

Overweight
(Maintain)조선/기계/방산/항공우주
Analyst 이한결
gksruf9212@kiwoom.com

Compliance Notice

- 당사는 5월 21일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 제시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 작성자 이한결은 2025년 5월 11일부터 2025년 5월 16일까지 진행된 애널리스트 대상 '한화 조선/방산 그룹 미국 사이트 투어' 행사에 참석하여 일부 비용(숙소 및 식사 제공)을 한화 그룹으로부터 지원 받았습니다.

조선

한화필리조선소 탐방 후기, 착실한 빌드업 과정



24년말 한화 조선/방산 그룹은 필리조선소를 인수. 최근 미국은 조선업 재건을 위한 행정적 지원과 법안 개정 등을 추진 중. 앞으로 수년 간 미국의 군함/지원함 및 상선의 신조 발주 수요가 꾸준히 발생할 것으로 기대. 글로벌 조선업에서 최고 수준의 경쟁력을 보유한 한화조선의 노하우를 활용하여 필리조선소의 생산 능력 확대 추진, 미국 시장 내 탄탄한 입지와 양호한 수주 환경에 실적 성장 전망

>>> 차근차근 추진되고 있는 미국의 조선업 재건 계획

미국의 조선/해운 산업 경쟁력이 점차 약화되며 미국 국적 상선 선대 규모는 1960년대 고점 대비 약 71% 감소하였다. 반면 중국의 경우 2000년대 초반부터 조선/해운 산업을 전략적으로 육성하여 현재 중국의 조선업은 글로벌 최고 수준의 경쟁력을 갖추게 되었다. 미국의 입장에서 중국의 해군력 성장은 부담스러운 요소이기 때문에 쇠퇴한 자국의 조선업을 재건하고 중장기적으로 해군 함정 및 지원함 확대를 위한 움직임이 본격적으로 나타나고 있다. 트럼프 행정부의 조선업 회복을 위한 동맹국과의 외교적인 협력과 더불어 의회에서는 조선업 재건을 돕기 위해 다양한 법안이 논의되고 있다. 미 해군의 계획에 따르면 군함 및 지원함의 경우 2025년부터 2054년까지 약 30년간 연 평균 약 12척의 신조 발주가 필요하다. 상선 역시 선대 확충이 필요한 상황으로 향후 10년 이내 약 100척 규모의 신조 발주가 필요할 것으로 판단한다.

>>> 필리조선소를 중심으로 미국 조선 사업 확대 기대

한화 조선/방산 그룹은 미국의 군함 및 상선 건조 시장 진출을 위한 전략적 현지 거점 확보를 목표로 지난 24년말 필리조선소를 인수하였다. 현재 필리조선소의 연간 선박 건조 역량은 약 1~1.5척 수준으로 파악된다. 한화 조선/방산 그룹은 1억 달러 이상을 투자하여 필리조선소의 생산 능력을 연간 8~10척 수준으로 대폭 확대 시킬 계획이다. 5번 도크 재가동, 블라스팅/도장 공정 확장 및 개선, 블록 적재를 위한 공간 추가 확보, 용접 자동화 도입 등의 노력을 통해 생산 능력을 끌어올릴 수 있을 것으로 기대한다. 미국의 조선업 재건 과정에서 군함 및 상선의 신조 발주가 확대되며 안정적인 신조 수주 환경이 구축될 것으로 기대한다. 중장기 관점에서 필리조선소는 미국의 군함 및 MRO 사업, 상선, LNG선 등 건조 선종의 다변화가 예상된다. 생산 능력 확대 계획에 기반하여 향후 매출은 30~40억달러 수준까지 성장할 수 있을 것으로 전망한다.

>>> 한화 조선/방산 그룹의 수혜 전망

24년말 한화시스템과 한화오션은 필리조선소의 지분을 각각 60%, 40% 인수하였다. 필리조선소는 미국 내 중소형 상선 시장에서 탄탄한 입지와 양호한 수주 환경을 기반으로 사업 확대가 기대되고 있어 한화시스템의 수혜가 예상된다. 한화오션의 경우 직접적인 수혜는 다소 제한적이지만, 약 50명의 인력 파견 등 활발한 인력 교류를 통한 경험의 축적으로 향후 미국의 군함/지원함 건조 및 MRO 사업을 추진하는 것에 큰 도움이 될 것으로 판단한다.

