

한화오션 (042660/KS)

건조 슬롯 우위로 수익성 행진다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 30,000 원(유지)

현재주가: 22,150 원

상승여력: 35.4%



Analyst
한승한

shane.han@sk.com
3773-9992

Company Data

발행주식수	30,636 만주
시가총액	6,786 십억원
주요주주	
한화에어로스페이스(외4)	46.29%
한국산업은행	19.50%

Stock Data

주가(24/02/21)	22,150 원
KOSPI	2,653.31pt
52주 최고가	43,444 원
52주 최저가	19,767 원
60일 평균 거래대금	33 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Review: 영업적자 488 억원으로 컨센서스 큰 폭 하회

4Q23 연결 매출액 2 조 2,309 억원(+53.9% YoY, +16.4% QoQ), 영업적자 488 억원(적지 YoY, 적전 QoQ)을 기록했다. 매출액의 경우 조업일수 증가 및 LNGC 건조 비중 확대에 증가했으나, 영업이익은 컨센서스 295 억원을 큰 폭 하회했다. 1) 상선 부문은 생산 공정 안정화 및 환율하락에 따른 일회성 비용 등이 발생하면서 -2,048억 원 적자를 기록했다. 특히 외주 비중이 높은 컨테이너선 중심의 공정 정상화가 이뤄지지 않은 것으로 추정되나 이번 분기 충당금 설정으로 이후 실적에 대한 영향은 상당히 제한적일 것으로 예상된다. 2) 특수선부문은 지체상금 관련 승소로 인한 지체상금(LD) 환입 약 530 억원을 포함한 846 억원을 기록했으며, 3) 해양부문은 Valaris 드릴십 2 척 인도 및 NODL 드릴십 1척 매각 수익 등으로 540 억원을 기록했다.

경쟁사 대비 여유 있는 건조 슬롯, 선가 높여 받는다

동사는 수익성 중심의 선별수주 전략을 이어가기 위해 올해 수주목표 및 실적 가이던스를 제시하지 않았다. 수주 규모 퍼포먼스를 챙기기 보다는 경쟁 조선사 대비 여유 있는 '27 년 납기 슬롯을 바탕으로 수익성을 충분히 챙길 수 있는 LNGC, VLAC, VLCC 선종 중심의 수주 전략을 펼칠 계획이다. 상선의 경우 LNGC 와 대형 컨선 중심의 건조 P-Mix 효과로 전사 매출 중 약 80%를 차지할 것으로 예상되며, 상대적으로 수익성 높은 잠수함 및 MRO 사업 중심의 실적 성장 이어감에 따라 올해 동사의 연간 매출액 9 조 7,296 억원(+31.3%, YoY), 영업이익 2,391 억원(흑전, YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 30,000 원 유지

한화오션에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 기 30,000 원을 유지한다. 목표주가는 25년 추정 BSP 16,911 원에 Target P/B 1.75 배를 적용하여 산출했다. 올해 상반기 수주잔고 내 컨테이너선의 소화 이후 건조 마진 정상화 국면에 올라서며 연간 흑자전환에 성공할 수 있을 것으로 기대해본다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	7,030	4,487	4,860	7,408	9,730	10,085
영업이익	십억원	153	-1,755	-1,614	-197	225	587
순이익(지배주주)	십억원	87	-1,700	-1,745	-183	154	459
EPS	원	683	-13,403	-13,757	-598	501	1,498
PER	배	35.7	-1.5	-1.2	-41.9	44.2	14.8
PBR	배	0.8	1.2	2.9	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	15.2	-2.1	-2.7	-133.2	18.8	9.3
ROE	%	2.3	-55.9	-117.8	-6.9	3.3	9.3

