

한화오션 (042660/KS)

선별수주 전략 이어간다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 30,000 원(유지)

현재주가: 23,050 원

상승여력: 30.2%

Analyst
한승한shane.han@sk.com
3773-9992

Company Data

| | |
|---------------|-----------|
| 발행주식수 | 30,636 만주 |
| 시가총액 | 7,062 십억원 |
| 주요주주 | |
| 한화에어로스페이스(외4) | 46.29% |
| 한국산업은행 | 19.50% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(24/01/15) | 23,050 원 |
| KOSPI | 2,525.99 pt |
| 52주 최고가 | 43,444 원 |
| 52주 최저가 | 17,102 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 36 십억원 |

주가 및 상대수익률



4Q23 Preview: 영업이익 컨센서스 화회

4Q23 연결 매출액 2조 2,219억원(+53.1% YoY, +15.7% QoQ), 영업이익 146억원(흑전 YoY, -80.4% QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 지난 분기 일회성 요인 제거한 경상이익 기준으로 소폭이지만 분기 흑자전환 성공을 통해 건조 마진의 정상화를 확인했으며, 이번 분기에도 그 기조 계속 이어가고 있다는 판단이다. 다만 아직 고선가 비중의 확대가 본격적으로 이뤄지지 않고 있는 중으로 컨센서스(306억원)를 약 160억원 하회한 것으로 추정된다.

2024 년은 수주 규모 기대감 보다 수익성에 주목하자

4Q23 기준 매출에서 LNGC 가 차지하는 비중이 약 40%에서 '24 년 말 기준 약 55%까지 확대될 것으로 예상됨에 따라 흑자기조 유지하며 연간 기준 흑자전환에 성공할 것으로 예상된다. '23 년 경쟁사 대비 낮은 수주 실적을 보여준 동사의 상대적으로 여유로운 도크 슬롯 때문에 올해 수주 규모 기대감이 높아져 있다는 판단이다. 하지만 이러한 장점을 활용한 대규모 수주 보다 수익성 위주의 선별 수주 전략을 계속 이어갈 것으로 예상됨에 따라 '23 년과 비슷한 수준의 수주목표를 설정할 것으로 예상된다. 일반상선 부문은 LNGC 와 LPGC/VLAC 중심의 수익성 위주의 선별 수주 전략 이어갈 것으로 전망한다. 특수선의 경우 경쟁사의 감점 패널티로 인해 KDDX(한국형 차기 구축함)와 FFX Batch-IV(울산급 배치 4)수주 가능성 높다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 30,000 원 유지

한화오션에 대한 투자의견 매수와 목표주가 30,000 원을 유지한다. 목표주가는 12 개월 선행 BSP 15,994 원에 Target P/B 1.85 배를 적용하여 산출했다. 국내 특수선 수주 트랙레코드를 연달아 쌓아가고 있는 동사의 글로벌 특수선 수주 기대감은 한화그룹 방산 자회사들과의 시너지와 함께 시간이 지날수록 확대되며 주가 상승 모멘텀으로 작용할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|-------|---------|---------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 십억원 | 7,030 | 4,487 | 4,860 | 7,396 | 9,686 | 10,269 |
| 영업이익 | 십억원 | 153 | -1,755 | -1,614 | -133 | 303 | 681 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 87 | -1,700 | -1,745 | -131 | 219 | 538 |
| EPS | 원 | 683 | -13,403 | -13,757 | -426 | 713 | 1,755 |
| PER | 배 | 35.7 | -1.5 | -1.2 | -58.9 | 32.3 | 13.1 |
| PBR | 배 | 0.8 | 1.2 | 2.9 | 1.7 | 1.5 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 배 | 15.2 | -2.1 | -2.7 | 783.6 | 15.1 | 7.8 |
| ROE | % | 2.3 | -55.9 | -117.8 | -4.9 | 4.6 | 10.5 |

