

한진중공업 (097230)

BUY
(Maintain)

주가(6/11) 9,810원
목표주가 14,000원

2013. 6. 12

65% 세일, 물량 소진, 마감 임박!

동사는 글로벌 금융위기 및 영도 조선소 사태 등으로 3년 연속 순적자를 기록하는 등 어려움을 겪어 왔지만 최근 회복되는 모습이 감지되고 있다. 영도 조선소가 거의 4~5년 만에 수주를 재개 했고, 수빅 조선소는 이미 연간 목표를 초과 달성 했다. 작년 말 인천 북항 배후지에 관한 용도 변경 및 개발 계획이 모두 승인되었고, 올해 하반기부터는 집단 에너지 사업도 새롭게 시작된다. 동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 14,000원, 업종 내 Top Pick 의견을 제시한다



조선/기계

Analyst 최원경

02) 3787-5036

heavychoi@kiwoom.com

키움증권

한진중공업 (097230)



Stock Data

KOSPI (6/11)	1,920.68pt	
시가총액(억원)	6,797억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	14,128원	7,170원
최고/최저가 대비 등락율	-30.56%	36.82%
수익률	절대	상대
	1M	19.5%
	6M	-21.1%
	1Y	-29.6%
		21.0%
		-19.2%
		-31.6%

Company Data

발행주식수(천주)	69,288천주
일평균 거래량(3M)	463천주
외국인 자본율	7.26%
배당수익률(13.E)	0.00%
BPS(13.E)	27,707원
주요 주주	한진중공업홀딩스 35.12%

Price Trend



수빅 조선소 위치와 새 미군기지로 추정되는 지역



Contents

I. 투자 포인트 및 투자 의견 3

- > 투자 포인트 3
- > 2013년을 바닥으로 완만한 실적 회복 기대 4
- > 투자의견 Buy, 목표주가 14,000원 제시 5

II. 영도 조선소의 턴어라운드 6

- > 영도 조선소의 정치적 소요 사태 해결 6
- > 영도 조선소의 수주 재개 7
- > 4Q 이후 실적 턴어라운드 기대 7

III. 수빅 조선소의 턴어라운드 8

- > 현재 19척, 12억\$ 수주, 연간 목표 달성, 최대 38척, 24억\$ 이상 가능 8
- > 하반기 이후 실적 턴어라운드 기대 9
- > 내년부터 미해군 수리기지로서의 수익 창출 기대 10

IV. 자산 매각 본격화 11

- > 인천 북항 배후지 최종 승인 완료 및 개발 및 매각 11

V. 집단 에너지 사업 시작 12

- > 집단 에너지 사업 개시 12
- > 내년부터 매출 6,000억원 이상, 12% 이상 영업이익률 기대 13

- > 당사는 6월 11일 현재 '한진중공업(097230)' 발행주식 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

I. 투자 포인트 및 투자 의견

>>> 투자 포인트

동사는 글로벌 금융위기 및 영도 조선소의 정치적 소요 사태 등으로 지난 3년간 순적자를 기록하고 수주가 전무하다시피한 어려움을 겪어 왔지만 최근 서서히 회복되는 모습을 보이고 있다. 영도 조선소가 거의 4~5년만에 수주가 재개되었고, 수빅 조선소는 이미 연간 목표를 초과 달성하는 등 수주 호조세를 보이고 있다. 작년 말 인천 북항 배후지에 관한 용도 변경 및 개발 계획이 모두 승인되었고, 올해 하반기부터는 집단 에너지 사업도 새롭게 시작된다. 따라서 당사에서는 지금부터는 다시 동사에 대한 투자 판단을 고민할 시점이 왔다고 생각한다. 동사에 대한 투자 포인트를 정리하면 다음과 같다.

① 2년 3개월에 걸친 “영도 조선소의 정치적 소요 사태”가 해결되었다. 계속된 대치가 사측과 노조측 모두에게 득이 되지 않는다는 공감대가 형성되어 있어 향후 추가적인 사태가 발생할 가능성은 거의 없다고 판단된다.

② 영도 조선소의 수주가 4년만에 재개되었다. 작년 11월 Liberia 선주로부터 Container 2척, 1.5억\$을 시작으로 수주가 재개되었는데, 경비함 등의 특수선 수주를 제외할 경우 거의 4년만에 수주가 재개된 것이다. 올해 들어서도 잠수지원선(DSV; Diving Support Vessel) 2척, 3억\$, 한전 발전 자회사가 발주한 Bulk선 4척 등 총 4억\$ 이상을 수주하였다. 올해 4분기부터는 조업이 본격적으로 시작되고 내년부터는 거의 완전 정상화가 가능할 것으로 추정된다. 영도 조선소는 2011년 249억원 적자, 2012년 137억원 적자를 기록했으나 내년부터는 최소 BEP 이상의 실적 창출이 가능할 것으로 추정된다.

③ 수빅 조선소 또한 최근 2년간 부진한 수주를 기록했으나 영도 조선소의 정상화와 더불어 최근 수주 호조세를 보이고 있다. 6월 현재 19척, 12억\$을 수주하여 연간 목표 10억\$을 초과 달성했다. 올해 한 모든 수주에 동일한 옵션이 붙어 있어 연내에 옵션이 모두 행사되면 38척, 24억\$도 가능한 상황이다. 이외에도 추가적인 Inquiry가 많아 올해는 2008년 이후 최대 수주를 기록할 것으로 기대된다.

