

한진(002320)

중립(분석재개)

주가(4/19, 원)	27,700
시가총액(십억원)	332
발행주식수(백만)	12
52 주 최고/최저가(원)	39,500/24,850
일평균 거래대금(6 개월, 백만원)	1,088
유동주식비율(%)	65.3
외국인지분율(%)	12.5
주요주주(%)	한진칼 외 9 인
	국민연금
	9.4

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	1,642	41	100	8,495	130.5	84	5.5	20.4	0.8	13.4	0.9
2016A	1,765	(15)	40	3,352	(60.5)	52	8.6	29.0	0.5	5.4	1.4
2017F	1,858	30	19	1,575	(53.0)	106	17.6	14.2	0.4	2.4	1.4
2018F	1,981	63	45	3,823	142.7	140	7.2	11.0	0.4	5.7	1.4
2019F	2,132	88	66	5,560	45.4	168	5.0	9.3	0.4	7.8	1.4

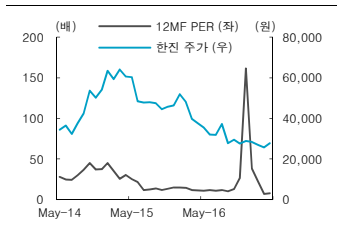
주: 순이익은 지분법적용 순이익

이익 개선을 기다리자

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.0	(12.1)	(29.9)
상대주가(%p)	12.2	(16.8)	(36.2)

12MF PER 추이



회복 방향성 보이지만, 느린 속도: 한진에 대해 ‘중립’ 의견으로 분석을 재개한다. 불확실성 해소 국면에서 낮은 밸류에이션은 긍정적이나 투자심리 회복을 예단하기 어렵다. 한진해운 사태로 멈추었던 성장 전략들이 본궤도로 돌아오고 있다. 그러나 이익의 반등폭이 제한적이기 때문이다. 우리는 2017년 매출액은 전년대비 3.0% 증가한 1.7조원, 영업이익은 전년대비로는 흑자전환이나 2015년 대비 27.7% 감소한 300억원으로 전망한다. 하역 부문은 항만법인의 구조조정과 공격적인 물량 확보로 작년의 부진에서 빠르게 회복되고 있으나 단가 하락으로 이익 정상화는 2018년으로 미뤄야 할 것이다. 택배사업의 수익성 향상은 긍정적이나 상위업체와의 경쟁이 갈수록 치열해져 이익 기여도는 제한적이다.

불확실성 해소 긍정적: 한진해운신항만은 제로베이스에 서 있다. 2016년 상반기 하역부문은 영업이익 비중이 67%에 달하며 차별적 성장이 기대됐는데, 한진해운신항만이 그 중심에 있었다. 그러나 매출의 60%를 차지하던 한진해운의 청산으로 이익은 급감했고 전환우선주 put option으로 인해 대규모 자금지출 위험도 상존했다. 결국 한진해운신항만의 회복은 성장전략의 정상화와 한진해운 관련 리스크 해소를 동시에 판단할 수 있는 catalyst다. 2분기부터 전체 처리능력의 80%에 달하는 2M 물량을 확보했고 3월 중순 put option 관련 협상은 한진의 지출을 최소화하는 방향에서 마무리되었다. 불확실성 해소를 이제는 기저효과와 밸류에이션 매력에 대해 논할 수 있는 여건이 조성됐다.

관건은 이익 회복: 다만 한진에 대한 투자판단은 외형보다는 수익성에 초점을 두어야 한다. 과잉공급에 취약한 운송업 시장구조에서 차별화된 모습을 보여주지 못했기 때문이다. 2010년 이후 매출은 꾸준히 늘고 있지만 영업이익은 제자리를 맴돌고 있다. 택배수요가 높은 성장을 지속하는 가운데 수도권 공략에 특화된 동남권 택배 허브터미널을 선제적으로 확보했음에도 초기 물량대응 실패로 이익은 감소했다. 한진해운 지원과 관련해 부산신항만 인수 등에 약 2,000억원을 사용하면서 자산효율성에 대한 우려 역시 부각되고 있다. 한진해운 불확실성 해소와 매출 정상화 움직임은 한진에 대한 관심을 높여야 함을 의미하지만, 투자의 효용 대비 위험도 비슷한 수준이라 ‘중립’ 의견을 제시한다.

