

Company Update

Analyst 오지훈

02) 6915-5662

jihoonoh@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 72,000원

현재가 (2/10) 58,100원

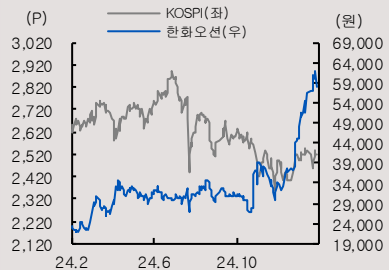
KOSPI (2/10)	2,521.27pt
시가총액	17,803십억원
발행주식수	306,413천주
액면가	5,000원
52주 최고가	61,900원
최저가	21,750원
60일 일평균거래대금	293십억원
외국인 지분율	18.7%
배당수익률 (2024F)	0.0%

주주구성	
한화에어로스페이스 외	46.28%
한국산업은행	19.50%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	29%	89%	163%
절대기준	29%	84%	153%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	72,000	39,000	▲
EPS(24)	479	-25	▲
EPS(25)	1,545	954	▲

한화오션 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

한화오션 (042660)

NDR 후기: 우려는 해소되고 기대는 커진다

4Q24 Review: 공정 개선, 환율 상승으로 컨센서스 상회

4Q24 연결 영업실적은 매출액 3조 2,532억원(YoY +45.8%, QoQ +20.4%), 영업이익 1,690억원(YoY 흑전, QoQ +560.6%, OPM 5.2%)으로 컨센서스 대비 상회했다. 부문별로는 1) 상선 부문은 저가 수주 컨테이너선 비중 감소 및 LNGc 비중 확대, 환율 상승, 2) 해양 부문은 환율 상승 및 C/O 확보, 3) 특수선 부문은 잠수함 신조호선 본격적인 생산 착수로 전 부문 매출과 영업이익이 전분기 대비 성장했다.

2025년 Outlook: 안정화된 본업, 특수선과 해양 모멘텀까지 더해진다

실적 전망: 2025년 연간 영업실적은 매출액 12조 6,948억원(YoY +17.8%), 영업이익 7,365억원(YoY +209.6%, OPM 5.8%)로 전망한다. 1) 적자 호선 컨테이너선들이 대부분 1분기에 인도되며 해소되고, 2) 고수익성의 LNGc 매출 비중이 상승하며 3) 공정 개선과 원가 안정화가 유지되며, 4) 고환율 기조가 유지된다 추정하기 때문이다.

수주 전망: 동사의 수주총액은 상선과 특수선 부문은 올해와 유사한 수준을 전망하지만, 해양부문에서 약 30억불의 FPSO 1~2기 수주를 전망하여 전년대비 증가할 것으로 추정한다. (뒷장에서 계속)

투자의견 매수, 목표주가 72,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 72,000원으로 상향한다. **투자포인트**는 아래 5가지로 제시한다. **실적:** 1) 공정차질에서 벗어나 실적 개선이 본격화되는 중이며, 2) 경쟁사 대비 상대적으로 여유로운 2027년 슬롯을 고선가 물량으로 수주 중이며, **성장:** 3) 특수선 부문에서는 연간 5척의 미국 군수지원함, 함정 MRO를 시작으로 미국 함정 신조 건조까지 진출을 노력 중이고, 4) 해양 부문에서는 표준형 FPSO 개념 승인 획득과 원가경쟁력이 높은 다이내맥을 활용하여 기존 적자에서 고수익성 사업부문으로의 변화를 전망하며, 5) 신규 투자 시, 한화그룹 계열사의 지원이 가능하다고 판단하기 때문에, 동사의 투자 부담이 상대적으로 적다는 장점이 있다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,860	7,408	10,776	12,695	14,162
영업이익	-1,614	-196	281	736	1,070
세전이익	-1,794	-116	45	631	964
지배주주순이익	-1,745	160	147	473	724
EPS(원)	-13,757	757	479	1,545	2,362
증가율(%)	2.6	-105.5	-36.7	222.4	52.8
영업이익률(%)	-33.2	-2.6	2.6	5.8	7.6
순이익률(%)	-35.9	2.2	0.4	3.7	5.1
ROE(%)	-117.8	6.3	3.4	10.3	13.9
PER	-1.2	33.1	77.9	37.6	24.6
PBR	2.9	1.8	2.6	3.7	3.2
EV/EBITDA	-2.5	-159.1	36.0	24.6	17.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

