

Company Analysis

한화오션

042660

Jul 8, 2024

2분기는 부진할 전망이나 큰 그림은 이상 무

Buy

유지

TP 38,000 원

하향

Company Data

현재가(03/22)	30,700 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	43,444 원
52 주 최저가(보통주)	20,700 원
KOSPI (03/22)	2,748.56p
KOSDAQ (03/22)	903.98p
자본금	15,368 억원
시가총액	94,052 억원
발행주식수(보통주)	30,636 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	186.7 만주
평균거래대금(60 일)	488 억원
외국인지분(보통주)	17.22%
주요주주	
한화에어로스페이스 외 4 인	46.29%
국민연금공단	19.50%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	41.1	1.8	40.8
상대주가	36.8	-7.1	23.8



조선/기계 안유동

3771-9130,

20220081@iprovest.com

2Q24 Preview: 시장예상치 하회 전망

한화오션의 2024년 2분기 실적은 매출액 2조 6,142억원(QoQ 14.5%, YoY 43.6%), 영업이익 261억원(QoQ -50.6%, YoY 흑자전환, OPM +1.0%) 기록 전망. 20~21년 수주한 공사손실충당금 발생 가능 호선의 비중이 23년 63%에서 24년 30%로 급감할 전망이다. 사외 외주단가 추가 인상분 등 추가 비용 계상 가능성에 따라 실적은 예상치를 하회할 것으로 전망됨. 다만 하반기는 적자 폭이 상대적으로 큰 컨테이너선 인도가 하반기로 갈수록 크게 줄어들며 따라 하반기에는 유의미한 실적 개선을 기대함

발주 인콰이어리 견조, 장기적으로 필리 조선소 인수 등에 따른 특수선 부문 큰 그림 기대

현재 한화오션의 경우 상선 부문 드라이도크 2개 중 LNG 1도크 2열 건조, 2도크 1열 건조로 3열 건조로 LNG선 건조 중. 나머지 플로팅 도크 3개에서 나머지 상선 건조 중. LNG선 경우 카타르 물량 때문에 27년 슬롯이 전부 소진되었으며 28년 슬롯을 영업 중. 카타르 Q-MAX 물량이 중국으로 넘어갔지만 카타르 선사 포함 LNG선 발주 인콰이어리 있는 상황. 최근 ADNOC로부터 LNG선 4척을 수주하였으며 Shell로부터 전기추진 하이브리드 신기술 적용된 LNG선박 6척에 대해서도 Jiangnan Shipyard(중국), 한화오션 신규 입찰 진행 중. 컨테이너선의 경우에도 홍해 사태 등으로 인해 고운임이 지속되며 인콰이어리가 들어오는 중. 한화오션의 경우 타 조선소 대비 상대적인 납기 여유가 있어 빠른 납기 강점 존재. 또한 최근 필리조선소 인수 결정(한화오션 지분율 40%). 미국 신조 및 MRO 시장에 진출 가능성 열림. 필리조선소의 경우 동부 연안에 위치한 해군기지 3곳과 인접한 이점을 살려 군함 MRO 진행 중인 조선소.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 38,000원 하향

한화오션에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 38,000원 하향. 목표주가는 25년~26년 평균 BPS 18,477원에 Implied PBR 1.97배를 적용하여 산출함.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(억원)	4,860	7,408	10,091	12,079	13,589
YoY(%)	8.3	52.4	36.2	19.7	12.5
영업이익(억원)	-1,614	-196	199	600	1,115
OP 마진(%)	-33.2	-2.6	2.0	5.0	8.2
순이익(억원)	-1,745	160	34	386	840
EPS(원)	-16,262	757	111	1,259	2,740
YoY(%)	적지	흑전	-85.3	1,033.5	117.7
PER(배)	-1.2	33.1	271.0	23.9	11.0
PCR(배)	-2.3	-13.7	-13.6	-39.8	28.4
PBR(배)	2.7	1.8	2.1	1.9	1.5
EV/EBITDA(배)	-2.5	-156.3	25.6	11.4	6.1
ROE(%)	-117.8	6.3	0.8	8.2	15.3