④ 한편, 수빅 조선소는 미국 최대의 함정건조업체 현팅턴 인강의 계열사 AMSEC와 기본협력협정(MCA)을 체결, 수빅만을 미 함정 수리, 병참기지로 구축하는 작업에 박차를 가하고 있다. 올해는 수리 조선과 관련한 매출이 150여억원 내외로 예상되지만 2015년 이후 항공모함까지 수리하게 되면 수리 조선과 관련한 매출이 1,000억원 이상 될 것으로 추정된다. 수리 조선은 20% 이상의 수익성을 기대하고 있어 수빅 조선소의 수익성 개선에 큰 역할을 할 것으로 판단된다.

⑤ 인천 북항 배후지의 본격 개발 및 매각이 기대된다. 거의 10년간 지속된 인천 북항 배후지 용도 변경은 2012년 9월 인천시로부터 최종 승인을 받아 모든 행정적인 절차를 마무리 지었고, 10월에는 조성공사 기공식도 진행했다. 인천시가 인천 북항 배후단지를 LED, 바이오 등 첨단산업 클러스터와 자동차 물류단지로 조성할 계획이어서 토지 매각에 따른 현금 유입도 기대할 수 있는 상황이다.

⑥ 동사는 올해 하반기부터 집단 에너지 사업을 시작한다. 집단 에너지 사업은 복합화력발전소를 지어 ‘열’과 ‘전기’를 지구 단위에 독점적으로 판매하는 사업으로 성장성은 높지 않지만 안정적인 실적을 창출할 수 있는 분야이다. 별내에너지가 올해 6월말부터 상업 운전이 시작되므로 집단 에너지 사업의 매출은 하반기부터 발생할 것으로 예상된다. 대륜발전이 상업 운전을 시작하는 내년부터는 본격적인 매출 발생이 예상되는데, 대략 6,000억원 이상, 12% 이상의 영업이익률이 예상된다.

>>> 2013년을 바닥으로 완만한 실적 회복 기대

동사는 상선 시황 악화, 건설 경기 부진, 영도 조선소 사태 등의 이유로 2010년부터 2012년까지 3년 연속 순적자를 기록했다. 이에 따라 2009년 43,101원이었던 BPS가 2012년말에는 35,484원까지 하락했다. 동사의 최근 PBR이 0.3~0.4X 수준으로 시장 대비 상당한 할인을 받고 있는 요인은 계속해서 BPS가 하락했기 때문이라고 판단된다.

하지만 올해부터는 순이익이 흑자로 전환하면서 BPS가 계속 하락하는 추세가 반전될 것으로 예상된다. 아래 자세히 후술하다시피 올해는 자산 매각을 통해 순이익을 창출하고 내년부터는 자체 Fundamental의 회복을 통해 자력으로 순이익 창출이 가능할 전망이다.

① 올해의 경우에는 영도 조선소의 적자폭이 작년 대비 축소될 것으로 예상되지만 지난 2년간 수주 부진에 따라 수빅 조선소의 매출 및 이익이 크게 감소할 것으로 예상되어 2012년 대비 영업이익은 더 감소할 것으로 추정된다. 하지만 인천 북항 배후지 8.5만평 매각을 가정하면 약 3,000억원의 Cash 유입, 약 1,500억원 정도의 매각 차익이 예상되어 이자비용을 감안해도 순이익을 창출할 수 있을 것으로 전망된다.

② 내년에는 영도 조선소가 정상화되면서 매출이 증가하고 BEP 이상의 마진을 기록할 것으로 예상되고, 수빅 조선소는 올해 수주 호조에 따른 매출 증가 및 미 해군 수리기지로서의 매출이 추가되면서 매출 및 이익 성장이 두드러질 것으로 전망된다. 건설 사업부도 인천 북항 배후지 개발 및 임대 사업을 통한 이익 창출로 이익률이 조금 더 개선될 것으로 예상된다. 또한 내년부터는 집단 에너지 사업에서 연 평균 150~200억원 가량의 지분법 이익이 추가될 것으로 전망되어 이자비용을 충분히 감당하고 순이익을 창출할 수 있을 것으로 판단된다.

한진중공업 사업부별 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	2,891.5	2,549.3	2,535.9	3,025.5	3,244.2
영도	861.0	577.4	438.7	482.5	506.7
수빅	1,142.7	976.7	833.3	1,187.9	1,306.7
건설	1,455.0	1,421.5	1,442.9	1,515.0	1,590.8
기타	-567.2	-426.3	-178.9	-160.0	-160.0
영업이익	89.5	52.9	35.5	150.6	183.5
영도	-24.9	-13.7	-3.5	9.7	17.7
수빅	43.7	35.2	0.2	65.4	78.4
건설	84.5	42.7	57.9	83.5	95.4
기타	-13.8	-11.3	-19.2	-8.0	-8.0
영업이익률	3.1%	2.1%	1.4%	5.0%	5.7%
영도	-2.9%	-2.4%	-0.8%	2.0%	3.5%
수빅	3.8%	3.6%	0.0%	5.5%	6.0%
건설	5.8%	3.0%	4.0%	5.5%	6.0%
기타	2.4%	2.6%	10.7%	5.0%	5.0%
이자비용	171.1	174.8	165.1	163.5	163.0
세전이익	-81.8	-43.0	18.8	7.1	40.5
순이익	-96.9	-53.2	11.0	5.6	32.0

