

2024. 7. 8



▲ 조선/기계

Analyst 배기연

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **33,000 원****현재주가 (7.5)** **30,100 원****상승여력** **9.6%**

KOSPI 2,862.23pt

시가총액 92,214억원

발행주식수 30,643만주

유동주식비율 27.53%

외국인비중 16.73%

52주 최고/최저가 43,444원/21,400원

평균거래대금 599.1억원

주요주주(%)

한화에너지스페이스 외 4 인 46.29

한국산업은행 19.50

국민연금공단 5.54

주가상승률(%) **1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 4.0 20.9 -12.5

상대주가 -2.3 8.9 -21.1

주가그래프**한화오션** 042660**2Q24 Preview 2020 년 일감 해소 중**

- ✓ 2분기 매출액 2조 6,254억원(+44.2% YoY, +15.0% QoQ), 2분기 영업이익 750억원(흑자전환 YoY, +41.7% QoQ) 추정
- ✓ 상선 사업부의 영업이익률은 +1.5%로, mid-single 진입은 아직 2020년도 수주했던 23,660TEU급 컨테이너선의 선가 1.6억달러 vs 현재 2.7억달러
- ✓ 2026년 실적을 반영한다면, 적정주가는 33,000원으로 상향 멀티플 1.7배. 잠재된 α 가 발현할 수 있는 포석은 마련됨

영업흑자 기초 유지

2분기 추정치의 경우, 매출액은 2조 6,254억원이며 전년동기대비 44.2%, 전분기대비 15.0% 성장을 예상한다. 영업이익은 750억원이며 전년동기대비 흑자전환, 전분기대비 41.7%의 성장을 예상한다. 영업이익률은 +2.9%로써 전분기 +2.3%와 유사한 영업이익률을 예상한다.

상선 사업부의 경우, 매출액은 2조 1,777억원(+58.4% YoY, +12.0% QoQ), 영업이익 328억원(흑자전환 YoY, +80.3% QoQ), 영업이익률 +1.5%(+13.3%p YoY, +0.6%p QoQ)로 예상한다. 메리츠에서 산출하는 2분기 건조선가지표는 145.8p(+11.3% YoY, +2.6% QoQ)로 상승세로 추정한다.

특수선 사업부의 경우, 매출액은 1,422억원(-41.5% YoY, +0.0% QoQ), 영업이익 77억원(+43.3% YoY, +35.7% QoQ), 영업이익률 +5.4%(+3.2%p YoY, +1.4%p QoQ)로 추정한다. 해양 사업부의 경우, 매출액은 3,986억원(+66.8% YoY, +43.7% QoQ), 영업이익 201억원(흑자전환 YoY, +9.3% QoQ), 영업이익률 +5.0%(+12.4%p YoY, -1.6%p QoQ)로 추정한다.

2026년 멀티플 1.7배. 그러나 그 안에 잠재된 α

2026년 ROE 15.7%, BPS 18,801원을 감안하여 적정주가를 33,000원으로 상향 조정한다. 적정 멀티플은 Implied PBR 1.7배로 추정했으나, 특수선에 근거한 멀티플 리레이팅 가능성은 상존한다. 하반기 중 MSRA 취득과 미 해군 MRO 사업을 취득한다면, 미국 외 국가들의 함정 사업 스케줄이 촉진될 개연성 있다. Philly Shipyard 인수 및 Austal 인수 추진 등 첫 단추를 잘 꿰 한화오션이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	4,860.2	-1,613.6	-1,744.8	-13,757	적지	5,874	-1.2	2.9	-2.7	-117.8	1,542.4
2023	7,408.3	-196.5	159.9	757	흑전	14,060	33.1	1.8	-160.9	6.3	223.4
2024E	10,224.6	307.1	220.0	718	-5.3	14,779	41.9	2.0	25.2	5.0	255.7
2025E	11,890.4	551.0	391.2	1,277	77.8	16,056	23.6	1.9	16.2	8.3	237.4
2026E	13,274.8	1,132.8	840.9	2,745	115.0	18,801	11.0	1.6	9.4	15.7	213.1

