

2018/05/17

# 한진중공업(097230)

## 이자비용 절반 줄이고, 독자생존에 성공한다면...

### ■ 자율협약 줄업을 향해: 0.7조원 + 0.4조원 추가 매각과 이익

2016년 5월 자율협약을 맺고, 2018년말 줄업을 목표로 차입금과 보유자산(토지)과 맞바꾸고 있다. 2017년말 동사 순차입금은 연결 2.4조원, 별도 1.7조원에서, 남은 북항부지 20만평에서 0.7조원의 순차입금 감소가 남았고, 동서울 개발도 확정되었다<그림 1~6, 표 3,4>. 연말 순차입금은 연결 1.7조원, 별도 1.1조원으로, 최고 1,644억원에 달했던 이자손익도 2019년 700억원 이하까지 준다. 장차 영업에서 700억원을 벌여주면 독자 생존이 가능하다.

### ■ ①수익: 업황 회복 및 pre-IPO

수익의 관계기업 가치는 2015년 1.2조원에서, 1Q18 0.7조원까지 줄었다. 최근 2년 동안 -4,160억원의 영업적자와 함께 손상차손을 기록했기 때문이다. 올해와 내년 매출은 0.8조원으로 작지만, 손실폭을 줄이고, 작금의 업황 회복에 따른 연간 1조원의 수주로 2020년 수익 실적은 턱업할 수 있다. 올해 수익의 pre-IPO 형태의 지분 매각도 모멘텀이 될 전망이다.

### ■ ②영도: 상선 건조 끝낸 영도, 자연퇴직 & 군함 대규모 발주 계획

영도 야드는 2011년부터 2017년 영업적자 450억원(OPM -12.7%)까지 7년간 -5,180억원 적자를 기록했다. 영도는 이제 군함만 건조하는데, 때마침 2019년까지 5.5조원의 군함 발주 계획 하<표9>에, 소형선에서 STX의 철수로 강남, 삼강보다는 동사가 수주를 과점할 것으로 보인다. 현재 군함만으로 3,000억원대 매출에 불과하지만, 2019년 매출 성장과 함께 흑자전환을 예상한다.

### ■ ③건설: 흑자전환 성공, 안정적 주택 중심

토목 사업 부진으로 2015년 -1,210억원 영업적자까지 기록했던 동사의 건설 부문은 2017년 흑자전환에 성공했다. 부실 토목 사업이 종료되었고, 최근 매출에서 수익성이 확실한 주택 비중이 늘어 이익기여를 기대한다<그림9~11>.

### ■ 연말 자율협약 줄업=독자생존: 타겟 PB 0.8배에 TP 5,000원 제시

조선업종에서 30% 할인한 타겟 PBR 0.8배에서 목표주가 5,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다<표1>. 토지매각(=영업이익), 연말 자율협약 줄업, 그 이후 낮아진 이자비용(-68억원)을 넘는 이익으로 독자생존 한다면 매력적이다.

조선/기계 최광식  
(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

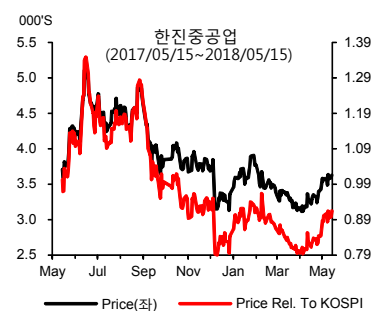
Buy(Maintain)

목표주가(6M)	5,000원
종가(2018/05/16)	3,490원

#### Stock Indicator

자본금	530십억원
발행주식수	10,605만주
시가총액	380십억원
외국인지분율	7.0%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	703원
BPS(2018E)	6,152원
ROE(2018E)	12.1%
52주 주가	3,070~5,080원
60일평균거래량	328,662주
60일평균거래대금	1.1십억원

#### Price Trend



## 실적 & Valuation

동사에 대한 타겟 PBR을 조선사들에 적용하는 1.0배~1.2배를 30% 할인한 0.8배로 제시해 목표주가 5,000원에서 커버리지를 재개한다.

2018년~2019년의 ROE가 12% 높은데 이는 잔여 북항 20만평 매각에 따른 0.7조원 기타 매출과 영업이익 때문이다. 토지 매각에 따른 일회성이 끝난 2020년에도 일회성과 비슷한 실적이 계속될 것인지가 관건이다. 영도와 수빅의 흑자전환과 낮아진 이자비용으로 가능하다는 분석이다.

<표 1> 조선업 타겟 PBR 1.0 배~1.2 배를 27% 할인한 타겟 PBR 0.8 배에서 목표주가 5,000 원 제시하며 커버리지 재개

계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
EPS	-2,729	-2,927	-3,835	-2,956	-2,622	703	535	744
BPS	23,630	15,386	11,524	8,659	5,449	6,152	6,687	7,430
			흑자전환	4분기 △				
주식수(백만주)	69	102	102	106	106	106	106	106
PBR(고)	0.6	0.9	0.6	0.55	0.96	0.65		
PBR(저)	0.5	0.26	0.30	0.33	0.52	0.49		
ROE	-11.3%	-18.6%	-28.5%	-29.9%	-37.2%	12.1%	8.3%	10.5%
적용ROE	-15%	-24%	-29%			10%	9%	11%
└ FWD nY	적자	적자	적자			+0~2Y	+0~1Y	+0Y
COE(고)	-25.8%	-25.4%	-45.8%					
COE(평)	-29.3%	-42.4%	-70.4%					
적용ROE						10.3%	9.4%	10.5%
적용COE = TRL 참조						13%	12%	13%
Target PBR						0.8	0.8	0.8
적용 BPS: 연말						6,152	6,687	7,430
적정주가						4,900	5,300	
목표주가						5,000		
종가(05.16)						3,490		
상승여력						43%		

