2014년 5월 8일

한진중공업(097230)

Equity Research

Update

남들과 '많이' 다르다

1Q14 REVIEW: 매출 6,044억원, 영업이익 199억원

한진중공업 1Q14는 매출 6,044억원(-8.7%QoQ, +10.1%YoY), 영업이익 199억원(흑자전환%QoQ, 흑자전환%YoY)로 당사 추정치 (매출 6,138억원, 영업손실 66억원) 및 시장컨센서스 (매출 6,203억원, 영업손실 34억원)을 능가하는 어닝서프라이즈를 기록했다. 타 조선업체들이 실적악화된 모습을 보여준 1Q14 실적과는 달리, 이미 악화된 실적이 점차 개선되는 모습으로 진행되고 있는 점이 특히 인상적이다.

조선부문의 실적개선이 진행되고 있음은 타사대비 두드러짐

이번 실적의 특징은 2012년 수주분 매출반영에 따른 매출감소로 상대적으로 실적개선세가 더딜 것으로 판단했던 조선 부문의 손실폭이 대폭 축소되었다는데 의미가 있다. 조업물량 감소는 최근의 수주증가를 통해 곧 개선될 가능성이 높은데, 이보다도 고정비 규모가 축소되었다는 점은 향후 이익증가 속도를 더욱 빠르게 할 가능성이 높아졌기 때문이다. 특히 4Q13 공사손실충당금 영향으로 대폭 적자를 기록한 이후 빠른 실적개선이 진행되고 있는 점은, 한진중공업이 조선업체 중 가장 빠른 실적 턴어라운드를 보여줄 가능성이 높아졌다.

투자의견 BUY, 목표주가 18,000원 유지

한진중공업 투자의견 BUY 및 목표주가 18,000원을 유지한다. 최근까지의 신규수주 증가는이번 1Q14 어닝 서프라이즈 이후의 수치개선이 빠를 것으로 전망되는 근거다. 현재 영도(1.2억달러), 수빅(5.5억달러)의 신규수주를 기록, 각각 연간목표의 10%, 30%를 달성했다. 이 외에도 옵션물량 확보를 통해 연간수주 목표의 43%를 달성한 한진중공업은 2014년 조선업체 중 가장 강한 수주모멘텀을 보여줄 것으로 전망된다. 또한 최근 급증한 대차잔고 증가와 함께 나타난 주가하락은 이번 실적 호조를 통해 회복될 가능성이 높다 판단된다. 왜냐면, 선가상승과 수주증가가 동시에 진행되고 있기 때문에, 향후 실적개선속도는 더욱 빠를 것으로 전망되기 때문이다. 목표주가 18,000원은 2014년 당사 실적추정치 기준 PBR 0.8배이며, 현재 주가는 PBR 0.5배다.

BUY

| TP(12M): 18,000원 | CP(5월7일): 11,950원

Key Data

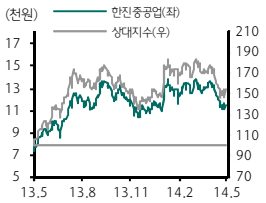
KOSPI 지수 (pt)	1,939.88
52주최고/최저(원)	14,300/7,800
시가총액(십억원)	828.0
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	69,288.5
60일 평균거래량(천주)	463.8
60일 평균거래대금(십억원)	6.1
14년 배당금(예상,원)	0
14년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인 지분율(%)	7.34
주요주주 지분율(%)	
한진중공업홀딩스	34.33
국민연금공단	8.40

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(15.2)	(1.2)	53.2
상대	(12.7)	2.0	53.9

Consensus Data

	2014	2015
매출액(십억원)	2,813.8	3,190.9
영업이익(십억원)	62.5	148.2
순이익(십억원)	(26.7)	57.9
EPS(원)	(139)	755
BPS(원)	22,466	22,881

Stock Price



Financial Data (K-IFRS 연결)

투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	십억원	2,549.3	2,529.3	2,944.2	3,639.0	4,016.6
영업이익	십억원	52.9	(69.6)	122.7	193.0	236.8
세전이익	십억원	(43.0)	(257.1)	(59.9)	31.3	74.1
순이익	십억원	(52.8)	(189.0)	(58.9)	23.7	55.9
EPS	원	(1,007)	(2,928)	(850)	342	807
증감율	%	NA	NA	NA	NA	136.29
PER	배	NA	NA	NA	34.97	14.80
PBR	배	0.35	0.51	0.52	0.52	0.50
EV/EBITDA	배	12.78	NA	23.88	15.84	13.76
ROE	%	(2.95)	(11.27)	(3.66)	1.49	3.43
BPS	원	32,679	23,651	22,801	23,143	23,950
Net DER	%	162.2	179.1	189.5	196.1	191.4

