

# 한화오션 (042660)

## 공정 안정화는 다행, 그러나 불확실성 잔존

### 1분기 매출 2조 2,836억원/영업이익 529억원

한화오션의 2024년 1분기 실적은 매출은 2조 2,836억원/영업이익은 529억원으로 모두의 예상을 깨고 흑자를 기록하며 서프라이즈를 냈다. 일회성에 가까운 주요 사항으로는 환율로 인한 영업이익 상승 효과 350억원 및 공정 안정화를 위한 비용 180억원이 있었으며 이를 감안한 영업이익은 359억원으로 역시 흑자라고 볼 수 있다. 바로 지난 분기에 생산 안정화를 위한 비용 2,200억원(상선 1,400억원/해양 800억원)이 발생했던 것을 생각하면 생산공정이 놀라울 정도로 급속히 안정화 되었다고도 볼 수 있다. 사측에 의하면 생산에 필요한 인원의 숫자는 이미 채워진 상태이며 준비된 인원의 생산성을 높이고 있는 단계이다. 실제로 동사의 거제조선소에서는 다수의 신규 채용된 외국인들을 확인할 수 있으며 생산성은 계량할 수 없지만 표면적으로는 인력난이 상당히 개선된 것으로 보인다.

### 2025~2026 매출에 대한 불확실성과 풍력/플랜트 사업에 대한 의문

다만 장기간의 수주 부진에 따른 향후 매출 불확실성이 우려된다. 2023년 동사의 수주는 매출의 절반 수준인 35억 달러에 그쳤으며 올해 누적 수주액도 카타르 LNGC 12척을 포함해 33억 달러로 동종사에 비해 낮은 수준에 머무르고 있다. 당장 2025~2026년 매출이 걱정이다. 클락슨에 등록된 수주잔고를 토대로 추정되는 동사의 인도 일정은 24년 39척, 25년 30척, 26년 25척으로 줄고 있다. 문제는 당장 수주를 채우더라도 물리적으로 25년 납기는 선종을 막론하고 불가능하며 26년 납기도 일부 단순 선종을 제외하면 어렵다는 점이다. 향후 수주를 희망적으로 가정해서 실적을 추정하더라도 25년 매출은 24년보다 하락할 가능성을 배제할 수 없다. 계약에서 납기까지의 호흡이 긴 해양과 특수선 사업은 말할 것도 없이 단기 매출에 큰 도움이 되기 어려우며, 단납기 슬롯을 채울 수 있는 탱커 등의 수주가 이어지지 않으면 24년의 매출 상승은 반짝 상승으로 그칠 우려가 있다.

또한 한화그룹으로부터 물려받은 풍력과 플랜트 사업에 대한 불확실성도 잔존한다. 기존 투자자들의 트라우마가 있는 그 사업들과는 결이 다소 다르다고 알려져 있으나 본업과 크게 상관이 없는 사업이 기존 사업부문과 어떤 시너지를 낼 수 있을지 명확한 답이 되지 않고 있다. 시장이 기대하는 상선 및 특수선 사업에서의 실적 가시화에 앞서 사업부문이 여럿 늘어나는 것은 반갑지만은 않은 일이다.

### 목표주가 및 투자의견 하향

동사의 목표주가를 35,000원으로 하향하고 투자의견을 Hold로 변경한다. 25년 매출 추정치를 24년보다 하락한 8조 4,879억원으로 예상하며, 이에 따라 12MF BPS 역시 하향한다. Target P/B는 미국 방산 조선소인 Huntington Ingalls의 23년 평균인 2.5배로 선정하였으나 이는 동사의 미국 군함 MRO사업 진출 가시화를 가정한 기대가 섞인 숫자이다. 새로 합쳐진 풍력 및 플랜트사업의 가시성과 기존 사업과의 연관성이 뚜렷하지 않으며, 무엇보다 본업인 상선사업에서의 수주 감소가 해소되지 않고 있다. 수익성 위주의 선별 수주는 옳은 방향이지만 지금은 보다 양적인 수주 증가를 보여주지 않으면 추가적인 주가 상승은 기대하기 어렵다는 판단이다.