자료: 한진중공업, 키움증권 추정

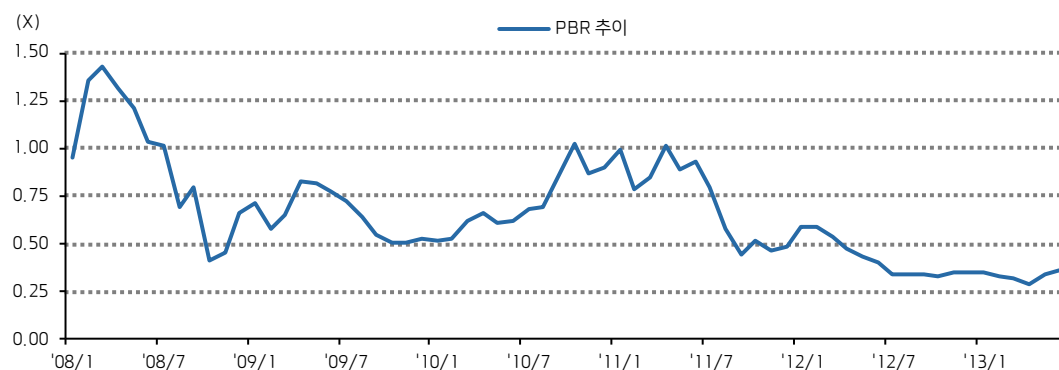
>>> 투자의견 Buy, 목표주가 14,000원 제시

앞서 언급한 바와 같이 동사는 지난 3년간 적자를 기록했기 때문에 시장 대비 상당히 할인된 PBR Multiple을 적용 받는 것이 당연했었다고 생각된다. 하지만 올해부터는 흑자로 반전될 것으로 예상되어 BPS가 더 이상 감소하지 않고 다시 증가할 것으로 예상되므로 지금부터는 시장 대비 지나친 Multiple 할인은 불필요하다고 생각된다.

올해 예상 BPS는 증자로 인한 주식수 증가로 작년의 35,484원 대비 감소한 27,707원으로 추정된다. 당사에서는 2013년 예상 BPS 27,707원에 PBR Multiple 0.5X를 적용하여 목표주가 14,000원, 투자의견 Buy를 제시하며 조선업종 내 Top Pick으로 추천한다.

동사의 실적 및 주수가 개선되면서 동사에 대한 PBR Multiple 할인폭은 계속 줄어들 것으로 판단되며 장기적으로는 1.0X까지 PBR 수준을 회복할 것으로 전망한다.

한진중공업 PBR 추이



자료: 키움증권

투자지표

12 월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	28,915	25,493	25,359	30,255	32,442
보고영업이익(억원)	895	529	355	1,506	1,835
핵심영업이익(억원)	895	529	355	1,506	1,835
EBITDA(억원)	2,019	1,636	1,405	2,556	2,885
세전이익(억원)	-818	-430	188	71	405
순이익(억원)	-969	-532	110	56	320
지배주주지분순이익(억원)	-969	-528	110	56	320
EPS(원)	-2,006	-1,094	170	81	461
증감율(%)	N/A	N/A	N/A	-52.3	470.1
PER(배)	-8.5	-10.5	57.8	121.2	21.3
PBR(배)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	19.2	21.7	24.0	13.3	11.6
보고영업이익률(%)	3.1	2.1	1.4	5.0	5.7
핵심영업이익률(%)	3.1	2.1	1.4	5.0	5.7
ROE(%)	-5.2	-3.0	0.6	0.3	1.6
순부채비율(%)	160.1	172.1	140.5	141.6	136.5

자료: 키움증권

II. 영도 조선소의 턴어라운드

>>> 영도 조선소의 정치적 소요 사태 해결

2011년 초 38,000원대였던 동사의 주가는 2013년 초 7,140원까지 하락했다. 주가 하락에는 다양한 요인에 존재했겠지만 가장 큰 영향을 미친 것은 “영도 조선소의 정치적 소요 사태”였다고 판단된다. 사태는 사측의 정리해고로 시작되었지만 민주노총과 금속노조가 개입하면서 대형 정치 사태로 변질되었고 장기화되어 해결까지 2년 3개월이라는 시간이 소요되었다. 작년 초 ‘온건 성향’의 노조가 설립되고 대표 노조가 되면서 사태 해결의 실마리를 찾았고, 올해 2월 23일 ‘합의문 조인식’으로 농성이 종료되었다. 사태의 장기화로 영도 수주가 불가능해지면서 계속된 대치가 사측과 노조측 모두에게 득이 되지 않는다는 공감대가 형성된 것이 사태 해결의 열쇠였던 것으로 판단된다. 이에 따라 현재의 ‘온건 노조’는 회사 수주 활동에 적극 협력하고 있으며 이러한 노력의 결실로 최근 수주가 다시 재개되었다. 최근 수주 추이를 감안할 때 올해 4분기부터는 조업이 재개될 것으로 추정되며 내년부터는 정상 조업이 가능할 것으로 판단된다.

한진중공업 노사분규 사태 일지

2010년

12월 15일	사측, 생산직 직원 400명 정리해고 및 희망퇴직 계획 노조에 통보
12월 20일	노조, 정리해고 반대 총파업 돌입

2011년

01월 06일	김진숙 민주노총 부산본부 지도위원 크레인 고공농성 돌입
01월 12일	사측, 희망퇴직 거부 생산직 290명에 정리해고 통보
02월 14일	사측, 생산직 172명 정리해고(228명 희망퇴직) 및 영도 조선소 등 3곳 직장 폐쇄
06월 11일~12일	1차 희망버스: 1,200명 한진중공업 진입투쟁
06월 27일	노사협의이행합의서 체결, 노조 총파업 철회, 부산지법 집행관 농성자 강제퇴거 조치
07월 06일	3년 만에 수주(군수지원정 2척, 아시아선사와 2.5억불 4,700teu Container 4척 LOI 체결)
7월 09일~10일	2차 희망버스: 1만여 명 부산역에서 영도까지 행진
7월 30일~31일	3차 희망버스: 1만 5,000여 명 부산 집결
08월 18일	조남호 회장, 국회 환경노동위원회 국정감사 출석
8월 27일~28일	4차 희망버스: 7,000여 명 서울 집결
10월 07일	조남호 회장, 국회 환경노동위원회 권고안 수용 (1년 내 재고용, 생계비 2,000만원 지급)
10월 08일~09일	5차 희망버스: 4,000여 명 부산 집결
10월 11일	조 회장과 박상철 전국금속노동조합 위원장 첫 만남
11월 09일	국회 환경노동위원회 권고안에 대해 노사 잠정합의
11월 10일	정리해고 합의안 노조 총회에서 무투표 만장일치로 가결, 김진숙 지도위원 고공농성 해제