중국을 견제하기 위해 미국의 해군력 회복 필요

미국은 과거 1946년대 644척에 달하는 국적 상선을 보유하고 있었다. 하지만, 점차 조선/해운 산업의 경쟁력이 약화되며 2025년 3월 기준 미국이 보유한 상선 선대는 187척으로 약 71% 축소되었다. 미국의 조선업은 타 지역 대비 높은 선박 운영비와 인건비 그리고 1980년대 이후 보조금 폐지로 서서히 글로벌 시장에서 경쟁력을 잃고 쇠퇴하였다. 미국 내 조선소도 현재 19개 조선소만이 운영되고 있는 것으로 추정되며 과거 약 400여개 수준에서 큰 폭으로 감소하였다.

반면 중국의 경우 2000년대 초반부터 낮은 인건비와 보조금 등을 통해 조선/해운 산업을 전략적으로 육성하여 현재 중국의 조선업은 글로벌 최고 수준의 경쟁력을 갖추게 되었다. 24년 중국은 글로벌 신조 수주 점유율은 70%, 수주잔고 기준 점유율 58%로 1위를 차지하였다. 이러한 중국 조선업의 강한 성장에 기반하여 중국의 해군력도 꾸준히 증가하고 있는 것으로 파악된다. 2010년대를 기점으로 중국의 해군 함정 건조 능력은 미국을 추월하였다. 이 같은 흐름이 지속된다면 2030년대에 미국과 중국의 해군 함정 선대는 약 200척의 격차가 발생할 것으로 예상된다.

미국의 조선업 재건을 위한 움직임 본격화

중국을 견제하는 미국의 입장에서 중국의 해군력 성장은 부담스러운 요소이다. 이에 쇠퇴한 자국의 조선업을 재건하고 중장기적으로 해군 함정 및 지원함 확대를 위한 미국의 움직임이 본격적으로 나타나고 있다. 트럼프 행정부의 조선업 회복을 위한 동맹국과의 외교적 협력과 더불어 의회에서는 조선업 재건을 돕기 위해 다양한 법안이 논의되고 있다.

2024년말 발의된 SHIPS Act는 중국의 조선업 견제와 미국의 조선/해운 산업의 자립을 목표로 하고있다. 이 법안은 10년 내 미국 국적 상선의 규모를 250척으로 확대하기 위한 각종 세제 지원과 보조금 등의 내용을 포함하고 있다.

또한, 25년 2월 미 해군의 함정 건조 및 유지보수 차질을 개선하기 위한 해군 준비태세 보장법이 발의되었다. 2054년까지 약 360척의 신조 함정을 확보한다는 목표를 달성하기 위해 NATO 회원국과 아시아-태평양 지역의 동맹국 조선소를 활용할 수 있도록 허용하는 것이 주된 내용이다.

미국의 군함과 상선 신조 발주 지속될 것

2025년부터 2054년까지 약 30년간 미 해군의 군함 및 지원함 구매 계획에 따르면 연평균 약 12척의 신조 발주가 필요하다. 2024년말 미 해군의 군함 및 지원함 선대는 약 297척으로 함정 구매 계획이 차질없이 진행된다면 2054년 보유 선대는 390척으로 31.3% 가량 확대될 것으로 전망한다. 미 해군의 364척의 신조 함정 및 지원함 구매 계획 중 소형 수상함, 군수지원함 등이 약 40% 수준을 차지하고 있다.

군함 이 외에도 유사시에 전력으로 활용할 수 있는 상선의 경우도 선대 확충이 나타날 것이다. 2025년 3월 기준 미국 국적 상선 선대는 187척으로 추정된다. SHIPS Act에 따르면 미국은 향후 10년 이내 약 250척의 상선 선대를 확보할 계획이다. 2000년대 이전에 건조된 노후 선박의 교체를 감안한다면 약 100척 규모의 신조 발주가 필요할 것으로 판단한다.

