

## 한화오션 042660

## 예상보다 빨라진 이익 턴어라운드 - 비중확대 근거

## 예상보다 빨라진 이익 턴어라운드 - 조선업중 비중확대 근거

지난 4분기 영업이익은 488억원 적자를 기록하며 컨센서스를 하회했다. 주된 원인은 사업 부문별 생산 안정화 비용을 상선 1,400억원, 해양 800억원 반영했었기 때문이다. 이는 납기를 독려하기 위한 외주업체에 대한 비용 증가였다. 그러나 1Q24에는 이러한 비용 증가가 제한적일 전망이다. 이미 4분기에 건조 물량 증가(매출액 2.2조원), 인력 및 자재 조달 문제가 해결되었고, 이러한 추세가 1분기에도 이어지기 때문에 이익 턴어라운드가 예상보다 빠를 것으로 추정된다. 결론적으로 매출액은 컨센서스 수준, 영업이익은 컨센서스 179억원을 상회하는 410억원(OPM 2% 수준)을 예상한다. 이는 비단 동사에 국한된 이슈가 아니다. 조선업 전반적으로 병목현상이 마무리되고, 외주비용 증가가 제한적이며, 물량 증대, 고부가 선종 건조 증가로 인한 볼륨효과/이익 턴어라운드이기 때문에 조선업중 비중 확대의 근거가 될 전망이다.

## 인콰이어리 증가로 수주 증가 추세 진입 기대

선가가 오르기를 기다렸던 동사의 전략이 맞았다. 올해 VLCC, VLAC, LNG선 등 인콰이어리가 증가 추세로 진입했다. VLCC의 경우 유가 상승 및 물동량 증가로 선주들은 단납기를 원하고 있는데, 동사가 거의 유일하게 단납기 슬롯을 보유하고 있다. 이로 인해 중동발 VLCC 대형 프로젝트 수주가 예상되고, 이 외에도 추가적인 VLCC, VLGC, LNG선 등 단기에 수주할 모멘텀이 확보되고 있다. 4~5월 CII 규제가 진행되고, 발주가 증가하면 중국 조선소 잔고 증가로 인한 선가 상승이 가팔라지고, 국내 조선소향 발주가 증가할 것으로 예상된다.

## 플랜트/풍력 인수: EPC인력 확보로 육해상플랜트 사이클 활용 경쟁력 강화

플랜트/풍력 인수의 포인트는 EPC 인력 확보다. 육해상플랜트 기본설계 능력과 관리 역량 향상을 꾀할 수 있게 된 것이다. 유가 상승으로 향후 해상풍력에 대한 수요 증가, 전통 자원 개발 증가도 수혜다. 또한 플랜트/풍력의 인력들은 단기간 교육으로 선박 및 육/해상플랜트로 스위칭이 가능하다. 즉 캐파 증대 효과를 가져오기 때문에 긍정적이다. 단기 투심 악화는 매수 기회로 활용하자.

## Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,487	4,860	7,408	9,153	9,938
영업이익	-1,755	-1,614	-196	326	658
영업이익률(%)	-39.1	-33.2	-2.7	3.6	6.6
세전이익	-1,727	-1,794	-116	417	762
지배주주지분순이익	-1,700	-1,745	160	376	610
EPS(원)	-13,403	-13,757	522	1,227	1,990
증감률(%)	적전	적지	흑전	135.1	62.2
ROE(%)	-55.9	-117.8	6.3	8.4	12.2
PER(배)	-1.5	-1.2	48.1	21.1	13.0
PBR(배)	1.0	2.4	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	-2.1	-2.7	-160.7	19.1	10.8

자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

양형모 중공업·미드·스몰캡

02-709-2660

yhm@ds-sec.co.kr

2024.04.05

## 매수(유지)

목표주가(유지)	35,000원
현재주가(04/04)	25,850원
상승여력	35.4%

## Stock Data

KOSPI	2,742.0pt
시가총액(보통주)	7,919십억원
발행주식수	306,359천주
액면가	5,000원
자본금	1,537십억원
60일 평균거래량	1,224천주
60일 평균거래대금	31,319백만원
외국인 지분율	16.7%
52주 최고가	49,900원
52주 최저가	21,050원
주요주주	
한화에어로스페이스(외 7인)	67.5%
국민연금공단(외 1인)	5.0%

