,642	1,765	1,823	1,932	2,040
(증가율)	7.1	7.5	3.3	6.0	5.6
영업이익	41	-15	26	62	97
(증가율)	-21.7	적전	흑전	135.4	58.0
지배주주순이익	100	40	73	97	117
EPS	8,373	3,304	6,075	8,098	9,739
PER (H/L)	8.3/4.7	16.4/7.9	4.3	3.2	2.7
PBR (H/L)	1.2/0.7	0.9/0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA (H/L)	23.7/19.6	34.7/28.6	12.2	9.0	6.9
영업이익률	2.5	-0.9	1.4	3.2	4.8
ROE	13.4	5.4	9.2	11.2	12.0

Stock Data

52주 최저/최고	24,850/42,000원
KOSDAQ /KOSPI	614/2,167pt
시가총액	3,131억원
60日-평균거래량	68,298
외국인지분율	12.1%
60日-외국인지분율변동추이	+3.8%p
주요주주	한진칼 외 9 인 33.2%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-3.1	-9.2	-35.7
상대기준	-6.5	-15.1	-40.8

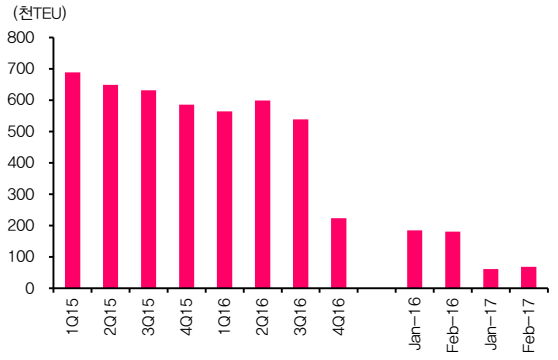
Analyst 노상원
02 369 3737
swnoh@dongbuhappy.com

하역 부문의 적자 상쇄할 요인 부재

1Q17 매출액 4,379억원(+0.4%YoY), 영업이익 -29억원(적자전환,YoY) 예상

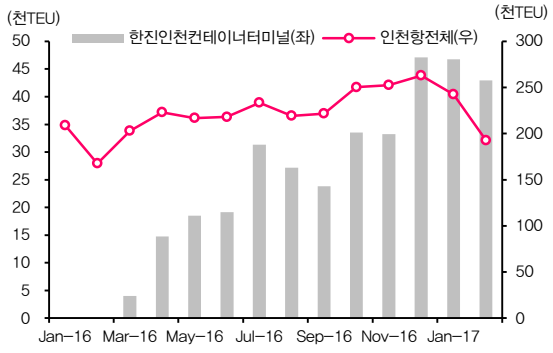
한진은 영업이익 중 가장 큰 비중을 차지하는 하역 부문의 영향으로 적자가 이어질 것으로 예상한다. 한진해운신항만 신규 화주 유치에 따른 물동량 회복은 2Q17 이후에 가능할 것으로 보인다. 한진인천컨테이너터미널은 물동량 증가로 영업이익 흑자를 기대할 수 있지만 한진해운신항만의 적자규모를 상쇄하기에는 부족한 수준이다. 하역 이외 부문에서도 실적 개선을 견인할 만한 요인은 눈에 띄지 않는 상황이다. 한진 1Q17 매출액 4,379억원(+0.4%YoY), 영업이익 –29억원(적자전환,YoY)을 예상한다.

도표 1. 한진해운신항만 물동량 추이



자료: 부산항만공사, 동부 리서치

도표 2. 한진인천컨테이너터미널 물동량 BEP 초과



자료: 인천항만공사, 동부 리서치

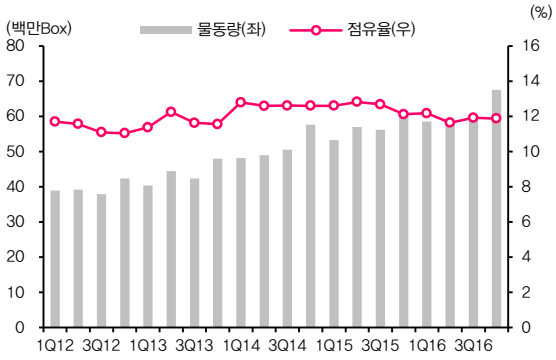
택배 부문 이익률 개선 역시 시간이 필요

매출액 비중이 가장 높은 택배 부문은 시장 전체 성장은 이어지고 있다. 다만 상위업체들 사이의 점유율 경쟁 지속으로 물동량 증가 속도는 완만할 것으로 예상한다. 택배 단가 역시 물동량 경쟁에 따라 상승을 기대하기는 어려운 환경이다. 물동량 증가에 따른 이익률 개선은 시간이 필요해 보인다. 하역 부문 뿐만 아니라 해운, 글로벌 부문에서도 한진해운의 영향이 미쳤던 바 올해는 성장보다는 회복에 초점을 두어야겠다. 창고, 차량종합 부문의 매출은 두 자리수 증가율이 기대되지만 비중이 작아 전체 매출액에 미치는 영향은 제한적일 것이다.

