

Company Analysis

# 한화오션 042660

Jan 15, 2024

## 4분기 경상 영업이익 흑자 기조 지속

Buy 유지

TP 27,000 원 하향

### Company Data

현재가(01/12)	23,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	43,444 원
52 주 최저가(보통주)	17,102 원
KOSPI (01/12)	2,525.05p
KOSDAQ (01/12)	868.08p
자본금	5,415 억원
시가총액	70,463 억원
발행주식수(보통주)	30,636 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	121.1 만주
평균거래대금(60 일)	306 억원
외국인지분(보통주)	9.42%
주요주주	
한화에어로스페이스 외 4 인	46.29%
한국산업은행	19.50%

### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.6	6.7	-14.7
상대주가	-1.3	4.5	-12.7



조선/기계 안유동

3771-9130, 20220081@iprovest.com

### 4Q23 Preview: 경상 영업이익 흑자 기조 지속

2023년 4분기 한화오션의 매출액은 2조 1,052억원(YoY +45.3%), 영업이익 387억원(OPM +1.8%)를 기록할 것으로 추정함. LNG선 등 고마진 선종 매출인식 확대 지속에 따라 3분기에 이어서 경상 영업이익 흑자 기조 유지해나갈 전망.

2024년 실적은 매출액 9.0조원, 영업이익 2,573억원(OPM +2.9%)를 전망하며 기존 추정치 매출액 10.1조원, 영업이익 6,390억원(OPM +6.3%) 대비 하향 조정함, 실적 우상향에 대해서는 의심할 여지가 없지만 2020~2021년에 수주한 상대적 저가 수주 물량이 2024년 상반기까지 영향을 미칠 것으로 판단되며 이에 따른 2024년 상반기 수익성 개선은 2023년 3분기~4분기 대비 유의미하기 어려울 것으로 판단됨. 다만 하반기부터는 이러한 영향에서 상대적으로 자유로워지며 유의미한 수익성 개선이 가능할 전망

### 특수선 사업부 기대

2024년 이후 KDDX, KSS III-Batch 2 등 다수 국내 사업 기회 존재하며 캐나다, 폴란드, 필리핀, 폴란드 등 3,000톤급 잠수함 도입을 검토하는 국가가 증대됨에 따라 해외 수주 모델도 기대됨. 이미 인도네시아 잠수함 등 다수 수출한 경험을 바탕으로 한화 그룹과의 시너지로 한 특수선 분야 성장 흐름 주목

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 27,000원으로 하향 조정

한화오션에 대한 투자의견 Buy 유지, 목표주가 기존 35,000원에서 27,000원으로 하향조정. 목표주가 하향은 24~25년 실적 추정치 하향 조정에서 기인함

### Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12F	2024.12F	2025.12F
매출액(십억원)	4,487	4,860	7,283	8,996	9,945
YoY(%)	-36.2	8.3	49.8	23.5	10.6
영업이익(십억원)	-1,755	-1,614	-109	257	514
OP 마진(%)	-39.1	-33.2	-1.5	2.9	5.2
순이익(십억원)	-1,700	-1,745	-125	319	675
EPS(원)	-15,843	-16,262	-591	1,040	2,203
YoY(%)	적전	적지	적지	흑전	111.9
PER(배)	-1.5	-1.2	-42.5	22.1	10.4
PCR(배)	-11.8	-2.2	16.0	9.3	6.6
PBR(배)	1.1	2.7	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	-2.0	-2.5	724.6	20.8	11.1
ROE(%)	-55.9	-117.8	-4.9	7.0	13.1