Analyst 이상우
02-3771-7771
tinycare@hanafn.com

RA 조영성
02-3771-7520
ysungjo@hanafn.com

하나대투증권

1. 1Q14 REVIEW

1Q14 REVIEW: 매출 6,044억원, 영업이익 199억원 (OPM 3.3%)

1Q14 실적은 매출 6,044억원, 영업이익 199억원을 기록. 어닝서프라이즈

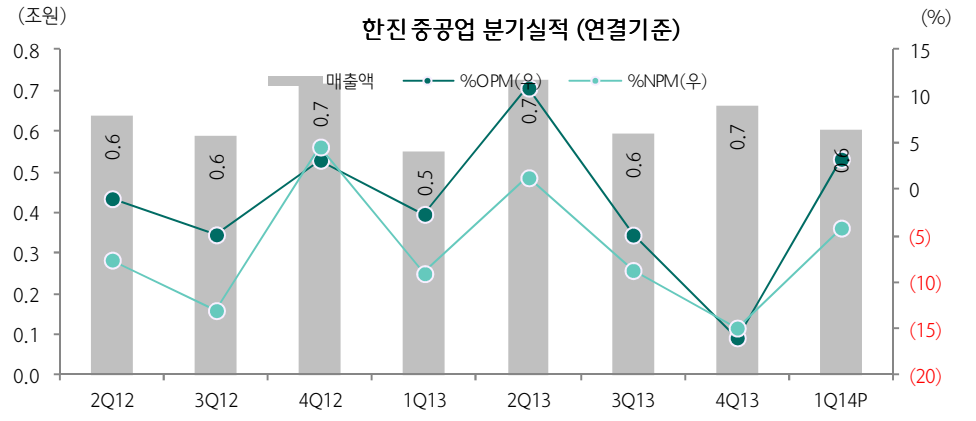
한진중공업 1Q14는 매출 6,044억원(-8.7%QoQ, +10.1%YoY), 영업이익 199억원(흑자전환%QoQ, 흑자전환%YoY)로 당사 추정치 (매출 6,138억원, 영업손실 66억원) 및 시장컨센서스 (매출 6,203억원, 영업손실 34억원)을 능가하는 어닝서프라이즈를 기록했다. 타 조선업체들이 실적악화된 모습을 보여준 1Q14 실적과는 달리, 이미 악화된 실적이 점차 개선되는 모습으로 진행되고 있는 점이 특히 인상적이다.

조선부문의 실적개선이 빠르게 진행되고 있음은 타사대비 두드러진 특징

이번 실적의 특징은 2012년 수주분 매출반영에 따른 매출감소로 상대적으로 실적개선세가 더딜 것으로 판단했던 조선 부문의 손실폭이 대폭 축소되었다는데 의미가 있다. 조업물량 감소는 최근의 수주증가를 통해 곧 개선될 가능성이 높은데, 이보다도 고정비 규모가 축소되었다는 점은 향후 이익증가 속도를 더욱 빠르게 할 가능성이 높아졌기 때문이다. 특히 4Q13 공사손실충당금 영향으로 대폭 적자를 기록한 이후 빠른 실적개선이 진행되고 있는 점은, 한진중공업이 조선업체 중 가장 빠른 실적 턴어라운드를 보여줄 가능성이 높아졌다.

실적저점을 빠르게 회복하고 있는 한진중공업

그림 1. 한진중공업 1Q14 실적: 매출 6,044억원, 영업이익 199억원 (OPM 3.3%)



자료: 한진중공업, 하나대투증권

표 1. 한진중공업 1Q14실적은 어닝서프라이즈를 기록

(십억원)	4Q13	1Q14P	%QoQ	당사추정	괴리율(%)	컨센서스
매출액	662.2	604.4	-8.7	613.8	- 1.5	620.3
영업이익	-105.5	19.9	흑자전환	-6.6	흑자전환	-3.4
세전이익	-141.2	-24.9	-82.4	-36.2	- 31.1	-26.5
순이익	-98.5	-24.9	-74.7	-30.1	- 17.2	-25.6