2012년

01월 13일	‘온건 성향’ 두번째 노조 설립
01월 18일	온건 노조 출범 6일 만에 가입자 수 과반수 이상 확보
11월 09일	권고안에 따라 정리해고자 92명 재입사, 일감이 없어 이튿날부터 유급휴직
12월 21일	최강서 노조 조직차장(34) 자살(사측의 노조 상대 158억 소송과 휴직에 따른 생활고 추정)

2013년

02월 23일	영도조선소에서 ‘합의문 조인식’, ‘농성해제’ 최종합의 공식발표
02월 24일	26일 만에 시신농성이 해제되고, 고(故) 최강서 씨 66일만에 장례

자료: 언론보도 정리, 키움증권

>>> 영도 조선소의 수주 재개

앞 단락에서 언급한 바와 같이 영도 조선소의 정치적인 문제가 해결되고 상선 발주 시황이 개선됨에 따라 영도 조선소의 수주가 재개되었다. 작년 11월 Liberia 선주로부터 Container 2척, 1.5억\$을 시작으로 수주가 재개되었는데, 경비함 등의 특수선 수주를 제외할 경우 거의 4년만에 수주가 재개된 것이다. 올해 들어서도 잠수지원선(DSV; Diving Support Vessel) 2척, 3억\$, 한전 발전 자회사가 발주한 Bulk선 4척 등 총 4억\$ 이상을 수주하였다.

영도 조선소 수주 추이 (단위: 척)

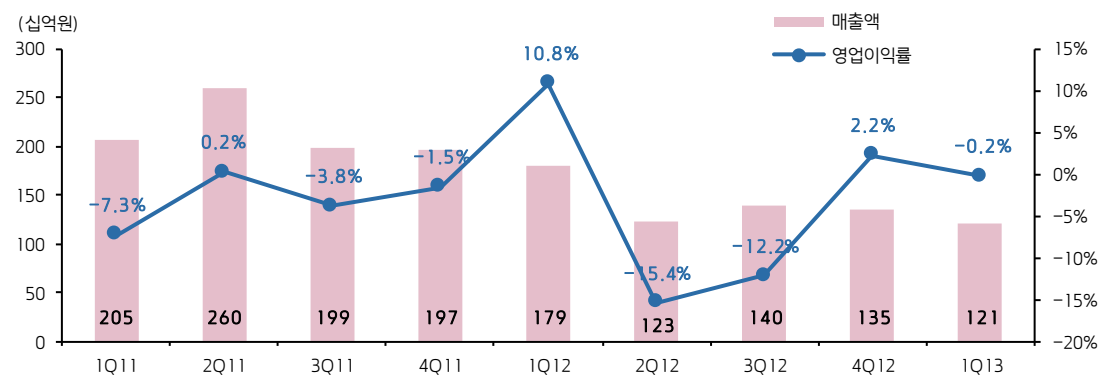
Type	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Container					2	
Tanker						
Bulk	7					4
Special	24	10	5	8	7	2
Sum	31	10	5	8	9	6

자료: 한진중공업

>>> 4Q 이후 실적 턴어라운드 기대

수주 재개로 영도 조선소는 서서히 정상화될 것으로 예상되며 4분기부터는 자재가 입고되며 매출인식이 본격적으로 시작될 것으로 추정된다. 이에 따라 내년부터는 매출이 본격적으로 발생하며 최소 BEP 이상의 수익 달성이 가능할 것으로 판단된다. 한때 3,800명에 달했던 인원이 현재 1,300여명으로 줄어든 상황이기 때문에 예전과 같은 연간 1조원 매출을 달성하기는 어렵다고 판단되고 현재는 연간 3~4,000억원의 매출이 정상 수준이라고 추정된다. 이에 따라 현재 영도 조선소는 최소 1년 이상의 작업 물량은 확보한 상황이다. 하반기에도 추가 수주가 충분히 가능하다고 판단되므로 영도 조선소는 정상화 단계에 진입했다고 추정된다.

영도 조선소 실적 추이



자료: 한진중공업

III. 수빅 조선소의 턴어라운드

>>> 현재 19척, 12억\$ 수주, 연간 목표 달성, 최대 38척, 24억\$ 이상 가능

수빅 조선소 또한 지난 2년간 어려움을 겪었다. 수빅 조선소의 수주 영업을 총괄하는 영도조선소가 정지적 소용돌이에 휘말리면서 수빅 조선소 또한 수주 활동에 상당한 제약이 있었던 것이다. 동 기간 동안에 실제로 발주를 약속했던 선주가 영도 조선소의 상황이 심각해지자 발주를 유보하는 등 거의 정상적인 수주가 불가능한 상황이었다. 이러한 결과로 2011년과 2012년에는 각각 6척, 7척을 수주하는데 그쳤다.

하지만, 영도 조선소가 정상화되면서 수빅 조선소 또한 본격적인 수주 활동이 재개되었다.

