

## 한화오션 042660

## 예견된 실적 턴어라운드와 리레이팅

## 예견된 실적 턴어라운드

우리는 지난 4월 5일 자료를 통해 비용 증가가 제한적일 전망이고, 4분기부터의 건조 물량 증가로 볼륨 효과와 인력 및 자재 조달 문제가 해소될 것으로 기대했다. 이로 인해 동사뿐만 아니라 조선업 전반적으로 1Q24 실적 턴어라운드가 예상되며 컨센서스를 상회하는 호실적을 발표할 것으로 추정한 바 있다. 동사의 1분기 실적은 우리의 기대치에 부합했고, 시장 기대치를 상회했다. 매출액 2.2조 원, 영업이익은 530억원을 시현하면서 컨센서스 영업이익을 260% 상회했다.

## 리레이팅 기대

상선 부문 영업이익을 시계열로 보면 1Q23 -1,010억원, 2Q23 -1,618억원, 3Q23 -152억원, 4Q23 -2,048억원, 1Q24 182억원이다. 매출액은 1Q23 14,398억원, 2Q23 18,207억원, 3Q23 19,169억원, 4Q23 22,309억원, 1Q24 22,836억원이다. 매출 증대 효과는 지속될 전망이고, 올해 9조원, 내년 10조원 돌파가 예상된다. 영업이익률도 내년에는 미드 싱글을 상회할 전망이며 이로 인해 ROE는 올해 8.6%에서 내년 12%를 넘어서겠다. 사이클 초입을 지나 이제 실적 턴어라운드로 넘어가는 시기로 진입했다. 곧 수주도 증가할 것으로 기대하기 때문에 주가는 리레이팅 되겠다. 사이클 산업의 특성 상 리레이팅이 시작되면 밸류에이션의 천장(ceiling)을 가늠하기 어려워진다.

## 목표주가 상향

중국 및 유럽 매크로 지표가 개선 추세다. 잔고 증가 → 선가 상승 → 선주와 선가 줄다리기 → 매크로 환경 개선(현재) → 발주 증가 → 선가 상승 → 이익 증가로 이어지는 조선업 선순환 사이클이 기대된다. 독일을 중심으로 유럽은 LNG 사용량이 증가할 전망이며, 이로 인해 LNG선 발주는 견조하겠다. 동사 실적 설명회에 따르면 후속 카타르 포함 대형 LNG프로젝트, VLCC/VLGC 등 상선 인콰이어리가 증가 추세다. 또한 유가 상승으로 해양 프로젝트 수주도 예상된다. 과거 사이클과 달리 방산 및 해상 풍력까지 더해질 것으로 예상된다. 동사에 대한 투자의견 유지, 목표주가는 42,000원으로 상향 조정한다.

## Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,487	4,860	7,408	9,375	10,178
영업이익	-1,755	-1,614	-196	337	672
영업이익률(%)	-39.1	-33.2	-2.7	3.6	6.6
세전이익	-1,727	-1,794	-116	429	776
지배주주지분순이익	-1,700	-1,745	160	387	621
EPS(원)	-13,403	-13,757	522	1,264	2,027
증감률(%)	적전	적지	흑전	142.2	60.3
ROE(%)	-55.9	-117.8	6.3	8.6	12.4
PER(배)	-1.5	-1.2	48.1	27.3	17.0
PBR(배)	1.0	2.4	1.8	2.2	2.0
EV/EBITDA(배)	-2.1	-2.7	-160.7	22.1	12.4

자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

양형모 조선·기계·정유화학

02-709-2660

yhm@ds-sec.co.kr

2024.04.25

## 매수(유지)

목표주가(상향)	42,000원
현재주가(04/24)	34,450원
상승여력	21.9%

## Stock Data

KOSPI	2,675.8pt
시가총액(보통주)	10,554십억원
발행주식수	306,359천주
액면가	5,000원
자본금	1,537십억원
60일 평균거래량	1,717천주
60일 평균거래대금	48,122백만원
외국인 지분율	16.6%
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	12.2	14.9
3M	57.3	49.0
6M	39.5	27.2

## 주가차트

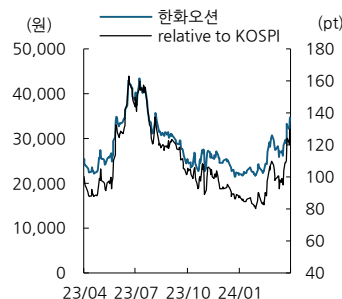


표1 1분기 잠정실적은 컨센서스 상회

(십억원)	1Q24	추정치	컨센서스	추정치 대비	컨센서스 대비
매출액	2,284	2,062	2,215	10.8%	3.1%
영업이익	53	41	15	28.3%	262.3%
영업이익률	2.3%	2.0%	0.7%	0.3%	1.7%

자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 실적 추정치 소폭 상향 조정

	수정 전		수정 후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	9,153	9,938	9,375	10,178	2.4%	2.4%
매출원가	8,379	8,767	8,578	8,981	2.4%	2.4%
매출원가율	91.5%	88.2%	91.5%	88.2%	0.0	0.0
매출총이익	774	1,171	797	1,197	2.9%	2.2%
매출총이익률	8.5%	11.8%	8.5%	11.8%	0.0	0.0
판관비	448	513	459	525	2.4%	2.3%
판관비율	4.9%	5.2%	4.9%	5.2%	0.0	0.0
영업이익	326	658	337	672	3.6%	2.2%
영업이익률	3.6%	6.6%	3.6%	6.6%	0.0	0.0