과거 미국의 조선업을 보호하기 위한 법률

	존스법(Jones Act)	반스-톨레프슨 수정법(Byrnes-Tollefson Act)
목적	내항 해운 산업의 자립 및 국가 안보	군함 건조의 국내 건조 의무화
제정 연도	1920년	1984년
적용 범위	미국 내 항만 간 운송	미국 해군 및 해안경비대 함정 건조
적용 대상	미국 연안 상선	군함 및 군함의 모든 구성 요소
주요 내용	미국 내 항만 간 화물 운송은 아래 조건을 반드시 충족 1) 미국에서 건조 2) 미국 국적 등록 3) 미국 선주 소유 4) 미국 선원(75% 이상) 운항	미국 해군 및 해안경비대의 함정의 건조 및 주요 구성 요소 제작은 반드시 미국 내 조선소에서 수행 단, 대통령은 미국의 국가 안보의 이익에 부합하다고 판단하는 경우 예외 승인 가능, 승인 결정을 의회에 송부 미 해군 선박에 대하여 외국 조선소에서 분해, 수리, 정비 금지

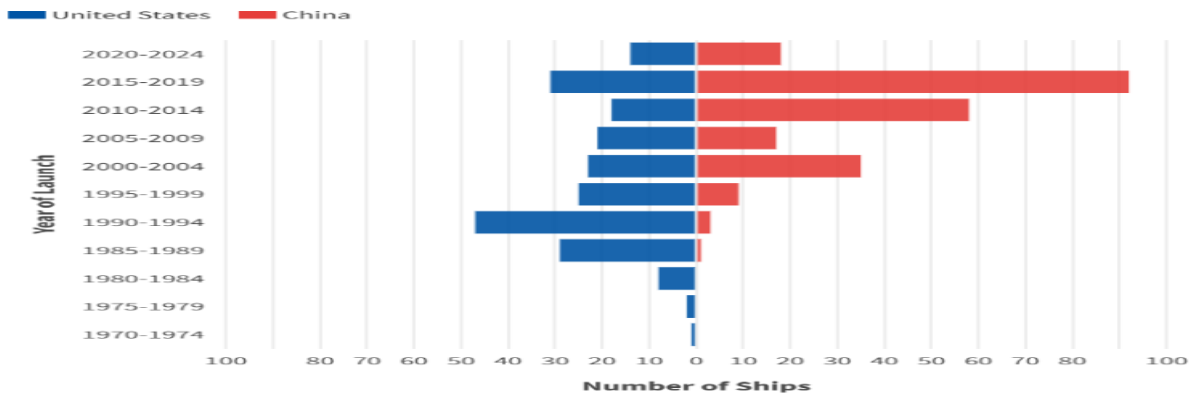
자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

미국의 조선업 재건을 위한 법률 개정안

	미 조선업 강화법(SHIPS for America Act)	해군 준비태세 보장법(Ensuring Naval Readiness Act)
법안 발의 배경	중국의 조선업 견제 및 미국 조선업의 공급망 자립	미 해군 함정 증강 차질, 정비 지연 해결
제정 목적	미국 내 조선업 역량 강화, 조선/해양 인프라 개선	해군 전력 유지 및 함정 가동률 확보
적용 대상	미국 상선 및 조선소	미 해군 소속 함정 및 군용 선박 유지보수
중점 수단	선박 건조 보조금, 세제 혜택, 미국산 선박 의무 비율 도입	동맹국 조선소 활용, 수리 정비 예산 확대, 인력 보강
관할 기관	연방 해운청(MARAD), NSC	미 해군, 국방부, GAO
주요 내용	미국 상선 규모를 향후 10년 내 250척으로 확대 연방정부 자금 보조 및 세제 혜택 제공 - 조선소 투자의 25%, 미국에서 선박 건조 시 33% 세액 공제 미국 내 건조 시 우선 발주 및 노후 선박 대체 사업에 우선 적용 조선소 인력 양성을 위한 교육 인프라 지원 중국산 선박에 대한 항만세 및 벌금 부과	2054년까지 약 360척의 미 해군 함정 확보 목표 외국 조선소의 함정 건조 및 부품 제조를 NATO 회원국과 미국과 상호방위조약을 체결한 인도-태평양 국가에 한해 허용 외국 조선소의 건조 비용은 미국 조선소 대비 낮아야함 외국 조선소는 미 해군의 기술·보안 기준 충족 조선소가 중국 기업에 의해 소유·운영되지 않음을 입증