## 조선

높아진 실적 눈높이는 부담, 낮아진 수주 눈높이는 기회

[도표 44] 한화오션 실적 추이 및 전망

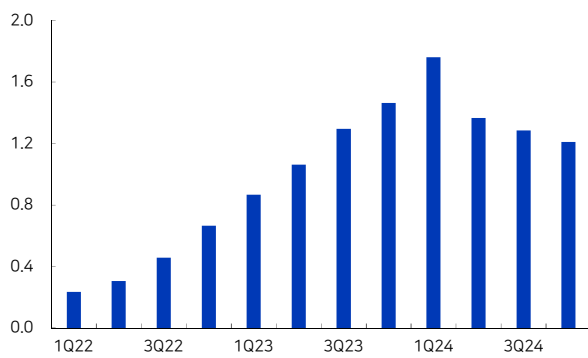
(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,245.5	1,184.1	981.5	1,449.2	1,439.8	1,820.7	1,916.8	<b>2,105.2</b>	4,860.2	7,282.6	<b>8,995.6</b>
YoY	13.0%	10.7%	2.3%	6.9%	15.6%	53.8%	95.3%	<b>45.3%</b>	8.3%	49.8%	<b>23.5%</b>
영업이익	-470.1	-99.5	-627.8	-416.1	-62.8	-159.0	74.1	<b>38.7</b>	-1,650.2	-108.9	<b>257.3</b>
OPM	-37.7%	-8.4%	-64.0%	-28.7%	-4.4%	-8.7%	3.9%	<b>1.8%</b>	-34.0%	-1.5%	<b>2.9%</b>

자료: 한화오션, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 한화오션 LNG 선 매출인식 추정

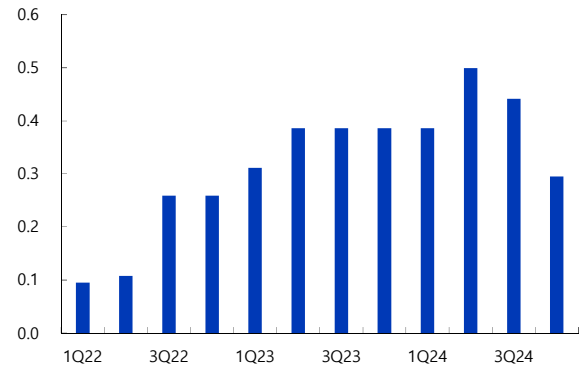
(조원)



주: 현재 수주잔고 기준, 추가 수주 감인X, 공정률에 따른 매출인식은 자체 가정  
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 한화오션 컨테이너선 매출인식 추정

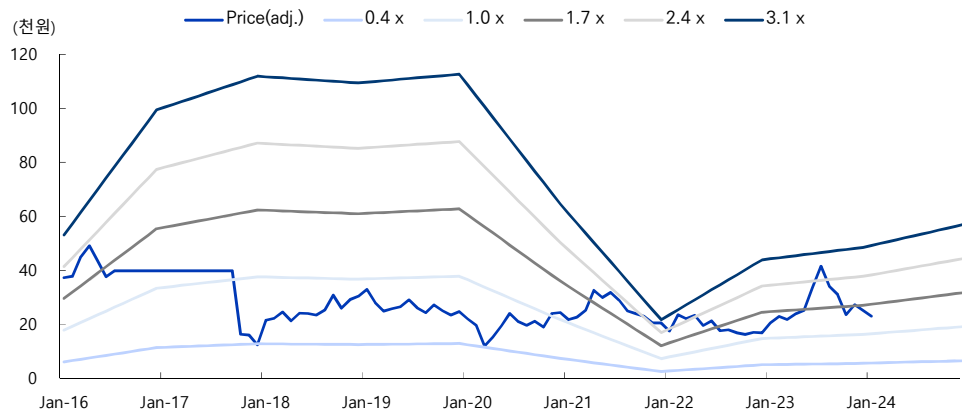
(조원)



주: 현재 수주잔고 기준, 추가 수주 감인X, 공정률에 따른 매출인식은 자체 가정  
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 한화오션 12M Fwd PBR 밴드 추이

(천원)



자료: 교보증권 리서치센터

## 조선

높아진 실적 눈높이는 부담, 낮아진 수주 눈높이는 기회

### [한화오션 042660]

#### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	4,487	4,860	7,283	8,996	9,945
매출원가	6,034	6,207	7,059	8,362	9,044
매출총이익	-1,547	-1,347	224	633	901
매출총이익률 (%)	-34.5	-27.7	3.1	7.0	9.1
판매비와관리비	208	267	333	376	387
영업이익	-1,755	-1,614	-109	257	514
영업이익률 (%)	-39.1	-33.2	-1.5	2.9	5.2
EBITDA	-1,631	-1,483	12	370	618
EBITDA Margin (%)	-36.3	-30.5	0.2	4.1	6.2
영업외손익	27	-181	-19	70	180
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	277	540	494	505	542
금융비용	-761	-1,137	-943	-882	-827
기타	512	416	430	447	465
법인세비용차감전순이익	-1,727	-1,794	-128	328	694
법인세비용	-28	-50	-4	9	19
계속사업순이익	-1,700	-1,745	-125	319	675
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,700	-1,745	-125	319	675
당기순이익률 (%)	-37.9	-35.9	-1.7	3.5	6.8
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	-1,700	-1,745	-125	319	675
지배순이익률 (%)	-37.9	-35.9	-1.7	3.5	6.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	50	272	327	392	470
포괄순이익	-1,650	-1,473	202	710	1,145
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	-1,650	-1,473	202	710	1,145

