

한화오션 (042660)

특수선은 거들뿐, 드디어 본업 정상화

4분기 매출 3조 2,532억원/영업이익 1,690억원

한화오션의 2024년 4분기 실적은 매출 3조 2,532억원/영업이익 1,690억원(OPM 5.2%)로 어닝서프라이즈를 시현하였다. 지난 분기까지도 발생하였던 공정만회비용이 더 이상 발생하지 않으며 드디어 공정이 정상화되었다는 반가운 소식이다. E&사업부(풍력, 플랜트 등)를 제외한 상선, 특수선, 해양사업부 모두에서 골고루 흑자를 달성하였으며 매출 또한 QoQ +20%로 조업일수 증가 및 공정 안정화에 따른 실적 상승 효과를 제대로 보여주었다. 일회성 비용으로는 임단협 타결금 -170억원이 있었으며, 환율상승 및 해양사업부문 C/O발생으로 인한 일회성 수익이 있었으나 정확한 금액이 공개되지는 않았다. 여러 요인을 감안하더라도 5%대의 영업이익률은 그간 이어졌던 적자와 불안정했던 실적을 생각했을 때 괄목상대할 수준이다.

드디어 공정 안정화, 이제는 따라잡을 준비가 되었다

동종사에 비해 부진한 실적 및 수주에 비해 그간 빠르게 급등한 주가는 대부분이 美해군 MRO사업의 기대감이 크게 반영되었다고 볼 수 있으며, 본업에 대한 우려가 여전했던 만큼 주가의 등락폭 역시 큰 편이었다. 그러나 이제 본업이 안정되었다. 다소 늦은 감은 있지만 실적 상승세를 타고 있는 동종사를 따라갈 준비를 마쳤다. 부진했던 수주는 올해 강해질 전망이다 LNGC 발주세를 타고 상승할 예정이다. 25년부터 동사의 LNGC 인도 능력은 동종사를 상회하는 25척 수준을 확보하게 된다. 24년 말부터 선가지수가 소폭 하락세를 보이며 업황에 대한 우려가 일부 제기되고 있으나, 여전히 LNGC를 비롯한 주요 선종의 선가는 역사적 고점에 머물러 있다. LNGC 위주의 발주세가 강할 올해의 시황은 추세적 하락이 아닌 보합세를 보일 가능성이 더 크며, 선가 또한 그에 따라 고점에서 보합할 전망이다. 부진했던 수주잔고는 이제 고선가 물량으로 채울 일만 남았다.

투자 의견 BUY로 변경, 목표주가 67,000원 상향

동사의 투자 의견을 BUY로 변경하고 목표주가를 기존 35,000원에서 67,000원으로 상향한다. 동종사에 비해 불확실한 실적 전망 탓에 12MF BPS를 적용해 왔으나 이제 동종사와 마찬가지로 2026F BPS를 적용한다. 목표 P/B는 동사의 역사적 고점이었던 5배에서 10%할인한 4.5배를 적용하였다. 급등한 주가가 부담스럽게 느껴지는 것이 사실이다. 그러나 동사 및 동종사 HD현대중공업의 주가는 아직 과거 역사적 고점에 달지는 않은 수준이다. 굳이 과거에 비해 줄어든 조선사의 공급 능력을 언급할 필요 까지도 없다. 올해의 조선업만 보더라도 환율, 원가, 시황, 실적, 공정 소화능력 등 조선업 내/외부를 둘러싼 수많은 요인 중 업종에 흠집을 낼 만한 요인이 크게 보이지 않는다. 환율이 예상보다 빨리 안정화되고 있으나 여전히 조선사의 계획환율(1300~1350원으로 추정)보다는 높은 수준이다. 후판가는 오를 기미가 없으며, 시황은 기대 이상으로 괜찮다. 실적은 언급할 필요도 없고, 생산능력은 이제 안정화되었다. 특수선에 대한 기대는 덤일 뿐이다. 중국이 늘리고 있는 공급능력에 대한 우려가 있으나 현실화되기까지는 아직 시간이 있고, 무엇보다 그간 중국이 과도하게 수주한 컨테이너선 및 LNGC를 올해부터 정상적으로 인도할 수 있을지에 대한 의문이 여전히 상존한다. 현시점에서 중국에 대한 우려는 미국의 중국 제재에 대한 기대로 상쇄된다. 최소한 올해 시황에서는 중국이 치명적인 위협이 될 가능성은 크지 않다. 이제 시작일 뿐인 한화오션의 실적 상승세를 조금 더 기대해 본다.