자료: 하이투자증권 리서치

## &lt;표 2&gt; 한진중공업 영업실적에서 주요 가정

영도: 군함 발주 증가로, 영도 2019 년 매출 증가 및 흑자전환

수박: 상선 시황 개선으로 수박 2020 년 매출 증가 및 신조선가 개선으로 흑자전환

건설: 2017 년에 흑자전환한 기조 유지, 안정적인 주택/건축이 잔고에서 60%이기 때문

계정												(십억원)		
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2015	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	572	565	669	647	503	719	794	981	3,064	2,813	2,452	2,998	3,109	2,976
영업이익	-21	-29	17	-84	22	17	60	97	-79	-79	-117	196	149	175
금융/기타영업외	-62	-33	-6	-45	-19	-21	-20	-18	-358	-220	-147	-78	-68	-62
이자손익	-25	-25	-28	-24	-23	-21	-19	-18	-149	-126	-102	-81	-68	-62
관계기업/기타	0	0	0	-13	4	0	0	0	-24	-18	-13	4	0	0
세전사업이익	-83	-63	11	-141	6	-4	40	79	-461	-317	-276	122	81	113
지배주주지분 순이익	-75	-62	-2	-139	-1	-2	26	52	-392	-313	-278	75	57	79
영업이익률	-3.7%	-5.2%	2.6%	-12.9%	4.3%	2.4%	7.5%	9.9%	-2.6%	-2.8%	-4.8%	6.5%	4.8%	5.9%
순이익률	-13.0%	-11.0%	-0.3%	-21.5%	-0.1%	-0.3%	3.3%	5.3%	-12.8%	-11.1%	-11.3%	2.5%	1.8%	2.6%
조선														
매출액	323	275	263	361	175	313	304	316	1,514	1,338	1,158	1,125	1,347	1,401
영업이익	-36	-63	-69	-110	-25	-23	-18	-23	-58	-262	-279	-89	-26	52
영업이익률	-11.2%	-23.0%	-26.2%	-30.5%	-14.1%	-7.4%	-5.9%	-7.2%	-3.8%	-19.6%	-24.1%	-7.9%	-1.9%	3.7%
영도														
매출액	69	71	75	201	69	89	86	89	361	357	354	350	450	495
영업이익	-13	-8	-6	-18	-6	-7	-8	-9	-101	-80	-45	-31	7	24
영업이익률	-18.2%	-11.5%	-8.3%	-8.9%	-8.9%	-8.2%	-9.5%	-10.6%	-28.0%	-22.5%	-12.7%	-8.9%	1.6%	4.8%
수박														
매출액	253	204	188	160	106	225	218	227	1,153	981	805	775	897	906
영업이익	-24	-55	-63	-92	-18	-16	-10	-13	43	-182	-234	-58	-33	28
영업이익률	-9.3%	-27.1%	-33.3%	-57.7%	-17.4%	-7.1%	-4.5%	-5.9%	3.7%	-18.5%	-29.0%	-7.4%	-3.7%	3.1%
건설														
매출액	185	216	214	202	168	254	230	266	1,013	899	818	917	1,130	1,130
영업이익	5	6	11	-3	-4	4	7	8	-121	-17	18	15	23	28
영업이익률	2.6%	2.6%	4.9%	-1.6%	-2.5%	1.5%	3.0%	3.0%	-11.9%	-1.9%	2.2%	1.6%	2.0%	2.5%
기타														
매출액	64	73	191	84	161	159	269	410	311	396	413	999	661	473
영업이익	10	28	76	30	50	37	71	112	100	200	144	270	152	95
영업이익률	16.3%	38.6%	39.5%	35.5%	31.2%	23.1%	26.3%	27.3%	32.0%	50.6%	34.9%	27.0%	23.0%	20.0%

자료: 하이투자증권 리서치

## 토지와 차입금을 맞바꾸는 중

동사는 수빅 투자 및 업황 부진으로 순차입금이 2013년 별도 2.4조원, 연결 3.1조원에 달했고, 과도한 이자 부담 등으로 2016년 5월 채권단과 자율협약을 체결해 재무구조 개선활동이 진행형이다.

