



## △ 조선/기계

Analyst 김현  
02. 6098-6699  
hyun.kim@meritz.co.kr

## RA 최치현

02. 6098-6669  
chihyun.choi@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	4,100 원
현재주가 (4.21)	3,375 원
상승여력	21.5%
KOSPI	2,165.04pt
시가총액	3,579억원
발행주식수	10,605만주
유동주식비율	63.29%
외국인비중	5.01%
52주 최고/최저가	4,640원 / 2,880원
평균거래대금	18.2억원
주요주주(%)	
한진중공업홀딩스 외 10인	31.69

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.00	-17.48	-21.51
상대주가	-11.91	-23.78	-25.32

## 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	3,063.6	-223.4	-392.2	-3,834	적지	11,524	N/A	0.3	-27.0	-28.5	388.5
2016	2,813.3	-79.3	-334.4	-3,214	적지	8,448	N/A	0.4	1,449.1	-32.2	487.2
2017E	2,686.7	74.1	-34.1	-321	적지	8,337	N/A	0.4	18.9	-3.8	447.8
2018E	2,673.2	149.1	46.9	443	흑전	8,994	7.6	0.4	12.1	5.1	400.5
2019E	2,740.1	164.8	59.9	565	27.6	9,752	6.0	0.3	10.7	6.0	347.9

## 한진중공업 097230

## 잃어버린 10년, 변화의 시작

- ✓ 영도조선소의 한계와 업황 부진으로 시작된 구조조정의 10년, 변화가 시작되는 원년
- ✓ 1) 상선을 건조할 수 있는 조선소 수주 재개, 2) 본사 건설부문의 재개발·재건축 수주로 수익성 회복, 3) 영도조선소의 Downsizing과 손실 반영 마무리, 4) Turn around
- ✓ 동서울터미널 부지의 랜드마크 개발 가능성과 본사 조선부문의 자산매각은 '+α'
- ✓ 가장 먼저, 가장 오랫동안 진행된 Downsizing은 종료단계
- ✓ 투자의견 매수, 적정주가 4,100원 유지 – 흑자전환 시 적정주가 Re-rating은 확실

## 조선부문 '수박(상선)-영도(특수선)'의 Two-Track 전략 변화는 긍정적

'2008년 미국發 금융위기-2009년 필리핀 수박조선소 완공-2010~11년 조선부문 구조조정 관련 총파업-2013년 이후 업황 침체로 추가 구조조정-2016년 채권단 공동관리', 한진중공업에게 지난 10년은 회사의 구조적 변화와 기업가치 제고를 논할 수도 없는 잃어버린 10년이었다. 여전히 조선업황에 대한 불확실성과 경영실적에 대한 우려는 존재한다. 투자의 기회는 모든 리스크가 해소될 때가 아니라, 불확실성이 하나씩 제거되는 변화가 확인될 시점에 주어진다. 2017년은 변화의 원년이다.

## 건설부문의 재개발·재건축 수주 + 순차적인 자산매각 = 변화의 원년

1) 조선은 상선은 수박조선소, 특수선(방산)은 영도조선소가 건조하는 Two-Track 전략이 수주로 확인된다. 2) 건설은 비수익공사의 손실 반영이 대부분 마무리되고 PF Risk 없는 재개발·재건축 수주로 수익성이 안정화된다. 3) 인천북항부지, 다대포 공장, 발전자회사 등 비핵심자산 매각으로 2분기부터 영업흑자 전환이 예상된다.

## '+α'만 남았다 – Default Risk 우려에서 Turn-around 기대로 바뀔 시점

동서울터미널 부지에 대해 서울시는 강북의 랜드마크로 재개발하려는 의지를 피력하고 있다. 부산항만공사는 영도조선소 부지를 포함한 '부산포 연안 개발계획'을 수립하고 있다. 자산매각과 토지개발의 불확실성은 존재하지만, 이러한 변화는 Default Risk 우려의 해소를 넘어서 기업가치의 '+α'로 작용할 수 있다. 영업 흑자 전환이 확인된다면, PBR 0.4배 수준의 주가는 분명 재평가가 가능해진다. 보수적인 가치평가를 적용해도 적정주가 4,100원 이상으로의 상승여력은 존재한다.

### 조선부문: 수빅(상선)-영도(특수선) Two-Track 전략

2016년 자율협약 이후 상선은  
수빅조선소, 영도조선소는 특수선  
전문 건조로 이원화

한진중공업은 1조원대의 회사채 공모사채 상환 과정에서 단기 유동성 부족에 직면, 2016년 1월 7일 채권단에 자율협약(채권단 공동관리)을 신청했다. 2016년 5월 11일 채권단과 경영정상화 이행 약정(MOU)를 체결하면서 2018년말까지 기업 개선과정을 진행 중이다. 채권단은 채권행사가 유예된 모든 채권의 상환을 유예하고, 2.6년간의 이자 감면과 이에 대한 출자전환(CB)을 단행했다.