Company Brief

Buy (Upgrade)

목표주가(12M)	67,000원(상향)
증가(2025.01.24)	56,700원
상승여력	18.2%

Stock Indicator

자본금	1,537십억원
발행주식수	30,641만주
시가총액	17,374십억원
외국인지분율	19.3%
52주 주가	21,700~56,700원
60일평균거래량	6,314,302주
60일평균거래대금	250.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	51.8	112.0	85.6	158.3
상대수익률	46.1	112.7	94.0	156.7

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	7,408	10,776	11,196	13,312
영업이익(십억원)	-196	238	537	1,020
순이익(십억원)	160	236	502	863
EPS(원)	757	770	1,638	2,816
BPS(원)	14,060	14,274	15,357	17,619
PER(배)	33.1	73.6	34.6	20.1
PBR(배)	1.8	4.0	3.7	3.2
ROE(%)	6.3	5.4	11.1	17.1
배당수익률(%)	-	48.2	27.9	16.6
EV/EBITDA(배)	-	48.2	27.9	16.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계/방산]

변용진 2122-9181

yongjin.byun@imfnssec.com

표1. 한화오션 연간 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출	4,860.2	7,408.3	10,776.0	11,196.0	13,312.4
상선	4,216.2	5,818.0	8,681.8	8,453.5	9,242.6
특수선	503.3	883.4	1,052.7	778.0	1,296.4
해양	202.4	977.1	1,090.9	401.9	1,334.8
E&I(플랜트,풍력)			336.9	1,047.9	1,438.6
기타(연결조정등)	-61.7	-270.2	-386.4		
영업이익	-1,613.5	-196.5	237.9	536.7	1,020.2
상선	-1,105.4	-482.8	125.7	485.2	913.6
특수선	64.1	82.1	125.8	31.4	54.7
해양	-650.1	146.5	8.3	5.5	15.0
E&I(플랜트,풍력)			-5.1	14.5	37.0
기타(연결조정등)	77.8	57.7	-16.8		
영업이익률	-33.2%	-2.7%	2.2%	4.8%	7.7%
상선	-26.2%	-8.3%	1.4%	5.7%	9.9%
특수선	12.7%	9.3%	12.0%	4.0%	4.2%
해양	-321.2%	15.0%	0.8%	1.4%	1.1%
E&I(플랜트,풍력)			-1.5%	1.4%	2.6%

자료: 한화오션, iM증권 리서치본부

표2. 한화오션 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출	2,283.6	2,536.1	2,703.1	3,253.2	3,432.7	2,789.7	2,500.1	2,473.6
영업이익	52.9	-9.7	25.6	169.0	134.9	116.5	127.1	158.2
영업이익률	2.3%	-0.4%	0.9%	5.2%	3.9%	4.2%	5.1%	6.4%

자료: 한화오션, iM증권 리서치본부

표3. 한화오션 4Q24 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	4Q24	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		4Q23	YoY %	4Q24E	차이 %	4Q24E	차이 %
매출	3,253.2	2,230.9	45.8%	2,841.6	14.5%	2,802.7	16.1%
영업이익	169.0	-48.8	흑자전환	101.1	67.2%	48.6	247.4%

자료: 한화오션, iM증권 리서치본부

표4. 한화오션 2024 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2024E	전년대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2023	YoY %	2024E	차이 %	2024E	차이 %
매출	10,776.0	7,408.3	45.5%	10,364.5	4.0%	10,325.6	4.4%
영업이익	237.9	-196.5	흑자전환	169.9	40.0%	117.5	102.4%

자료: 한화오션, iM증권 리서치본부

표5. 한화오션 실적 추정치 변경

	신규 추정(A)		기존 추정(B)		차이(A-B)	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출	11,196.0	13,312.4	9,302.7	11,845.2	1,893.3	1,467.2
영업이익	536.7	1,020.2	93.4	548.2	443.2	472.0
영업이익률	4.8%	7.7%	1.0%	4.6%	3.8%P	3.0%P

자료: 한화오션, iM증권 리서치본부

표6. 한화오션 목표주가 산출

	2022	2023	2024F	2025F	비고
EPS(원)		757	1,714	1,640	
BPS(원)	6,945	14,061	13,956	13,860	
고점 P/E(배)		64.6	26.3	27.5	
평균 P/E(배)		38.9	17.6	18.4	
저점 P/E(배)		23.6	12.5	13.1	
고점 P/B(배)	4.1	3.5	2.8	4.1	
평균 P/B(배)	3.1	2.1	2.1	3.4	
저점 P/B(배)	2.5	1.3	1.5	2.7	
ROE(%)		3.7	5.5	11.8	지배주주순이익 기준
적용 BPS(원)				14,808	2026 BPS
Target P/B(배)				4.5	역사적 고점 5 배 x 10%할인
적정주가(원)				66,638	
목표주가(원)				67,000	
전일 증가(원)				56,700	
상승여력				18.2%	

