

# 한화오션 (042660/KS)

우린 글로벌 함정 시장으로 간다

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 35,000 원(상향)

현재주가: 28,500 원

상승여력: 22.8%



Analyst  
한승한

shane.han@sk.com  
3773-9992

### Company Data

발행주식수	30,636 만주
시가총액	8,731 십억원
주요주주	
한화에어로스페이스(외4)	46.29%
한국산업은행	19.50%

### Stock Data

주가(24/04/12)	28,500 원
KOSPI	2,681.82pt
52주 최고가	43,444 원
52주 최저가	21,400 원
60일 평균 거래대금	33 십억원

### 주가 및 상대수익률



## 1Q24 Preview: 분기 흑자전환 전망

1Q24 연결 매출액 2 조 2,922 억원(+59.2% YoY, +2.7% QoQ), 영업이익 145 억 원(흑전 YoY, 흑전 QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 공정 안정화에 따라 적자 호선 충당금 설정액 보다 낮은 규모의 비용이 발생하면서 분기 흑자전환에 다시 성공한 것으로 추정된다. 건조마진의 정상화 국면에 접어들었다는 판단이며, 올해 2 분기까지는 저선가 호선의 소화 구간으로 하반기부터는 과거 선가 상승이 반영된 호선들의 본격적인 건조를 통해 실적 개선 기조 이어갈 것이다.

## 상저하고의 실적으로 연간 흑전 예상, 북미 함정 시장 진출 기대감

'23년 기준 매출에서 LNGC가 차지하는 비중이 약 43%에서 올해 말 기준 약 60%까지 확대될 것으로 추정되며, 고선가 호선의 매출 비중이 본격적으로 증가함에 따라 상저하고 그림의 이익개선세 보여주며, 연간 매출액 9 조 4,595 억원(+27.7%, YoY), 영업이익 2,431 억원(흑전, YoY)를 기록할 것으로 전망한다. 올해 수주 관점에서 동사는 경쟁사 대비 여유 있는 '27~'28년 납기 슬롯을 바탕으로 가스선 중심의 수주 규모(Q)와 선가(P) 모두 확실하게 챙겨갈 수 있을 것으로 예상된다. 또한 미국 필리조선소에 이어 호주 오스탈조선소 인수 관련 내용이 보도되며 동사의 북미 함정 시장 진출을 위한 활발한 움직임이 포착되고 있다. 북미 함정 건조 및 창정비 사업 수주를 통한 특수선 사업부의 미래 성장을 기대해본다.

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 35,000 원으로 상향

한화오션에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 3만원에서 3.5만원으로 상향한다. 목표주가는 '25년 예상 BSP 16,448 원에 Target P/B 2.1배를 적용하여 산출했다. 미국 현지 법인 조선소 인수를 통해 본격적인 글로벌 함정 건조 및 MRO 사업 수주 기대감은 시간이 지날수록 특수선 모멘텀으로 작용할 전망이다. 1)수익성 중심의 선별수주 전략을 통한 실적개선 모멘텀과 2)한화그룹의 방산 계열사와의 시너지 기반의 글로벌 함정 사업 진출 기대감을 통한 주가 상승여력은 충분하다는 판단이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	7,030	4,487	4,860	7,408	9,460	10,077
영업이익	십억원	153	-1,755	-1,614	-196	243	612
순이익(지배주주)	십억원	87	-1,700	-1,745	160	199	532
EPS	원	683	-13,403	-13,757	522	648	1,737
PER	배	35.7	-1.5	-1.2	48.1	40.4	15.1
PBR	배	0.8	1.2	2.9	1.8	1.8	1.6
EV/EBITDA	배	15.2	-2.1	-2.7	-160.8	21.7	10.9
ROE	%	23	-55.9	-117.8	6.3	4.5	11.2

한화오션 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)

구분	변경 전				변경 후				컨센서스			
	1Q24E	2Q24E	2024E	2025E	1Q24E	2Q24E	2024E	2025E	1Q24E	2Q24E	2024E	2025E
매출액	2,465	2,525	9,730	10,085	2,292.2	2,466	9,459.5	10,077	2,249	2,374	9,284	10,664
영업이익	33	50	239	602	15	50	243	612	18	52	248	580
영업이익률	1.3%	2.0%	2.5%	6.0%	0.6%	2.0%	2.6%	6.1%	0.8%	2.2%	2.7%	5.4%