표1 한화오션의 2Q24 Preview

(십억원)	2Q24E	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,625.4	1,820.7	44.2	2,283.6	15.0	2,412.00	8.8
영업이익	75.0	-159.0	흑자전환	52.9	41.7	46.5	61.3
세전이익	65.4	-236.9	흑자전환	53.9	21.3	43.3	51.0
지배순이익	49.0	-237.2	흑자전환	51.0	-3.9	28.3	73.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

상선 사업부의 경우, 2분기에 인도한 선박은 컨테이너선 4척, LPG선 1척으로 추정한다. 그중 23,660TEU급 LNG-DF 컨테이너선 2척은 현재 신조선가가 2.7억달러이나 수주 당시 선가는 1.6억달러이다. 13,250TEU급 컨벤셔널 컨테이너선 2척은 1.3억달러에 수주했는데 현재 신조선가는 1.5억달러이다. VLGC 1척은 0.8억달러에 수주했고, 현재 신조선가는 1.2억달러 수준이다.

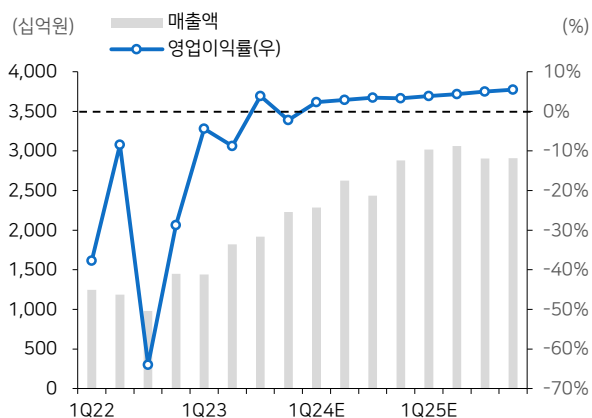
특수선 사업부의 경우, 실적 기여도는 낮은 상태이지만 Philly Shipyard 인수를 통해 외형확장을 위한 포석을 두었다. 하반기 MSRA(Master Ship Repair Agreement) 취득 여부는 미 해군 MRO 사업 수주와 동행할 개연성이 있다. 이는 미국을 중심으로 한 태평양 국가들의 함정 사업을 촉진할 가능성이 있으며 우리나라 조선소들의 진출 기대감을 고취한다.

표2 한화오션이 2분기에 인도한 주요 선종 테이블

선종	사이즈	단위	선주	대체연료	스크러버	인도일	계약일	수주 선가 (억달러)	동형 선박의 현재 신조선가 (억달러)
LPG	91,000	cu.m.	Pertamina Intl Shpg	LPG, Ammonia Ready		2024-05	2021-04	0.8	1.2
Container	13,250	TEU	HMM	LNG Ready	Fitted	2024-06	2021-06	1.3	1.5
Container	13,250	TEU	HMM	LNG Ready	Fitted	2024-05	2021-06	1.3	1.5
Container	23,660	TEU	Hapag-Lloyd	LNG Capable		2024-05	2020-12	1.6	2.7
Container	23,660	TEU	Hapag-Lloyd	LNG Capable		2024-05	2020-12	1.6	2.7

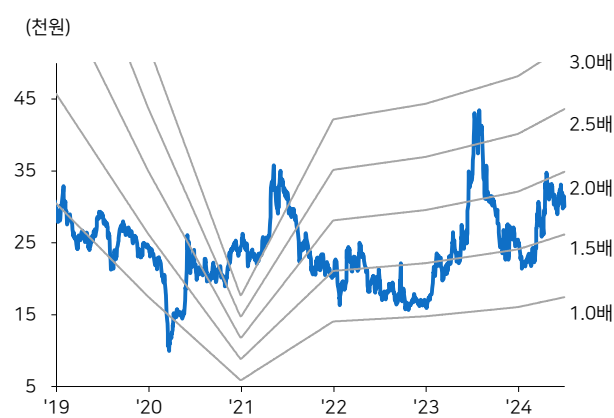
자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화오션의 분기 실적 추이 및 전망