자산매각을 통한 자구계획 시행과 신규 자금 지원, 필리핀 수빅조선소의 선수금환급보증(R/G, Refund Guarantee)을 제공하는 조건이다. 2008년 금융위기 이후 급격히 침체된 조선업황 속에서 2009년 필리핀 수빅조선소(273.9만m<sup>2</sup>)가 완공, 26.4만m<sup>2</sup>의 협소한 영도조선소의 역할은 축소될 수밖에 없었다. 영도조선소의 구조조정 과정에서 노사간의 극심한 대립이 기업 가치에 부정적으로 작용했음은 분명했다. 채권단 공동관리를 통해 일반상선은 수빅에서만 건조하고 부산 영도조선소는 방산(특수선)만 건조하는 Two-Track 전략이 확정되었다.

수빅조선소, 9.6 억달러의 수주  
목표 달성 가능성 높음

수빅조선소는 2017년 3월 Cardiff Marine으로부터 VLCC 4척(3.2억달러)을 수주했다. 연이어 4월 Eastern Pacific Shipping과 Aframax Tanker 2척(0.84억달러 추정) 수주에 성공했다. 2017년 수빅조선소의 수주 목표는 9.6억달러로 현재 까지 수주 목표의 42.1%를 달성했다.

Tanker 위주의 Inquiry가 지속되고 있음을 고려하면 수주 목표의 달성 가능성은 높다. 안정적인 R/G 발급을 통한 수빅조선소의 수주 재개는 업계의 구조조정 과정 속에서 차별화된 원가 경쟁력을 입증한다. 수빅조선소의 인당 인건비는 본사의 1/10~1/12 수준에 불과하다. 생산성이 본사의 30%라고 가정해도, 노무비 부문에서 제조원가가 국내 조선업계 대비 6~8% 낮다. 채권단의 공동관리 하에서 저가 수주의 가능성은 희박하다.

표1 국내 조선업계의 수주 예정 Pool (상선 부문)

발주처	선종	예상 발주척수(척)	기타
Brightoil	VLCC	5+5	최대 10척 규모의 발주 가능성 보도
KOTC	VLGC/VLCC/PC Tanker	8	VLGC 3척, VLCC 1척, PC Tanker 4척 발주 계획 / 10년 이상의 건조 경력 요구
그리스 발주처 3곳	VLCC	6	그리스의 Embiricos, East MED, Minerva Marine와 각 2척씩 LOI 체결
Sentek	VLCC	2	
Polaris Shipping	Bulk Carrier	3+10	Vale와 장기용선계약 조건부 발주 계획
Endeasa(스페인)	LNGC	3	스페인 Endeasa와의 용선 계약
Yamal LNG	LNGC	4	
NITC	LNGC	미확정	NITC(이란의 국영 탱커 선사)가 LNG Shipping 시장에 신규 진입 계획
Exclerate Energy	LNG-FSRU	1+6	LOI 체결 완료, 2분기 내 본계약 체결 예정
Java-1 컨소시엄	LNG-FSRU	1	
Flex LNG	LNG-FSRU	미확정	John Fredriksen, FSRU 시장 진출 계획 발표 / 2월 내 계약 마무리 가능성

주: 음영 표시된 부분은 Tanker 선종, Tradewinds/Lloyd List 등 해외 언론을 통해 단기에 발주 의사를 표명한 발주처의 리스트 기준

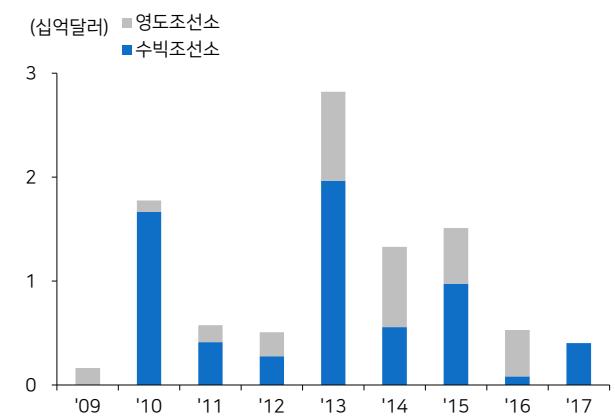
자료: Tradewinds, 메리츠종금증권 리서치센터

영도조선소는 LPG 선 2척 인도시  
특수선에 특화된 조선소로 변화

영도조선소는 LPG 선 2척을 연내에 인도하면 상선 잔고는 없다. 유류설비 매각과 영도조선소 인력 감축(17년 2월 말 기준 1,160명)을 고려하면, 특수선(방산) 위주로 수익성 개선이 가능하다. 정부의 '조선·해운업 경쟁력 강화방안'에 따르면 특수선(방산)에 7.5조원을 투입해 군함과 공공선박을 발주한다. 2016년 10월 방위사업청과 체결한 차기고속정 3척(1,991억원) 수주에 이은 추가 발주가 기대된다.