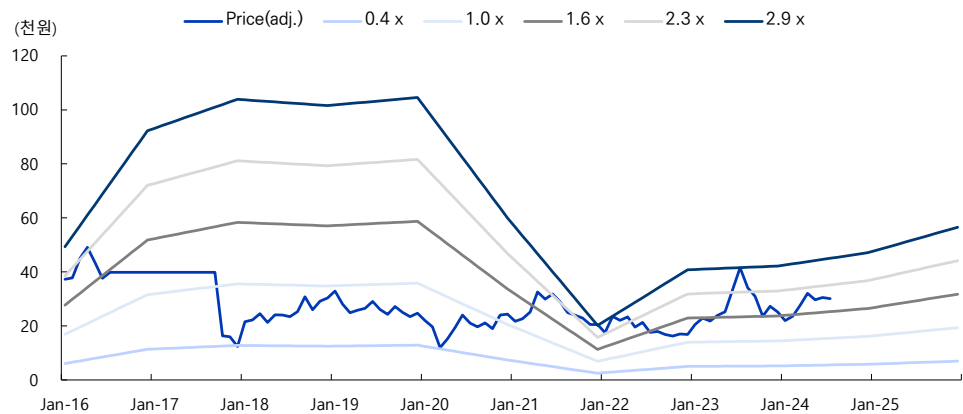
[도표 62] 한화오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,439.8	1,820.7	1,916.8	2,230.9	2,283.6	2,614.2	2,615.3	2,577.6	7,408.3	10,090.6	12,078.9
YoY	15.6%	53.8%	95.3%	53.9%	58.6%	43.6%	36.4%	15.5%	52.4%	36.2%	19.7%
영업이익	-62.8	-159.0	74.1	-48.8	52.9	26.1	57.5	62.6	-196.5	199.2	600.1
OPM	-4.4%	-8.7%	3.9%	-2.2%	2.3%	1.0%	2.2%	2.4%	-2.7%	2.0%	5.0%

자료: 한화오션, 교보증권 리서치센터

[도표 63] 한화오션 12M Fwd PBR 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 64] 한화오션 목표주가 산정

(단위: 원, 주, %, 십억원)

구분	Valuation	비고
자기자본비용 (COE) ($A = a + (b \times c)$)	7.32	
무위험수익률 (a)	3.37	최근 3개월 동안채 1년 수익률
시장위험 프리미엄 (b)	4.05	시장요구수익률 - 무위험이자율
Beta (c)	0.98	52주 주간 Adj. 베타
Sustainable ROE (B)	11.75	25-26년 평균
영구성장률 (C)	3.33	Min(장기유보율 70% X ROE, 최근 3개월 국고채 30년 평균금리)
Target P/B ($D = (B - C) / (A - C)$)	2.11	
적정주주가치 ($E = D \times d$)	11,537	
25-26년 자본총계 (d)	5,472	
발행주식수 (e)	306,359	
주당주주가치 ($F = E / e$)	37,659	
12개월 목표주가 ($G \approx F$)	38,000	
현재가(H)	30,100	
상승여력($I = G / H$)	26.2	
투자 의견	Buy	

교보증권 리서치센터

탐방 내용 요약

1. 실적

12월말 대비 3월말 환율 약 50원 차이. 기말환율로 비교해서 영향 미치기에 6월 결산 가봐야 알겠지만 이정도 수준 유지되면 +효과는 있음. 차이 자체는 작아질 수 있음. 그러나 환 익스포저는 1분기 당시와 큰 차이 없음. 다만 2분기 사외단가 인상 추가 반영 가능성이 큰 상황.

공사손실충당금 발생 가능할 만한 호선의 매출 비중은 23년 63%, 24년에는 30% 수준으로 떨어짐. 25년은 0%에 수렴할 것. 적자폭이 큰 것은 상반기에 몰려있음. 대부분 컨테이너선. 컨테이너선 적자폭도 하반기로 갈 수록 크게 줄어듦

2. MRO 시범사업

7월 미 7함대 전력 중 수상함(지원함) 입찰이 떠있는 상황. 사업자 선정은 아직 정해지지 않음. 사업비는 크지 않음

3. 상선부문 인콰이어리 현황

상선 부문 드라이도크 2개 중 LNG 1도크 2열 건조, 2도크 1열 건조로 3열 건조로 LNG선 건조 중. 나머지 플로팅 도크 3개에서 나머지 상선 건조 중.