2025년 실적 및 수주 전망

- 1) 적자호선 해소
- 2) LNGc 선가 상승
- 3) 카타르 LNGc 마진 개선
- 4) MRO 수주 증가
- 5) 해양 턴어라운드
- 6) 플랜트/풍력 온전히 편입
- 7) 원가 안정화, 고환율
기조 지속 전망

실적 전망: 2025년 연간 영업실적은 매출액 12조 6,948억원(YoY +17.8%), 영업이익 7,365억원(YoY +209.6%, OPM 5.8%)로 전망한다. 그러한 이유는 1) 저가 컨테이너선이 대부분 1분기 인도되며 적자호선 비중이 줄어들고, 2) 2025년 LNGc 매출 인식 비중은 약 6~70% 수준으로 작년과 유사하지만, 평균선가가 약 5% 상승할 예정이며, 3) 현재 시장선가 대비 18% 낮게 수주했던 카타르 LNGc 1차 물량도 환율 상승(수주 시점 대비 약 +29%)과, 강재가 하락(수주 시점 대비 약 -30%)로 로우~미들싱글 수준의 마진을 추정하며, 4) 작년 2척 수주했던 미국 MRO 사업이 올해 약 5척 분량까지 증가하고, 5) 해양 부문은 생산이 안정화되어 추가적으로 충당금을 설정할 가능성이 낮다고 판단하며, 6) 3~4분기 (주)한화로부터 양수도 받은 플랜트/풍력 사업부문이 온전히 연간 실적으로 반영되며 연간 매출 약 7천억원이 증가할 예정이며, 7) 원가 안정화와 고환율 기조가 지속된다고 추정하기 때문이다.

상선: 전년 대비 증가,
LNGc, 컨테이너 위주,
일부 셔틀탱커 수주 추정

수주 전망: 2025년 연간 수주액은 전년 대비 증가할 전망이다. 특수선 부문 수주액은 전년과 유사한 수준으로 추정하나, 상선과 해양 부문에서의 수주 증가를 전망하기 때문이다. **상선 부문**에서는 LNGc와 컨테이너 수주가 증가하고, 셔틀탱커 물량 일부 수주를 예상한다. 동사의 2024년 상선 수주 실적은 LNGc 19척(47.2억불), 컨테이너 6척(12.6억불), 탱커 8척(10.3억불), LPG선 5척(6.1억불)이다. 2025년에는 LNGc는 미국 LNG 액화플랜트 FID 승인이 가속화되며 발주 증가를 예상한다. 컨테이너선은 다만 해운사, HMM 물량뿐만 아니라 미국의 중국 제재로 인한 한국 조선사들의 일부 수혜를 전망한다. 또한 글로벌 FPSO 발주 증가에 따른 셔틀탱커 발주 증가를 추정한다. 게다가 평균선가도 2024년 대비 높은 수준을 유지하고 있기 때문에 상선 부문의 수주 증가 전망은 합리적이라 판단한다. **특수선 부문**에서는 국내 사업 중심의 수주를 예상한다. 주요 수주 파이프라인으로는 KDDX 사업, 잠수함 성능개량 사업, 차세대 함정 설계 사업 등이 있다. 해외 사업으로는 태국 호위함 1척 사업이 있다. 미 MRO 사업은 2024년 2척에서 연간 5척 수준까지 증가할 것으로 추정한다. **해양 부문**에서는 1기당 약 30억불 금액의 FPSO 1~2기의 수주를 예상한다. 동사가 입찰 참여 중인 주요 프로젝트로는 Total Energies의 서아프리카 Venus FPSO, Petrobras의 남미 P-86 프로젝트가 있다. Venus FPSO는 동사의 '표준형 FPSO' 디자인으로 경쟁사 SBM 대비 수주 가능성이 높은 것으로 판단한다. 또한 P-86은 BOT 모델로써, FPSO 건조 후 운영까지 포함되어 있기 때문에 고수익성의 사업이라 전망한다. 2개의 프로젝트를 모두 수주 시, 연간 약 1~1.5조원의 추가 매출이 발생할 가능성이 높다고 추정한다.