## 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	12.9	10.3
3M	3.0	-3.0
6M	-12.5	-26.5

## 주가차트

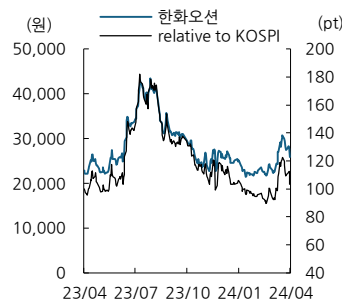


표1 실적 추정치 유지

	수정 전		수정 후		변동률	
	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F
매출액	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출원가	8,941	9,708	9,153	9,938	2.4%	2.4%
매출원가율	8,216	8,590	8,379	8,767	2.0%	2.1%
매출총이익	91.9%	88.5%	91.5%	88.2%	-0.4	-0.3
매출총이익률	725	1,119	774	1,171	6.8%	4.7%
판관비	8.1%	11.5%	8.5%	11.8%	0.4	0.3
판관비율	474	527	448	513	-5.4%	-2.7%
영업이익	5.3%	5.4%	4.9%	5.2%	-0.4	-0.3
영업이익률	251	592	326	658	30.0%	11.3%

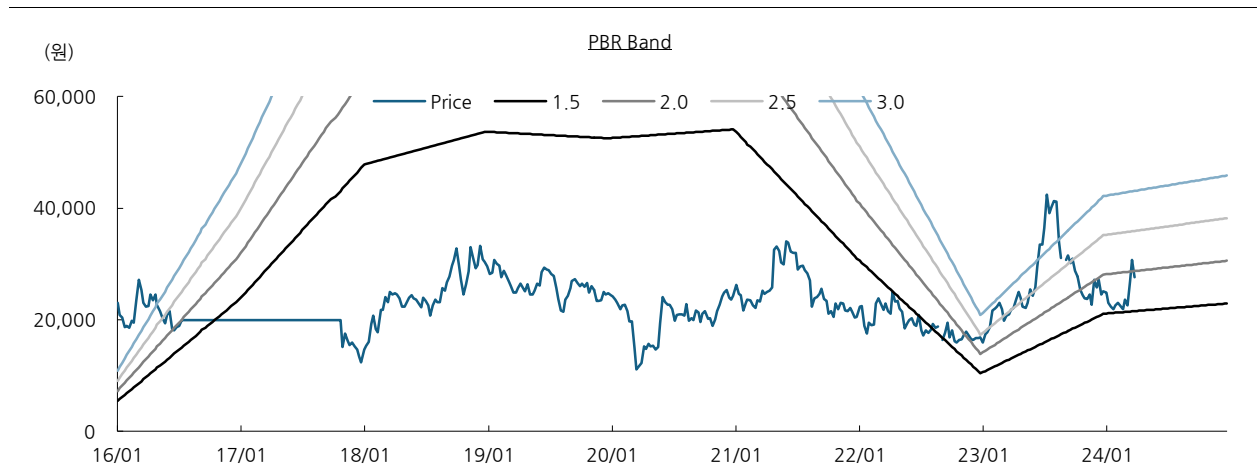
자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터

표1 실적 및 목표주가 산정 - 목표주가 유지

(원, 십억원, %, 배)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,860	7,408	9,153	9,938
매출원가	6,207	7,310	8,379	8,767
매출원가율	127.7%	98.7%	91.5%	88.2%
매출총이익	-1,347	99	774	1,171
매출총이익률	-27.7%	1.3%	8.5%	11.8%
판관비	267	295	448	513
판관비율	5.5%	4.0%	4.9%	5.2%
영업이익	-1,614	-196	326	658
영업이익률	-33.2%	-2.7%	3.6%	6.6%
BPS	-13,757	522	1,227	1,990
ROE	-117.8	6.3	8.4	12.2
PBR	-1.2	48.1	21.1	
Target PER				18
목표주가				35,000
현재주가				25,850
상승여력				35.4%