자료: 한진중공업, 하나대투증권

표 2. 한진중공업 분기실적 추정

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14P	2Q14F	3Q14F	4Q14F
매출액	605.8	637.7	588.5	717.3	549.1	725.2	593.0	662.2	604.4	776.7	727.6	835.5
영업이익	64.8	-6.1	-28.5	22.8	-14.5	79.3	-28.9	-105.5	19.9	28.5	26.5	47.8
세전이익	37.4	-55.6	-89.6	64.8	-57.8	2.2	-60.3	-141.2	-24.9	-17.7	-17.9	0.7
순이익	38.5	-48.3	-76.5	33.0	-49.6	9.4	-51.5	-98.5	-24.9	-17.3	-17.5	0.5
%OPM(우)	10.7	-1.0	-4.8	3.2	-2.6	10.9	-4.9	-15.9	3.3	3.7	3.6	5.7
%NPM(우)	6.4	-7.6	-13.0	4.6	-9.0	1.3	-8.7	-14.9	-4.1	-2.2	-2.4	0.1

자료: 한진중공업, 하나대투증권

2. VALUATION

투자의견 BUY, 목표주가 18,000원 유지

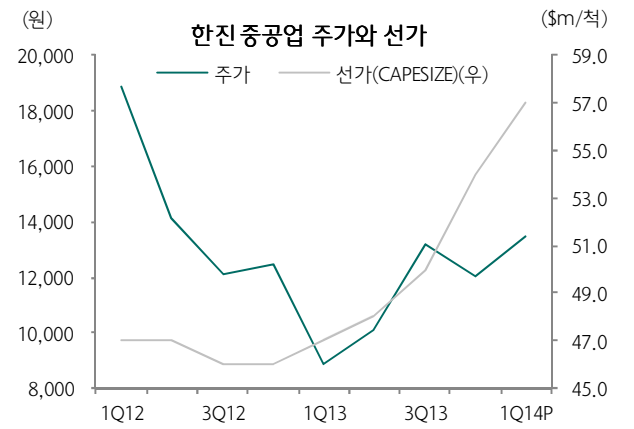
투자의견, 목표주가 유지

한진중공업 투자의견 BUY 및 목표주가 18,000원을 유지한다. 최근까지의 신규수주 증가는 이번 1Q14 어닝 서프라이즈 이후의 수치개선이 빠를 것으로 전망되는 근거다. 현재 영도(1.2억달러), 수빅(5.5억달러)의 신규수주를 기록, 각각 연간목표의 10%, 30%를 달성했다. 이 외에도 옵션물량 확보를 통해 연간수주 목표의 43%를 달성한 한진중공업은 2014년 조선업체 중 가장 강한 수주모멘텀을 보여줄 것으로 전망된다.

대차잔고 증가 등으로 인한 주가하락은 곧 회복될 것으로 전망

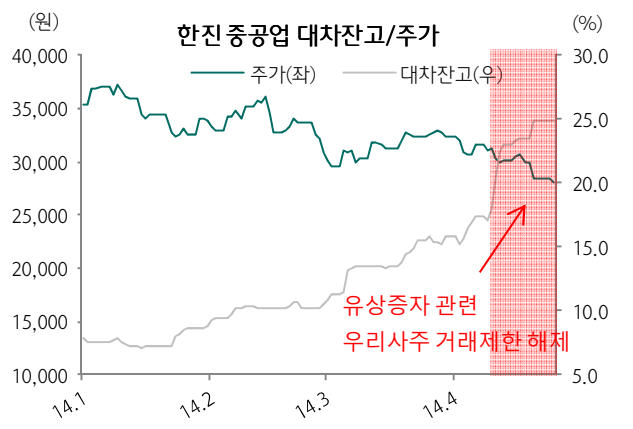
또한 최근 급증한 대차잔고 증가와 함께 나타난 주가하락은 이번 실적 호조를 통해 회복될 가능성이 높다 판단된다. 왜냐면, 선가상승과 수주증가가 동시에 진행되고 있기 때문에, 향후 실적개선속도는 더욱 빠를 것으로 전망되기 때문이다. 목표주가 18,000원은 2014년 당사 실적추정치 기준 PBR 0.8배이며, 현재 주가는 PBR 0.5배다.