- ① 2월 중순 그리스 테크노마르(Technomar)사가 6,900teu급 Container 2척 및 옵션 2척을 발주한 데 이어,
- ② 3월 초 벨기에 엑스마(Exmar)사로부터 38,000cbm(Cubic meter)급 LPG선 4척 및 옵션 4척을 적당 3,900만\$에 수주하는 성과를 거두었다.
- ③ 3월 8일 미국 오크트리캐피탈(Oaktree Capital)과 그리스 오션벌크(Oceanbulk)그룹의 조인트벤처 기업인 오션벌크캐리어즈(Oceanbulk Carriers)는 5,400teu급 Container 8척 및 옵션 8척을 발주하였다.
- ④ 6월 7일 그리스 선사인 코스타마레시핑(Costamare Shipping)은 수빅 조선소와 9,000teu급 Container 10척(옵션 5척 포함) 건조를 위한 LOI를 체결하였다. 척당 선가는 8,000만\$ 수준으로 알려졌다.

이에 따라 수빅 조선소는 6월 현재까지 19척, 총 12억\$의 수주를 기록하여 연간 목표 10억\$을 초과 달성하였으며, 동 수주는 19척, 12억\$의 옵션을 포함하고 있어 연내 행사될 경우 38척, 24억\$의 수주 달성도 가능한 상황이다. 이외에도 협상 중인 다른 Inquiry가 많아 올해 수빅 조선소의 수주는 2008년 이래 사상 최대 수준이 될 가능성도 높다고 생각된다.

수빅 조선소 수주 추이 (단위: 척)

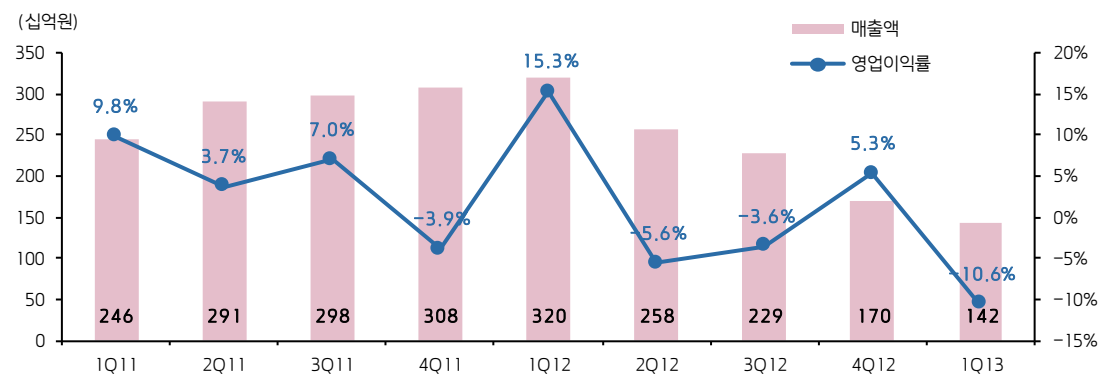
Type	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Container			2	6	6	15
Tanker	2		4			
Bulk	8		19			
Barge					1	
LPG						4
Sum	10	0	25	6	7	19

자료: 한진중공업

>>> 하반기 이후 실적 턴어라운드 기대

앞 단락에서 언급한 바와 같이 수빅 조선소는 2011년 이후 수주가 부진했기 때문에 작년 이후 분기 매출이 빠른 속도로 감소하고 있다. 매출이 감소함에 따라 수익성 또한 악화되고 있는 것이 사실이다. 하지만 작년 6월 이후 수주한 Container 및 Barge선이 올해 하반기 이후 본격적으로 매출 인식되고 올해 수주한 선박들의 건조가 올해 말 이후 본격화되면서 실적은 하반기부터 턴어라운드할 것으로 예상된다. 매출액은 1분기를 바닥으로 2분기 이후 회복될 것으로 추정되며, 3분기 이후에는 11년 수준의 분기 매출을 달성할 것으로 판단된다. 수익성 또한 3분기부터 흑자로 전환되어 연간으로는 흑자를 기록할 것으로 기대된다.

수빅 조선소 실적 추이



자료: 한진중공업

>>> 내년부터 미해군 수리기지로서의 수익 창출 기대

필리핀의 수도 마닐라에서 동북쪽으로 80km 정도 떨어진, 한때 미군의 해외기지 중 가장 큰 규모였던 수빅만 기지는 1992년 폐쇄된 이후 한진중공업 수빅 조선소로 재탄생했다.

하지만 미국이 중국의 군사력 증강에 맞서 아시아 지역으로 초점을 맞추면서 2020년까지 미 해군 전력의 상당수를 태평양으로 이동시킬 계획(미 해군의 50%에서 60%로 상향)에 따라서, 수상함과 잠수함을 정박시킬 만한 새로운 기지를 찾고 있는 것으로 알려지고 있다.

이에 따라 과거 수빅만 기지가 있던 근처인 클락크 공군기지 인근에 다시 미해군이 주둔할 수 있는 기지를 건설할 가능성이 제기되고 있으며, 필리핀 고위 장성도 수빅항이 미군 전력을 지원할 수 있는 항만대기요청(Port Call), 항만 방문, 미군의 해상 및 항공 전력이 요구하는 서비스를 제공할 의사가 있다고 밝힌 바 있다.

작년 말 한진중공업은 미국 최대의 함정건조업체 헌팅턴 인갈의 계열사 AMSEC와 기본협력협정(MCA)을 체결, 수빅만을 미 함정 수리, 병참기지로 구축하는 작업에 박차를 가하고 있다.

올해는 수리 조선과 관련한 매출이 150여억원 내외로 예상되지만 2015년 이후 항공모함까지 수리하게 되면 수리 조선과 관련한 매출이 1,000억원 이상 될 것으로 추정된다. 수리 조선은 20% 이상의 수익성을 기대하고 있어 수빅 조선소의 수익성 개선에 큰 역할을 할 것으로 판단된다.