특수선: 전년과 유사한 수준.
국내 사업 중심, 미 MRO
2척→5척 증가 전망

해양: 전년대비 증가,
FPSO 1~2기 예상

표 1. 한화오션 4Q24 Review

단위:	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전 분기	
십억원, %, %p	2024.12(P)	2024.12(E)	vs Chg	2024.12(E)	vs Con	2023.12(A)	YoY	2024.09(A)	QoQ
매출액	3,253	2,855	13.9%	2,982	9.1%	2,231	45.8%	2,703	20.4%
영업이익	169	61	177.0%	115	47.0%	-49	-446.1%	26	흑전
당기순이익	198	-75	흑전	83	138.9%	286	적전	-75	적지
OPM	5.2%	2.1%	3.1%p	3.9%	1.3%p	-2.2%	7.4%p	0.9%	4.2%p
NPM	6.1%	-2.6%	8.7%p	2.8%	3.3%p	12.8%	-6.7%p	-2.8%	8.9%p

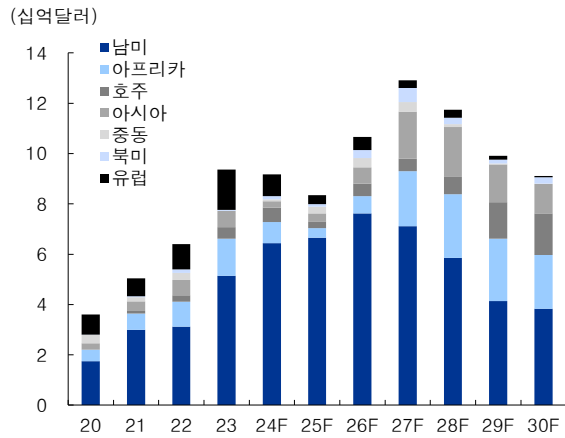
자료: 한화오션, IBK투자증권

표 2. 한화오션 실적 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E	2027E
매출액	1,440	1,821	1,917	2,231	2,284	2,536	2,703	3,253	3,015	3,235	3,147	3,298	10,776	12,695	14,162	13,444
YoY	15.6%	53.8%	95.3%	53.9%	58.6%	39.3%	41.0%	45.8%	32.0%	27.6%	16.4%	1.4%	45.5%	17.8%	11.6%	-5.1%
QoQ	-0.6%	26.5%	5.3%	16.4%	2.4%	11.1%	6.6%	20.4%	-7.3%	7.3%	-2.7%	4.8%				
조선 부문																
매출액	1,145	1,375	1,510	1,789	1,944	2,112	2,171	2,455	2,381	2,405	2,429	2,452	8,682	9,666	9,867	10,213
영업이익	-101	-162	-15	-205	18	-43	36	115	102	132	158	177	126	569	790	1,030
OPM	-8.8%	-11.8%	-1.0%	-11.4%	0.9%	-2.1%	1.7%	4.7%	4.3%	5.5%	6.5%	7.2%	1.4%	5.9%	8.0%	10.1%
해양 부문																
매출액	197	239	276	265	277	199	292	322	283	289	294	289	1,091	1,155	2,462	1,458
영업이익	28	-18	83	54	18	-48	-35	73	3	4	6	6	8	20	55	87
OPM	14.0%	-7.4%	29.9%	20.4%	6.6%	-23.9%	-12.0%	22.6%	1.2%	1.5%	2.1%	2.2%	0.8%	1.8%	2.2%	6.0%
특수선 부문																
매출액	129	243	227	285	142	329	196	386	174	363	259	390	1,053	1,186	1,537	1,468
영업이익	0	5	-8	85	6	73	14	33	20	37	29	41	126	127	202	193
OPM	-0.2%	2.2%	-3.4%	29.7%	4.0%	22.3%	7.0%	8.6%	11.3%	10.2%	11.3%	10.5%	12.0%	10.7%	13.2%	13.2%
플랜트/풍력 부문																
매출액	0	0	0	0	0	0	143	194	177	179	165	167	337	688	696	705
영업이익	0	0	0	0	0	0	3	-8	5	5	5	5	-5	20	22	23
OPM	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	-4.0%	2.9%	3.0%	2.8%	3.1%	-1.5%	3.0%	3.2%	3.2%
영업이익	-63	-159	74	-49	53	-10	26	169	131	179	198	229	238	736	1,070	1,333
OPM	-4.4%	-8.7%	3.9%	-2.2%	2.3%	-0.4%	0.9%	5.2%	4.3%	5.5%	6.3%	6.9%	2.2%	5.8%	7.6%	9.9%
YoY	적지	적지	흑전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	146.7%	흑전	673.5%	35.5%	흑전	209.6%	45.3%	24.6%
QoQ	적지	적지	흑전	적전	흑전	적전	흑전	560.6%	-22.7%	37.1%	10.6%	15.7%				
세전이익	-120	-237	232	9	54	-25	-73	198	107	152	169	203	45	631	964	1,186
당기순이익	-120	-237	232	286	51	-27	-75	198	80	114	127	152	38	473	723	890