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

한화오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	2,292.2	2,466	2,316	2,385	2,449	2,540	2,567	2,521	7,408	9,459.5	10,077
YoY	59.2%	35.4%	20.8%	6.9%	6.8%	3.0%	10.8%	5.7%	52.4%	27.7%	6.50%
QoQ	2.7%	7.6%	-6.1%	3.0%	2.6%	3.7%	1.1%	-1.8%	-	-	-
영업이익	15	50	76	103	125	147	163	178	-196	243	612
YoY	흑전	흑전	3.1%	흑전	756.8%	195.9%	113.8%	73.4%	적지	흑전	151.9
QoQ	흑전	240.9%	54.2%	34.2%	21.4%	17.7%	11.4%	8.9%	-	-	-
영업이익률	0.6%	2.0%	3.3%	4.3%	5.1%	5.8%	6.4%	7.1%	-2.7%	2.6%	6.1%

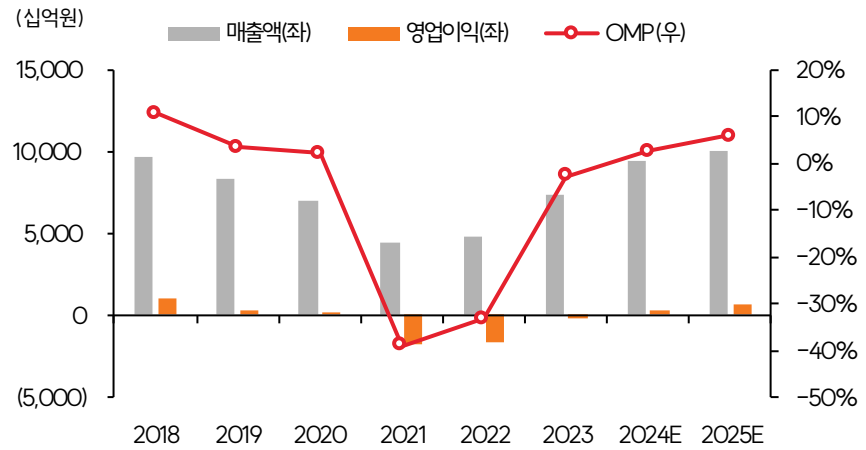
자료: 한화오션, SK 증권 추정

한화오션 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'25년 Fwd BPS	(A)	원	16,448	
Target P/B	(B)	배	2.10	
주당주가가치	(C)	원	34,541	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	35,000	
현재주가	(E)	원	28,500	2024년 4월 12일 종가
상승여력	(F)	%	22.8	(F) = (D-E)/(E)