그림 2. 선가상승 구간임에도 주가는 다소 더디게 반응중



자료: 하나대투증권

그림 3. 대차잔고 급증은 이번 실적으로 인해 원상복귀될 것



자료: 하나대투증권

표 3. 한진중공업 2014년 실적전망치 상향

(십억원)	기존치	상향치	변동폭(%)	컨센서스
매출액	2,799.8	2,944.2	5.2	2,777.8
영업이익	6.4	122.7	1,816.6	62.5
세전이익	-115.0	-59.9	-47.9	-50.3
순이익	-87.4	-59.3	-32.2	-0.4

자료: 하나대투증권

표 4. 한진중공업 VALUATION

	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F
BPS	32,652	23,630	22,780	23,122	23,930	24,804
EPS	-1,007	-2,928	-850	342	807	875
목표가(저)	19,591	14,178	13,668	13,873	14,358	14,883
목표가(고)	26,122	18,904	**18,224**	18,498	19,144	19,843
PBR(현재주가)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
PER(현재주가)	-10.9	-3.8	-12.9	32.2	13.6	12.6
PBR(목표주가)	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
PER(목표주가)	-17.9	-6.1	-21.2	52.7	22.3	20.6
적용PBR(저)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
적용PBR(고)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	**2,549.3**	**2,529.3**	**2,944.2**	**3,639.0**	**4,016.6**
매출원가	2,358.3	2,464.4	2,671.5	3,269.9	3,589.1
매출총이익	191.1	65.0	272.7	369.0	427.5
판관비	138.1	134.5	150.1	176.0	190.7
영업이익	**52.9**	**(69.6)**	**122.7**	**193.0**	**236.8**
금융손익	(197.3)	(138.9)	(117.3)	(120.5)	(121.6)
종속/관계기업손익	(12.4)	7.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	113.7	(56.0)	(65.2)	(41.2)	(41.2)
세전이익	**(43.0)**	**(257.1)**	**(59.9)**	**31.3**	**74.1**
법인세	10.2	(66.9)	(0.6)	7.5	17.8
계속사업이익	(53.2)	(190.2)	(59.3)	23.8	56.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(53.2)**	**(190.2)**	**(59.3)**	**23.8**	**56.3**
비지배주주순이익	(0.4)	(1.2)	(0.4)	0.1	0.4
지배주주순이익	**(52.8)**	**(189.0)**	**(58.9)**	**23.7**	**55.9**
지배주주표괄이익	(151.0)	(225.5)	(58.9)	23.7	56.0
NOPAT	190.7	(87.4)	56.9	115.4	148.7
EBITDA	264.9	(12.9)	160.1	250.8	291.0
성장성(%)					
매출액증가율	(11.8)	(0.8)	16.4	23.6	10.4
NOPAT증가율	51.9	NA	NA	102.7	28.9
EBITDA증가율	21.3	NA	NA	56.7	16.0
영업이익증가율	(40.8)	NA	NA	57.3	22.7
(지배주주)순익증가율	NA	NA	NA	NA	136.3
EPS증가율	NA	NA	NA	NA	136.3
수익성(%)					
매출총이익률	7.5	2.6	9.3	10.1	10.6
EBITDA이익률	10.4	(0.5)	5.4	6.9	7.2
영업이익률	2.1	(2.8)	4.2	5.3	5.9
계속사업이익률	(2.1)	(7.5)	(2.0)	0.7	1.4