자료: 한화오션, IBK투자증권

그림 1. 글로벌 지역별 그린필드 FPSO CAPEX 전망



자료: FPSO Network, IBK투자증권

그림 2. 진행 중인 FPSO 프로젝트 건 수: 32건



자료: FPSO Network, IBK투자증권

그림 3. 한화오션의 표준형 FPSO



자료: 한화오션, IBK투자증권

그림 4. 표준형 FPSO 미국 ABS, 프랑스 BV로부터 개념승인 획득



자료: 한화오션, IBK투자증권

표 3. 한화오션이 입찰 참여 중인 주요 FPSO 프로젝트 개요

구분	내용	
프로젝트명	Venus	P-86
발주사	Total Energies	Petrobras
지역	서아프리카(나미비아)	남미(브라질)
생산용량	원유: 150,000 bpd 가스: 미정	원유: 140,000 bpd 가스: 7 MMcmd
주요 입찰 참여 기업	한화오션(유력), SBM Offshore(네덜란드)	한화오션, COOEC(중국), CIMC Raffles(중국), 등
주요 타임라인	26년 상반기: FID	24년 10월: 입찰 발행 25년 4월: 입찰제안서 제출 마감 29년: P-86 인도, 첫 생산 예정
특이사항	- 업스트림은 한화오션이 입찰에서 SBM 대비 유리한 포지션에 있다고 보도, 이는 최근 한화오션이 미국 ABS와 프랑스 BV로부터 개념승인을 획득한 '표준형 FPSO' 때문이라고 밝힘 - 또한 한화오션이 다이나맥에서 FPSO 모듈을 제작하고, 중국 한화오션산동유한공사에서 Hull 블록 제작을 담당할 가능성이 있다고 보도 - Total Energies는 Venus FPSO의 개발 비용을 배럴당 20달러 미만을 목표로 함	

자료: 언론보도 종합, IBK투자증권

목표주가 72,000원으로 상향

표 4. 한화오션 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

PBR Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	107	306	306	306	306	306
EPS	-13,757	757	479	1,545	2,362	2,907
BPS	5,874	14,060	14,276	15,821	18,183	21,090
PBR(고)	4.8	3.8	2.7			
PBR(평)	3.6	2.2	2.4			
ROE	-117.8%	6.3%	3.4%	10.3%	13.9%	14.8%
FWD ROE	4.8%	6.8%	12.1%	14.3%		
└ FWD nY	2Y	2Y	2Y	2Y		
COE(고): 1~2년 후행	1.0%	1.8%	4.4%			
COE(평): 1~2년 후행	1.3%	3.1%	5.0%			
적용 ROE						
적용 COE						

적정 PBR
적용 PBR
적정주가

현재	적정
2.5	3.4
	3.4
	71,916

목표주가	72,000
종가(02월 10일)	58,100
상승여력	23.9%

PER Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	107	306	306	306	306	306
EPS	-13,757	757	479	1,545	2,362	2,907
PER(고)	-1.8	95.9	-123.2	-123.2		
PER(저)	-1.1	33.8	-88.6	-88.6		
PER(고): 2년 후행	60.5	32.3	55.7			
PER(저): 2년 후행	45.0	19.1	49.2			

현재 PER
적정 PER
적용 PER
적정주가
Weight

24.6	20.0
18.0	22.7
20.0	25.0
47,239	72,671
0%	100%
72,671	

목표주가	72,000
종가(02월 10일)	58,100
상승여력	23.9%

자료: IBK투자증권

한화오션 (042660)

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,860	7,408	10,776	12,695	14,162
증가율(%)	8.3	52.4	45.5	17.8	11.6
매출원가	6,207	7,310	10,099	11,488	12,572
매출총이익	-1,347	99	677	1,207	1,591
매출총이익률 (%)	-27.7	1.3	6.3	9.5	11.2
판매비	267	295	396	470	521
판매비율(%)	5.5	4.0	3.7	3.7	3.7
영업이익	-1,614	-196	281	736	1,070
증가율(%)	-8.0	-87.8	-243.2	161.8	45.3
영업이익률(%)	-33.2	-2.6	2.6	5.8	7.6
순금융손익	-597	-346	-458	-487	-531
이자손익	-56	-41	-122	-233	-234
기타	-541	-305	-336	-254	-297
기타영업외손익	416	425	213	381	425
중속/관계기업손익	0	1	8	0	0
세전이익	-1,794	-116	45	631	964
법인세	-50	-276	7	158	241
법인세율	2.8	237.9	15.6	25.0	25.0
계속사업이익	-1,745	160	38	473	723
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,745	160	38	473	723
증가율(%)	2.6	-109.2	-76.3	1,148.6	52.8
당기순이익률 (%)	-35.9	2.2	0.4	3.7	5.1
지배주주당기순이익	-1,745	160	147	473	724
기타포괄이익	272	-170	-68	0	0
총포괄이익	-1,473	-10	-30	473	723
EBITDA	-1,483	-50	449	897	1,232
증가율(%)	-9.1	-96.6	-988.3	100.0	37.4
EBITDA마진율(%)	-30.5	-0.7	4.2	7.1	8.7