2016년에 공사손실충당금(수백 500억원, 본사 400억원 추정)을 선반영하여 2017년에는 빠른 실적개선은 기대하기 어렵다. 3월말 기준 영도조선소의 수주잔고가 12.7억달러, 수백조선소의 수주잔고는 22.4억달러이다. 2017년 수주목표는 본사 3~4천억원, 수백 9.6억달러로 추정되며 달성 가능성은 타 조선업체 대비 가장 높다. 2018년 영도조선소의 연 매출액은 4천억원(영업이익률 2%), 수백조선소의 연 매출액은 9.5억달러(영업이익률 4~5%)로 조선부문에서 연간 500~600억원의 영업흑자를 예상한다.

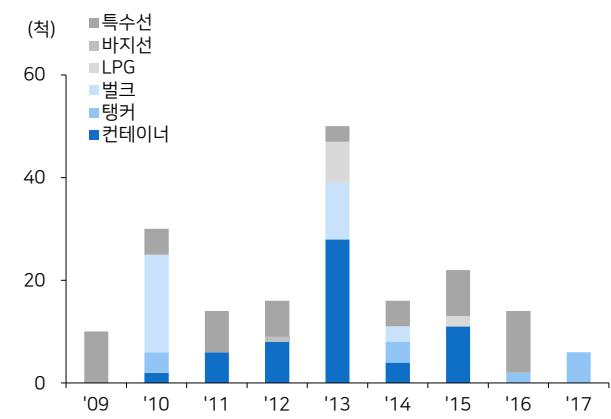
그림1 한진중공업 조선부문의 신규 수주금액 추이



주: 2017년은 VLCC 4척, Aframax Tanker 2척 수주 기준

자료: 회사자료, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 한진중공업 조선부문의 선종별 수주량 추이



주: 2017년은 VLCC 4척, Aframax Tanker 2척 수주 기준

자료: 회사자료, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 한진중공업 조선부문의 수주잔고 추이

(척, 백만달러)	'12	'13	'14	'15	'16	'17		
						영도조선소	수백조선소	합계
컨테이너선	30	42	27	23	17	0	14	14
탱커	1	0	4	4	6	0	11	11
벌크	4	11	14	6	1	0	0	0
LPG	0	8	8	9	6	2	4	6
기타	15	12	8	13	22	21	0	21
합계	50	73	61	55	52	23	29	52
수주잔고(백만달러)	3,274	3,939	4,030	3,933	3,486	1,266	2,236	3,502

주: 2017년 수주잔고는 3월 말 수주잔고에 4월 수주한 Aframax 탱커 2척 반영 기준

자료: 회사자료, 메리츠종금증권 리서치센터

건설부문 수주잔고 3.5 조원,  
주택(재개발) 45.7%, 토목  
23.1% - PF 보증은 0

재개발, 재건축 수주 확대와  
북항부지 매각으로 하반기 이후  
안정적 수익 확보 가능

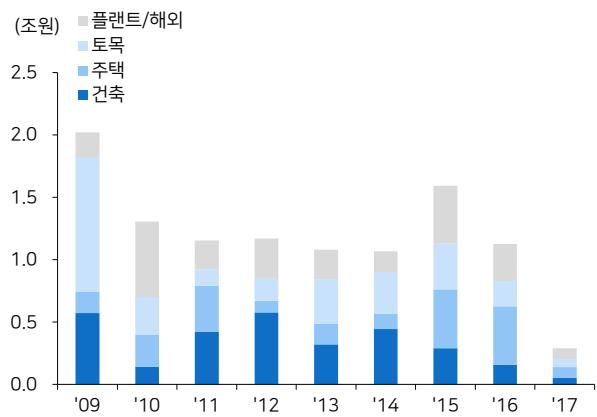
### 수익성 확보된 주택(재개발) 위주로 체질 개선중인 건설부문

2017년 2월 기준 한진중공업 건설부문의 국내 시공능력평가 순위는 24위다. 건설부문 수주잔고는 3조 4,633억원으로 주택(재개발)부문이 전체의 45.7%, SOC 중심의 토목부문이 23.1%를 차지한다. 건설부문의 2016년 초 공사손실충당부채는 803억원이었으나 연간 1,312억원을 추가로 설정하여 연말기준 1,338억원을 기록했다. 이는 조선/건설산업의 회계기준 적용 강화에 따른 선제적 비용 반영으로, 2017년 이후 건설부문의 추가적인 충당금 발생의 가능성은 낮다고 판단한다.