한화오션 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)

| 구분 | 변경 후 | | | | 변경 전 | | | | 컨센서스 | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 4Q23E | 1Q24E | 2023E | 2024E | 4Q23E | 1Q24E | 2023E | 2024E | 4Q23E | 1Q24E | 2023E | 2024E |
| 매출액 | 2,219 | 2,360 | 7,396 | 9,686 | 2,317 | 2,337 | 7,495 | 9,308 | 2,271 | 2,466 | 7,426 | 9,489 |
| 영업이익 | 15 | 49 | -133 | 303 | 32 | 66 | -116 | 410 | 31 | 73 | -109 | 383 |
| 영업이익률 | 0.7% | 2.1% | -1.8% | 3.1% | 1.4% | 2.8% | -1.5% | 4.4% | 1.3% | 2.9% | -1.5% | 4.0% |

자료: Fnguide, SK 증권 추정

한화오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

| 구분 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2022 | 2023E | 2024E |
|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 매출액 | 1,440 | 1,821 | 1,917 | 2,219 | 2,360 | 2,442 | 2,389 | 2,495 | 4,860 | 7,396 | 9,686 |
| YoY | 15.6% | 53.8% | 95.3% | 53.1% | 63.9% | 34.1% | 24.6% | 12.4% | 8.3% | 52.2% | 31.0% |
| QoQ | -0.6% | 26.5% | 5.3% | 15.7% | 6.4% | 3.5% | -2.2% | 4.4% | - | - | - |
| 영업이익 | -63 | -159 | 74 | 15 | 49 | 68 | 79 | 107 | -1,614 | -133 | 303 |
| YoY | 적지 | 적지 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 6.3% | 636.9% | 적지 | 적지 | 흑전 |
| QoQ | 적지 | 적지 | 흑전 | -80.4% | 237.1% | 37.8% | 16.6% | 36.1% | - | - | - |
| 영업이익률 | -4.4% | -8.7% | 3.9% | 0.7% | 2.1% | 2.8% | 3.3% | 4.3% | -33.2% | -1.8% | 3.1% |

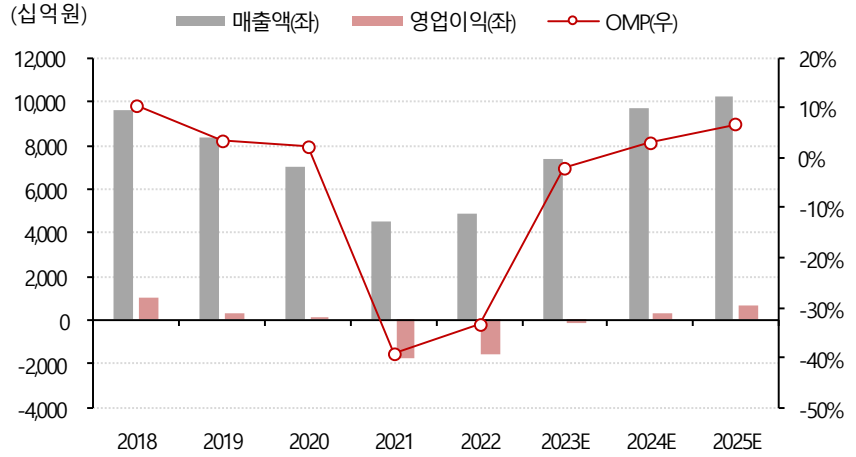
자료: 한화오션, SK 증권 추정

한화오션 목표주가 산출

| 항목 | 구분 | 단위 | 적정가치 | 비고 |
|-------------|-----|----|--------|-----------------|
| 12M Fwd BPS | (A) | 원 | 15,944 | |
| Target P/B | (B) | 배 | 1.85 | |
| 주당주주가치 | (C) | 원 | 29,497 | (C) = (A) * (B) |
| 목표주가 | (D) | 원 | 30,000 | |
| 현재주가 | (E) | 원 | 23,050 | 2024년 1월 15일 종가 |
| 상승여력 | (F) | % | 30.2% | (F) = (D-E)/(E) |