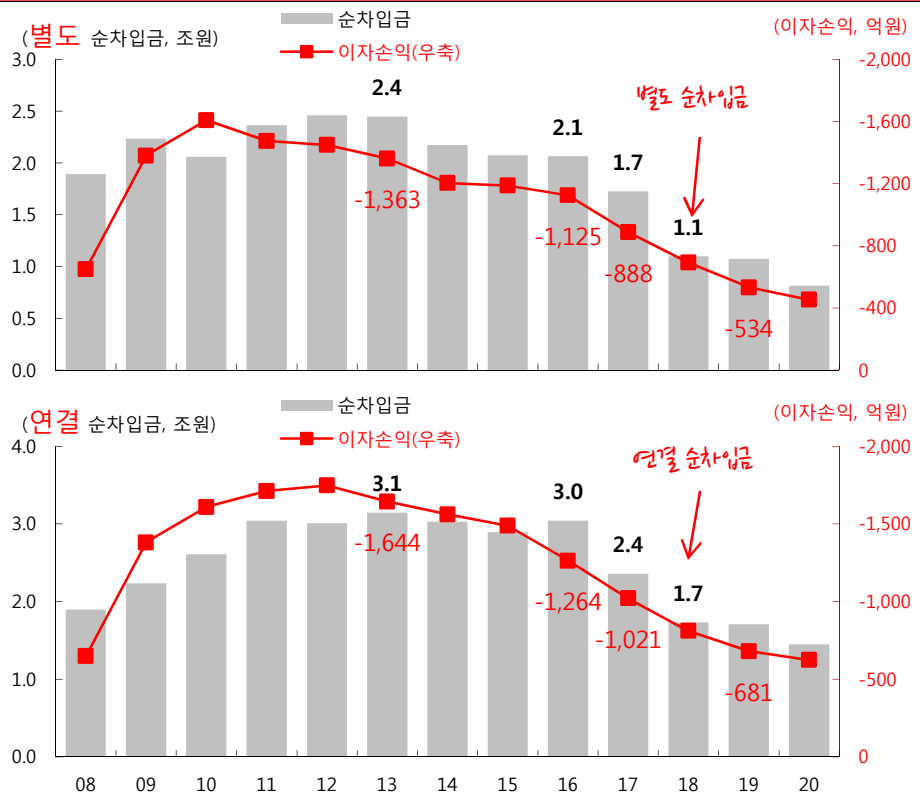
자구안에서 2018년말까지 3년간, 2조원 토지 등 자산매각을 계획했고, 이를 진행 중이다. 2017년 발전3사 매각이 지연되었고, 인천 북항 부지 매각 속도 다소 더디었지만 제 값에 팔기 위한 과정으로 판단한다. 그래도 3년간 0.85조원의 부동산(북항, 부산 암남동, 다대포) 등을 매각했고, 사측은 연말까지 또는 내년 상반기까지 충분히 추가 0.8조원을 매각해 순차입금(별도)을 1조원 안팎까지 낮출 수 있을 것으로 판단한다. 그렇다면 이자 비용은 연결로 700억원을 하회하고 영업단에서 이만큼만 벌여주면 독자 생존이 가능한 것이다. 그렇다면 현재의 PBR 0.6배는 싸다.

<그림 1> 연결 순차입금 16 년말 3.0 조원 → 현재 24 조원 → 2018 년말 1.7 조원(별도 1.1 조원)까지 줄어든 것으로 예상

### 2013년 순차입금 최절정

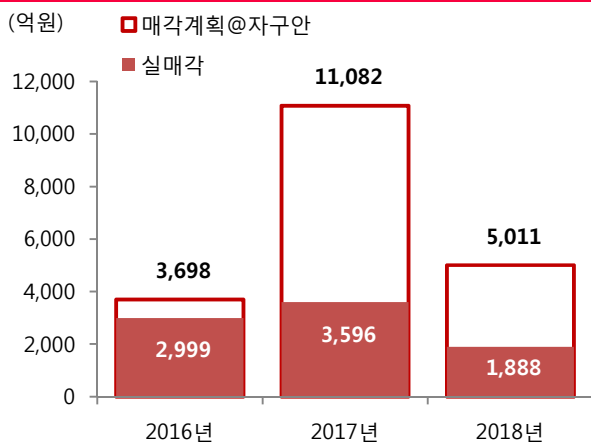
2016년 5월 자율협약을 체결하고 자구안에 따라 <그림2>와 같이 2년간 2조원의 보유자산(토지 등) 매각을 목표로 두고 진행 중

목표보다는 조금 느리지만 현재까지 0.84조원의 보유부동산 등을 매각했고, 2019년 상반기까지 1.6조원까지 매각 계획



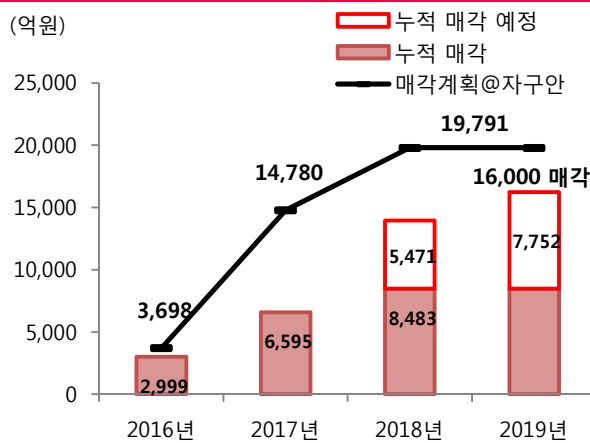
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 자율협약에서 제시된 계획대비 2017년 다소 부족했지만, 2018년 0.2조원 매각했고, 나머지 북항 20만평 매각도 계속 진행 중