iM하이

하이투자증권 DGB

## Company Brief

## Hold (Downgrade)

목표주가(12M)	35,000원(하향)
증가(2024.04.24)	34,450원
상승여력	1.6%

### Stock Indicator

자본금	1,537십억원
발행주식수	30,636만주
시가총액	10,554십억원
외국인지분율	16.6%
52주 주가	21,400~44,255원
60일평균거래량	1,734,484주
60일평균거래대금	48.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.2	57.3	39.5	40.6
상대수익률	14.9	49.0	27.2	34.5

### Price Trend



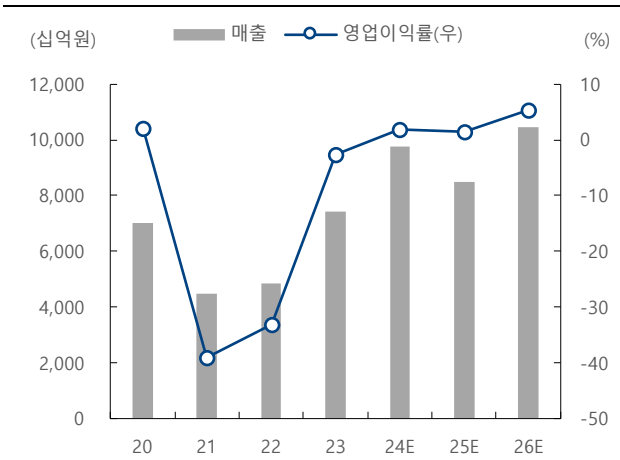
FY	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	7,408	9,750	8,488	10,452
영업이익(십억원)	-196	183	119	559
순이익(십억원)	160	198	179	497
EPS(원)	757	645	584	1,622
BPS(원)	14,060	14,151	14,180	15,247
PER(배)		53.4	59.0	21.2
PBR(배)		2.4	2.4	2.3
ROE(%)	6.3	4.6	4.1	11.0
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)		35.3	44.7	17.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계/방산]

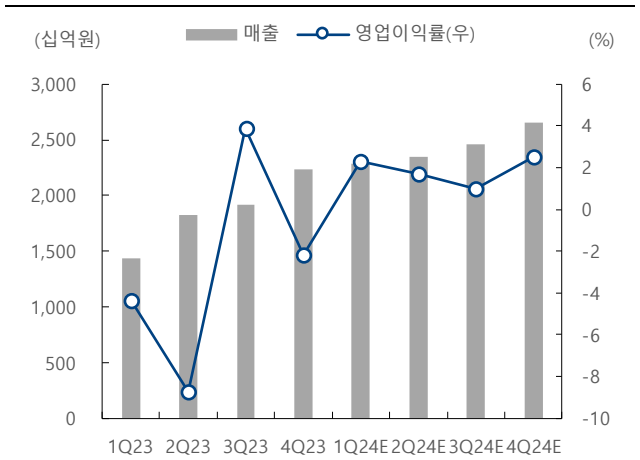
변용진 2122-9181 yongjin.byun@hi-ib.com

그림1. 한화오션 연간 매출 & 영업이익률 추이 및 전망



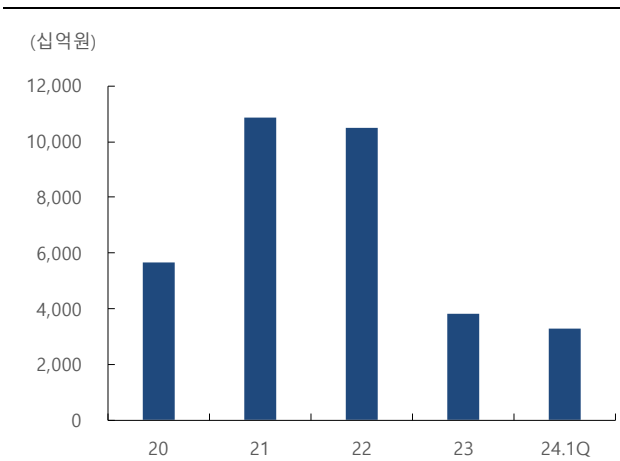
자료: 한화오션, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 한화오션 분기 매출 & 영업이익률 추이 및 전망