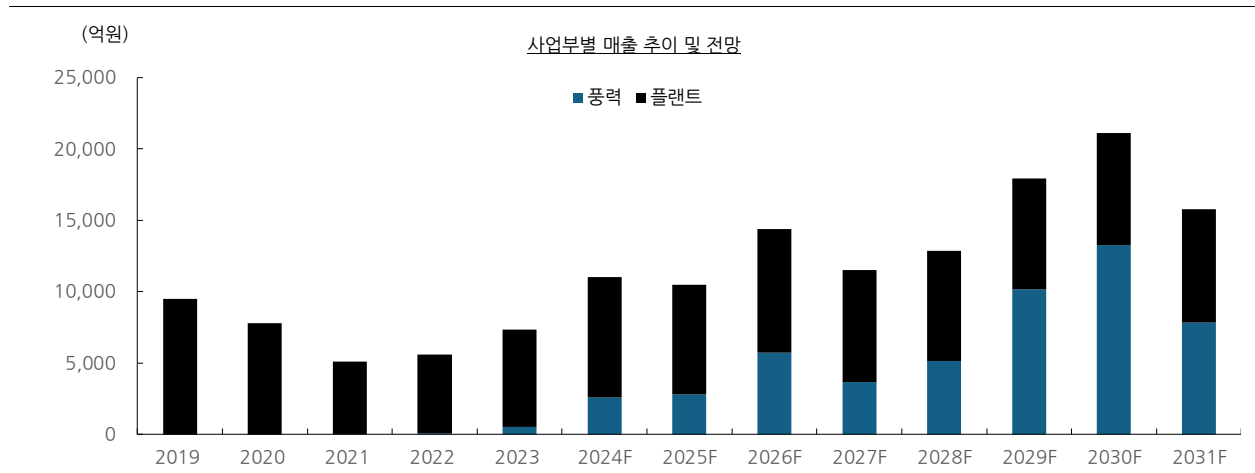
자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 PBR 밴드 차트



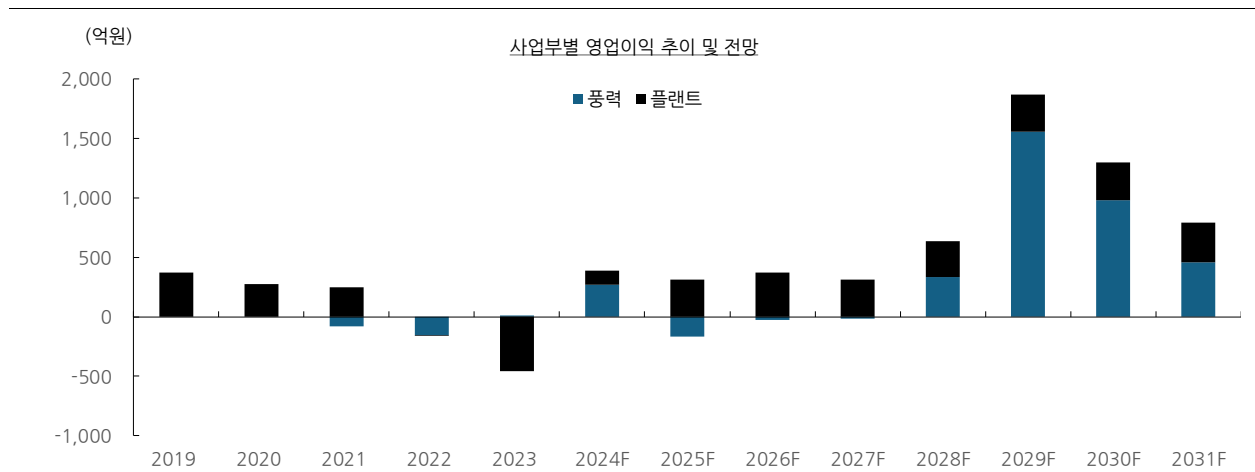
자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터