한진해운신항만 합작관계 정리 통해 이자비용 감소 기대

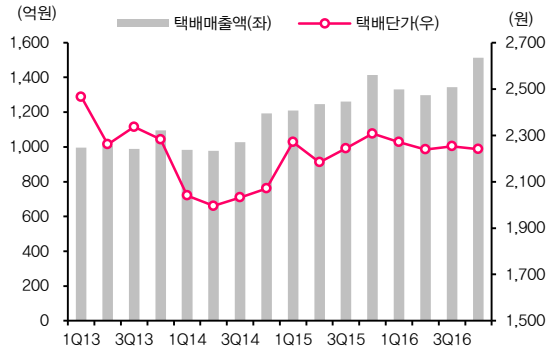
펠리샤 유한회사와 한진해운신항만 합작관계 정리가 결정되었고 이를 위해 필요한 3,650억원은 부산신항국제터미널 지분 처분한 금액으로 한진에서 1,000억원을 투자하고, 부산항만공사와 글로벌해양펀드를 통해 나머지 규모를 조달하게 된다. 펠리샤 유한회사와의 합작관계 정리를 통해 한진은 연간 70억원 이상의 이자비용 감소를 기대할 수 있다.

도표 3. 한진 택배 물동량 증가에도 점유율 변화 미미



자료: 한진 물류협회, 동부 리서치

도표 4. 택배 단가는 횡보



자료: 한진, 동부 리서치

도표 5. 한진 사업부문별 실적 추정

(단위: 억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	4,364	4,471	4,362	4,452	4,379	4,497	4,514	4,840	16,417	17,648	18,230
육운	905	878	834	885	921	891	850	912	3,423	3,502	3,574
하역	927	984	929	755	734	863	886	922	2,875	3,595	3,405
해운	188	194	133	88	109	136	145	146	896	603	536
창고	42	45	48	51	48	52	55	59	150	186	214
국제	508	514	515	511	518	524	525	522	2,120	2,048	2,089
택배	1,331	1,298	1,344	1,512	1,424	1,389	1,438	1,618	5,130	5,485	5,869
차량종합	463	558	559	648	625	642	615	661	1,822	2,228	2,542
매출원가	4,072	4,174	4,132	4,354	4,233	4,241	4,231	4,534	15,414	16,732	17,238
매출총이익	292	297	230	97	146	255	283	306	1,003	916	991
판매비와관리비	187	179	535	168	175	180	181	194	592	1,069	729
영업이익	105	118	-305	-71	-29	76	103	113	411	-153	262
매출증가율(YoY)	12.4	13.4	7.2	-1.6	0.4	0.6	3.5	8.7	7.1	7.5	3.3
영업이익률	2.4	2.6	적자	적자	적자	1.7	2.3	2.3	2.5	적자	1.4

자료: 한진, 동부 리서치

목표주가 31,000원으로 하향

17년은 영업이익 정상화 진행의 시간

한진 목표주가를 31,000원으로 하향, 투자의견을 Hold로 하향한다. 과거 5개년 P/B 상단 평균 대비 10% 할인하던 것을 평균 P/B 대비 10% 할인하여 Target Multiple을 0.45배로 낮췄다. 올해 매출액 성장률이 둔화되고 영업이익 회복까지 시간이 필요한 점을 감안하였기 때문이다. 인프라 투자가 완료된 택배 부문에서 고정비 감소 효과가 더디게 나타나고 있으며 하역 부문 역시 연말까지 순차적인 회복을 기대해야하는 상황이다. 해운 및 글로벌 사업부에서도 한진해운 관련 영향이 미쳤던 바, 올해는 성장보다는 영업이익의 정상화가 진행되는 시간으로 인식하자.