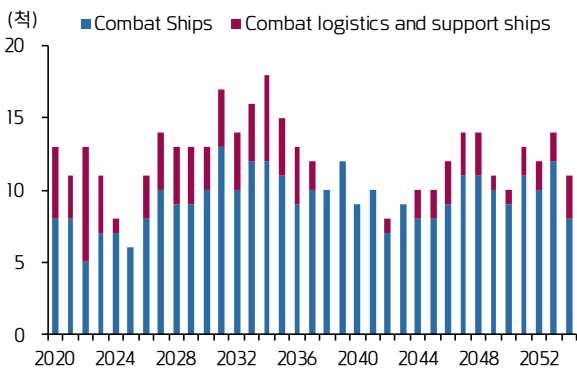
자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

미국과 중국의 시기별 해군 함정 건조 척수 비교



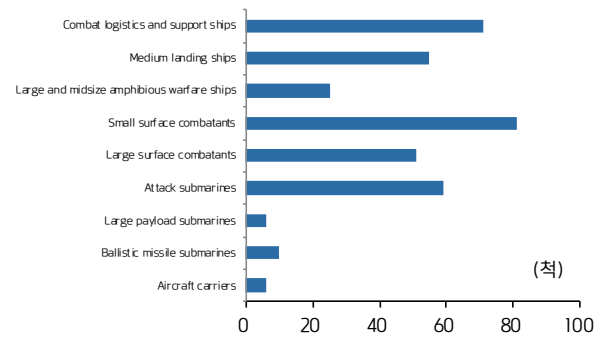
자료: KIEP, 키움증권 리서치센터

25년 미국 해군의 연간 군함 및 지원선 구매 계획



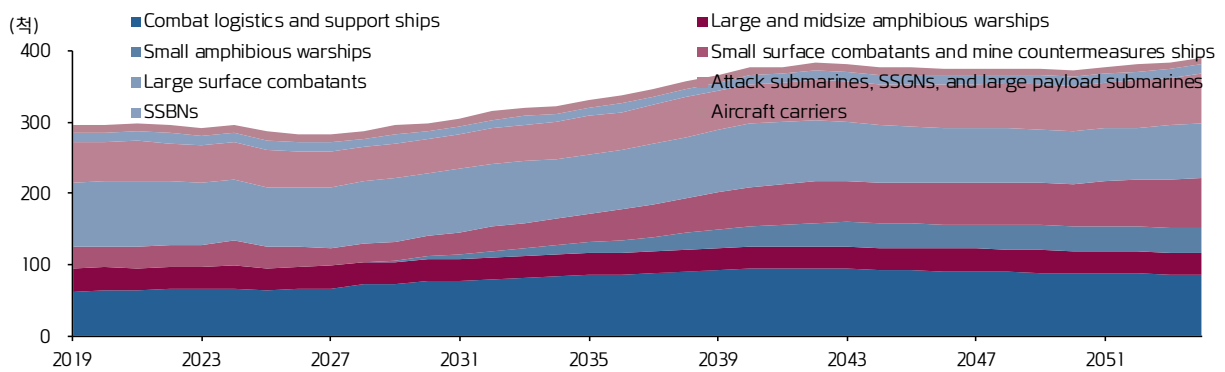
자료: U.S. Congressional Budget Office, 키움증권 리서치센터

미국의 군함 및 지원선 구매 계획 세부 내역



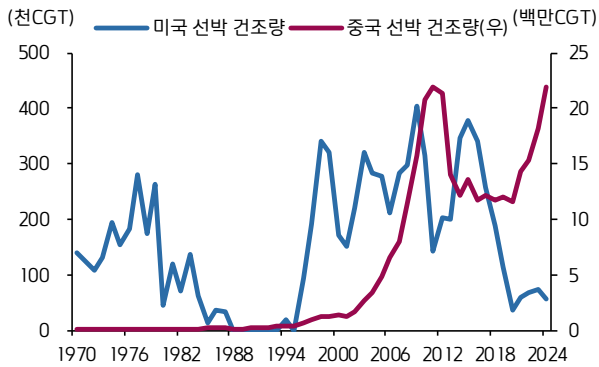
자료: U.S. Congressional Budget Office, 키움증권 리서치센터