건설부문은 PF (Project Financing) 사업비 대출 지급보증이 전무, 우발채무와 관련한 리스크도 없다. 국내 토목부문에서 비수익 공사인 도로현장 공기가 2017년 중 완료되면서, 하반기부터 BEP(손익분기점) 이상의 수익성 확보를 예상한다. 특히, 2016년 자율협약 이후 인천 주택재개발 사업, 수원 주택재건축 사업 등 수익성 확보가 용이한 국내 재개발·재건축 수주가 확대되고 있다. 서울 동북부, 남양주 등 경쟁력을 확보한 지역의 추가 재개발·재건축 수주가 가시화되면, 2017년 3분기 이후부터 건설부문의 매출에 반영될 전망이다.

2017년 건설부문의 수주는 연간 1.5조원, 2017~18년 평균 매출액은 1.6조원으로 추정한다. 재고자산(상품계정)으로 분류된 인천북항부지(36.7만평)가 매각되면, 매각 대금은 건설부문의 상품매출로 반영되며 매각 차익(판매가의 50% 전후)은 영업이익으로 계상된다. 1분기에 매각된 1.4만여평의 인천북항부지 매각대금이 2분기에 유입됨을 가정, 평당 300~350만원의 매각가를 고려하면 500억원 전후의 매출액 반영을 예상한다.

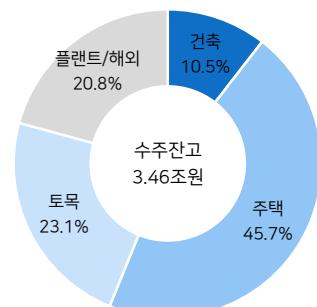
그림3 한진중공업 건설부문의 신규 수주금액 추이



주: 2017년 3월 27일 기준 수주실적

자료: 회사자료, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 한진중공업 건설부문의 부문별 수주잔고 현황



주: 2017년 2월 말 기준 수주잔고

자료: 회사자료, 메리츠종금증권 리서치센터

17년 예정 자산매각 규모는  
1.1조원으로 인천북항부지 매각은  
영업실적 개선으로 연결

동서울터미널 개발과 영도조선소  
부지 매각 이슈로 보유 부동산  
가치 재부각 가능

### 건설부문의 재개발·재건축 수주 + 순차적인 자산매각 = 변화의 원년

2016년 채권단과의 자율협약에 따라 약 3천억원 규모의 자산 매각을 이행했다. 2017년에 예정된 자산매각 규모는 1.1조원으로 인천북항부지 일부(9,500억원)와 다대포공장 부지(1,500억원 추정)를 매각할 계획이다. 인천북항부지의 순차적 매각은 건설부문의 영업실적과 재무구조 개선으로 이어진다.

동서울터미널 부지에 대해 서울시는 강북의 랜드마크로 재개발하려는 의지를 피력하고 있다. 부산항만공사는 영도조선소 부지를 포함한 '부산포 연안 개발계획'을 수립하고 있다. 동서울터미널은 2018년 매각 예정이었으나 서울시의 개발의지와 채권단 가치평가 후 자체 개발 가능성도 높아지고 있다. 현 장부가가 2,820억원임을 감안하면 개발 계획만으로도 재평가가 가능하다. 영도조선소는 부산항만공사의 사업계획상 평가일 뿐 단기간의 매각 이슈는 아니라, 1조원대의 평가 결과는 한진중공업이 보유한 자산 가치에 대한 신뢰도를 높일 수 있다.

표3 한진중공업의 매각예정자산 현황 (2016년 기준)

매각예정자산	금액(백만원)
지분법적용투자주식(주1)	58,273
매출채권(주2)	27,432
대여금(주2)	44,056
기타채권(주2))	6,604
토지	124,654
건물	12,397
구축물	10,276
기계장치	3,002
차량운반구	2,089
기타의 유형자산	125
<b>매각예정자산 합계</b>	<b>288,908</b>

주1: 자구계획 추진에 따른 대륜발전(지분율)과 별내에너지(지분율)의 지분을 매각예정자산으로 재분류

주2: 지분 매각 거래와 관련된 채권을 매각예정자산으로 재분류

주3: 대륜발전 후순위차입금 전환주식에 대한 풋옵션 관련 부채를 매각예정자산으로 재분류

자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 한진중공업의 자구계획안에 따른 연도별 매각예정자산

구분	2016년	2017년	2018년	합계
자산매각	3,698	10,973	5,011	19,682
지분매각	-	109	-	109
<b>합계</b>	<b>3,698</b>	<b>11,082</b>	<b>5,011</b>	<b>19,791</b>

주: 매각예정가액 미확정 자산은 제외 / 자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 한진중공업의 보유부동산 현황

(만평, 십억원)	인천북항부지	동서울터미널	다대포공장	영도조선소	합계
면적	36.7	1.2	5.4	7.7	56.6
장부가	749	282	125	260	1,485

주1: 기부채납예정인 9.7만평 제외, 주2: 장부가는 08년 12월 재평가 기준 / 자료: 메리츠종금증권 리서치센터

2016년 3분기 감사의견 한정,  
보수적 회계기준을 반영한 이후  
2016년 감사보고서 적정의견

### 2016년 불거진 회계 적정성 이슈는 감사보고서 적정으로 완전히 해소

2015년 이후 대우조선해양의 분식회계 이슈로 수주산업에 대한 회계기준 강화가 진행되고 있다. 한진중공업도 딜로이트안진회계법인과의 회계 적정성 이슈가 2016년 3분기에 발생(한정의견), 4분기에 유형자산손상차손(수빅조선소)과 건설/조선부문의 보수적인 충당금 설정으로 2천억원 이상 반영되어 적자를 기록했다.