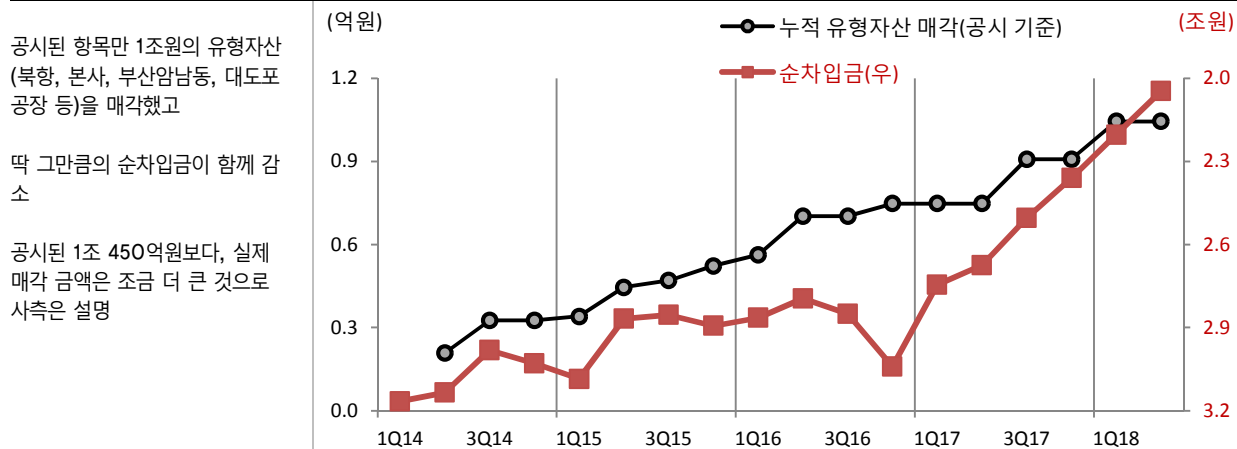
자료: 하이투자증권

<그림 3> 누적 2조원 유형자산 매각 계획 대비, 2018년말 1.4조원, 내년 상반기까지 1.6조원으로 상당량 달성 저망



자료: 하이투자증권

<그림 4> 정확히 유형자산 매각만큼 순차입금을 축소해옴



자료: 하이투자증권 리서치

&lt;표 3&gt; 북항 토지를 누가 사갔나 많이 물어보시는데, 목재, 금속 등으로 보임

일자 (잔금수령)	구분	처분물건	매각금액 (억원)	거래상대
14.04.08	기타	부산광역시 서구 암남동 소재 토지	594	이진종합건설(주)
14.06.30	기타	서울 사옥(남영빌딩) 및 부산 사옥(R&D센터)	1,497	(주)국민은행
14.07.25	북항	인천시 서구 석남동 642-3번지 외 2부지	1,173	(주)성보산업 등
15.03.27	북항	인천시 서구 석남동 642-28, 642-29	145	상신목재(주) 등
15.04.15	북항	인천시 서구 석남동 655-2외 5필지	143	(주)코리아우드인터. 등
15.06.10	북항	인천시 서구 석남동 655-16 외 13필지	903	(주)우드뱅크 외 28개사
15.07.16	북항	인천광역시 서구 원창동 381-69,70번지 (2개 필지)	250	(주)엠디자산개발인천
15.11.06	북항	인천광역시 서구 원창동 381-43번지 외 15필지	527	경우종합건설(주) 등
16.03.30	북항	미공시, 언론보도 2만9,800m2	400	복수매수자
16.04.11	북항	인천광역시 서구 원창동 381-43번지 외 15필지	1,389	경우종합건설(주) 등
16.10.31	북항	인천광역시 서구 석남동 642-77번지 외 1필지	458	(주)성지라미텍 외
17.10.31	기타	부산 다대포 공장 부지(6필지) 및 건물(2개동)	1,600	(주)삼강금속 등
18.02.24	북항	인천광역시 서구 원창동 393번지 외 15필지	1,370	(주)에스지세라 외 51인
			10,450	

자료: 하이투자증권 리서치

&lt;표 4&gt; 주요 보유 부동산 현황: 한때 시장가 3 조원의 보유 부동산을 Valuation 에 반영했던, 그 옛날...

울도(인천 북항 부지) 잔여 매각 0.8 조원 + 동서울터미널 그냥 매각 시 0.4 조원 가능 할 것

## 2015년말

(십억원)	영도조선소	인천북항부지	동서울터미널	다대포공장	울산공장	군정산업단지	부산암남동	합계
m <sup>2</sup>	254,443 (7.7만평)	249,316 (75.6만평)	40,169 (1.2만평)	178,074 (5.4만평)	249,316 (7.6만평)	291,892 (8.85만평)	47,782 (1.4만평)	2,334,000 (71.3만평)
장부가	255	232	107	112	40		32	1,535
공시지가	2007	194	752	107	98	34	29	1,246
공시지가	2008	200	913	195	110	38	30	1,518
2010년 추천시절 Valuation	200	2,313	281	110	38	30	94	3,066

## 2017년말

		16만평	+	만평	↓	개발		↓
(십억원)	영도조선소	인천북항부지	동서울터미널	다대포공장	울산공장	군정산업단지	부산암남동	합계
m <sup>2</sup>	254,443 (7.7만평)	693,000 (21만평)	40,169 (1.2만평)	178,074 (5.4만평)	249,316 (7.6만평)	291,892 (8.85만평)	47,782 (1.4만평)	987,612 (30만여)
장부가	2017년말	260	297	281	124	40	32	838
현황		개발가능성 부각	연말까지 매각	개발 또는 매각	매각	매각	매각	0.7+0.4조원 매각 잔여

자료: 하이투자증권 리서치

&lt;그림 5&gt; 현재 동서울터미널 전경



자료: 하이투자증권

<그림 6> 동서울터미널 32층 복합건물로 다시 태어난다  
[http://bit.ly/eastseoul\\_32go](http://bit.ly/eastseoul_32go)