수빅 조선소 위치와 새 미군기지로 추정되는 지역



자료: 키움증권

IV. 자산 매각 본격화

>>> 인천 북항 배후지 최종 승인 완료 및 개발 및 매각

거의 10년간 지속된 인천 북항 배후지 용도 변경은 2012년 9월 인천시로부터 최종 승인을 받아 모든 행정적인 절차를 마무리 지었고, 10월에는 조성공사 기공식도 진행했다. 인천시가 인천 북항 배후단지를 LED, 바이오 등 첨단산업 클러스터와 자동차 물류단지로 조성할 계획이어서 토지 매각에 따른 현금 유입도 기대할 수 있는 상황이다.

- ① 4.5만평 정도는 창고용지로 개발하고 있어 하반기부터는 임대 사업이 시작될 것으로 기대된다. 연간 80여억원의 임대료가 기대되며 이중 65억원 정도(영업이익률 80%)의 이익을 기대하고 있다.
- ② 15만평은 인천공장 부지인데, 5만평 정도만 동사가 계속 사용하고 나머지 10만평은 창고형 공장(아파트형 공장)을 지어서 임대할 계획을 가지고 있다. 임대료는 앞서 언급한 창고 용도보다 더 높을 것으로 예상되어 더 큰 수익이 발생할 것으로 기대하고 있다.
- ③ 10만평 정도는 매각을 추진하고 있는데 이미 작년 말 24,000평을 매각한 바 있고, 올해도 8.5만평 정도를 매각할 계획을 가지고 있다. 평당 300~350만원 정도 가격대에서 매각이 가능할 것으로 추정된다.
- ④ LED, 목재단지, 자동차 물류단지는 인천시에서 유치하는 것이기 때문에 동사에게는 Risk가 거의 없다. 나머지 땅에 대해서도 매각을 할지 임대를 할지는 향후 상황에 따라 결정할 것으로 알려지고 있다.
- ⑤ 상업지구 2.8만평은 오피스텔, 호텔, 일반상업 근린시설 등의 건축이 가능하다. 상업지구는 평당 800~1,000만원 정도로 추정된다.

이러한 공사를 위해 발생하는 매출은 1조원 정도, 영업이익률은 15~20% 정도로 5개년 계획이다. 연간 건설사업부에 2,000억원 가량의 매출이 발생한다고 추정할 수 있다.

주요 보유 부동산 현황 (단위: 평, 십억원)

		영도조선소	다대포공장	인천북항부지	동서울터미널	부산압남동	합계
		7.7만평	5.4만평	77만평	1.2만평	1.4만평	92.7만평
2008.6	장부가	255	112	232	107	32	738
	공시지가	200	110	913	195	32	1,450
2008.12(재평가)	장부가	260	124	1,108	281	94	1,867

자료: 한진중공업

V. 집단 에너지 사업 시작

>>> 집단 에너지 사업 개시

동사가 기존에 영위하던 사업은 조선과 건설 부문으로 시황에 따라 부침이 심하다. 이러한 문제점을 타개하고자 동사는 올해 하반기부터 집단 에너지 사업을 시작한다. 집단 에너지 사업은 복합화력발전소를 지어 ‘열’과 ‘전기’를 지구 단위에 독점적으로 판매하는 사업으로 성장성은 높지 않지만 안정적인 실적을 창출할 수 있는 분야이다.

별내에너지는 남양주 별내 신도시에 열과 전기를 공급할 예정인데, 올해 6월말 정도부터는 상업 운전이 가능할 것으로 예상되고 있다.

대륜발전은 양주시 옥정, 회천 신도시에 열과 전기를 공급할 예정인데, 올해 12월 정도부터는 상업운전이 가능할 것으로 추정되고 있다.

대륜에너지는 별내에너지와 대륜발전으로부터 열을 공급받아 민락 2, 고산 지구 등에 열을 판매하는 회사로 내년 6월까지의 대륜발전과 합병할 예정이다.

최근 서울 근교 신도시들의 미분양 상황이 심각하여 자칫 전기와 열을 판매하는 동사의 집단 에너지 사업에 매출 차질이 일어날 수 있음을 우려하는 목소리가 있다.

하지만 전기는 전량 전력 거래소에서 매수하기 때문에 매출 차질 가능성이 거의 없고, 최근 전력난이 가중되고 있어 오히려 예상보다 가동률이 높을 가능성이 높다.

다만, 열의 경우에는 미분양이 지속될 경우 판매에 차질이 생길 수 있으나 미분양 해소 상황을 감안하여 전기와 열의 생산 비중을 조절할 수 있어 필요한 수요만큼만 생산하여 판매하면 된다.

포스코건설의 지분은 공사 완료 후 정리될 것으로 알려지고 있고, 장기적으로는 대륜E&S가 집단에너지 사업의 지주회사 역할을 수행하면서 IPO를 준비할 것으로 추정된다.

집단 에너지 사업 현황

구분	대륜발전	별내에너지	대륜에너지
사업 내용	생산전력은 전력거래소에 역송, 생산열을 양주 옥정, 회천지구 신도시에 공급하고 열 연계를 통해 민락 2, 고산, 별내지구 등에 공급	생산전력은 전력거래소에 역송, 남양주 별내지구의 주거시설, 업무시설, 상업시설 및 공공시설 등에 냉난방열 공급	양주 열병합발전소 또는 별내에너지로부터 열을 공급 받아 민락 2, 고산 지구 등에 공급
주주현황	(주)한진중공업 30.5% (주)대륜 E&S 30.5% 한국남부발전(주) 19.8% (주)포스코건설 19.2%	(주)한진중공업 50.0% (주)대륜 E&S 50.0%	(주)한진중공업 80.2% (주)포스코건설 19.8%
공급 세대수	58,089 세대	68,176 세대	24,218 세대
설비용량 열공급시설	열생산량 396.8Gcal/h PLB 34.4 Gcal/h 축열조 25,000M³ X 2 기	열생산량 93Gcal/h PLB 34.4Gcal/h 축열조 25,000M³	PLB 34.4 Gcal/h 축열조 12,000M³
전기생산시설	가스터빈 178.6MW X 2 기 스팀터빈 197.9MW X 1 기 (555.1MW)	가스터빈 45.7MW X 2 기 스팀터빈 39.0MW (130.4MW)	