자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 실적 및 목표주가 산정 - 목표주가 상향

(원, 십억원, %, 배)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,860	7,408	9,375	10,178
매출원가	6,207	7,310	8,578	8,981
매출원가율	127.7%	98.7%	91.5%	88.2%
매출총이익	-1,347	99	797	1,197
매출총이익률	-27.7%	1.3%	8.5%	11.8%
판관비	267	295	459	525
판관비율	5.5%	4.0%	4.9%	5.2%
영업이익	-1,614	-196	337	672
영업이익률	-33.2%	-2.7%	3.6%	6.6%
BPS	-13,757	522	1,264	2,027
ROE	-117.8	6.3	8.6	12.4
PBR	-1.2	48.1	27.5	
Target PER				20
목표주가				42,000
현재주가				34,450
상승여력				21.9%

자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터 추정

## [ 한화오션 042660 ]

재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	6,481	7,822	9,218	9,499	10,239	매출액	4,487	4,860	7,408	9,375	10,178
현금 및 현금성자산	1,779	660	1,799	1,932	2,355	매출원가	6,034	6,207	7,310	8,578	8,981
매출채권 및 기타채권	345	405	332	540	586	매출총이익	-1,547	-1,347	99	797	1,197
재고자산	1,139	2,202	2,891	2,972	3,078	판매비 및 관리비	208	267	295	459	525
기타	3,218	4,556	4,195	4,055	4,220	영업이익	-1,755	-1,614	-196	337	672
비유동자산	4,142	4,413	4,727	4,849	4,987	(EBITDA)	-1,631	-1,483	-50	488	827
관계기업투자등	82	44	43	45	47	금융손익	-75	-108	-25	-84	-76
유형자산	3,469	3,787	4,062	4,145	4,243	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	14,348	15,226	기타영업외손익	103	-73	195	174	179
유동부채	7,464	10,672	7,459	7,481	7,765	세전계속사업이익	-1,727	-1,794	-116	429	776
매입채무 및 기타채무	1,072	1,487	1,498	1,621	1,759	계속사업법인세비용	-28	-50	-276	42	155
단기금융부채	2,538	2,932	778	733	671	계속사업이익	-1,700	-1,745	160	387	621
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	387	621
장기금융부채	504	343	1,805	1,784	1,742	지배주주	-1,700	-1,745	160	387	621
기타비유동부채	438	476	369	383	399	총포괄이익	-1,675	-1,518	160	387	621
부채총계	8,406	11,491	9,633	9,648	9,905	매출총이익률 (%)	-34.5	-27.7	1.3	8.5	11.8
지배주주지분	2,218	745	4,308	4,695	5,316	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	8.1
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	-2,481	-1,860	ROA (%)	-16.2	-15.3	1.2	2.7	4.2
비지배주주지분(연결)	0	0	5	5	5	ROE (%)	-55.9	-117.8	6.3	8.6	12.4
자본총계	2,218	745	4,312	4,700	5,321	ROIC (%)	-31.0	-41.2	-3.9	6.4	11.0

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	486	-1,065	-1,939	484	834	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-1,700	-1,745	0	387	621	P/E	-1.5	-1.2	48.1	27.3	17.0
비현금수익비용가감	1,453	711	-546	164	169	P/B	1.0	2.4	1.8	2.2	2.0
유형자산감가상각비	124	130	146	149	152	P/S	0.6	0.4	1.0	1.1	1.0
무형자산상각비	0	0	0	1	2	EV/EBITDA	-2.1	-2.7	-160.7	22.1	12.4
기타현금수익비용	1,329	580	-695	12	13	P/CF	n/a	n/a	n/a	19.1	13.4
영업활동 자산부채변동	760	39	-1,195	-68	44	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	343	-187	25	-208	-46	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-290	-672	-803	-81	-106	매출액	-36.2	8.3	52.4	26.5	8.6
매입채무 증가(감소)	1	152	260	123	138	영업이익	적전	적지	적지	흑전	99.3
기타자산 부채변동	706	746	-677	98	59	세전이익	적전	적지	적지	흑전	81.0
투자활동 현금	101	88	197	-285	-307	당기순이익	적전	적지	흑전	142.0	60.3
유형자산처분(취득)	-95	-119	-130	-231	-251	EPS	적전	적지	흑전	142.2	60.3
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	205.3	186.2
기타투자활동	93	165	-12	-25	-26	유동비율	86.8	73.3	123.6	127.0	131.9
재무활동 현금	-157	-130	2,885	-66	-104	순차입금/자기자본(x)	41.3	257.7	9.9	4.6	-6.2
차입금의 증가(감소)	-95	-68	-581	-66	-104	영업이익/금융비용(x)	-15.2	-13.2	-1.2	2.4	4.9
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	214	-329
기타재무활동	-62	-62	-31	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	435	-1,119	1,140	132	424	EPS	-13,403	-13,757	522	1,264	2,027
기초현금	1,344	1,779	660	1,799	1,932	BPS	20,669	6,943	14,061	15,325	17,352
기말현금	1,779	660	1,799	1,932	2,355	SPS	35,375	38,321	24,182	30,600	33,224
NOPLAT	-1,272	-1,170	-142	305	538	CFPS	-1,946	-8,154	-1,781	1,800	2,579
FCF	615	-907	-1,544	198	528	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)	과리율(%)		(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	-26.9	-0.7	
2024-04-05	매수	35,000	-15.1	-0.7	
2024-04-25	매수	42,000			

## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
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 당사에 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.