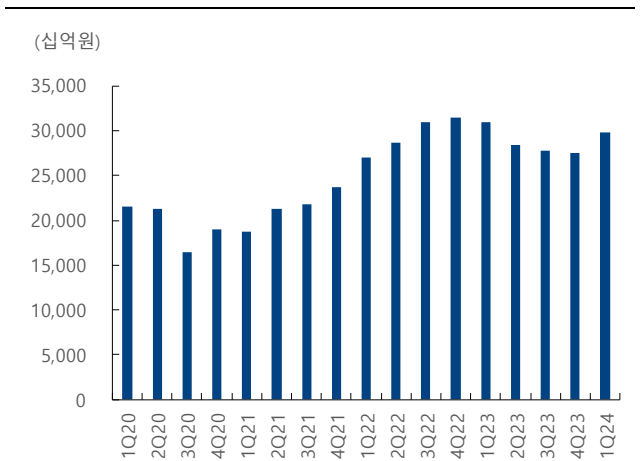
자료: 한화오션, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 한화오션 연간 신규 수주액 추이



자료: 한화오션, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 한화오션 분기별 수주잔고 추이



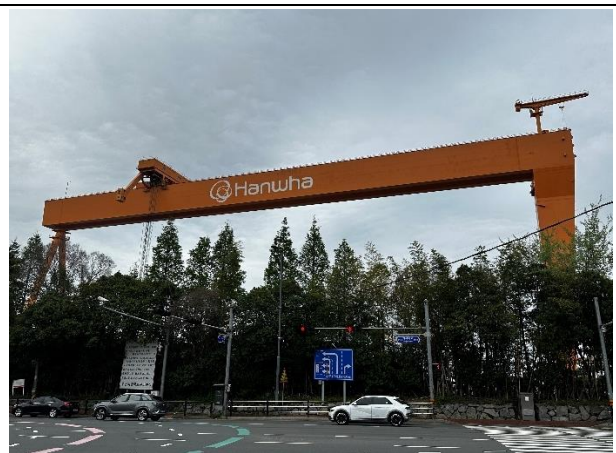
자료: 한화오션, 하이투자증권 리서치본부

그림1. 하늘색 신입 헬멧을 쓴 한화오션 외국인 근로자



자료: 하이투자증권 리서치본부

그림5. 한화 CI를 새긴 한화오션 골리앗 크레인



자료: 하이투자증권 리서치본부

표1. 한화오션 연간 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출</b>	4,860.2	7,408.3	9,749.7	8,487.9	10,452.5
상선	4,216.2	5,818.0	8,064.3	7,122.7	9,482.2
특수선	503.3	883.4	850.7	781.5	778.9
해양	202.4	977.1	914.8	350.6	145.5
기타(연결조정등)	-61.7	-270.2			
<b>영업이익</b>	-1,613.5	-196.5	183.5	118.6	558.5
상선	-1,105.4	-482.8	104.6	76.6	529.1
특수선	64.1	82.1	41.7	36.2	25.1
해양	-650.1	146.5	26.6	5.8	4.4
기타(연결조정등)	77.8	57.7			
<b>영업이익률</b>	-33.2%	-2.7%	1.9%	1.4%	5.3%
상선	-26.2%	-8.3%	1.3%	1.1%	5.6%
특수선	12.7%	9.3%	4.9%	4.6%	3.2%
해양	-321.2%	15.0%	2.9%	1.7%	3.0%