자료: 한진중공업

>>> 내년부터 매출 6,000억원 이상, 12% 이상 영업이익률 기대

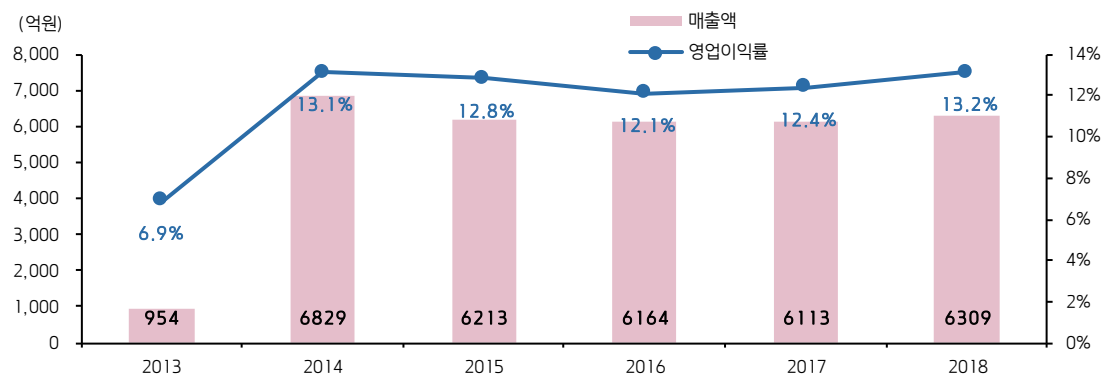
별내에너지가 올해 6월말부터 상업 운전이 시작되므로 집단 에너지 사업의 매출은 하반기부터 발생할 것으로 예상된다. 대륜발전이 상업 운전을 시작하는 내년부터는 본격적인 매출 발생이 예상되는데, 대략 6,000억원 이상, 12% 이상의 영업이익률이 예상된다.

2014년 실적은 동사와 동일 기종을 사용하고 있는 파주 열병합(82%), 화성 열병합(74%), 신인천 복합 화력(74%)의 가동률을 준용한 73%의 가동률로 추정되었으며, 2015년에는 64.6%, 2016년에는 60.8%, 2017년에는 51%의 가동률을 가정하였다. 가동률이 낮아진다고 가정한 이유는 제 6차 전력 수급 계획에 의거 동사가 채택하고 있는 복합화력의 연료비 원가(133~148원/Kwh)보다 낮은 원전(3~5원/Kwh), 석탄화력(45~71원/Kwh) 발전소의 건설이 많아지면서 동사의 집단에너지 발전소의 급전 지시가 줄어들면서 가동률이 낮아질 것이라고 보수적으로 가정하였기 때문이다.

하지만 최근 일부 원전의 문제 등에 따른 전력 부족, 실제 원전 및 석탄화력 발전소의 완공 예상 시기 등을 감안할 때 동사가 추정한 가동률보다는 높은 가동률을 유지할 가능성이 높다고 판단되며, 남양주 별내 신도시의 분양 및 입주가 생각보다 원활하게 진행되고 있어 집단 에너지 사업의 실적은 예상보다 양호할 것으로 기대된다.

또한, 동 집단 에너지 사업의 경우 별내발전소와 대륜발전소가 인근에 위치하고 있어 양 발전소가 서로 열교환이 가능하도록 링크되어 있다. 이는 하나의 발전소가 정기 유지 보수를 위해 가동을 중단하더라도 다른 쪽에서 열공급이 계속 가능하기 때문에 가동 중단에 따른 마진 축소를 최소화할 수 있는 시너지 창출이 가능하다.

집단 에너지 중장기 매출 및 영업이익 계획



자료: 한진중공업

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	28,915	25,493	25,359	30,255	32,442
매출원가	26,646	23,583	23,646	27,391	29,248
매출총이익	2,269	1,911	1,713	2,864	3,193
판매비및일반관리비	1,375	1,381	1,358	1,358	1,358
영업이익(보고)	895	529	355	1,506	1,835
영업이익(핵심)	895	529	355	1,506	1,835
영업외손익	-1,712	-960	-166	-1,435	-1,430
이자수익	265	184	109	119	123
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	359	491	340	0	0
이자비용	1,976	1,932	1,760	1,753	1,753
외환손실	473	746	248	0	0
관계기업자본법손익	-21	-146	-42	200	200
투자및기타자산처분손익	545	296	6	0	0
금융상품평가및처분이익	134	60	18	0	0
기타	-545	833	1,411	0	0
법인세차감전이익	-818	-430	188	71	405
법인세비용	152	102	79	15	85
유효법인세율(%)	-18.5%	-23.6%	41.8%	21.0%	21.0%
당기순이익	-969	-532	110	56	320
지배주주지분순이익(억원)	-969	-528	110	56	320
EBITDA	2,019	1,636	1,405	2,556	2,885
현금순이익(Cash Earnings)	155	575	1,160	1,106	1,370
수정당기순이익	-1,774	-973	96	56	320
증감율(% YoY)					
매출액	N/A	-11.8	-0.5	19.3	7.2
영업이익(보고)	N/A	-40.8	-33.0	324.7	21.9
영업이익(핵심)	N/A	-40.8	-33.0	324.7	21.9
EBITDA	N/A	-19.0	-14.1	81.9	12.9
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	-48.9	470.1
EPS	N/A	N/A	N/A	-52.3	470.1
수정순이익	N/A	N/A	N/A	-41.3	470.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	-3,998	-832	1,640	114	933
당기순이익	-969	-532	110	56	320
감가상각비	1,125	1,107	1,050	1,050	1,050
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-93	60	-92	0	0
자산처분손익	50	155	9	0	0
지분법손익	21	146	42	-200	-200
영업활동자산부채 증감	-3,809	-953	186	-1,222	-674
기타	-322	-815	335	430	438
투자활동현금흐름	404	397	-302	-400	-400
투자자산의 처분	-827	656	46	0	0
유형자산의 처분	359	346	11	0	0
유형자산의 취득	-515	-685	-326	-400	-400
무형자산의 처분	0	-4	0	0	0
기타	1,387	83	1	0	0
재무활동현금흐름	931	-688	-1,498	0	0
단기차입금의 증가	-11,828	-9,339	0	0	0
장기차입금의 증가	12,736	8,590	1,584	0	0
자본의 증가	9	0	1,493	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	14	61	1	0	0
현금및현금성자산의순증가	-2,620	-1,224	-114	-286	533
기초현금및현금성자산	11,161	8,541	7,317	7,203	6,916
기말현금및현금성자산	8,541	7,317	7,203	6,916	7,450
Gross Cash Flow	-190	121	1,454	1,336	1,608
Op Free Cash Flow	-2,304	-5	1,265	933	1,811