자료: 하이투자증권

## 1) 조선: 영도 곧 흑전, 수빅도 조선업 호황의 별을 맞을 것

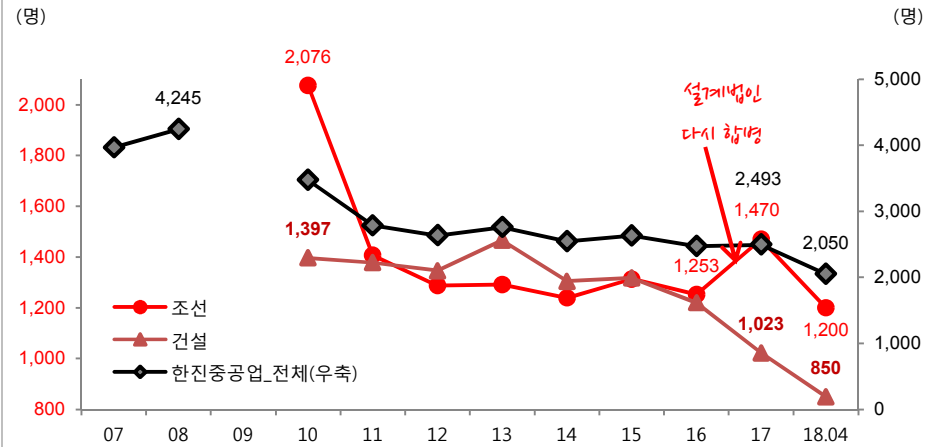
&lt;그림 7&gt; 인원 감축 중: 호황기 대비 인력 절반 수준

조선은 2010년 2,076명에서  
1,200명으로 41% 감소했고

조선 뿐 아니라, 건설 부문도 인  
력이 동기간 39%나 조정됨

초호황기 2008년 대비로는 전체  
인력이 52% 감소

향후 조선에서의 자연퇴직에 따른  
인력감소 추이 확인해야



자료: 하이투자증권 리서치

<표 5> 영도와 수빅의 수주 및 잔고: 영도의 특수선 잔고는 14 억\$로 충분  
그러나 수빅의 잔고가 16 척 10.5 억\$에 불과해 다소 부족 & 2018 년 고정비 부담에 직면

영도		(2018.05.09 기준)					
Type	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
컨테이너선	2	2	2				
탱커							
벌크선	11	3					
LPG선			2				
특수선	4	5	9	12	8		
Total 척수	17척	10척	13척	12척	8척	0척	
백만\$	853	722	536	445	329	-	

수빅		2013	2014	2015	2016	2017	2018
컨테이너선	26	2	9				
탱커- VLCC		4					
탱커					2	6	
바지선							
LPG선	8						2
Total 척수	34척	6척	9척	2척	6척	2척	
백만\$	1,968	559	977	84	271	136	

조선 수주 잔량

구분	2013	2014	2015	2016	2017	2018.5.9	영도	수빅
컨테이너선	42	27	23	17	6	4	N/A	4
탱커- VLCC	-	4	4	4	1	1		1
탱커	-	-	-	2	8	8		8
벌크선	11	14	6	1	-	-		-
LPG선	8	8	9	6	2	3		3
특수선	12	8	13	22	24	24	24	
Total 척수	73척	61척	55척	52척	41척	40	24척	16척
백만\$	3,939	4,030	3,933	3,486	2,609	2,467	1,422	1,045

자료: 하이투자증권 리서치

&lt;표 6&gt; Clarksons 기준 한진중공업의 수주 내역

수주년도	야드	선종	세부 선형	발주처	척수	백만\$
2013	수빅	컨선	8kTEU-	Ciner Denizcilik	3	240
				Costamare Shipping	4	327
				NSC Schiffahrt	2	167
				Technomar Shipping	3	248
		2.5k-6kTEU		Rickmers Reederei	9	412
				Maersk Line	1	45
		6k-8kTEU		Cape Shipping	2	130
				Technomar Shipping	2	116
	영도	가스선	LPG	Exmar LPG BVBA	12	600
					38	2,285
		벌크선	BC/Capesize	Ciner Denizcilik	2	110
				Golden Union	2	110
				Pan Ocean	2	106
				HMM	4	188
		기타	OTHERS	Pukyong National Uni	1	9
					11	523
					49	2,807
2014	수빅	컨선	8kTEU-	Ciner Denizcilik	1	80
				Costamare Shipping	1	87
				Oceanbulk Containers	2	174
		2.5k-6kTEU		KMTC	1	52
	영도	탱커	TK/VLCC	TRF	2	200
				Gener8 Maritime	2	198
					9	792
		컨선	Feeder	Delphis	2	68
		벌크선	BC/Capesize	Poseidon Shpg. Co.	2	113
		기타	OTHERS	Nippon Yusen Kaisha	1	49
					5	230
					14	1,022
2015	수빅	컨선	16kTEU-	CMA CGM	3	462
			8kTEU-	Costamare Shipping	1	89
				Seaspan Corporation	5	445
					9	996
	영도	컨선	Feeder	Delphis	2	68
		가스선	LPG	Global United Shpg	2	105
		기타	OTHERS	Korean Institute Of	1	19
					5	192
					14	1,188
2016	수빅	탱커	TK/Aframax	Eastern Pacific Shpg	2	91
					2	91
2017	수빅	가스선	LPG	Exmar	2	140
		탱커	TK/Aframax	Eastern Pacific Shpg	2	86
				CMB	2	86
				Pantheon Tankers	2	88
					8	400