자료: 한화오션, iM증권 리서치본부

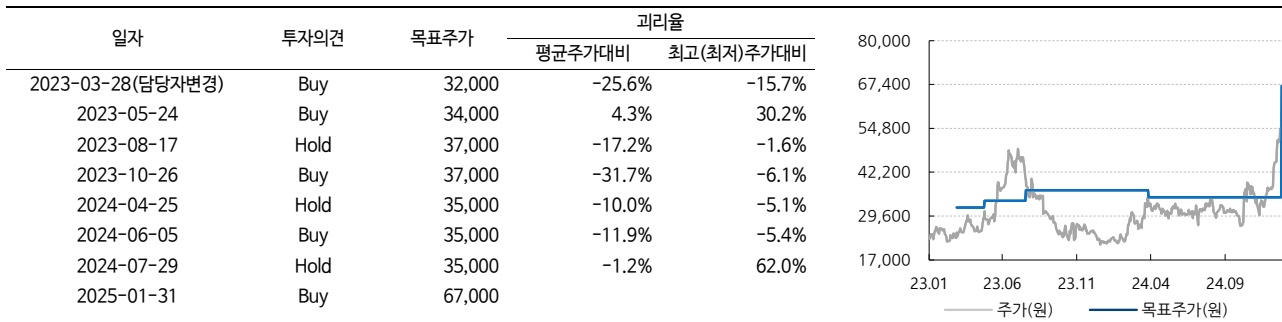
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,218	9,531	9,919	10,711	매출액	7,408	10,776	11,196	13,312
현금 및 현금성자산	1,799	654	750	604	증가율(%)	52.4	45.5	3.9	18.9
단기금융자산	125	113	101	91	매출원가	7,310	10,137	10,230	11,782
매출채권	606	757	890	1,006	매출총이익	99	639	966	1,531
재고자산	2,891	4,205	4,369	5,195	판매비와관리비	295	401	429	510
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	14,103	14,350	15,013	영업이익	-196	238	537	1,020
유동부채	7,459	7,552	7,465	7,435	증가율(%)	적지	흑전	125.6	90.1
매입채무	893	1,299	1,349	1,604	영업이익률(%)	-2.7	2.2	4.8	7.7
단기차입금	486	536	523	501	이자수익	118	42	47	38
유동성장기부채	64	223	226	244	이자비용	159	149	148	148
비유동부채	2,173	2,173	2,173	2,173	지분법이익(손실)	1	1	1	1
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	425	425	425	425
장기차입금	1,665	1,665	1,665	1,665	세전계속사업이익	-116	299	620	1,093
부채총계	9,633	9,725	9,639	9,608	법인세비용	-276	63	118	230
지배주주지분	4,307	4,374	4,706	5,399	세전계속이익률(%)	-1.6	2.8	5.5	8.2
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	당기순이익	160	236	502	864
자본잉여금	2,740	2,740	2,740	2,740	순이익률(%)	2.2	2.2	4.5	6.5
이익잉여금	-2,868	-2,632	-2,130	-1,267	지배주주귀속 순이익	160	236	502	863
기타자본항목	566	396	226	56	기타포괄이익	-170	-170	-170	-170
비지배주주지분	5	5	5	6	총포괄이익	-10	66	332	694
자본총계	4,312	4,379	4,711	5,405	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-1,939	-2,413	-950	-1,198	주당지표(원)				
당기순이익	160	236	502	864	EPS	757	770	1,638	2,816
유형자산감가상각비	146	156	142	130	BPS	14,060	14,274	15,357	17,619
무형자산상각비	0	1	1	1	CFPS	1,449	1,281	2,104	3,241
지분법관련손실(이익)	1	1	1	1	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	197	-27	-28	-29	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-130	-	-	-	PER	33.1	73.6	34.6	20.1
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.8	4.0	3.7	3.2
금융상품의 증감	2	-	-	-	PCR	17.3	44.3	26.9	17.5
재무활동 현금흐름	2,885	149	-70	-64	EV/EBITDA	-	48.2	27.9	16.6
단기금융부채의증감	-552	209	-10	-4	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	6.3	5.4	11.1	17.1
자본의증감	3,497	0	-	-	EBITDA이익률	-0.7	3.7	6.1	8.6
배당금지급	-1	-1	-1	-1	부채비율	223.4	222.1	204.6	177.8
현금및현금성자산의증감	1,140	-1,145	96	-146	순부채비율	6.7	37.8	33.2	31.7
기초현금및현금성자산	660	1,799	654	750	매출채권회전율(x)	12.2	15.8	13.6	14.0
기말현금및현금성자산	1,799	654	750	604	재고자산회전율(x)	2.9	3.0	2.6	2.8

자료 : 한화오션, iM증권 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%