한화오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,440	1,821	1,917	2,231	2,465	2,525	2,381	2,358	7,408	9,729.6	10,085
YoY	15.6%	53.8%	95.3%	53.9%	71.2%	38.7%	24.2%	5.7%	52.4%	31.3%	3.70%
QoQ	-0.6%	26.5%	5.3%	16.4%	10.5%	2.5%	-5.7%	-1.0%	-	-	-
영업이익	-63	-159	74	-49	33	50	67	90	-197	239.1	602
YoY	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-10.1%	흑전	적지	흑전	151.7
QoQ	적지	적지	흑전	적전	흑전	51.2%	33.8%	34.4%	-	-	-
영업이익률	-4.4%	-8.7%	3.9%	-2.2%	1.3%	2.0%	2.8%	3.8%	-2.7%	2.5%	6.0%

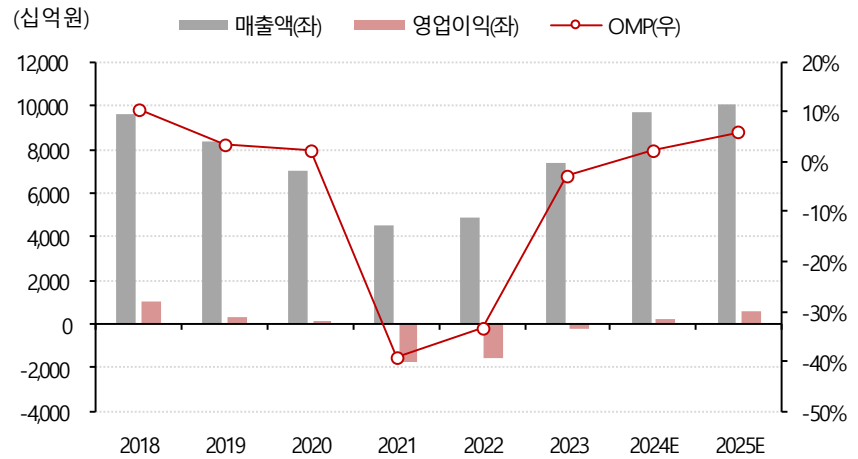
자료: 한화오션, SK 증권 추정

한화오션 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'25 년 Fwd BPS	(A)	원	16,911	
Target P/B	(B)	배	1.75	
주당주주가치	(C)	원	29,734	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	30,000	
현재주가	(E)	원	22,150	2024 년 2 월 21 일 종가
상승여력	(F)	%	35.4	(F) = (D-E)/(E)