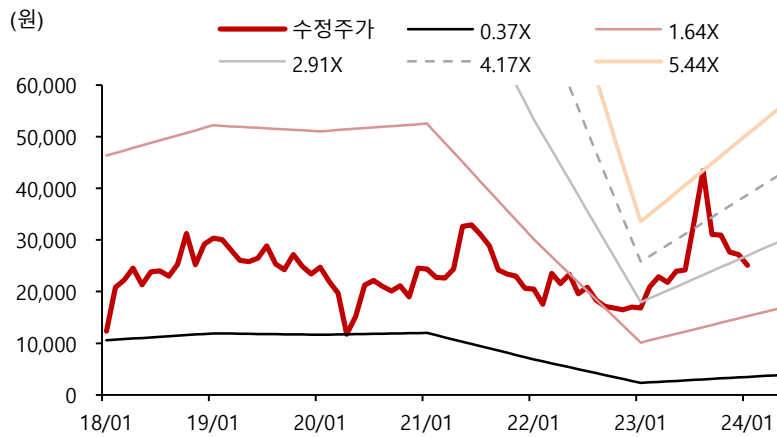
자료: 한화오션, SK 증권 추정

한화오션 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



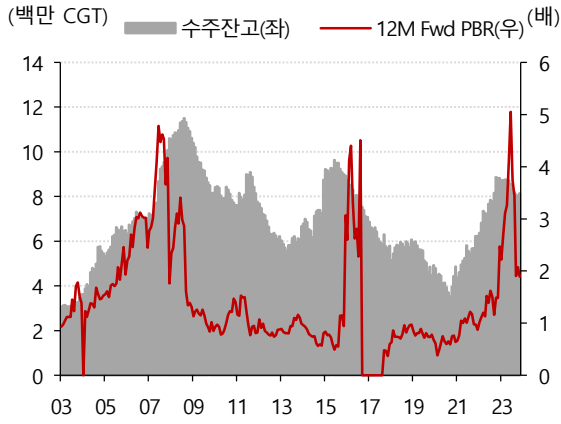
자료: 한화오션, SK 증권 추정

한화오션 PBR Band Chart



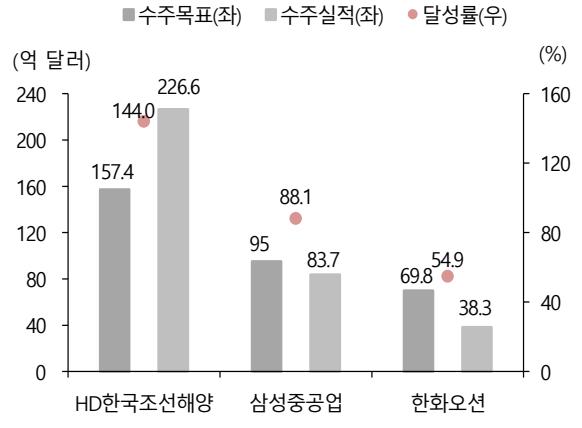
자료: Bloomberg, SK 증권

한화오션 수주잔고 및 PBR 추이



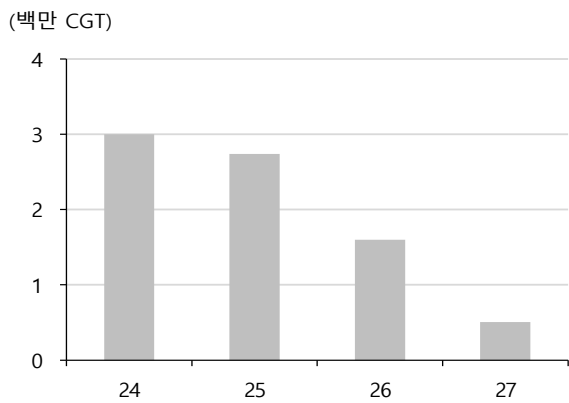
자료: Clarksons, SK 증권

조선 3사 2023년 수주목표 및 달성률



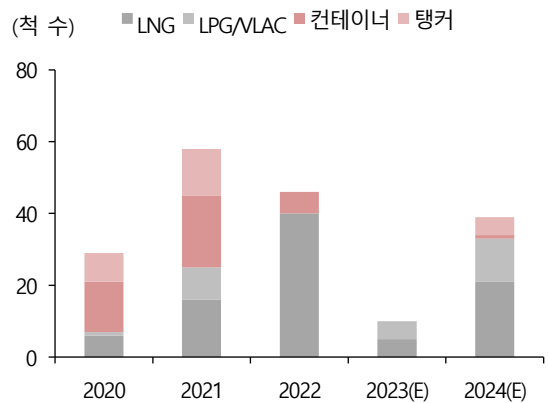
Clarksons, SK 증권

한화오션 인도예정 선박 규모



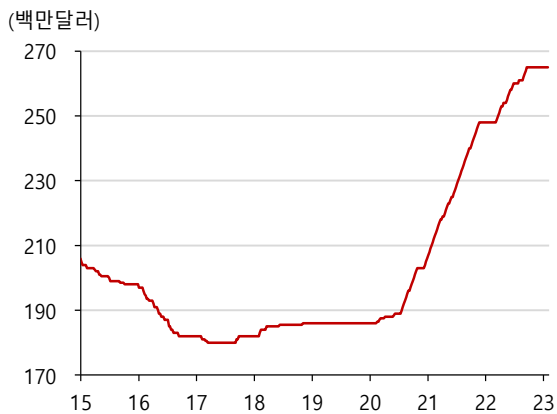
자료: Clarksons, SK 증권

한화오션 주요 선종별 수주 척 수 및 전망



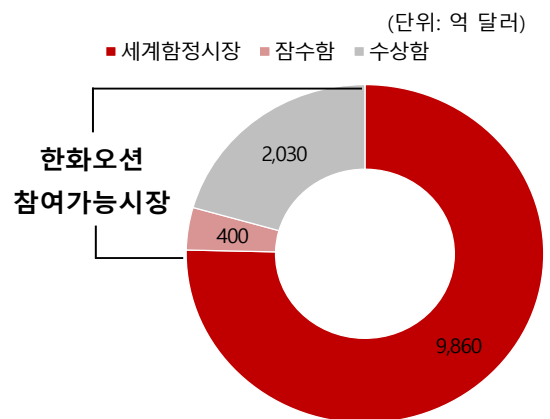
자료: 한화오션, Clarksons, SK 증권 추정

174K-CBM LNG 운반선 선가 추이



자료: Clarksons, 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 | 11,010 | 11,305 | 12,030 |
| 현금및현금성자산 | 1,779 | 660 | 3,340 | 2,879 | 3,170 |
| 매출채권 및 기타채권 | 345 | 405 | 262 | 284 | 295 |
| 재고자산 | 1,139 | 2,202 | 2,889 | 3,251 | 3,474 |
| 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 | 15,582 | 16,495 | 17,447 |
| 유동부채 | 7,464 | 10,672 | 8,291 | 8,992 | 9,384 |
| 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 | 1,013 |
| 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 | 12,066 |