〈표 16〉 한진 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2016				2017F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2015	2016	2017F	2018F
매출액	436	447	436	445	431	473	472	482	1,642	1,765	1,858	1,981
증가율	12.4	13.4	7.2	(1.6)	(1.2)	5.8	8.2	8.4	7.1	7.5	5.3	6.6
택배	133	130	134	151	144	140	145	165	513	549	594	651
하역	93	98	93	75	74	108	111	91	287	360	384	419
육운	91	88	83	89	91	89	84	89	342	350	354	357
국제	51	51	52	51	48	50	51	51	212	205	200	206
해운	19	19	13	9	17	18	12	8	90	60	55	56
창고	4	5	5	5	5	5	5	6	15	19	21	22
차량종합	46	56	56	65	52	63	63	73	182	223	250	269
영업이익	10	12	(31)	(7)	(2)	9	10	12	41	(15)	30	63
증가율	(1.8)	39.6	NM	NM	NM	(22.1)	NM	NM	(21.7)	NM	NM	111.6
영업이익률	2.4	2.6	(7.0)	(1.6)	(0.4)	1.9	2.2	2.4	2.5	(0.9)	1.6	3.2
세전이익	(10)	146	(44)	(25)	(3)	8	9	9	130	67	24	59
증가율	NM	11,363.7	NM	NM	NM	(94.4)	NM	NM	117.9	(48.4)	(63.9)	142.7
지배주주순이익	(10)	106	(42)	(15)	(2)	6	7	7	100	40	19	45
증가율	NM	8,855.3	NM	NM	NM	(94.1)	NM	NM	130.4	(60.5)	(53.0)	142.7

자료: 한진, 한국투자증권

〈표 17〉 한진 주요 자산매각 내역

지분 매각	시기	지분율	처분금액	처분목적
한진칼	2014년 12월	5.3%	780억원	독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 따른 순환출자 해소
대한항공	2015년 7월	8.0%	2,169억원	독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 따른 지주회사 등의 행위제한 해소
서울고속버스터미널	2016년 6월	16.7%	1,659억원	비사업용 자산처분을 통한 투자자금 확보
부산신항국제터미널	2017년 3월	40.0%	1,150억원	부산지역 중북투자항만 지분정리를 통한 사업역량 집

자료: 한진, 한국투자증권

〈표 18〉 한진해운 지원 관련 투자 내역

지분 매각	시기	지분율	처분금액	비고
평택컨테이너터미널 지분 인수	2015년 5월	68%	145억원	
한진해운신항만 지분 인수	2015년 11월	50%+1	1,355억원	
아시아 역내 일부 노선 인수 추진	2016년 6월		300억원	300억원 선금금 지급, 한진해운의 회생절차 개시로 계약해지
Tan Cang Cai Mep International Terminal 지분 인수	2016년 7월	21.3%	230억원	
한진해운신항만 합작관계정리	2017년 5월	50%-1	365억원	전환우선주 유상감자 및 신주인수권부사채 상환

자료: 한진, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

한진은 택배, 항만하역, 육상운송, 포워딩 등 다각화된 종합물류사업을 영위하는 자산형 물류업체. 택배시장의 성장이 구조적인 가운데 안정적인 고객관계를 구축하고 있으며 하역사업은 한진해운신항만과 인천신항만 등을 운영하고 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	446	451	474	506	609
현금성자산	169	163	171	183	236
매출채권및기타채권	238	211	222	236	280
재고자산	7	7	8	8	9
비유동자산	2,057	2,087	2,118	2,204	2,289
투자자산	216	230	242	258	278
유형자산	1,288	1,337	1,328	1,362	1,383
무형자산	467	465	489	522	561
자산총계	2,504	2,538	2,592	2,709	2,898
유동부채	601	949	1,044	1,084	1,163
매입채무및기타채무	192	212	223	238	256
단기차입금및단기사채	111	164	209	242	275
유동성장기부채	263	270	287	298	309
비유동부채	1,169	819	765	804	856
사채	229	245	204	231	267
장기차입금및금융부채	726	366	342	340	338
부채총계	1,769	1,767	1,809	1,888	2,019
지배주주지분	717	755	769	810	871
자본금	60	60	60	60	60
자본잉여금	72	72	72	72	72
기타자본	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
이익잉여금	559	595	609	649	710
비지배주주지분	17	15	14	12	8
자본총계	734	770	783	821	879