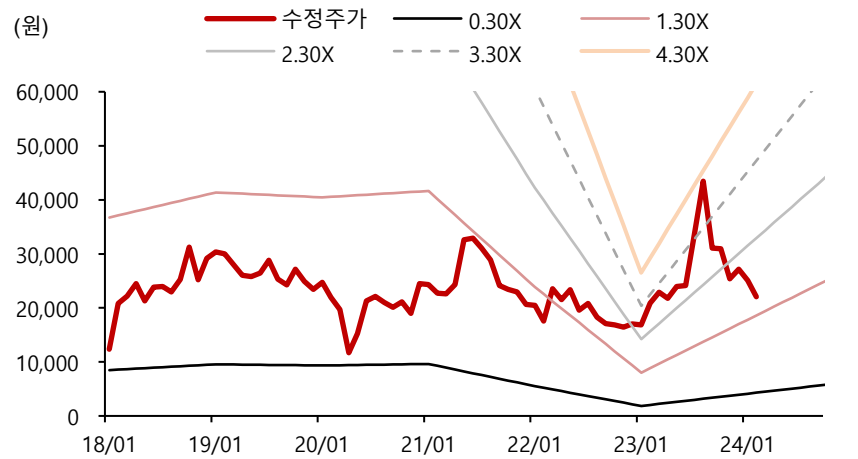
자료: 한화오션, SK 증권 추정

한화오션 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



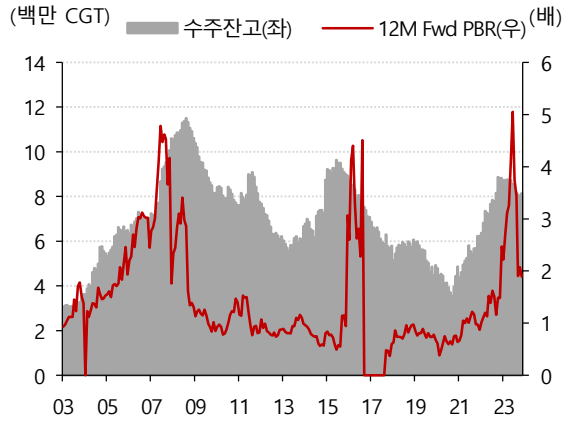
자료: 한화오션, SK 증권 추정

한화오션 PBR Band Chart



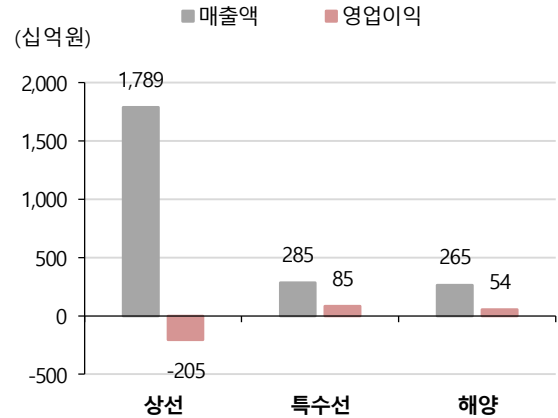
자료: Bloomberg, SK 증권

한화오션 수주잔고 및 PBR 추이



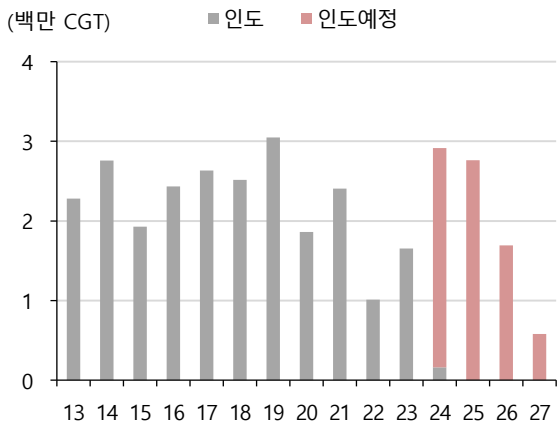
자료: Clarkson, SK 증권

한화오션 4Q23 사업부문별 실적



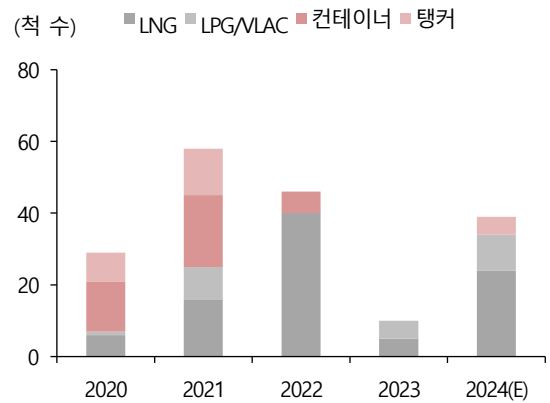
Clarkson, SK 증권

한화오션 인도 및 인도예정 선박 규모



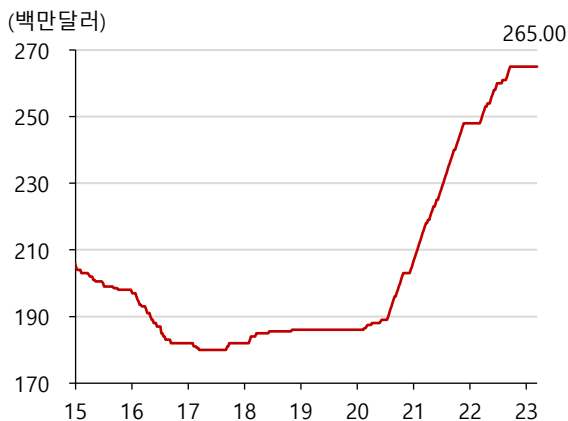
자료: Clarkson, SK 증권

한화오션 주요 선종별 수주 척 수 및 전망



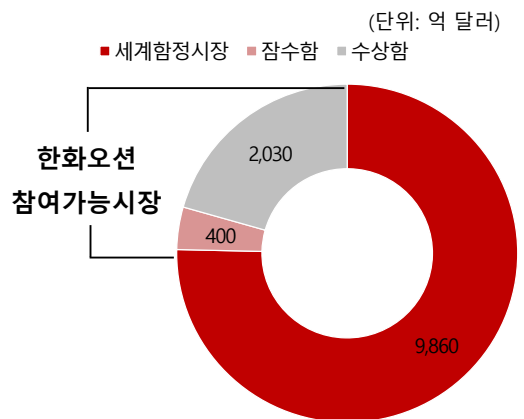
자료: 한화오션, Clarkson, SK 증권 추정

174K-CBM LNG 운반선 선가 추이



자료: Clarkson, SK 증권

한화오션의 참여가능한 글로벌 특수선 시장 규모



자료: 한화오션, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	6,481	7,822	10,958	11,187	11,871
현금및현금성자산	1,779	660	3,287	2,761	2,883
매출채권 및 기타채권	345	405	262	284	295
재고자산	1,139	2,202	2,889	3,251	3,602
비유동자산	4,142	4,413	4,572	5,191	5,417
장기금융자산	465	334	248	266	275
유형자산	3,469	3,787	4,010	4,276	4,494
무형자산	1	2	5	5	4
자산총계	10,623	12,236	15,529	16,378	17,288
유동부채	7,464	10,672	8,291	8,992	9,422
단기금융부채	2,538	2,900	1,132	1,225	1,275
매입채무 및 기타채무	617	806	1,370	1,483	1,543
단기충당부채	1,758	1,570	859	948	1,050
비유동부채	941	818	2,667	2,660	2,682
장기금융부채	504	343	2,153	2,104	2,104
장기매입채무 및 기타채무	7	5	6	6	6
장기충당부채	335	329	249	270	281