| 지배주주지분 | 2,218 | 745 | 4,620 | 4,839 | 5,377 |
| 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 | -3,035 | -2,817 | -2,279 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 4 | 4 | 4 |
| 자본총계 | 2,218 | 745 | 4,624 | 4,843 | 5,381 |
| 부채와자본총계 | 10,623 | 12,236 | 15,582 | 16,495 | 17,447 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 528 | -1,037 | -1,088 | 465 | 698 |
| 당기순이익(손실) | -1,700 | -1,745 | -131 | 219 | 538 |
| 비현금성항목등 | 1,453 | 661 | -488 | 286 | 276 |
| 유형자산감가상각비 | 124 | 130 | 142 | 154 | 170 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 1,329 | 531 | -630 | 131 | 105 |
| 운전자본감소(증가) | 760 | 39 | -479 | -45 | -37 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | 343 | -187 | 126 | -22 | -12 |
| 재고자산의감소(증가) | -290 | -672 | -613 | -362 | -223 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 1 | 152 | 161 | 113 | 60 |
| 기타 | 706 | 746 | -153 | 225 | 138 |
| 법인세납부 | 0 | 0 | 1 | -44 | -109 |
| 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 | 2,680 | -461 | 292 |
| 기초현금 | 1,344 | 1,779 | 660 | 3,340 | 2,879 |
| 기말현금 | 1,779 | 660 | 3,340 | 2,879 | 3,170 |
| FCF | 434 | -1,158 | -1,207 | 45 | 310 |