미국의 군함 및 지원선 선대 추이 및 전망



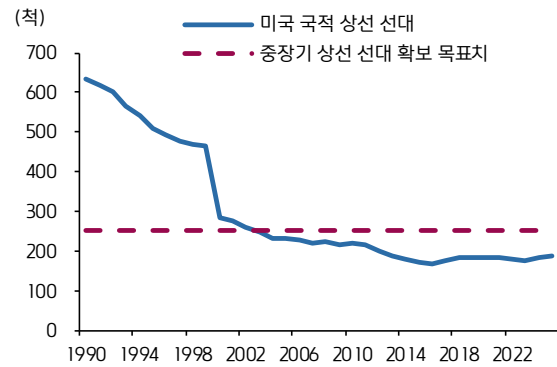
자료: U.S. Congressional Budget Office, 키움증권 리서치센터

2000년대 이후 역전된 미국과 중국의 선박 건조 역량



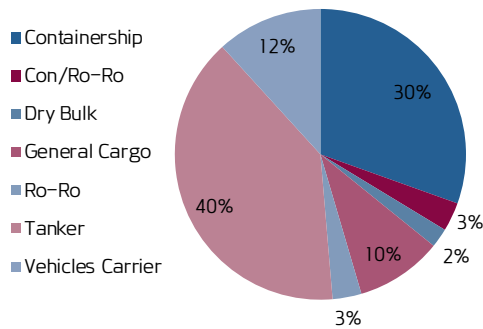
자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

미국 국적 상선 선대 추이



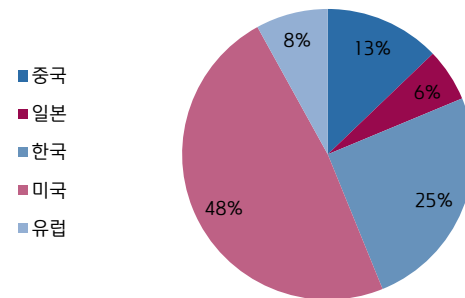
자료: U.S. Department of Transportation, 키움증권 리서치센터
주) 25년은 3월 기준

미국 국적 상선 선대 구성



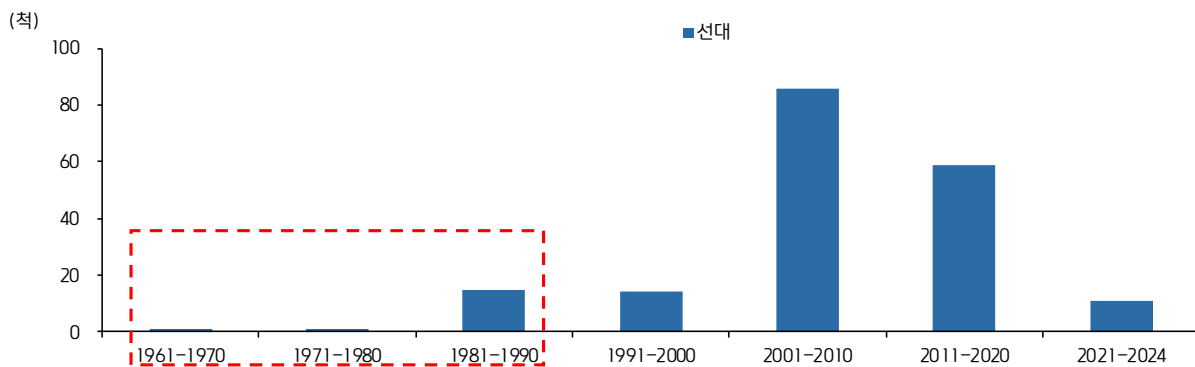
자료: U.S. Department of Transportation, 키움증권 리서치센터
주) 25년 3월 기준