1) 영도조선소의 특수선(방산) 전문 조선소 전환에 따른 간접비 부담 충당금(400억원 추정), 2) 수빅조선소 유형자산평가 손상차손(1,800억원 추정), 3) 수빅조선소의 공사손실충당금(400억원 추정) 설정으로 영업적자 1,460억원을 기록했지만, 감사의견은 '적정'으로 확정되었다. 회계법인의 보수적인 회계 반영을 최대한 반영했다고 추정되며, 2015년 이전의 회계 오류도 감사보고서를 통해 수정 반영했다. 추가적인 회계 상의 문제점이 발생될 개연성은 희박하다.

표1 한진중공업의 재무제표 재작성에 따른 재무제표 변화

(백만원)	2014년		2015년	
	순자산	손익	순자산	손익
예정원가 증가 등	0	0	-100,206	-98,381
장기채권 등의 회수가능액 추정	-43,969	-42,129	-87,671	-39,381
기타	-8,496	-8,141	-15,334	-6,228
법인세효과	0	0	12,658	12,658
<b>합계</b>	<b>-52,465</b>	<b>-50,270</b>	<b>-190,553</b>	<b>-131,332</b>

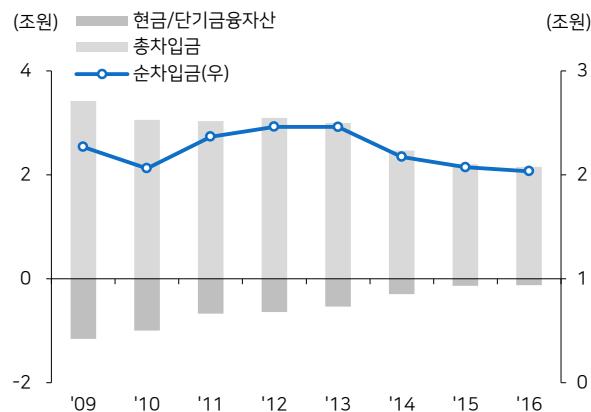
자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 한진중공업의 재무제표 재작성에 따른 연결 재무상태표 변화

(백만원)	2014년 말			2015년 말		
	수정전	수정금액	수정후	수정전	수정금액	수정후
미청구공사	795,325	0	795,325	727,732	-63,560	664,172
선금금	209,482	0	209,482	172,813	-2,145	170,668
기타유동자산	45,594	-6,791	38,803	42,567	-6,494	36,073
매도가능금융자산	221,888	-43,969	177,919	195,309	-46,880	148,429
장기대여금	136,844	0	136,844	136,958	-40,791	96,167
<b>자산총계</b>	<b>1,409,133</b>	<b>-50,760</b>	<b>1,358,373</b>	<b>1,275,379</b>	<b>-159,870</b>	<b>1,115,509</b>
초과청구공사	525,908	0	525,908	584,113	37,573	621,686
미지급비용	42,433	1,705	44,138	34,705	1,818	36,523
충당부채	2,209	0	2,209	15,007	-928	14,079
이연법인세부채	196,806	0	196,806	130,669	-12,658	118,011
기타비유동부채	0	0	0	0	4,878	4,878
<b>부채총계</b>	<b>767,356</b>	<b>1,705</b>	<b>769,061</b>	<b>764,494</b>	<b>30,683</b>	<b>795,177</b>
이익잉여금(결손금)	243,436	-50,270	193,166	-22,399	-181,601	-204,000
기타자본항목	106,752	-2,195	104,557	168,151	-8,952	159,199
<b>자본총계</b>	<b>350,188</b>	<b>-52,465</b>	<b>297,723</b>	<b>145,752</b>	<b>-190,553</b>	<b>-44,801</b>

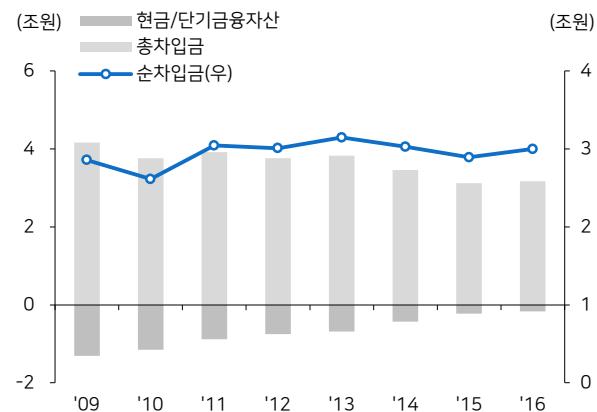
자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 한진중공업의 순차입금 추이 (별도 기준)