투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-13,757	757	479	1,545	2,362
BPS	5,874	14,060	14,276	15,821	18,183
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-1.2	33.1	77.9	37.6	24.6
PBR	2.9	1.8	2.6	3.7	3.2
EV/EBITDA	-2.5	-159.1	36.0	24.6	17.4
성장성지표(%)					
매출증가율	8.3	52.4	45.5	17.8	11.6
EPS증가율	2.6	-105.5	-36.7	222.4	52.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-117.8	6.3	3.4	10.3	13.9
ROA	-15.3	1.2	0.2	2.7	3.9
ROIC	-67.8	4.7	0.6	5.4	8.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	1,542.4	223.4	298.6	273.5	237.4
순차입금 비율(%)	215.3	7.9	106.8	88.1	64.1
이자보상배율(배)	-13.2	-1.2	1.4	2.6	3.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	0.0	257.8	215.5
재고자산회전율	2.9	2.9	3.4	3.7	4.1
총자산회전율	0.4	0.6	0.7	0.7	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,822	9,218	11,743	12,377	13,090
현금및현금성자산	660	1,799	691	1,141	1,818
유가증권	492	125	25	25	25
매출채권	0	0	33	66	65
재고자산	2,202	2,891	3,422	3,469	3,444
비유동자산	4,413	4,727	5,710	5,744	5,720
유형자산	3,787	4,062	4,566	4,606	4,644
무형자산	2	4	237	236	236
투자자산	278	131	367	368	368
자산총계	12,236	13,945	17,454	18,122	18,810
유동부채	10,672	7,459	10,704	10,888	10,854
매입채무및기타채무	617	893	1,054	1,069	1,061
단기차입금	1,283	486	3,575	3,623	3,597
유동성장기부채	1,325	64	73	73	73
비유동부채	818	2,173	2,370	2,381	2,382
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	100	1,665	1,709	1,709	1,709
부채총계	11,491	9,633	13,074	13,270	13,235
지배주주지분	745	4,307	4,374	4,848	5,571
자본금	541	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	10	2,740	118	118	118
자본조정등	2,340	2,340	6	6	6
기타포괄이익누계액	554	559	494	494	494
이익잉여금	-2,701	-2,868	-114	360	1,083
비지배주주지분	0	5	5	4	3
자본총계	745	4,312	4,379	4,852	5,575
비이자부채	8703	7367	7680	7827	7819
총차입금	2,788	2,266	5,394	5,443	5,416
순차입금	1,604	342	4,678	4,277	3,573

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-1,065	-1,939	-2,426	194	474
당기순이익	-1,745	160	38	473	723
비현금성 비용 및 수익	711	-546	134	13	-29
유형자산감가상각비	130	146	167	160	161
무형자산상각비	0	0	1	1	1
운전자본변동	39	-1,195	-2,488	-59	14
매출채권등의 감소	-187	25	283	-33	0
재고자산의 감소	-672	-803	-946	-47	25
매입채무등의 증가	152	260	119	14	-8
기타 영업현금흐름	-70	-358	-110	-233	-234
투자활동 현금흐름	88	197	-2,069	-297	-199
유형자산의 증가(CAPEX)	-120	-131	-301	-200	-200
유형자산의 감소	1	0	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-3	-4	0	0
투자자산의 감소(증가)	54	0	-112	-1	1
기타	155	331	-1653	-96	0
재무활동 현금흐름	-130	2,885	3,285	553	403
차입금의 증가(감소)	0	0	40	0	0
자본의 증가	0	3,497	0	0	0
기타	-130	-612	3245	553	403
기타 및 조정	-12	-3	101	0	0
현금의 증가	-1,119	1,140	-1,109	450	678
기초현금	1,779	660	1,799	691	1,141
기말현금	660	1,799	691	1,141	1,818

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.01.01~2024.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	91.7
Trading Buy (중립)	7	4.9
중립	5	3.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