LNG선 경우 카타르 물량 때문에 27년 슬롯 소진. 28년 영업 중. 카타르 Q-MAX 발주가 중국으로 넘어갔지만 LNG선 발주 인콰이어리는 존재하며 기사상 Shell에서도 Jiangnan Shipyard, 한화오션 신규 LNG 선박 발주 관련 입찰 진행 중(기사상 6척). 전기추진 하이브리드 신기술 적용된 선박이라 기술력 등을 고려하면 우리가 수주할 수 있을 것으로 기대함

컨테이너선도 현재 인콰이어리가 들어오는 중. 적절한 수익성이 나오는 발주 건이면 빠른 납기 강점으로 수주할 전망

4. 해양부문

1분기 기준 프로젝트 별 진행률 NOC FP 74.3%, 에네티 WTIV 1호선 77.2%. 원가가 크게 증가할 부문은 없음. change order 통해서 계약가 늘려가는 것이라 변동폭은 있으나 안 좋은 쪽으로 반영될 만한 부분은 없을 것. 다만 기수주프로젝트 매출인식 완료 이후 25년 매출감소에 따른 고정비부담 우려 있음. 그러나 해당 부문 인지하고 있고 25년 filling 할 수 있을만한 프로젝트 보고 있음. 또한 최근 싱가포르 조선소를 인수했는데 이를 통해 일정 Capa 유지 및 체질 개선하려고 함. 탑사이드 모듈을 옥포 조선소 육상 야드에서 제작했었는데 싱가포르 조선소에서 만들 것. 인건비가 한국의 1/5~1/4로 낮지만 다만 생산성은 2배 낮음. 다만 모든걸 고려했을 때 원가 측면에서 유리함. FPSO 연간 1척→2척 정도로 수주하려 함. 또한 여건이 되면 해당 야드에서 해상풍력 하부구조물 건조하려고 함. 옥포조선소 육상 야드는 수상함 건조구역으로 개조해서 특수선 Capa 늘릴 것.

5. WTIV

인콰이어리 많지 않음. 본격적 발주는 27년 정도를 보고 있음

6. 특수선 수출 파이프라인

폴란드(내년 3000t급 잠수함 2~3척), 사우디(내년 상반기 가시화 3000t급 잠수함 4척), 캐나다(올해 RFP, 내후년 수주), 필리핀(중형급 잠수함 2척, 경쟁사 프랑스). 호주 수상함 등

7. 러시아 Arctic LNG

계속 협상 중. 러시아 제재가 풀려야 될 것. 급하게 실적 반영될 것 같진 않음. 회계상 재고자산으로 처리 중

[한화오션 042660]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,860	7,408	10,091	12,079	13,589
매출원가	6,207	7,310	9,545	11,077	12,037
매출총이익	-1,347	99	545	1,002	1,552
매출총이익률 (%)	-27.7	1.3	5.4	8.3	11.4
판매비와관리비	267	295	346	402	437
영업이익	-1,614	-196	199	600	1,115
영업이익률 (%)	-33.2	-2.7	2.0	5.0	8.2
EBITDA	-1,483	-50	333	723	1,228
EBITDA Margin (%)	-30.5	-0.7	3.3	6.0	9.0
영업외손익	-181	80	-153	-78	21
관계기업손익	0	1	1	1	1
금융수익	540	553	649	664	706
금융비용	-1,137	-899	-803	-763	-727
기타	416	425	0	20	40
법인세비용차감전순손익	-1,794	-116	46	522	1,136
법인세비용	-50	-276	12	136	295
계속사업순손익	-1,745	160	34	386	840
종단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,745	160	34	386	840
당기순이익률 (%)	-35.9	2.2	0.3	3.2	6.2
비지배지분순이익	0	0	0	0	1
지배지분순이익	-1,745	160	34	386	840
지배순이익률 (%)	-35.9	2.2	0.3	3.2	6.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	272	-170	106	-66	41
포괄순이익	-1,473	-10	140	320	882
비지배지분포괄이익	0	0	-2	-5	-14
지배지분포괄이익	-1,473	-10	142	325	896