자료 : 한화오션, SK증권 추정

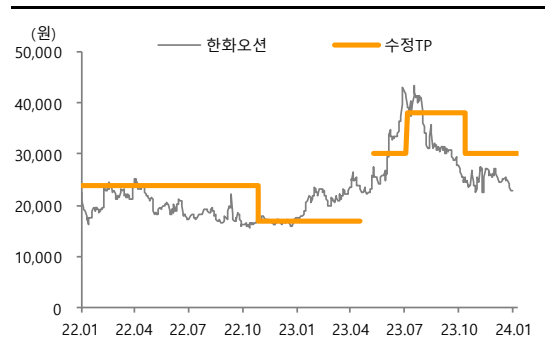
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 4,487 | 4,860 | 7,396 | 9,686 | 10,269 |
| 매출원가 | 6,034 | 6,207 | 7,217 | 8,945 | 9,123 |
| 매출총이익 | -1,547 | -1,347 | 179 | 740 | 1,147 |
| 매출총이익률(%) | -34.5 | -27.7 | 2.4 | 7.6 | 11.2 |
| 판매비와 관리비 | 208 | 267 | 312 | 437 | 465 |
| 영업이익 | -1,755 | -1,614 | -133 | 303 | 681 |
| 영업이익률(%) | -39.1 | -33.2 | -1.8 | 3.1 | 6.6 |
| 비영업손익 | 27 | -181 | 2 | -40 | -35 |
| 순금융손익 | -76 | -56 | -60 | 24 | 3 |
| 외환관련손익 | 1 | -52 | -50 | -105 | 41 |
| 관계기업등 투자손익 | -1 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | -1,727 | -1,794 | -131 | 263 | 646 |
| 세전계속사업이익률(%) | -38.5 | -36.9 | -1.8 | 2.7 | 6.3 |
| 계속사업법인세 | -28 | -50 | -0 | 44 | 109 |
| 계속사업이익 | -1,700 | -1,745 | -131 | 219 | 538 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | -1,700 | -1,745 | -131 | 219 | 538 |
| 순이익률(%) | -37.9 | -35.9 | -1.8 | 2.3 | 5.2 |
| 지배주주 | -1,700 | -1,745 | -131 | 219 | 538 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | -37.9 | -35.9 | -1.8 | 2.3 | 5.2 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | -1,650 | -1,473 | -177 | 219 | 538 |
| 지배주주 | -1,650 | -1,473 | -178 | 219 | 538 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | -1,631 | -1,483 | 9 | 457 | 852 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------|---------|---------|--------|---------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | -36.2 | 8.3 | 52.2 | 31.0 | 6.0 |
| 영업이익 | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | 125.1 |
| 세전계속사업이익 | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | 146.0 |
| EBITDA | 적전 | 적지 | 흑전 | 4,897.8 | 86.3 |
| EPS | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | 146.0 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | -16.2 | -15.3 | -0.9 | 1.4 | 3.2 |
| ROE | -55.9 | -117.8 | -4.9 | 4.6 | 10.5 |
| EBITDA마진 | -36.3 | -30.5 | 0.1 | 4.7 | 8.3 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 86.8 | 73.3 | 132.8 | 125.7 | 128.2 |
| 부채비율 | 379.0 | 1,542.4 | 236.9 | 240.6 | 224.2 |
| 순차입금/자기자본 | 41.3 | 257.7 | -11.3 | -1.2 | -6.0 |
| EBITDA/이자비용(배) | -14.1 | -12.2 | 0.1 | 2.9 | 5.4 |
| 배당성향 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | -13,403 | -13,757 | -426 | 713 | 1,755 |
| BPS | 17,491 | 5,880 | 15,084 | 15,798 | 17,553 |
| CFPS | -12,425 | -12,728 | 38 | 1,218 | 2,311 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation 지표 (배) | | | | | |
| PER | -1.5 | -1.2 | -58.9 | 32.3 | 13.1 |
| PBR | 1.2 | 2.9 | 1.7 | 1.5 | 1.3 |
| PCR | -1.6 | -1.3 | 660.8 | 18.9 | 10.0 |
| EV/EBITDA | -2.1 | -2.7 | 783.6 | 15.1 | 7.8 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|---------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 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(한승환)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 01월 16일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 93.89% | 중립 | 6.11% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|