부채총계	8,406	11,491	10,958	11,652	12,104
지배주주지분	2,218	745	4,568	4,721	5,180
자본금	541	541	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	18	18	3,215	3,215	3,215
기타자본구성요소	2,332	2,332	2,340	2,340	2,340
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	-1,001	-2,701	-3,088	-2,934	-2,476
비지배주주지분	0	0	4	4	4
자본총계	2,218	745	4,572	4,725	5,184
부채와자본총계	10,623	12,236	15,529	16,378	17,288

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	528	-1,037	-1,141	400	528
당기순이익(손실)	-1,700	-1,745	-183	154	459
비현금성항목등	1,453	661	-498	277	270
유형자산감가상각비	124	130	142	154	170
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	1,329	531	-640	122	100
운전자본감소(증가)	760	39	-479	-45	-128
매출채권및기타채권의감소(증가)	343	-187	126	-22	-12
재고자산의감소(증가)	-290	-672	-613	-362	-352
매입채무및기타채무의증가(감소)	1	152	161	113	60
기타	706	746	-153	225	175
법인세납부	0	0	12	-31	-93
투자활동현금흐름	121	136	258	-923	-418
금융자산의감소(증가)	93	44	396	-39	-21
유형자산의감소(증가)	-95	-121	-119	-420	-388
무형자산의감소(증가)	0	0	-4	0	0
기타	123	213	-15	-464	-9
재무활동현금흐름	-157	-145	1,515	18	23
단기금융부채의증가(감소)	-77	-45	-463	93	50
장기금융부채의증가(감소)	-17	-23	145	-49	0
자본의증가(감소)	0	0	4,193	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-63	-77	-2,359	-26	-27
현금의 증가(감소)	435	-1,119	2,627	-526	122
기초현금	1,344	1,779	660	3,287	2,761
기말현금	1,779	660	3,287	2,761	2,883
FCF	434	-1,158	-1,260	-20	140