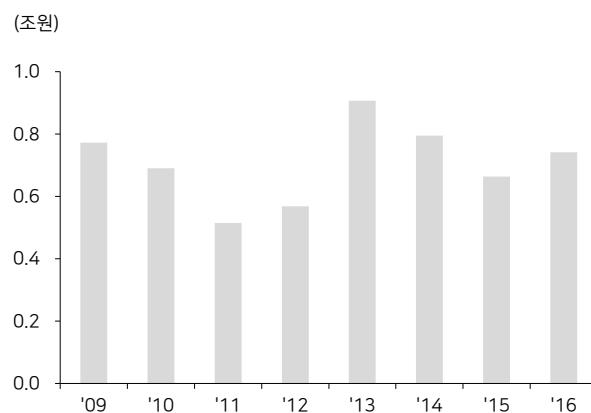
자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 한진중공업의 순차입금 추이 (연결 기준)



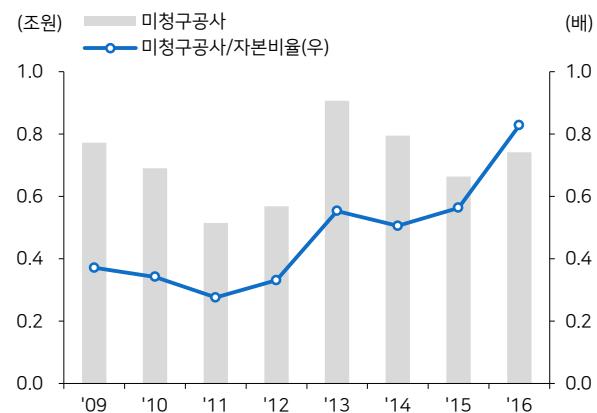
자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 한진중공업의 미청구공사 잔액 추이



자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 한진중공업의 미청구공사/자본 비율 추이



자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

### '+α'만 남았다 – Default Risk 우려에서 Turn-around 기대로 바뀔 시점

보수적인 가치 평가를 적용해도  
적정주가 이상의 상승여력 존재

자산매각과 토지개발의 불확실성은 존재하지만, 1) 수빅조선소의 빠른 수주 재개, 2) 영도조선소의 Downsizing 마무리, 3) 건설부문의 재개발·재건축 중심의 수주 확대, 4) 순차적인 자산매각과 보유자산 개발 가능성 증가라는 변화는 Default Risk 우려의 해소를 넘어서 기업가치의 '+ α'로 작용할 수 있다.

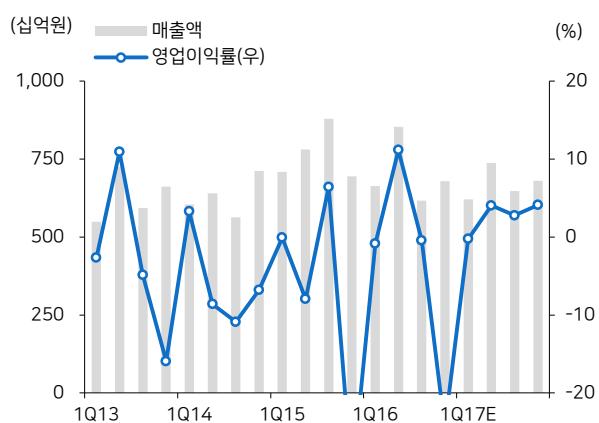
환율하락과 자산매각 미반영, 계절효과를 감안하면 1분기 실적은 예상치를 하회할 전망이다. 1분기의 부진을 감안해도 1) 2017년 2분기 영업흑자 전환에 성공시 영업가치의 반영이 가능하고, 2) 자산 매각을 통한 재무구조 개선이 유력하며, 3) 보유 자산에 대한 개발가치 재평가가 가능, 투자의견 Buy를 유지한다. 보수적인 가치평가를 적용해도 적정주가 4,100원 이상으로의 상승여력은 존재한다