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-1,065	-1,939	-1,707	-1,008	-477
당기순이익	0	0	34	386	840
비현금항목의 가감	711	-546	-710	-617	-515
감가상각비	130	146	134	123	113
외환손익	135	47	-63	-63	-63
지분법평가손익	0	-1	-1	-1	-1
기타	446	-736	-780	-676	-563
자산부채의 증감	39	-1,195	-1,033	-676	-589
기타현금흐름	-1,815	-198	3	-101	-214
투자활동 현금흐름	88	197	-206	-307	-407
투자자산	37	0	0	0	0
유형자산	-120	-131	-200	-300	-400
기타	171	327	-6	-7	-7
재무활동 현금흐름	-130	2,885	-159	-154	-150
단기차입금	157	-454	-15	-14	-14
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	-83	-79	-75
자본의 증가(감소)	0	3,497	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-287	-158	-61	-61	-61
현금의 증감	-1,119	1,140	798	216	665
기초 현금	1,779	660	1,799	2,597	2,813
기말 현금	660	1,799	2,597	2,813	3,478
NOPLAT	-1,569	270	147	444	825
FCF	-1,519	-910	-952	-408	-50

자료: 한화오션, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,822	9,218	9,545	10,128	11,049
현금및현금성자산	660	1,799	2,597	2,813	3,478
매출채권 및 기타채권	405	332	327	323	318
재고자산	2,202	2,891	3,364	3,451	3,397
기타유동자산	4,556	4,195	3,257	3,542	3,856
비유동자산	4,413	4,727	4,806	4,996	5,296
유형자산	3,787	4,062	4,128	4,305	4,592
관계기업투자금	4	4	6	7	9
기타금융자산	274	127	125	124	123
기타비유동자산	348	534	546	559	572
자산총계	12,236	13,945	14,350	15,124	16,346
유동부채	10,672	7,459	7,797	8,122	8,409
매입채무 및 기타채무	1,487	1,498	1,614	1,703	1,737
차입금	1,283	486	471	457	443
유동상채무	1,325	64	63	62	61
기타유동부채	6,578	5,412	5,648	5,900	6,167
비유동부채	818	2,173	2,095	2,023	1,956
차입금	100	1,665	1,582	1,502	1,427
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	718	508	514	521	529
부채총계	11,491	9,633	9,892	10,145	10,365
지배지분	745	4,307	4,454	4,974	5,974
자본금	541	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	10	2,740	2,740	2,740	2,740
이익잉여금	-2,701	-2,868	-2,834	-2,448	-1,609
기타자본변동	7	7	7	7	7
비지배지분	0	5	5	5	7
자본총계	745	4,312	4,458	4,979	5,981
총차입금	2,982	2,354	2,253	2,157	2,065

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

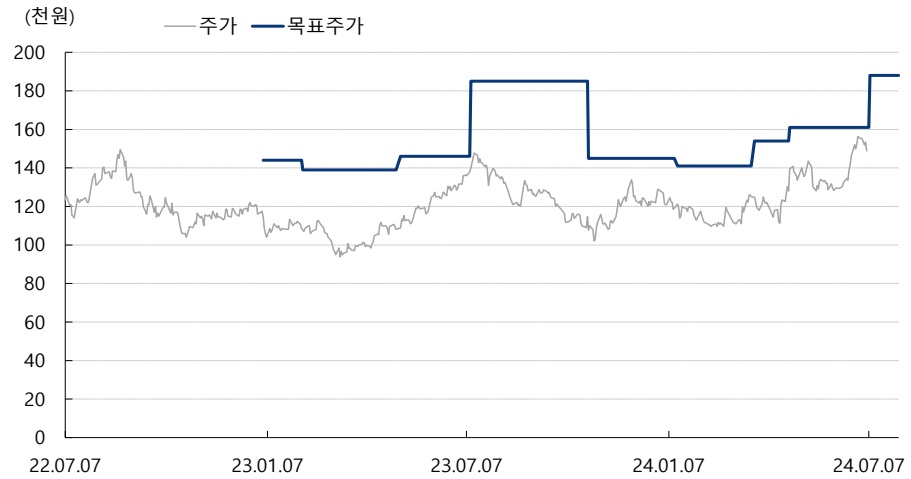
12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-16,262	757	111	1,259	2,740
PER	-1.2	33.1	271.0	23.9	11.0
BPS	6,943	14,060	14,534	16,231	19,496
PBR	2.7	1.8	2.1	1.9	1.5
EBITDAPS	-13,823	-239	1,088	2,360	4,009
EV/EBITDA	-2.5	-156.3	25.6	11.4	6.1
SPS	38,321	35,085	32,931	39,418	44,346
PSR	0.5	0.7	0.9	0.8	0.7
CFPS	-14,162	-4,308	-3,106	-1,332	-164
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