대차대조표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	**2,197.2**	**2,788.8**	**2,808.1**	**3,222.4**	**3,452.6**
금융자산	751.7	681.4	652.9	658.9	664.9
현금성자산	731.7	590.6	596.5	602.4	608.5
매출채권 등	1,024.0	1,369.4	1,429.0	1,766.2	1,949.5
재고자산	223.8	601.8	574.4	620.0	646.6
기타유동자산	197.7	136.3	151.7	177.4	191.5
비유동자산	**4,387.9**	**3,894.6**	**3,963.5**	**3,849.1**	**3,781.3**
투자자산	303.5	293.5	320.3	325.1	330.4
금융자산	226.9	211.6	238.4	243.2	248.5
유형자산	2,901.5	2,808.2	2,736.4	2,673.0	2,610.1
무형자산	89.0	81.3	81.5	81.0	80.1
기타비유동자산	1,093.9	711.5	825.3	769.9	760.7
자산총계	**6,585.1**	**6,683.4**	**6,771.6**	**7,071.5**	**7,233.9**
유동부채	**2,448.3**	**3,284.9**	**3,505.8**	**3,880.0**	**4,084.1**
금융부채	1,742.1	2,496.7	2,654.2	2,916.4	3,058.9
매입채무 등	695.5	682.5	745.6	857.3	918.4
기타유동부채	10.7	105.7	106.0	106.4	106.7
비유동부채	**2,421.3**	**1,759.5**	**1,685.9**	**1,587.9**	**1,490.0**
금융부채	2,018.7	1,330.9	1,230.9	1,130.9	1,030.9
기타비유동부채	402.6	428.6	455.0	457.0	459.1
부채총계	**4,869.6**	**5,044.4**	**5,191.8**	**5,467.9**	**5,574.1**
지배주주지분	**1,713.4**	**1,637.3**	**1,578.4**	**1,602.1**	**1,658.0**
자본금	241.4	346.4	346.4	346.4	346.4
자본잉여금	644.4	688.7	688.7	688.7	688.7
자본조정	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
기타포괄이익누계	88.4	49.3	49.3	49.3	49.3
이익잉여금	740.6	554.3	495.4	519.1	575.0
비지배주주지분	**2.1**	**1.7**	**1.4**	**1.5**	**1.8**
자본총계	**1,715.5**	**1,639.0**	**1,579.8**	**1,603.6**	**1,659.8**
순금융부채	2,782.2	2,934.6	2,993.8	3,145.2	3,176.4

투자지표

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	(1,007)	(2,928)	(850)	342	807
BPS	32,679	23,651	22,801	23,143	23,950
CFPS	(6,256)	(6,570)	317	(2,510)	(65)
EBITDAPS	5,048	(200)	2,310	3,619	4,200
SPS	48,581	39,181	42,492	52,519	57,970
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	NA	NA	NA	35.0	14.8
PBR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
PCFR	NA	NA	37.7	NA	NA
EV/EBITDA	12.8	NA	23.9	15.8	13.8
PSR	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	(3.0)	(11.3)	(3.7)	1.5	3.4
ROA	(0.8)	(2.9)	(0.9)	0.3	0.8
ROIC	4.2	(1.9)	1.2	2.5	3.1
부채비율	283.9	307.8	328.6	341.0	335.8
순부채비율	162.2	179.1	189.5	196.1	191.4
이자보상배율(배)	0.3	0.0	0.6	1.0	1.2

자료: 하나대투증권

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	**(84.4)**	**(321.3)**	**138.1**	**(82.4)**	**87.9**
당기순이익	(52.8)	(189.0)	(58.9)	23.7	55.9
조정	244.9	264.1	305.0	325.9	341.8
감가상각비	110.7	105.3	102.6	99.0	95.4
외환거래손익	6.0	(24.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	14.6	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	113.6	183.6	202.4	226.9	246.5
자산/부채의 변동	(96.5)	(242.9)	9.1	(304.2)	(170.9)
투자활동현금흐름	**39.7**	**(52.8)**	**(107.1)**	**(73.8)**	**(124.4)**
투자자산감소(증가)	(2.4)	(25.3)	7.6	(4.9)	(5.3)
유형자산감소(증가)	(33.8)	(45.2)	(30.8)	(35.5)	(32.5)
기타투자활동	75.9	17.6	(84.0)	(33.5)	(86.6)
재무활동현금흐름	**(67.6)**	**237.9**	**(25.1)**	**162.2**	**42.5**
금융부채증가(감소)	(73.6)	89.0	57.5	162.2	42.5
자본증가(감소)	0.0	149.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	6.1	(0.3)	(82.6)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**(122.4)**	**(141.1)**	**5.9**	**6.0**	**6.0**
Unlevered CFO	(328.3)	(424.1)	21.9	(173.9)	(4.5)
Free Cash Flow	337.8	(163.3)	56.9	(59.8)	61.2

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	9.5	8.4	9.1	26.5	12.1
Emerging Market	10.7	9.7	10.4	12.1	10.3
World	14.5	13.0	14.0	8.7	11.4

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	19.2	12.1	16.1	74.1	59.0
Emerging Market	16.9	12.3	15.0	39.5	37.6
World	16.7	14.5	15.9	11.0	15.0

* MSCI Machinery Industry

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

한진중공업

날짜	투자의견	수정목표주가
14.5.8	BUY	18,000 원
14.4.30	BUY	18,000 원
14.4.9	BUY	18,000 원
14.4.8 업종 애널리스트 변경		

투자의견 분류 및 적용

투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이상우)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2014년 5월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이상우)는 2014년 5월 8일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.