자료 : 한화오션 SK증권 추정

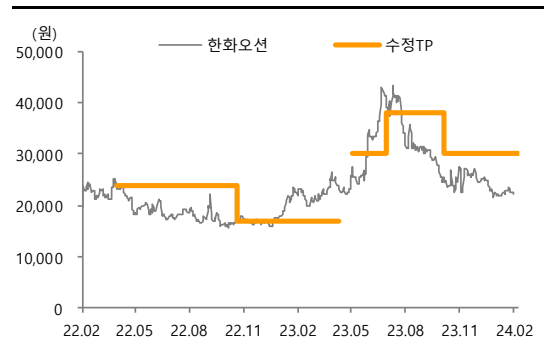
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	4,487	4,860	7,408	9,730	10,085
매출원가	6,034	6,207	7,297	9,067	9,042
매출총이익	-1,547	-1,347	111	662	1,043
매출총이익률(%)	-34.5	-27.7	1.5	6.8	10.3
판매비와 관리비	208	267	308	438	456
영업이익	-1,755	-1,614	-197	225	587
영업이익률(%)	-39.1	-33.2	-2.7	2.3	5.8
비영업손익	27	-181	2	-40	-35
순금융손익	-76	-56	-60	19	-7
외환관련손익	1	-52	-50	-105	41
관계기업등 투자손익	-1	0	1	0	0
세전계속사업이익	-1,727	-1,794	-194	185	552
세전계속사업이익률(%)	-38.5	-36.9	-2.6	1.9	5.5
계속사업법인세	-28	-50	-11	31	93
계속사업이익	-1,700	-1,745	-183	154	459
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,700	-1,745	-183	154	459
순이익률(%)	-37.9	-35.9	-2.5	1.6	4.6
지배주주	-1,700	-1,745	-183	154	459
지배주주귀속 순이익률(%)	-37.9	-35.9	-2.5	1.6	4.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-1,650	-1,473	-230	154	459
지배주주	-1,650	-1,473	-230	154	459
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	-1,631	-1,483	-54	379	757

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-36.2	8.3	52.4	31.3	3.7
영업이익	적전	적지	적지	흑전	161.2
세전계속사업이익	적전	적지	적지	흑전	198.8
EBITDA	적전	적지	적지	흑전	99.7
EPS	적전	적지	적지	흑전	198.8
수익성 (%)					
ROA	-16.2	-15.3	-1.3	1.0	2.7
ROE	-55.9	-117.8	-6.9	3.3	9.3
EBITDA마진	-36.3	-30.5	-0.7	3.9	7.5
안정성 (%)					
유동비율	86.8	73.3	132.2	124.4	126.0
부채비율	379.0	1,542.4	239.7	246.6	233.5
순차입금/자기자본	41.3	257.7	-10.3	1.3	-0.6
EBITDA/이자비용(배)	-14.1	-12.2	-0.3	2.4	4.8
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-13,403	-13,757	-598	501	1,498
BPS	17,491	5,880	14,912	15,413	16,911
CFPS	-12,425	-12,728	-134	1,005	2,054
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-1.5	-1.2	-41.9	44.2	14.8
PBR	1.2	2.9	1.7	1.4	1.3
PCR	-1.6	-1.3	-187.2	22.0	10.8
EV/EBITDA	-2.1	-2.7	-133.2	18.8	9.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.10.26	매수	30,000원	6개월		
2023.07.20	중립	38,202원	6개월	-13.15%	-36.13%
2023.05.24	매수	30,206원	6개월	6.43%	42.50%
2022.11.10	중립	16,880원	6개월	19.86%	56.84%
2021.08.20	중립	23,987원	6개월	-14.83%	9.81%



Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 22일 기준)

매수	94.74%	중립	5.26%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------