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	23,915	22,742	22,720	25,073	26,926
현금및현금성자산	8,541	7,317	7,203	6,916	7,450
유동금융자산	228	200	133	128	137
매출채권및유동채권	11,079	11,823	11,760	14,031	15,045
재고자산	3,606	2,238	2,226	2,656	2,848
기타유동비금융자산	461	1,165	1,398	1,342	1,446
비유동자산	46,452	43,109	42,911	42,311	41,684
장기매출채권및비유동채권	316	291	265	316	339
투자자산	13,806	12,912	12,939	12,939	12,939
유형자산	31,444	29,015	28,820	28,170	27,519
무형자산	885	890	887	887	887
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	70,367	65,851	65,631	67,385	68,610
유동부채	24,826	24,483	26,019	27,442	28,077
매입채무및기타유동채무	8,647	6,955	6,919	8,254	8,851
단기차입금	4,106	3,546	3,546	3,546	3,546
유동성장기차입금	11,608	13,515	15,085	15,085	15,085
기타유동부채	466	467	469	556	594
비유동부채	26,872	24,213	20,414	20,690	20,960
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	22,934	19,973	15,683	15,683	15,683
기타비유동부채	3,938	4,240	4,732	5,007	5,277
부채총계	51,698	48,696	46,434	48,131	49,037
자본금	2,414	2,414	3,464	3,464	3,464
주식발행초과금	6,444	6,444	6,887	6,887	6,887
이익잉여금	8,141	7,406	7,516	7,572	7,892
기타자본	1,645	870	1,330	1,330	1,330
지배주주지분자본총계	18,644	17,134	19,198	19,254	19,573
비지배주주지분자본총계	24	21	0	0	0
자본총계	18,668	17,155	19,198	19,254	19,573
순차입금	29,879	29,517	26,978	27,270	26,727
총차입금	38,648	37,034	34,314	34,314	34,314

투자지표

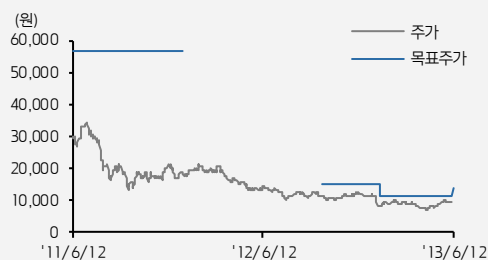
(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	-2,006	-1,094	170	81	461
BPS	38,610	35,484	27,707	27,788	28,249
주당EBITDA	4,181	3,388	2,174	3,689	4,164
CFPS	322	1,190	1,795	1,597	1,977
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-8.5	-10.5	57.8	121.2	21.3
PBR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	19.2	21.7	24.0	13.3	11.6
PCFR	53.1	9.7	5.5	6.1	5.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.1	2.1	1.4	5.0	5.7
영업이익률(핵심)	3.1	2.1	1.4	5.0	5.7
EBITDA margin	7.0	6.4	5.5	8.4	8.9
순이익률	-3.4	-2.1	0.4	0.2	1.0
자기자본이익률(ROE)	-5.2	-3.0	0.6	0.3	1.6
투자자본이익률(ROIC)	2.3	1.4	0.9	3.9	4.8
안정성(%)					
부채비율	276.9	283.9	241.9	250.0	250.5
순차입금비율	160.1	172.1	140.5	141.6	136.5
이자보상배율(배)	0.5	0.3	0.2	0.9	1.0
활동성(배)					
매출채권회전율	2.6	2.2	2.2	2.3	2.2
재고자산회전율	8.0	8.7	11.4	12.4	11.8
매입채무회전율	3.3	3.3	3.7	4.0	3.8

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
한진중공업 (097230)	2011/04/05	BUY(Maintain)	57,000원
	2011/07/07	BUY(Maintain)	57,000원
	2012/10/05	BUY(Reinitiate)	14,800원
	2012/11/20	Outperform(Downgrade)	14,800원
	2013/01/23	Outperform(Maintain)	11,000원
	2013/03/25	Outperform(Maintain)	11,000원
	2013/04/16	BUY(Upgrade)	11,000원
	2013/05/27	BUY(Maintain)	11,000원
	2013/06/12	BUY(Maintain)	14,000원

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		