그림2 풍력, 플랜트 사업부별 매출 추이 및 전망



자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터

그림3 풍력, 플랜트 사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터

## [ 한화오션 042660 ]

재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	6,481	7,822	9,218	9,898	10,667	매출액	4,487	4,860	7,408	9,153	9,938
현금 및 현금성자산	1,779	660	1,799	980	1,171	매출원가	6,034	6,207	7,310	8,379	8,767
매출채권 및 기타채권	345	405	332	1,216	1,319	매출총이익	-1,547	-1,347	99	774	1,171
재고자산	1,139	2,202	2,891	3,647	3,957	판매비 및 관리비	208	267	295	448	513
기타	3,218	4,556	4,195	4,055	4,220	영업이익	-1,755	-1,614	-196	326	658
비유동자산	4,142	4,413	4,727	4,843	4,976	(EBITDA)	-1,631	-1,483	-50	476	812
관계기업투자등	82	44	43	45	47	금융손익	-75	-108	-25	-84	-76
유형자산	3,469	3,787	4,062	4,139	4,233	이자비용	115	122	159	143	138
무형자산	1	2	4	17	28	관계기업등 투자손익	-1	0	-90	1	1
자산총계	10,623	12,236	13,945	14,742	15,643	기타영업외손익	103	-73	195	174	179
유동부채	7,464	10,672	7,459	7,886	8,205	세전계속사업이익	-1,727	-1,794	-116	417	762
매입채무 및 기타채무	1,072	1,487	1,498	2,026	2,198	계속사업법인세비용	-28	-50	-276	41	152
단기금융부채	2,538	2,932	778	733	671	계속사업이익	-1,700	-1,745	160	376	610
기타유동부채	3,855	6,254	5,184	5,127	5,335	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	941	818	2,173	2,167	2,140	당기순이익	-1,700	-1,745	160	376	610
장기금융부채	504	343	1,805	1,784	1,742	지배주주	-1,700	-1,745	160	376	610
기타비유동부채	438	476	369	383	399	총포괄이익	-1,675	-1,518	160	376	610
부채총계	8,406	11,491	9,633	10,053	10,345	매출총이익률 (%)	-34.5	-27.7	1.3	8.5	11.8
지배주주지분	2,218	745	4,308	4,684	5,293	영업이익률 (%)	-39.1	-33.2	-2.7	3.6	6.6
자본금	541	541	1,537	1,537	1,537	EBITDA마진률 (%)	-36.3	-30.5	-0.7	5.2	8.2
자본잉여금	18	10	2,740	2,740	2,740	당기순이익률 (%)	-37.9	-35.9	2.2	4.1	6.1
이익잉여금	-1,001	-2,701	-2,868	-2,492	-1,883	ROA (%)	-16.2	-15.3	1.2	2.6	4.0
비지배주주지분(연결)	0	0	5	5	5	ROE (%)	-55.9	-117.8	6.3	8.4	12.2
자본총계	2,218	745	4,312	4,688	5,298	ROIC (%)	-31.0	-41.2	-3.9	5.6	8.8

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	486	-1,065	-1,939	-473	596	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-1,700	-1,745	0	376	610	P/E	-1.5	-1.2	48.1	21.1	13.0
비현금수익비용가감	1,453	711	-546	164	168	P/B	1.0	2.4	1.8	1.7	1.5
유형자산감가상각비	124	130	146	149	152	P/S	0.6	0.4	1.0	0.9	0.8
무형자산상각비	0	0	0	1	2	EV/EBITDA	-2.1	-2.7	-160.7	19.1	10.8
기타현금수익비용	1,329	580	-695	12	13	P/CF	n/a	n/a	n/a	14.7	10.2
영업활동 자산부채변동	760	39	-1,195	-1,013	-183	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	343	-187	25	-883	-103	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-290	-672	-803	-756	-310	매출액	-36.2	8.3	52.4	23.5	8.6
매입채무 증가(감소)	1	152	260	529	172	영업이익	적전	적지	적지	흑전	102.1
기타자산 부채변동	706	746	-677	98	59	세전이익	적전	적지	적지	흑전	82.7
투자활동 현금	101	88	197	-280	-301	당기순이익	적전	적지	흑전	135.0	62.2
유형자산처분(취득)	-95	-119	-130	-226	-245	EPS	적전	적지	흑전	135.1	62.2
무형자산 감소(증가)	0	-2	-3	-13	-13	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	103	45	342	-15	-16	부채비율	379.0	1,542.4	223.4	214.4	195.3
기타투자활동	93	165	-12	-25	-26	유동비율	86.8	73.3	123.6	125.5	130.0
재무활동 현금	-157	-130	2,885	-66	-104	순차입금/자기자본(x)	41.3	257.7	9.9	24.9	16.2
차입금의 증가(감소)	-95	-68	-581	-66	-104	영업이익/금융비용(x)	-15.2	-13.2	-1.2	2.3	4.8
자본의 증가(감소)	0	0	3,497	0	0	총차입금 (십억원)	3,041	3,274	2,583	2,517	2,413
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	916	1,920	427	1,166	856
기타재무활동	-62	-62	-31	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	435	-1,119	1,140	-819	191	EPS	-13,403	-13,757	522	1,227	1,990
기초현금	1,344	1,779	660	1,799	980	BPS	20,669	6,943	14,061	15,288	17,278
기말현금	1,779	660	1,799	980	1,171	SPS	35,375	38,321	24,182	29,876	32,440
NOPLAT	-1,272	-1,170	-142	294	527	CFPS	-1,946	-8,154	-1,781	1,763	2,540
FCF	615	-907	-1,544	-753	295	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## 한화오션 (042660) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-09-06	담당자변경				
2023-09-06	매수	50,000	-34.2	-28.8	
2023-10-26	매수	40,000	-38.0	-31.0	
2024-01-24	매수	35,000	-29.8	-12.3	
2024-04-05	매수	35,000			



## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

## 투자의견 비율

기준일 2024.03.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.