표3 한진중공업의 SOTP(Sum Of The Parts) Valuation – 적정주가 4,100원 유지

(십억원, 천주, 원)	금액	비고
1. 본사 영업가치(A)	<b>35.8</b>	EBIT Multiple 5배 적용
건설부문 영업이익 (a)	38.6	17년 예상
조선부문 영업이익 (b)	(31.4)	17년 예상
2. 자회사 가치(B)	<b>654.3</b>	
HHIC-phil(수빅)	502.4	16년 장부가치
Mindanao 등 해외자회사 (d)	0.0	16년 장부가치
별내에너지 등 국내자회사 (e)	1.4	별내에너지/대륜발전 매각가능자산 분류
장기투자목적 보유지분 (f)	150.5	16년 장부가치
3. 자산가치	<b>2,160.3</b>	
매각불가 자산가치(영도조선소)	260.0	16년 장부가치
매각가능 자산가치 (C)	1,900.3	동서울 25% 할증
4. 순차입금(D)	<b>2,397.9</b>	
5. 발행주식수(E)	106,053	
<b>적정주가[(A+B+C-D)/E]</b>	<b>4,266</b>	

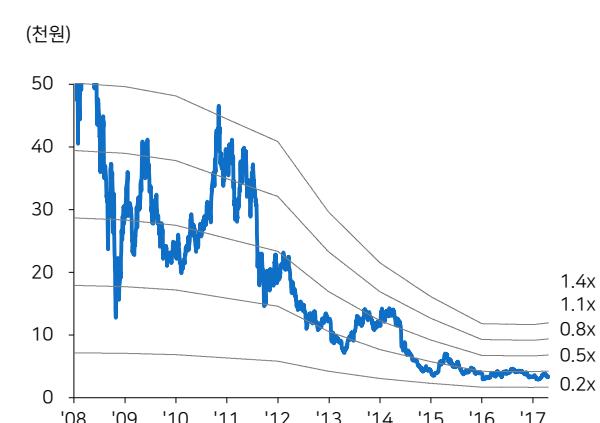
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 한진중공업의 실적 추이 및 전망



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

그림10 한진 중공업의 12M Fwd PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

표1 한진중공업의 1Q17 실적 Preview

(십억원)	1Q17E	1Q16	(% YoY)	4Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	620.7	663.5	-6.4	679.7	-8.7	638.0	-2.7
영업이익	-1.5	-5.5	적지	-166.3	적지	15.0	-110.2
세전이익	-27.8	-31.0	적지	-325.7	적지	-15.0	85.5
순이익	-26.4	-24.0	적지	-318.0	적지	-12.5	111.4
영업이익률 (%)	-0.2	-0.8		-24.5		2.4	
순이익률 (%)	-4.3	-3.6		-46.8		-2.0	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 한진중공업의 영업실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	2,902.9	2,946.4	2,686.7	2,673.2	-7.4	-9.3
영업이익	148.1	111.4	74.1	149.1	-49.9	33.9
세전이익	7.6	7.5	-35.9	61.9	적지	723.8
순이익	5.7	5.6	-34.1	46.9	적지	732.6
지배주주순이익	5.7	5.6	-34.1	46.9	적지	732.7
영업이익률	5.1	3.8	2.8	5.6		
순이익률	0.2	0.2	-1.3	1.8		

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 한진중공업의 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	709	781	879	694	663	853	617	680	621	738	648	680	3,064	2,813	2,687	2,673
영업이익	-1	-62	56	-217	-6	95	-3	-166	-2	30	18	28	-223	-79	74	149
세전이익	-39	-113	-13	-296	-31	113	-94	-326	-28	1	-13	3	-461	-338	-36	62
순이익	-35	-91	-17	-250	-24	83	-76	-318	-26	1	-12	3	-392	-334	-34	47
지배주주순이익	-34	-91	-17	-250	-24	83	-76	-318	-26	1	-12	3	-392	-334	-34	47
매출액증가율	17.3	22.0	56.1	4.8	-6.4	9.3	-29.9	-2.1	-6.4	-13.5	5.0	0.1	23.6	-8.2	-4.5	-0.5
% YoY																
% QoQ	-0.4	10.1	12.6	-15.1	-4.5	28.6	-27.8	10.2	-8.7	18.9	-12.3	5.0				
영업이익증가율	적전	적지	흑전	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	-68.7	흑전	흑전	적지	적지	흑전	101.1
% YoY																
% QoQ	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전	-39.9	55.7				
영업이익률 (%)	-0.1	-8.0	6.4	-31.3	-0.8	11.2	-0.5	-24.5	-0.2	4.0	2.8	4.1	-7.3	-2.8	2.8	5.6
순이익률 (%)	-4.9	-11.6	-1.9	-36.0	-3.6	9.7	-12.3	-46.8	-4.3	0.2	-1.9	0.5	-12.8	-11.9	-1.3	1.8