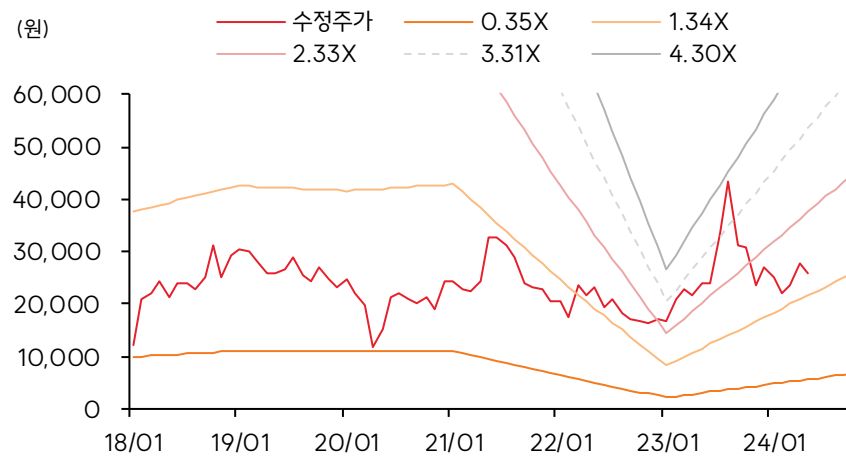
자료: 한화오션, SK 증권 추정

### 한화오션 실적 추이 및 전망



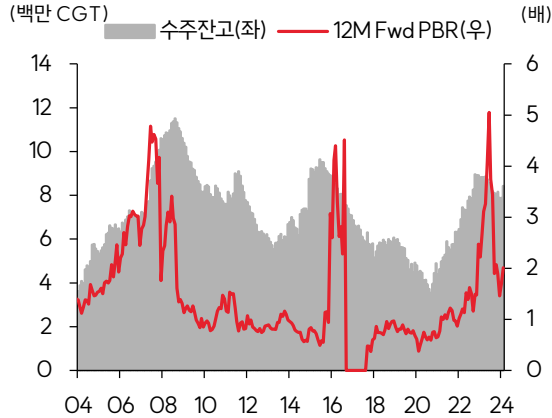
자료: 한화오션, SK 증권 추정

### 한화오션 PBR Band Chart



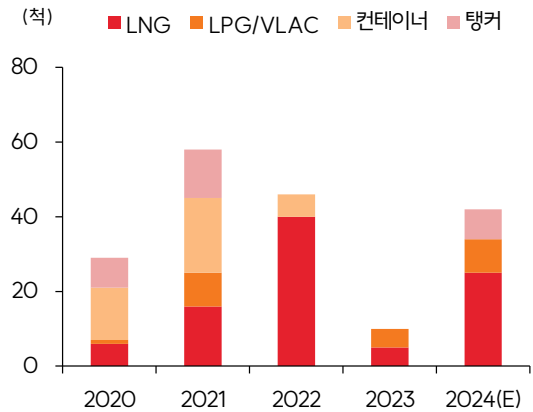
자료: Bloomberg, SK 증권

### 한화오션 수주잔고 및 PBR 추이



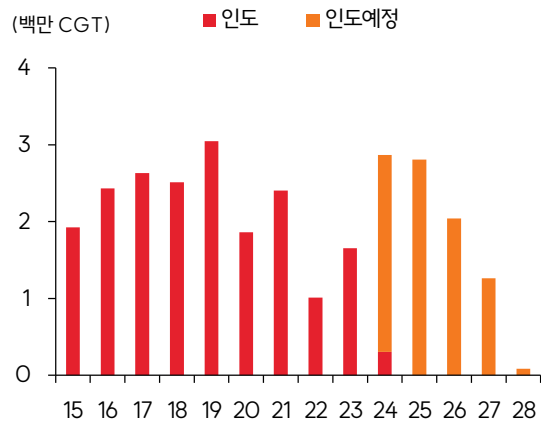
자료: Clarksons, SK 증권

### 한화오션 주요 선종별 수주 척 수 및 전망



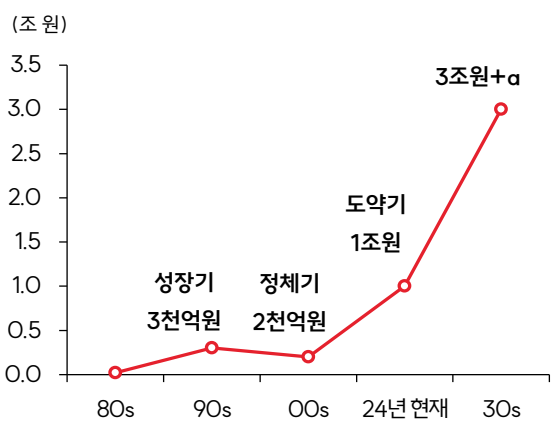
자료: 한화오션, Clarksons, SK 증권 추정

### 한화오션 인도 및 인도예정 선박 규모



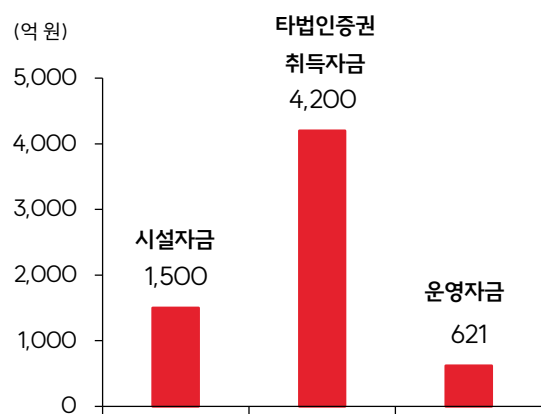
자료: Clarksons, SK 증권

### 한화오션 특수선 사업부 매출액 추이 및 전망



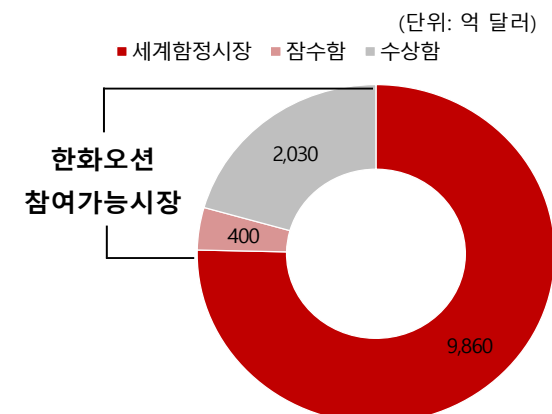
자료: 한화오션, SK 증권 추정

### 한화오션의 유상증자 자금을 통한 방산 부문 투자 규모



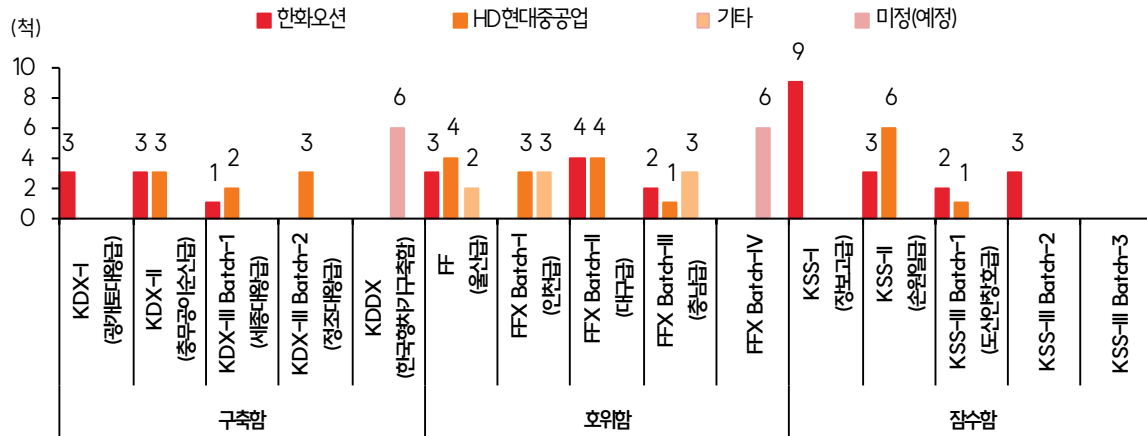
자료: 한화오션, SK 증권

### 한화오션이 참여가능한 글로벌 특수선 시장 규모



자료: 한화오션, SK 증권

## 국내 함정(수상함&amp;잠수함) 사업 수주



자료: 각 사, SK 증권

## 한화오션의 해외 함정 수주

계약연도	인도연도	국가	함정 종류	척 수	규모(톤)	계약금액(억)
1998	2001	방글라데시	호위함	1	2,300	USD 1.0
2010	-	말레이시아	훈련함 설계	2	1,200	USD 0.62
2012	2018	영국	군수지원함	4	37,000	GBP 4.52
2013	2016	노르웨이	군수지원함	1	26,000	USD 2.34
2013	2019	태국	호위함	1	3,600	USD 4.70
2003	-	인도네시아	잠수함 창정비	2	1,400	USD 0.60/USD 0.75