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	63	41	101	123	129
당기순이익	99	38	18	43	62
유형자산감가상각비	39	55	63	64	65
무형자산상각비	4	12	13	14	15
자산부채변동	(9)	(3)	11	8	(7)
기타	(70)	(61)	(4)	(5)	(6)
투자활동현금흐름	(65)	37	(102)	(158)	(160)
유형자산투자	(147)	(70)	(54)	(98)	(86)
유형자산매각	5	3	0	0	0
투자자산순증	179	146	(8)	(12)	(15)
무형자산순증	(1)	(3)	(37)	(46)	(54)
기타	(101)	(39)	(2)	(3)	(4)
재무활동현금흐름	22	(84)	10	47	84
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	63	(12)	14	49	85
배당금지급	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
기타	(36)	(67)	1	2	3
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가	21	(6)	9	11	53

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	1,642	1,765	1,858	1,981	2,132
매출원가	1,541	1,673	1,719	1,803	1,920
매출총이익	100	92	140	178	211
판매관리비	59	107	110	115	123
영업이익	41	(15)	30	63	88
금융수익	13	3	5	5	6
이자수익	3	2	3	4	4
금융비용	39	69	45	46	48
이자비용	37	68	44	45	47
기타영업외손익	109	142	31	33	35
관계기업관련손익	6	6	4	4	4
세전계속사업이익	130	67	24	59	86
법인세비용	32	30	7	16	23
연결당기순이익	99	38	18	43	62
지배주주지분순이익	100	40	19	45	66
기타포괄이익	(153)	3	0	0	0
총포괄이익	(54)	40	18	43	62
지배주주지분포괄이익	(53)	43	19	45	66
EBITDA	84	52	106	140	168

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	8,495	3,352	1,575	3,823	5,560
BPS	60,410	63,581	64,740	68,114	73,200
DPS	400	400	400	400	400
성장성(% YoY)					
매출증가율	7.1	7.5	5.3	6.6	7.6
영업이익증가율	(21.7)	NM	NM	111.6	40.5
순이익증가율	130.4	(60.5)	(53.0)	142.7	45.4
EPS 증가율	130.5	(60.5)	(53.0)	142.7	45.4
EBITDA 증가율	(6.0)	(38.1)	102.8	32.6	20.1
수익성(%)					
영업이익률	2.5	(0.9)	1.6	3.2	4.1
순이익률	6.1	2.2	1.0	2.3	3.1
EBITDA Margin	5.1	3.0	5.7	7.1	7.9
ROA	4.4	1.5	0.7	1.6	2.2
ROE	13.4	5.4	2.4	5.7	7.8
배당수익률	0.9	1.4	1.4	1.4	1.4
배당성향	4.7	11.9	25.4	10.5	7.2
안정성					
순차입금(십억원)	1,153	1,158	1,163	1,201	1,232
차입금/자본총계비율(%)	180.8	172.1	171.1	169.1	167.7
Valuation(X)					
PER	5.5	8.6	17.6	7.2	5.0
PBR	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	20.4	29.0	14.2	11.0	9.3

■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 19일 현재 아시아나항공, 제주항공, CJ대한통운, 한진, 현대글로벌비스, 대한항공 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 현대글로벌비스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 대한항공 유상증자 대표주관업무를 수행한 증권사입니다

■ 기업 투자자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.