자료: 하이투자증권 리서치, Clakrons



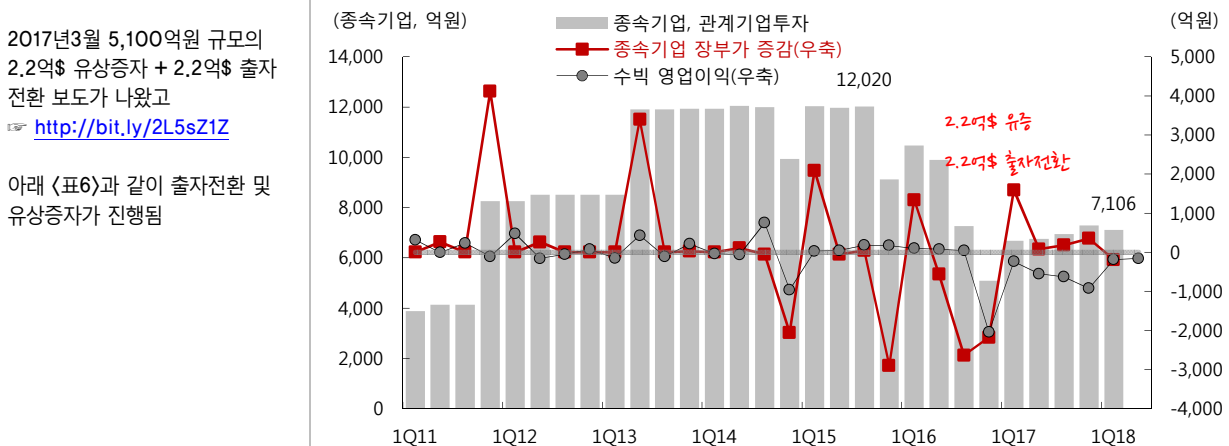
## ① 수빅: 현재 좋지 않지만, 조선업 회복 기조에 기대

수빅은 특히 2016년~2017년 대규모 적자와 손상차손을 반영하며 종속기업 지분가치가 0.5조원 유상증자 및 출자전환에도 불구하고 1.2조원에서 0.7조원으로 급감했다.

그러나 여러 산업자료에서 설명 및 주장해온 것처럼 상선 신조시장에 회복 중이고, 특히 동사의 주력 컨테이너선 발주도 다수 잡힌다. 비록 M/S는 낮지만, 테이너 1개 세트만 받아도 동사는 1년치 백록을 쉽게 확보할 수 있는 구조이다. 대형사의 컨테이너선 1개 세트 수주는 약간의 수주 모멘텀이지만, 동사에게는 엄청난 주가 상승 이유가 될 것이다.

2018년~2019년은 최근 2년여의 수주 부진(표5)으로 매출이 감소하며 고정비 부담 등을 지겠지만, 2016년~2017년의 대규모 적자, 손상차손에서 벗어나 적자폭을 크게 축소할 것으로 예상된다. 그리고 시황 회복에 따라 조선업 공통의 2020년 흑자전환을 예상치를 제시한다(표2).

<그림 8> 0.5 조원 유상증자에도, 수빅의 영업적자와 손상차손으로 장부가 감소해옴



자료: 하이투자증권 리서치

<표 7> 동사의 수빅조선사에 대한 출자전환 및 유상증자 현황

일자	금액(억원)	방법	목적
17.03	2,464	1. 당사 보유 HHIC-Phil Inc. 에 대한 미회수 상사채권을 HHIC-Phil Inc. 의 자본으로 출자전환 2. HHIC-Phil Inc. 의 자본금 증가 없이 주식발행초과금(APIC) 증가 방식	1. 당사: 상사채권 감소 및 HHIC-Phil Inc. 에 대한 투자자산 증가 2. HHIC-Phil Inc: 상사채무 감소 및 자기자본 증가로 재무구조 개선
17.06	569		
17.09	791		
17.10	1,125	1. 당사 자기자금 1억불을 HHIC-Phil Inc. 에 출자 ※ 자금 상황에 따라 분할 출자 예정	1. HHIC-Phil Inc. 운영자금 부족 해소 및 유동성 확보 2. HHIC-Phil Inc. 부채비율 개선 및 사업에 대한 대외 신인도 향상
	4,949		

자료: 하이투자증권 리서치

&lt;표 8&gt; 2018 년 컨테이너선 발주와 발주설

<b>① 발주</b>						
국가	조선사	발주처	TEU	척수	백만\$(e)	TEU 합
BIG6	Samsung HI	Evergreen Marine	11,000	8	755	88,000
중국	Huangpu Wenchong	John Swire & Sons	2,750	4	50	11,000
	Huangpu Wenchong	Del Monte	1,200	2	50	2,400
중국	Jiangsu New YZJ	SITC	2,400	2	50	4,800
일본	Imabari SB Saijo	Evergreen Marine	11,000	12	924	132,000
BIG6	Hyundai Mipo	Nissen Kaiun	1,800	4	80	7,200
BIG6	Hyundai Mipo	Unknown	1,800	2	40	3,600
클락슨				34	1,949	249,000
LOI	Hyundai HI	CMA-CGM	14,000	6+6	660+660	168,000
전자공시	Hyundai HI	Zodiac	14,300	4	409	57,200
사실상 수주				4	409.18	225,200
발주				38	2,358.38	474,200

<b>② 발주 예정</b>						
VS 경쟁	발주처	스펙 TEU	척수	백만\$	TEU 합	
발주협의	현대상선	22,000	12	1,800	264,000	
발주협의	현대상선	14,000	8	880	112,000	
경합	대만 Yang Ming	11,000	10	950	110,000	
경합	MSC 또	23,000	12	1,800	276,000	
인콰이어리	Zodiac	11,000	5	475	55,000	
인콰이어리	Capital M & T	10,000	4	360	40,000	
경합	대만 Yang Ming	2,800	10	300	28,000	
발주협의	대만 WAN HAI	2,800	8	240	22,400	
발주 예정 합				69	6,805	907,400
올해 발주+설 총합				107	9,163	1,381,600

자료: 하이투자증권 리서치

## ② 가벼워지는 영도, 그리고 공공발주

영도 조선은 협소한 야드와 중국이 공격적으로 침투해온, 소형 컨테이너선, 벌크선 등에서 밀려, 2011년부터 2017년 영업적자 -450억원(OPM -12.7%)까지 7년간 무려 -5,180억원의 적자를 기록했다. 거의 현재 동사 자본총계의 절반에 달하는 누적 적자이다.