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

#### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	486	-1,065	634	1,549	2,038
당기순이익	-1,700	-1,745	-125	319	675
비현금항목의 가감	1,453	661	456	440	397
감가상각비	124	130	121	112	104
외환손익	87	135	-83	-83	-83
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	1,241	396	418	411	376
자산부채의 증감	760	39	328	808	949
기타현금흐름	-28	-21	-25	-17	17
투자활동 현금흐름	101	88	52	1	-99
투자자산	8	37	0	0	0
유형자산	-100	-122	-150	-200	-300
기타	193	173	202	201	201
재무활동 현금흐름	-157	-130	3,205	-314	-273
단기차입금	108	157	-257	-205	-164
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	-5	-5	-4
자본의 증가(감소)	0	0	3,571	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-265	-287	-104	-104	-104
현금의 증감	435	-1,119	256	173	630
기초 현금	1,344	1,779	660	916	1,088
기말 현금	1,779	660	916	1,088	1,718
NOPLAT	-1,727	-1,569	-106	250	500
FCF	-942	-1,521	193	970	1,253

자료: 한화오션, 교보증권 리서치센터

#### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,481	7,822	11,427	11,806	12,402
현금및현금성자산	1,779	660	916	1,088	1,718
매출채권 및 기타채권	345	405	411	417	423
재고자산	1,139	2,202	2,913	2,999	2,841
기타유동자산	3,218	4,556	7,187	7,302	7,419
비유동자산	4,142	4,413	4,454	4,554	4,764
유형자산	3,469	3,787	3,816	3,904	4,100
관계기업투자금	4	4	4	4	4
기타금융자산	465	274	271	267	264
기타비유동자산	204	348	363	379	396
자산총계	10,623	12,236	15,881	16,361	17,166
유동부채	7,464	10,672	10,756	10,779	10,743
매입채무 및 기타채무	1,072	1,487	1,780	1,928	1,975
차입금	1,138	1,283	1,027	821	657
유동상채무	1,346	1,325	1,305	1,285	1,266
기타유동부채	3,908	6,578	6,645	6,744	6,846
비유동부채	941	818	822	828	834
차입금	123	100	95	90	85
사채	112	0	0	0	0
기타비유동부채	707	718	728	738	748
부채총계	8,406	11,491	11,578	11,606	11,577
지배자분	2,218	745	4,303	4,754	5,589
자본금	541	541	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	18	18	2,594	2,594	2,594
이익잉여금	-1,001	-2,701	-2,826	-2,507	-1,832
기타자본변동	-1	-1	-1	-1	-1
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	2,218	745	4,303	4,754	5,589
총차입금	2,988	2,982	2,694	2,459	2,265

#### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-15,843	-16,262	-591	1,040	2,203
PER	-1.5	-1.2	-42.5	22.1	10.4
BPS	20,669	6,943	14,044	15,518	18,242
PBR	1.1	2.7	1.8	1.5	1.3
EBITDAPS	-15,199	-13,823	57	1,206	2,018
EV/EBITDA	-2.0	-2.5	724.6	20.8	11.1
SPS	35,375	38,321	34,490	29,363	32,462
PSR	0.7	0.5	0.7	0.8	0.7
CFPS	-8,784	-14,180	914	3,168	4,091
DPS	0	0	0	0	0

#### 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-36.2	8.3	49.8	23.5	10.6
영업이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	99.8
순이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	111.9
수익성					
ROIC	-85.8	-343.8	-3.9	4.5	9.1
ROA	-16.2	-15.3	-0.9	2.0	4.0
ROE	-55.9	-117.8	-4.9	7.0	13.1
안정성					
부채비율	379.0	1,542.4	269.1	244.1	207.1
순차입금비율	28.1	24.4	17.0	15.0	13.2
이자보상배율	-15.2	-13.2	-1.0	2.6	5.7