2011	2021	인도네시아	잠수함 건조	3	1,300	USD 10.80
2017	-	인도네시아	잠수함 성능개량	1	1,300	USD 0.3

자료: 한화오션, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	6,481	7,822	9,218	9,765	10,447
현금및현금성자산	1,779	660	1,799	1,612	1,910
매출채권 및 기타채권	345	405	332	360	374
재고자산	1,139	2,202	2,891	3,253	3,438
<b>비유동자산</b>	4,142	4,413	4,727	5,338	5,545
장기금융자산	465	334	128	151	155
유형자산	3,469	3,787	4,062	4,313	4,517
무형자산	1	2	4	4	4
<b>자산총계</b>	10,623	12,236	13,945	15,103	15,993
<b>유동부채</b>	7,464	10,672	7,459	8,089	8,431
단기금융부채	2,538	2,900	778	842	877
매입채무 및 기타채무	617	806	1,059	1,621	1,687
단기충당부채	1,758	1,570	715	789	834
<b>비유동부채</b>	941	818	2,173	2,503	2,519
장기금융부채	504	343	1,805	2,104	2,104
장기매입채무 및 기타채무	7	5	5	5	5
장기충당부채	335	329	230	249	259
<b>부채총계</b>	8,406	11,491	9,633	10,592	10,949
<b>지배주주지분</b>	2,218	745	4,307	4,506	5,038
자본금	541	541	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	18	10	2,740	2,740	2,740
기타자본구성요소	2,332	2,340	2,340	2,340	2,340
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	-1,001	-2,701	-2,868	-2,670	-2,137
비지배주주지분	0	0	5	5	5
<b>자본총계</b>	2,218	745	4,312	4,511	5,043
<b>부채와자본총계</b>	10,623	12,236	13,945	15,103	15,993