희망퇴직 등의 우여곡절을 거쳐 캐파를 줄여왔고, 2017년 LNGBV 인도 이후 동사는 더 이상 상선을 건조하지 않는다. 이제 영도는 특수선(군함)만을 건조할 예정이다. 상선을 함께 건조하던 2016년의 -18.5%에 비해 2017년 상반기 -18%~-11%를 거쳐, 4Q17~1Q18 OPM -8.9%로 적자폭을 줄이고 있다. 다만 한때 2조원에 달했던 매출액이 3,500억원 안팎으로 줄어 고정비부담이 커서 당분간은 적자기조를 이어갈 전망이다.

그러나 때마침 방위사업청은 한국 조선업 지원을 위해, 2년 5.5조원의 군함 발주 계획을 밝혔고, 소형 군함에서는 한진중공업 vs. STX조선해양의 경쟁 구도에서, STX조선해양이 특수선 영업을 포기함에 따라 동사의 수혜가 기대된다. 강남과 새로 군함 제작을 시작하는 삼강M&T가 있지만 동사의 과점이 예상된다.

올해 수주 호조로, 2019년 매출이 4천억원대로 늘어나면서 흑자전환하는 예상치를 제시한다. 동사의 군함 잔고는 24척, 14억\$의 충분한 잔고에서 2019년 매출은 올해와 비슷한 3천억원대이고, 군함 추가 수주가 붙으면 그만큼 매출이 더 커진다.

<표 9> 2018년 ~ 2019년 5.5조원 규모 군함 등 발주  
: 대형선 대우조선해양, 소형선 한진중공업 특수 기대  
<http://lnrli/4HAcN>

발주처	기간	선종	척수	금액(억원)
방위사업청	2018년~2019년	군함	10척 이상	
	2018년			16,278
	2019년			36,971
해양수산부	2018년	순찰선	6척	808
	2019년	순찰선	7척	943
전체				55,000

자료: 하이투자증권 리서치

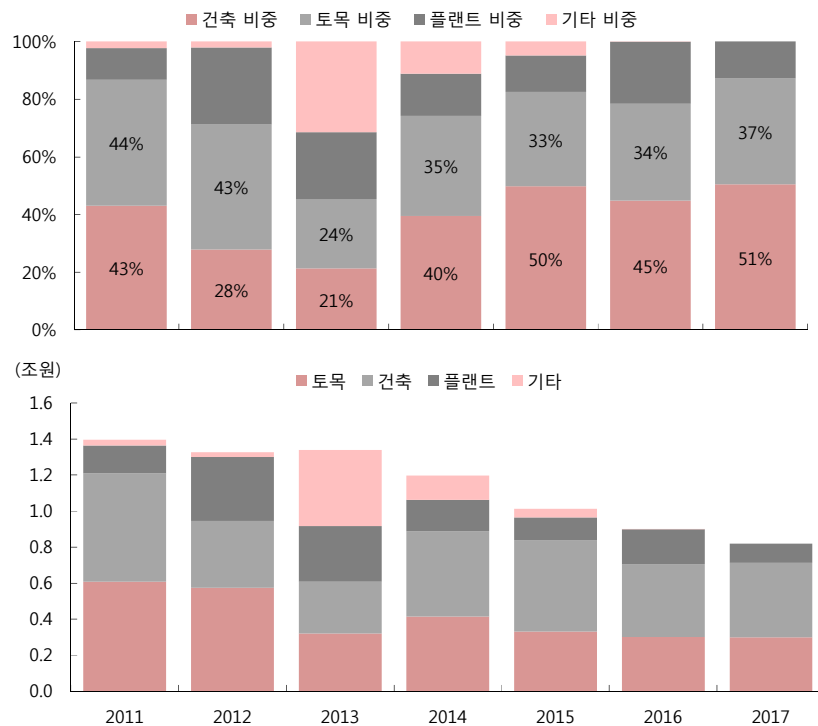
## 2) 건설: 2017년 흑자전환 성공

2013년부터 2016년까지 부실 토목 사업 때문에 4년 연속 영업적자를 시현했지만 2017년 180억원 영업이익으로 흑자전환에 성공했다.

비록 4Q17, 1Q18 -40억원 안팎의 소폭 적자를 시현했지만, 동사는 주택/건축 매출 증가에 따른 흑자기조 지속을 가이던스한다. 잔고에서 주택(재개발)과 건축 비중이 60%에 달한다.