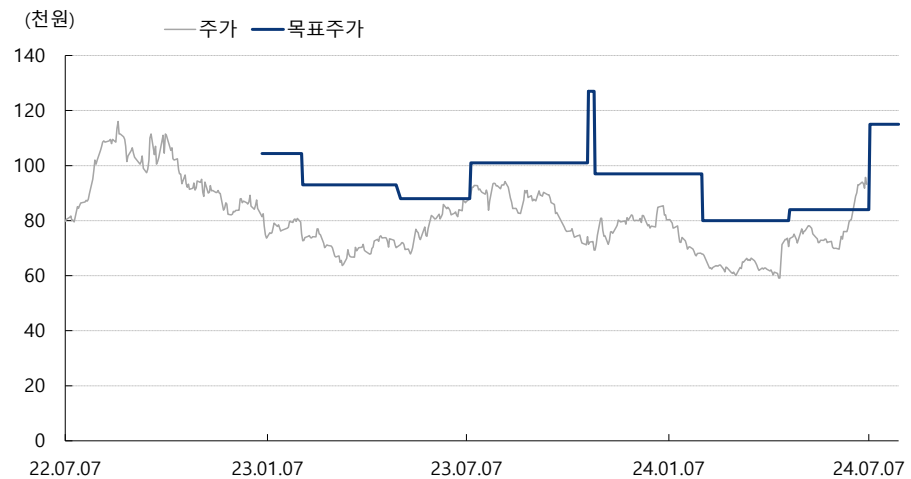
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	8.3	52.4	36.2	19.7	12.5
영업이익 증가율	적지	적지	흑전	201.2	85.8
순이익 증가율	적지	흑전	-78.7	1,033.5	117.7
수익성					
ROIC	-343.8	28.8	5.3	11.8	20.8
ROA	-15.3	1.2	0.2	2.6	5.3
ROE	-117.8	6.3	0.8	8.2	15.3
안정성					
부채비율	1,542.4	223.4	221.9	203.8	173.3
순차입금비율	24.4	16.9	15.7	14.3	12.6
이자보상배율	-13.2	-1.2	1.3	4.1	8.0