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	486	-1,065	-1,939	419	712
당기순이익(손실)	-1,700	-1,745	160	199	532
비현금성항목등	1,453	711	-546	269	160
유형자산감가상각비	124	130	146	169	185
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	1,329	580	-692	100	-25
운전자본감소(증가)	760	39	-1,195	-82	-31
매출채권및기타채권의감소(증가)	343	-187	25	-27	-15
재고자산의감소(증가)	-290	-672	-803	-362	-185
매입채무및기타채무의증가(감소)	1	152	260	123	66
기타	-28	-70	-358	29	6
법인세납부	0	0	0	-5	-45
<b>투자활동현금흐름</b>	101	88	197	-920	-408
금융자산의감소(증가)	93	44	341	-29	-16
유형자산의감소(증가)	-95	-119	-130	-420	-388
무형자산의감소(증가)	0	-2	-3	0	0
기타	103	165	-12	-470	-5
<b>재무활동현금흐름</b>	-157	-130	2,885	341	9
단기금융부채의증가(감소)	-77	-45	-552	64	34
장기금융부채의증가(감소)	-17	-23	-29	299	0
자본의증가(감소)	0	-8	3,725	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-62	-55	-259	-23	-26
<b>현금의 증가(감소)</b>	435	-1,119	1,140	-187	298
기초현금	1,344	1,779	660	1,799	1,612
기말현금	1,779	660	1,799	1,612	1,910
FCF	391	-1,185	-2,069	-1	324

자료 : 한화오션 SK증권 추정

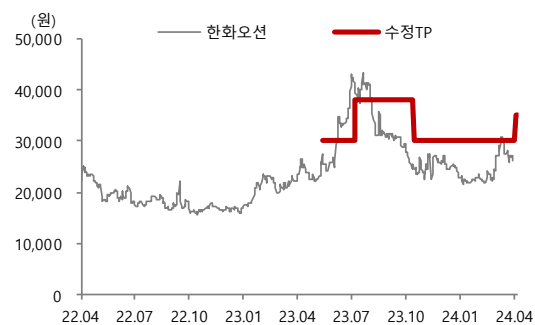
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	4,487	4,860	7,408	9,460	10,077
<b>매출원가</b>	6,034	6,207	7,310	8,789	9,008
<b>매출총이익</b>	-1,547	-1,347	99	670	1,069
매출총이익률(%)	-34.5	-27.7	1.3	7.1	10.6
<b>판매비와 관리비</b>	208	267	295	427	457
<b>영업이익</b>	-1,755	-1,614	-196	243	612
영업이익률(%)	-39.1	-33.2	-2.7	2.6	6.1
<b>비영업손익</b>	27	-181	80	-40	-35
순금융손익	-76	-56	-41	15	70
외환관련손익	1	-52	16	-105	41
관계기업등 투자손익	-1	0	1	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	-1,727	-1,794	-116	203	577
세전계속사업이익률(%)	-38.5	-36.9	-1.6	2.1	5.7
<b>계속사업법인세</b>	-28	-50	-276	5	45
<b>계속사업이익</b>	-1,700	-1,745	160	199	532
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-1,700	-1,745	160	199	532
순이익률(%)	-37.9	-35.9	2.2	2.1	5.3
<b>지배주주</b>	-1,700	-1,745	160	199	532
지배주주귀속 순이익률(%)	-37.9	-35.9	2.2	2.1	5.3
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
총포괄이익	-1,650	-1,473	-10	199	532
지배주주	-1,650	-1,473	-10	199	532
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	-1,631	-1,483	-50	412	797

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-36.2	8.3	52.4	27.7	6.5
영업이익	적전	적지	적지	흑전	151.9
세전계속사업이익	적전	적지	적지	흑전	184.3
EBITDA	적전	적지	적지	흑전	93.4
EPS	적전	적지	흑전	24.2	168.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	-16.2	-15.3	1.2	1.4	3.4
ROE	-55.9	-117.8	6.3	4.5	11.2
EBITDA마진	-36.3	-30.5	-0.7	4.4	7.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	86.8	73.3	123.6	120.7	123.9
부채비율	379.0	1,542.4	223.4	234.8	217.1
순자입금/자기자본	41.3	257.7	9.9	21.0	13.3
EBITDA/이자비용(배)	-14.1	-12.2	-0.3	2.8	4.8
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-13,403	-13,757	522	648	1,737
BPS	17,491	5,880	14,063	14,711	16,448
CFPS	-12,425	-12,728	998	1,200	2,341
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	-1.5	-1.2	48.1	40.4	15.1
PBR	1.2	2.9	1.8	1.8	1.6
PCR	-1.6	-1.3	25.1	21.8	11.2
EV/EBITDA	-2.1	-2.7	-160.8	21.7	10.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.04.15	매수	35,000원	6개월		
2023.10.26	매수	30,000원	6개월	-17.44%	2.33%
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 04월 15일 기준)

매수	96.55%	중립	3.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------