<그림 9> 건설이 매출에서 토목 비중 감소 & 건축 비중 증가

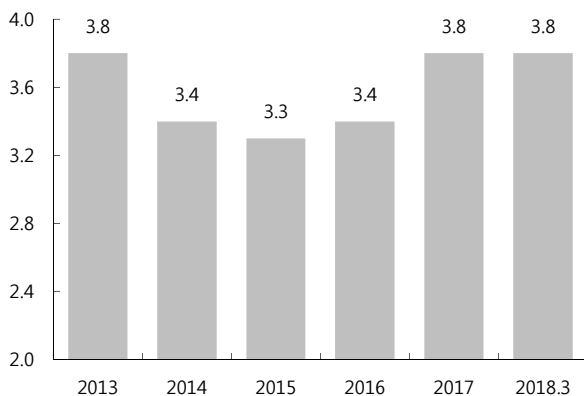
토목 보다는  
건축 비중이 늘어날 때  
안정적인 이익을 낸다고 판단할  
수 있음



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 10> 건설 부문 잔고는 두둑

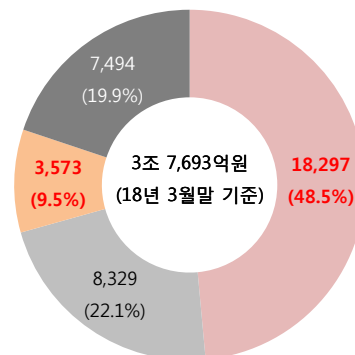
(수주잔량, 조원)



자료: 하이투자증권

<그림 11> 잔고에서 수익은 확실한 주택 48.5%, 건축 9.5%로 절반 넘음

■ 주택(재개발) ■ 토목 ■ 건축 ■ 해외/플랜트 (억원, %)



자료: 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,894	2,007	2,001	1,950
현금 및 현금성자산	145	117	37	133
단기금융자산	33	33	32	32
매출채권	624	819	871	743
재고자산	710	666	691	661
비유동자산	2,312	1,952	1,997	2,025
유형자산	1,792	1,470	1,503	1,544
무형자산	33	33	33	33
자산총계	4,207	3,959	3,998	3,974
유동부채	3,329	1,305	1,339	1,286
매입채무	279	374	398	341
단기차입금	244	241	239	237
유동성장기부채	2,139	0	0	-
비유동부채	300	2,002	1,950	1,900
사채	-	700	700	700
장기차입금	83	1,083	1,029	977
부채총계	3,629	3,307	3,289	3,186
지배주주지분	578	652	709	788
자본금	530	530	530	530
자본잉여금	720	720	720	720
이익잉여금	-773	-699	-642	-563
기타자본항목	101	101	101	101
비지배주주지분	-1	0	0	0
자본총계	577	652	709	788

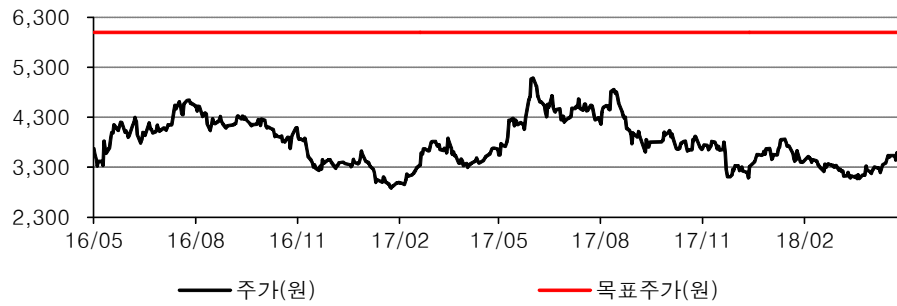
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,452	2,998	3,109	2,976
증가율(%)	-12.8	22.3	3.7	-4.3
매출원가	2,431	2,597	2,732	2,576
매출총이익	21	401	377	400
판매비와관리비	138	206	228	225
연구개발비	2	2	2	2
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-117	196	149	175
증가율(%)	47.1	-267.6	-23.8	17.5
영업이익률(%)	-4.8	6.5	4.8	5.9
이자수익	6	7	6	9
이자비용	108	88	74	72
지분법이익(손실)	-13	4	-	-
기타영업외손익	-16	3	-	-
세전계속사업이익	-276	122	81	113
법인세비용	2	47	24	34
세전계속이익률(%)	-11.3	4.1	2.6	3.8
당기순이익	-278	75	57	79
순이익률(%)	-11.3	2.5	1.8	2.7
지배주주귀속 순이익	-278	75	57	79
기타포괄이익	-62	-62	-62	-62
총포괄이익	-340	12	-6	17
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	385	405	169	204
당기순이익	-278	75	57	79
유형자산감가상각비	86	52	47	39
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-13	4	-	-
투자활동 현금흐름	198	513	96	104
유형자산의 처분(취득)	-13	270	-80	-80
무형자산의 처분(취득)	2	-	-	-
금융상품의 증감	32	63	-4	4
재무활동 현금흐름	-572	-441	-57	-54
단기금융부채의증감	-547	-2,141	-2	-2
장기금융부채의증감	-25	1,700	-54	-51
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-3	-3	-3	-3
현금및현금성자산의증감	7	-28	-80	96
기초현금및현금성자산	139	145	117	37
기말현금및현금성자산	145	117	37	133

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	-2,621	703	535	743
BPS	5,449	6,152	6,687	7,430
CFPS	-1,814	1,196	979	1,111
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		5.1	6.7	4.8
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5
PCR	-1.8	3.0	3.7	3.2
EV/EBITDA	-	9.1	11.6	9.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-37.2	12.1	8.3	10.5
EBITDA 이익률	-1.3	8.3	6.3	7.2
부채비율	628.8	507.2	464.0	404.4
순부채비율	396.2	287.4	267.8	221.9
매출채권회전율(x)	2.8	4.2	3.7	3.7
재고자산회전율(x)	3.5	4.4	4.6	4.4

자료 : 한진중공업, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(한진중공업)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-05-16	Buy	5,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 최광식\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-