자료: 한화오션, 메리츠증권 리서치센터

그림2 24개월 선행 PBR Band



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한화오션 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
원/달러	1,275.6	1,314.7	1,311.0	1,320.8	1,328.5	1,342.6	1,356.7	1,360.0	1,350.0	1,340.0	1,340.0	1,330.0	1,290.4	1,305.5	1,346.9	1,340.0	1,330.0
YoY	5.9%	4.4%	-2.0%	-2.8%	4.1%	2.1%	3.5%	3.0%	1.6%	-0.2%	-1.2%	-2.2%	13.1%	1.2%	3.2%	-0.5%	-0.7%
건조선가치표(p)	130.1	130.9	132.3	138.1	142.0	145.8	148.5	153.1	156.0	156.9	157.6	159.7	128.5	132.9	147.3	157.5	172.1
YoY	1.1%	2.0%	3.1%	7.3%	9.1%	11.3%	12.3%	10.8%	9.8%	7.7%	6.1%	4.3%	-0.7%	3.4%	10.9%	6.9%	9.2%
한국후판가격(달러/톤)	864.3	835.8	838.0	795.4	789.4	772.6	755.9	739.1	722.3	705.5	688.7	672.0	896.2	833.4	764.3	697.1	655.2
YoY	-13.4%	-12.3%	1.9%	-1.9%	-8.7%	-7.6%	-9.8%	-7.1%	-8.5%	-8.7%	-8.9%	-9.1%	0.5%	-7.0%	-8.3%	-8.8%	-6.0%
매출액	1,439.8	1,820.7	1,916.8	2,230.9	2,283.6	2,625.4	2,436.1	2,879.5	3,015.9	3,063.6	2,904.2	2,906.6	4,960.2	7,408.3	10,224.6	11,890.4	13,274.8
YoY	15.6%	53.8%	95.3%	53.9%	58.6%	44.2%	27.1%	29.1%	32.1%	16.7%	19.2%	0.9%	8.3%	52.4%	38.0%	16.3%	11.6%
상선사업부																	
매출액	1,144.6	1,375.0	1,509.6	1,788.8	1,944.1	2,177.7	2,034.9	2,249.1	2,139.0	2,246.0	2,139.0	2,139.0	4,216.3	5,818.0	8,405.7	8,663.0	9,908.6
영업이익	-101.0	-161.8	-152	-204.8	18.2	32.8	43.1	56.1	54.1	66.0	75.7	86.9	-1,105.4	-482.8	150.2	282.8	821.7
영업이익률	-8.8%	-11.8%	-1.0%	-11.4%	0.9%	1.5%	2.1%	2.5%	2.5%	2.9%	3.5%	4.1%	-26.2%	-8.3%	1.8%	3.3%	8.3%
특수선사업부																	
매출액	128.8	242.9	226.5	285.2	142.2	142.2	132.9	146.9	153.9	177.7	186.2	204.8	503.3	883.4	564.1	722.5	1,069.1
영업이익	-0.3	5.4	-7.6	84.6	5.7	7.7	7.2	7.0	15.5	20.6	24.2	26.5	64.1	82.1	27.7	86.9	160.4
영업이익률	-0.2%	2.2%	-3.4%	29.7%	4.0%	5.4%	5.5%	4.8%	10.1%	11.6%	13.0%	13.0%	12.7%	9.3%	4.9%	12.0%	15.0%
해양사업부																	
매출액	197.2	239.0	276.2	264.7	277.4	398.6	368.2	318.3	600.8	514.9	462.0	438.2	202.4	977.1	1,362.5	2,015.9	1,532.4
영업이익	27.6	-17.6	82.5	54.0	18.4	20.1	19.6	17.8	32.9	31.2	30.7	31.4	-660.1	146.5	75.9	126.2	95.4
영업이익률	14.0%	-7.4%	29.9%	20.4%	6.6%	5.0%	5.3%	5.6%	4.9%	5.4%	5.9%	6.3%	-321.2%	15.0%	5.6%	6.3%	6.2%
영업이익	-62.8	-159.0	74.1	-48.8	52.9	75.0	84.1	95.1	115.8	131.9	144.6	158.7	-1,613.6	-1,965	307.1	551.0	1,132.8
YoY	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	13.5%	흑전	118.8%	75.8%	71.9%	67.0%	적지	적지	흑전	79.4%	105.6%
영업이익률	-4.4%	-8.7%	3.9%	-2.2%	2.3%	2.9%	3.5%	3.3%	3.8%	4.3%	5.0%	5.5%	-33.2%	-2.7%	3.0%	4.6%	8.5%
세전이익	-119.9	-236.9	231.6	8.9	53.9	65.4	74.5	85.4	108.4	124.5	137.2	151.4	-1,794.3	-116.3	279.2	521.5	1,121.2
YoY	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-67.8%	858.3%	101.1%	90.4%	84.2%	77.2%	적지	적지	흑전	86.8%	115.0%
당기순이익	-120.4	-237.2	231.6	286.1	51.0	49.0	55.9	64.1	81.3	93.4	102.9	113.5	-1,744.8	160.0	220.0	391.2	840.9
YoY	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-75.9%	-77.6%	59.4%	90.4%	84.2%	77.2%	적지	흑전	37.5%	77.8%	115.0%