자료: 한화오션, 하이투자증권 리서치본부

표2. 한화오션 분기 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E
<b>매출</b>	1,439.8	1,820.7	1,916.9	2,230.9	2,283.6	2,349.7	2,463.7	2,652.7
상선	1,144.6	1,375.1	1,509.5	1,788.8	1,944.1	1,856.2	1,998.3	2,265.8
특수선	128.8	242.9	226.5	285.2	142.2	237.5	245.2	225.8
해양	197.2	239.0	276.2	264.7	277.4	256.1	220.2	161.1
기타(연결조정)	-30.8	-36.3	-95.3	-107.8				
<b>영업이익</b>	68.2	-159.0	74.1	-48.8	52.9	39.4	24.3	66.9
상선	-101.0	-161.8	-15.2	-204.8	18.2	24.1	9.4	52.9
특수선	-0.3	5.4	-7.6	84.6	5.7	12.1	12.6	11.3
해양	27.6	-17.6	82.5	54.0	18.4	3.2	2.3	2.8
기타(연결조정)	10.9	15.0	14.4	17.4				
<b>영업이익률</b>	4.7%	-8.7%	3.9%	-2.2%	2.3%	1.7%	1.0%	2.5%
상선	-8.8%	-11.8%	-1.0%	-11.4%	0.9%	1.3%	0.5%	2.3%
특수선	-0.2%	2.2%	-3.4%	29.7%	4.0%	5.1%	5.1%	5.0%
해양	14.0%	-7.4%	29.9%	20.4%	6.6%	1.3%	1.0%	1.7%

자료: 한화오션, 하이투자증권 리서치본부

표3. 한화오션 실적 추정치 변경

	신규 추정(A)		기존 추정(B)		차이(A-B)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출	9,749.7	8,487.9	8,645.7	9,945.4	1,104.0	-1,457.5
영업이익	183.5	118.6	284	486.8	-100.5	-368.2
영업이익률	1.9%	1.4%	3.3%	4.9%	-1.4%p	-3.5%p

자료: 한화오션, 하이투자증권 리서치본부

표4. 한화오션 목표주가 산출

	2020	2021	2022	2023	2024F	비고
EPS(원)	807			757	646	
BPS(원)	36,066	20,672	6,945	14,061	14,167	
고점 P/E(배)	36.4			64.6	53.8	
평균 P/E(배)	28.3			38.9	39.0	
저점 P/E(배)	13.9			23.6	33.1	
고점 P/B(배)	0.8	1.9	4.1	3.5	2.5	
평균 P/B(배)	0.6	1.4	3.1	2.1	1.8	
저점 P/B(배)	0.3	1.1	2.5	1.3	1.5	
ROE(%)				3.7	4.6	지배주주순이익 기준
적용BPS(원)					14,179	12MF BPS
Target P/B(배)					2.5	벤치마크(HII) 23년 평균
적정주가(원)					35,448	
목표주가(원)					35,000	
전일 증가(원)					34,450	
상승여력					1.6%	