Analyst 노상원
02 369 3737
swnoh@dongbuhappy.com

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	**446**	**451**	**548**	**667**	**783**
현금및현금성자산	169	163	204	281	344
매출채권및기타채권	238	211	240	220	232
재고자산	7	7	8	10	6
비유동자산	**2,057**	**2,087**	**2,047**	**2,029**	**2,030**
유형자산	1,288	1,337	1,309	1,302	1,315
무형자산	467	465	453	441	430
투자자산	216	230	230	230	230
자산총계	**2,504**	**2,538**	**2,595**	**2,696**	**2,813**
유동부채	**601**	**949**	**941**	**955**	**966**
매입채무및기타채무	192	212	208	221	232
단기차입금및단기사채	111	164	164	164	164
유동성장기부채	263	270	270	270	270
비유동부채	**1,169**	**819**	**819**	**819**	**819**
사채및장기차입금	664	595	595	595	595
부채총계	**1,769**	**1,767**	**1,760**	**1,774**	**1,785**
자본금	60	60	60	60	60
자본잉여금	72	72	72	72	72
이익잉여금	559	595	663	755	867
비지배주주지분	17	15	11	6	0
자본총계	**734**	**770**	**835**	**922**	**1,028**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	**1,642**	**1,765**	**1,823**	**1,932**	**2,040**
매출원가	1,541	1,673	1,724	1,797	1,866
매출총이익	**100**	**92**	**99**	**135**	**173**
판관비	59	107	73	74	76
영업이익	**41**	**-15**	**26**	**62**	**97**
EBITDA	**84**	**52**	**118**	**151**	**187**
영업외손익	**89**	**82**	**77**	**77**	**78**
금융손익	-26	-66	-64	-64	-63
투자손익	6	6	0	0	0
기타영업외손익	109	142	141	141	141
세전이익	**130**	**67**	**103**	**139**	**175**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**99**	**38**	**69**	**92**	**111**
지배주주지분순이익	100	40	73	97	117
비지배주주지분순이익	-2	-2	-4	-5	-6
총포괄이익	**-54**	**40**	**69**	**92**	**111**
증감률(%YoY)					
매출액	7.1	7.5	3.3	6.0	5.6
영업이익	-21.7	적전	흑전	135.4	58.0
EPS	130.4	-60.5	83.9	33.3	20.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	**63**	**41**	**164**	**219**	**222**
당기순이익	99	38	69	92	111
현금유출이없는비용및수익	**-8**	**53**	**192**	**202**	**218**
유형및무형자산상각비	43	68	92	90	89
영업관련자산부채변동	**-9**	**-3**	**-63**	**-28**	**-42**
매출채권및기타채권의감소	6	-18	-29	20	-12
재고자산의감소	6	8	0	-2	4
매입채무및기타채무의증가	-3	18	-4	14	11
투자활동현금흐름	**-65**	**37**	**-51**	**-69**	**-87**
CAPEX	-147	-70	-52	-71	-91
투자자산의순증	227	-7	0	0	0
재무활동현금흐름	**22**	**-84**	**-73**	**-73**	**-73**
사채및차입금의 증가	509	-3	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-5	-5	-5	-5	-5
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가	**21**	**-6**	**41**	**78**	**62**
기초현금	**148**	**169**	**163**	**204**	**281**
기말현금	**169**	**163**	**204**	**281**	**344**

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	8,373	3,304	6,075	8,098	9,739
BPS	59,908	63,079	68,759	76,463	85,807
DPS	400	400	400	400	400
Multiple(배)					
P/E	5.5	8.7	4.3	3.2	2.7
P/B	0.8	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	20.5	29.1	12.2	9.0	6.9
수익성(%)					
영업이익률	2.5	-0.9	1.4	3.2	4.8
EBITDA마진	5.1	3.0	6.5	7.8	9.2
순이익률	6.0	2.1	3.8	4.8	5.4
ROE	13.4	5.4	9.2	11.2	12.0
ROA	4.4	1.5	2.7	3.5	4.0
ROIC	2.1	-0.5	0.9	2.1	3.2
안정성및기타					
부채비율(%)	240.9	229.4	210.9	192.4	173.6
이자보상배율(배)	1.1	-0.2	0.4	0.9	1.4
배당성향(배)	4.8	12.6	6.8	5.1	4.3

자료: 한진, 동부 리서치　　주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

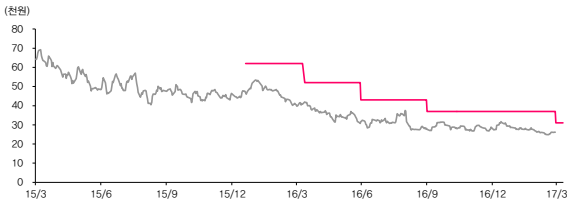
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

1년간 투자의견 비율 (2016-12-31 기준) - **매수**(71.7%) **중립**(28.3%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한진 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
16/01/19	BUY	62,000			
16/04/11	BUY	52,000			
16/06/29	BUY	43,000			
16/09/30	BUY	37,000			
17/03/30	HOLD	31,000			