자료: 한화오션, 메리츠증권 리서치센터

표4 한화오션의 적정주가 산출 - Implied PBR Valuation

	2023	2024E	2025E	2026E
ROE(%)	6.3	5.0	8.3	15.7
COE(%)	9.2	8.7	8.8	9.1
RiskFree	3.7	3.2	2.8	2.8
Risk Premium	6.0	6.0	6.0	6.0
Beta	0.9	0.9	1.0	1.0
BPS(원)	14,060	14,779	16,056	18,801
적정 멀티플 = (ROE-g)/(COE-g)				1.7
Fair Value(원)				33,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

한화오션 (042660)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,860.2	7,408.3	10,224.6	11,890.4	13,274.8
매출액증가율(%)	8.3	52.4	38.0	16.3	11.6
매출원가	6,207.0	7,309.5	9,533.1	10,891.3	11,641.7
매출총이익	-1,346.9	98.8	691.5	999.1	1,633.2
판매관리비	266.7	295.3	384.4	448.1	500.3
영업이익	-1,613.6	-196.5	307.1	551.0	1,132.8
영업이익률(%)	-33.2	-2.7	3.0	4.6	8.5
금융손익	-596.9	-346.2	-226.9	-149.5	-154.4
종속/관계기업손익	0.2	1.5	1.5	10.6	28.4
기타영업외손익	415.9	424.9	197.6	109.5	114.4
세전계속사업이익	-1,794.3	-116.3	279.2	521.6	1,121.2
법인세비용	-49.6	-276.3	59.2	130.4	280.3
당기순이익	-1,744.8	160.0	220.0	391.2	840.9
지배주주지분 순이익	-1,744.8	159.9	220.0	391.2	840.9