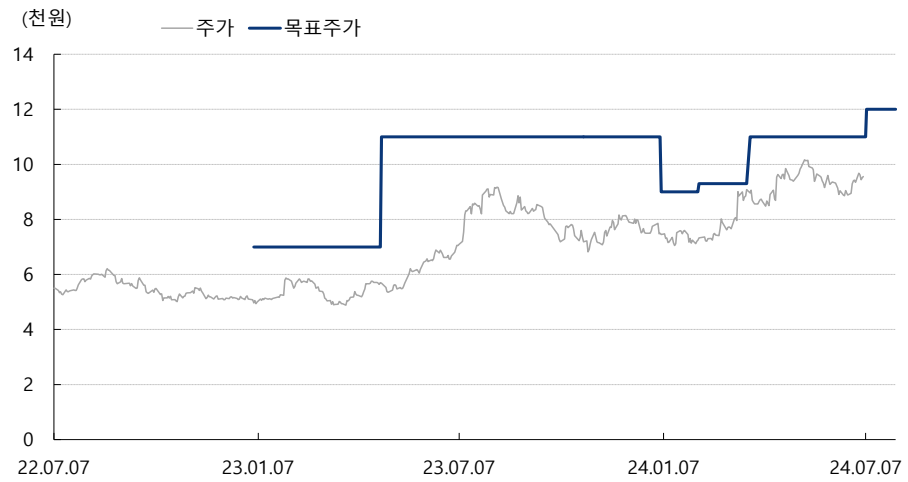
HD 현대중공업 최근 2년간 목표주가 변동추이



HD 현대미포 최근 2년간 목표주가 변동추이



삼성중공업 최근 2년간 목표주가 변동추이



한화오션 최근 2년간 목표주가 변동추이



HD 현대중공업 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.01.03	매수	144,000	(24.22)	(21.32)	2024.03.25	매수	154,000	(21.71)	(15.45)
2023.02.08	매수	139,000	(26.45)	(18.85)	2024.04.26	매수	161,000	(14.08)	(2.86)
2023.04.18	매수	139,000	(25.67)	(18.85)	2024.07.08	매수	188,000		
2023.04.29	매수	139,000	(25.45)	(18.85)					
2023.05.08	매수	146,000	(15.30)	(5.55)					
2023.07.11	매수	185,000	(23.08)	(20.11)					
2023.07.28	매수	185,000	(31.06)	(20.11)					
2023.10.26	매수	145,000	(26.44)	(24.14)					
2023.11.01	매수	145,000	(17.81)	(7.72)					
2024.01.15	매수	141,000	(17.10)	(14.89)					
2024.02.07	매수	141,000	(18.15)	(10.57)					

자료: 교보증권 리서치센터

HD 현대미포. 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.01.03	매수	104,400	(25.42)	(20.98)	2024.03.25	매수	80,000	(20.17)	(8.00)
2023.02.08	매수	93,000	(24.40)	(17.20)	2024.04.26	매수	84,000	(6.89)	13.93
2023.04.19	매수	93,000	(24.00)	(17.20)	2024.07.08	매수	115,000		
2023.04.28	매수	93,000	(23.91)	(17.20)					
2023.05.08	매수	88,000	(10.18)	(0.11)					
2023.07.11	매수	101,000	(11.12)	(6.73)					
2023.09.04	매수	101,000	(14.82)	(6.73)					
2023.10.26	매수	127,000	(43.86)	(42.99)					
2023.11.01	매수	97,000	(18.83)	(2.89)					
2023.01.15	매수	87,000	(10.02)	8.28					
2024.02.07	매수	80,000	(20.77)	(15.75)					

자료: 교보증권 리서치센터

삼성중공업 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.01.03	매수	7,000	(26.97)	(24.86)	2024.02.08	매수	9,300	(14.82)	(2.37)
2023.01.31	매수	7,000	(24.10)	(16.14)	2024.03.25	매수	11,000	(15.53)	(7.55)
2023.04.14	매수	7,000	(24.10)	(16.14)	2024.07.08	매수	12,000		
2023.04.14	매수	7,000	(23.41)	(16.14)					
2023.04.28	매수	11,000	(50.73)	(49.73)					
2023.05.08	매수	11,000	(42.93)	(34.55)					
2023.07.11	매수	11,000	(39.12)	(21.91)					
2023.07.27	매수	11,000	(32.06)	(16.64)					
2023.10.30	매수	11,000	(38.00)	(38.00)					
2023.11.01	매수	11,000	(30.62)	(25.82)					
2024.01.05	매수	9,000	(18.68)	(15.56)					

자료: 교보증권 리서치센터

한화오션 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.01.03	매수	22,000	(8.46)	7.01	2024.04.25	매수	40,000	(21.72)	(17.00)
2023.03.07	매수	26,000	(15.08)	1.83	2024.07.08	매수	38,000		
2023.04.21	매수	31,000	(22.93)	(18.18)					
2023.05.08	매수	31,000	(24.60)	(18.18)					
2023.05.16	매수	27,000	7.91	38.36					
2023.07.11	매수	43,000	(8.63)	1.03					
2023.08.24	매수	32,000	(5.81)	11.75					
2023.10.25	매수	35,000	(30.43)	(29.29)					
2023.11.01	매수	35,000	(28.21)	(21.14)					
2024.01.15	매수	27,000	(12.75)	13.70					
2024.03.25	매수	36,000	(18.86)	(3.47)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2024.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.2%	3.2%	0.6%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하