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 한진중공업(097230)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,063.6	2,813.3	2,686.7	2,673.2	2,740.1
매출액증가율 (%)	21.6	-8.2	-4.5	-0.5	2.5
매출원가	3,052.3	2,753.5	2,478.2	2,403.8	2,451.9
매출총이익	11.3	59.7	208.5	269.4	288.1
판매비와관리비	234.7	139.0	134.3	120.3	123.3
영업이익	-223.4	-79.3	74.1	149.1	164.8
영업이익률 (%)	-7.3	-2.8	2.8	5.6	6.0
금융수익	-162.9	-77.1	-19.1	-47.3	-44.7
증속/관계기업관련손익	-23.9	-14.8	-11.8	0.0	0.0
기타영업외손익	-51.1	-167.2	-79.1	-39.9	-41.1
세전계속사업이익	-461.2	-338.3	-35.9	61.9	79.0
법인세비용	-69.0	-3.9	-1.8	15.0	19.1
당기순이익	-392.3	-334.4	-34.1	46.9	59.9
지배주주지분 순이익	-392.2	-334.4	-34.1	46.9	59.9

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	259.4	-36.8	115.6	77.6	167.1
당기순이익(손실)	-392.3	-334.4	-34.1	46.9	59.9
유형자산감가상각비	101.4	81.6	81.4	77.3	71.4
무형자산상각비	0.0	0.0	2.2	2.1	2.0
운전자본의 증감	380.0	-45.3	142.2	4.3	58.9
투자활동 현금흐름	-33.0	-85.4	292.3	154.3	52.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-47.9	-63.0	-35.0	-32.3	-29.7
투자자산의 감소(증가)	145.7	56.3	87.7	4.3	0.4
재무활동 현금흐름	-418.7	91.2	-351.6	-133.2	-249.7
차입금증감	-341.5	49.9	-351.6	-133.2	-249.7
자본의증가	0.0	26.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-187.5	-24.2	20.5	97.7	-31.0
기초현금	350.5	163.0	138.8	159.3	256.9
기말현금	163.0	138.8	159.3	256.9	225.9

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,357.3	2,372.2	2,194.6	2,282.0	2,219.9
현금및현금성자산	163.0	138.8	159.3	256.9	225.9
매출채권	183.2	134.9	125.5	124.8	122.4
재고자산	874.0	675.0	627.8	624.6	621.5
비유동자산	3,397.5	2,884.2	2,644.9	2,488.2	2,409.4
유형자산	2,735.5	2,404.1	2,257.7	2,112.6	2,041.0
무형자산	54.0	43.5	41.3	39.3	37.3
투자자산	354.0	283.7	217.9	215.4	216.9
자산총계	5,754.8	5,256.5	4,839.5	4,770.3	4,629.3
유동부채	3,468.7	2,636.9	2,344.0	2,339.4	2,212.1
매입채무	352.9	291.8	278.7	277.3	284.2
단기차입금	660.4	514.6	464.6	414.6	364.6
유동성장기부채	1,611.6	1,167.5	967.5	1,017.5	917.5
비유동부채	1,108.1	1,724.4	1,612.1	1,477.8	1,383.7
사채	150.0	182.7	182.7	0.0	0.0
장기차입금	628.6	1,269.8	1,169.8	1,219.8	1,119.8
부채총계	4,576.7	4,361.3	3,956.0	3,817.2	3,595.8
자본금	511.4	530.3	530.3	530.3	530.3
자본잉여금	712.4	719.7	719.7	719.7	719.7
기타포괄이익누계액	160.3	175.2	197.5	220.2	240.7
이익잉여금	-204.0	-527.8	-561.9	-515.0	-455.1
비지배주주지분	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
자본총계	1,178.0	895.2	883.4	953.1	1,033.5

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2015	2016	2017E	2018E	2019E
SPS	29,951	27,038	25,333	25,207	25,837
EPS(지배주주)	-3,834	-3,214	-321	443	565
CFPS	375	975	652	1,651	1,943
EBITDAPS	-1,192	22	1,487	2,154	2,246
BPS	11,524	8,448	8,337	8,994	9,752
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	N/A	N/A	7.6	6.0
PCR	10.4	3.5	5.2	2.0	1.7
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
EBITDA	-122.0	2.3	157.7	228.5	238.2
EV/EBITDA	-27.0	1,449.1	18.9	12.1	10.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-28.5	-32.2	-3.8	5.1	6.0
EBITDA 이익률	-4.0	0.1	5.9	8.5	8.7
부채비율	388.5	487.2	447.8	400.5	347.9
금융비용부담률	5.2	4.8	3.9	3.6	3.3
이자보상배율(X)	N/A	N/A	0.7	1.5	1.8
매출채권회전율(X)	13.3	17.7	20.6	21.4	22.2
재고자산회전율(X)	4.0	3.6	4.1	4.3	4.4

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김현, 최치현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미			
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상		
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만		
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만		
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만		
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천			
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)			
	Neutral (중립)			
	Underweight (비중축소)			

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**한진중공업(097230) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.07.26	산업분석	Buy	5,100	김현	(원) 8,000 6,000 4,000 2,000 0 한진중공업 주가 적정주가
2017.01.24	산업브리프	Buy	4,100	김현	
2017.04.24	기업브리프	Buy	4,100	김현	