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	7,822.5	9,217.5	10,153.5	10,619.2	11,976.9
현금및현금성자산	659.7	1,799.3	860.6	1,238.7	781.5
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	2,202.1	2,890.8	3,731.1	3,766.3	4,495.0
비유동자산	4,413.2	4,727.3	5,968.5	5,990.8	6,069.9
유형자산	3,786.7	4,062.2	4,165.5	4,187.2	4,244.6
무형자산	1.5	4.3	4.5	4.1	3.6
투자자산	278.1	130.9	1,259.1	1,260.2	1,282.2
자산총계	12,235.7	13,944.8	16,121.9	16,609.9	18,046.7
유동부채	10,672.5	7,459.4	9,183.8	9,206.1	9,669.1
매입채무	617.0	892.7	1,152.2	1,163.1	1,388.1
단기차입금	1,283.4	485.8	1,641.7	1,601.7	1,561.7
유동성장기부채	1,324.5	64.0	98.5	138.5	178.5
비유동부채	818.2	2,173.2	2,405.8	2,480.3	2,613.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	99.7	1,664.7	1,744.4	1,814.4	1,854.4
부채총계	11,490.7	9,632.6	11,589.6	11,686.4	12,282.3
자본금	541.5	1,536.8	1,536.8	1,536.8	1,536.8
자본잉여금	10.1	2,740.2	111.8	111.8	111.8
기타포괄이익누계액	554.5	559.0	565.2	565.2	565.2
이익잉여금	-2,700.7	-2,868.2	-27.4	363.8	1,204.7
비지배주주지분	0.0	4.7	4.6	4.6	4.6
자본총계	745.0	4,312.2	4,532.3	4,923.5	5,764.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-1,065.4	-1,939.2	-939.9	542.0	-222.9
당기순이익(손실)	-1,744.8	160.0	220.0	391.2	840.9
유형자산상각비	130.4	145.7	174.6	178.3	182.5
무형자산상각비	0.1	0.3	0.5	0.5	0.4
운전자본의 증감	39.1	-1,195.4	-1,229.9	-61.8	-1,281.9
투자활동 현금흐름	88.0	196.7	-1,126.7	-202.7	-296.9
유형자산의증가(CAPEX)	-120.0	-130.7	-255.4	-200.0	-240.0
투자자산의감소(증가)	191.1	148.7	-1,127.8	-1.1	-22.1
재무활동 현금흐름	-129.8	2,885.2	1,126.9	38.9	62.5
차입금의 증감	233.2	-691.7	1,382.4	72.8	97.6
자본의 증가	-7.5	3,725.4	-2,628.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1,119.2	1,139.6	-938.7	378.2	-457.3
기초현금	1,778.9	659.7	1,799.3	860.6	1,238.7
기말현금	659.7	1,799.3	860.6	1,238.7	781.5

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	38,321	35,085	33,375	38,812	43,331
EPS(지배주주)	-13,757	757	718	1,277	2,745
CFPS	-8,154	-1,826	1,262	2,774	4,761
EBITDAPS	-11,694	-239	1,574	2,382	4,295
BPS	5,874	14,060	14,779	16,056	18,801
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-1.2	33.1	41.9	23.6	11.0
PCR	-2.1	-13.7	23.8	10.9	6.3
PSR	0.4	0.7	0.9	0.8	0.7
PBR	2.9	1.8	2.0	1.9	1.6
EBITDA(십억원)	-1,483.1	-50.5	482.3	729.8	1,315.8
EV/EBITDA	-2.7	-160.9	25.2	16.2	9.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-117.8	6.3	5.0	8.3	15.7
EBITDA 이익률	-30.5	-0.7	4.7	6.1	9.9
부채비율	1,542.4	223.4	255.7	237.4	213.1
금융비용부담률	2.5	2.1	1.8	1.7	1.6
이자보상배율(x)	-13.2	-1.2	1.6	2.7	5.4
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	2.9	2.9	3.1	3.2	3.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화오션 (042660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.10.10	산업브리프	Buy	24,876	배기연	-34.1	-30.9	
2022.11.14	기업브리프	Buy	20,434	배기연	-5.4	15.2	
2023.04.13	Indepth	Hold	22,210	배기연	41.2	95.6	
2023.10.10	기업브리프	Hold	29,000	배기연	-10.4	2.1	
2023.11.03	산업분석	Hold	30,000	배기연	-19.3	-8.0	
2024.02.22	기업브리프	Hold	26,000	배기연	10.6	33.7	
2024.05.30	산업분석	Hold	28,000	배기연	10.5	18.2	
2024.07.08	기업브리프	Hold	33,000	배기연	-	-	