자료: 한화오션, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

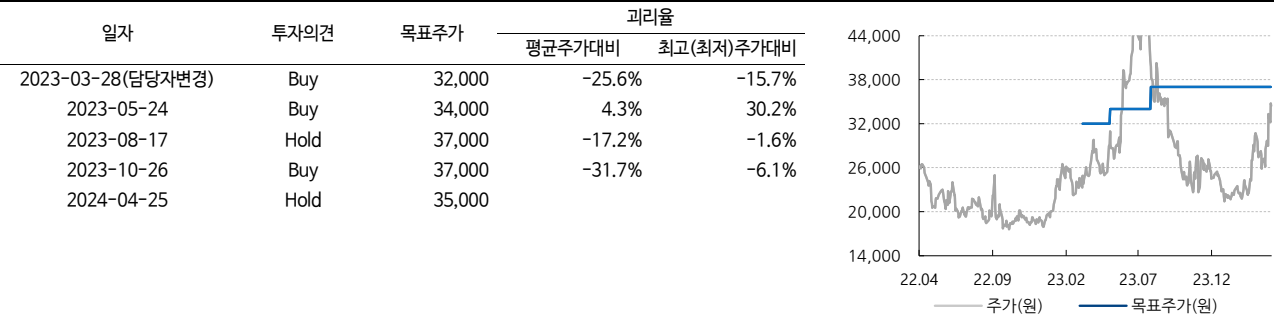
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023E	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023E	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,218	9,306	9,136	9,532	매출액	7,408	9,750	8,488	10,452
현금 및 현금성자산	1,799	875	1,173	698	증가율(%)	52.4	31.6	-12.9	23.1
단기금융자산	125	113	101	91	매출원가	7,310	9,192	8,044	9,493
매출채권	606	711	741	849	매출총이익	99	557	444	959
재고자산	2,891	3,804	3,312	4,079	판매비와관리비	295	374	325	401
비유동자산	4,727	4,572	4,431	4,302	연구개발비	75	-	-	-
유형자산	4,062	3,906	3,764	3,634	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4	4	3	2	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	13,945	13,878	13,567	13,834	영업이익	-196	183	119	559
유동부채	7,459	7,365	7,045	6,984	증가율(%)	적지	흑전	-35.4	371.1
매입채무	893	1,175	1,023	1,260	영업이익률(%)	-2.7	1.9	1.4	5.3
단기차입금	486	536	523	501	이자수익	118	60	78	48
유동성장기부채	64	223	226	244	이자비용	159	161	160	160
비유동부채	2,173	2,173	2,173	2,173	자본법이익(손실)	1	1	1	1
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	425	425	425	425
장기차입금	1,665	1,665	1,665	1,665	세전계속사업이익	-116	251	221	630
부채총계	9,633	9,538	9,218	9,157	법인세비용	-276	53	42	132
지배주주지분	4,307	4,335	4,344	4,671	세전계속이익률(%)	-1.6	2.6	2.6	6.0
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	당기순이익	160	198	179	497
자본잉여금	2,740	2,740	2,740	2,740	순이익률(%)	2.2	2.0	2.1	4.8
이익잉여금	-2,868	-2,670	-2,492	-1,995	지배주주귀속 순이익	160	198	179	497
기타자본항목	566	396	226	56	기타포괄이익	-170	-170	-170	-170
비지배주주지분	5	5	5	6	총포괄이익	-10	28	9	327
자본총계	4,312	4,340	4,349	4,676	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023E	2024E	2025E	2026E		2023E	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-1,939	-2,191	-748	-1,527	주당지표 (원)				
당기순이익	160	198	179	497	EPS	757	645	584	1,622
유형자산감가상각비	146	156	142	130	BPS	14,060	14,151	14,180	15,247
무형자산상각비	0	1	1	1	CFPS	1,449	1,157	1,050	2,047
지분법관련손실(이익)	1	1	1	1	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	197	-27	-28	-29	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-130	-	-	-	PER		53.4	59.0	21.2
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR		2.4	2.4	2.3
금융상품의 증감	2	-	-	-	PCR		29.8	32.8	16.8
재무활동 현금흐름	2,885	149	-70	-64	EV/EBITDA		35.3	44.7	17.7
단기금융부채의증감	-552	209	-10	-4	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	6.3	4.6	4.1	11.0
자본의증감	3,497	-	-	-	EBITDA0이익률	-0.7	3.5	3.1	6.6
배당금지급	-1	-1	-1	-1	부채비율	223.4	219.8	211.9	195.8
현금및현금성자산의증감	1,140	-924	298	-475	순부채비율	6.7	33.1	26.2	34.6
기초현금및현금성자산	660	1,799	875	1,173	매출채권회전율(x)	12.2	14.8	11.7	13.2
기말현금및현금성자산	1,799	875	1,173	698	재고자산회전율(x)	2.9	2.9	2.4	2.8

자료 : 한화오션, 하이투자증권 리서치본부

한화오션 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,  
 · 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 · 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.  
 · 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.  
 · 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.  
 · 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-