미국 국적 상선 선대 건조 국가 구성



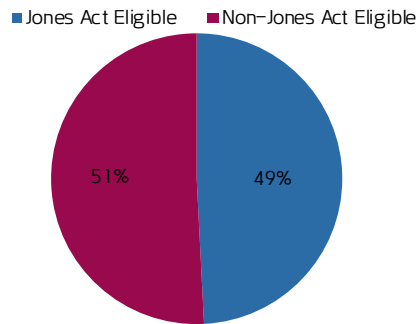
자료: U.S. Department of Transportation, 키움증권 리서치센터
주) 25년 3월 기준

미국 상선 선대 건조 시기



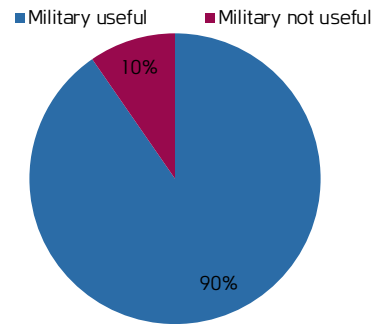
자료: U.S. Department of Transportation, 키움증권 리서치센터
주) 25년 3월 기준

미국 국적 상선 선대 존스법 적용 여부



자료: U.S. Department of Transportation, 키움증권 리서치센터
주) 25년 3월 기준

미국 국적 상선 선대 중 유사시 군사용 활용 가능 여부



자료: U.S. Department of Transportation, 키움증권 리서치센터
주) 25년 3월 기준

한화 조선/방산 그룹의 미국 조선업 진출을 위한 필리조선소 인수

한화 조선/방산 그룹은 미국의 군함 및 상선 건조 시장 진출을 위한 전략적 현지 거점 확보를 목표로 약 1억 달러를 투자하여 지난 24년말 필리조선소를 인수하였다. 한화시스템과 한화오션이 각각 60%, 40%의 지분을 확보하고 있다.

필리조선소는 1997년에 설립되어 현재까지 중형 컨테이너선과 탱커선 중심의 상선과 다목적 훈련함(NSMV)을 포함하여 32척의 선박을 건조한 경험을 보유하고 있다. 24년 기준 전사 직원은 약 1,500명으로 파악되며 자사 직원은 500명 수준이다. 미국의 동부 연안 해군기지 3곳과 인접해 있고, 설립 당시부터 해군 국영 조선소 부지에 자리를 잡아 미국 내에서 군함과 상선 사업을 추진하는데 최적화 되어 있는 것으로 판단한다. 올해 4월 군함 및 MRO 사업 진출을 위해 시설인증보안(FCL)을 미 당국에 신청한 것으로 파악된다.

필리조선소는 24년말 기준 3척의 NSMV와 3척의 컨테이너선, 1척의 풍력설치선(SRIV) 총 7척의 수주잔고를 보유하고 있는 것으로 파악된다.

한화필리조선소 중장기 생산 능력 확대 계획

현재 필리조선소의 연간 선박 건조 역량은 약 1~1.5척 수준으로 파악된다. 4번과 5번 총 2개의 도크를 보유하고 있지만 5번 도크는 안벽으로 활용을 하고 있다. 한화 조선/방산 그룹은 1억 달러 이상을 투자하여 필리조선소의 생산 능력을 연간 8~10척 수준으로 대폭 확대 시킬 계획이다.

우선 현재 안벽으로 활용하고 있는 5번 도크를 다시 선박 건조 공정에 활용할 예정이다. 5번 도크 부지는 크레인 추가 도입 등을 통해 4번 도크 수준의 생산 능력을 갖출 것으로 전망된다. 또한, 병목 현상이 가장 심하게 발생하고 있는 블라스팅/도장 공정을 한화오션의 조선소 운영 노하우를 활용하여 확장 및 개선하여 생산 효율성이 확대될 것으로 판단한다. 이 외에도 블록 적재를 위한 공간 추가 확보, 용접 자동화 도입 등의 노력을 통해 생산 능력을 끌어올릴 수 있을 것으로 기대한다.

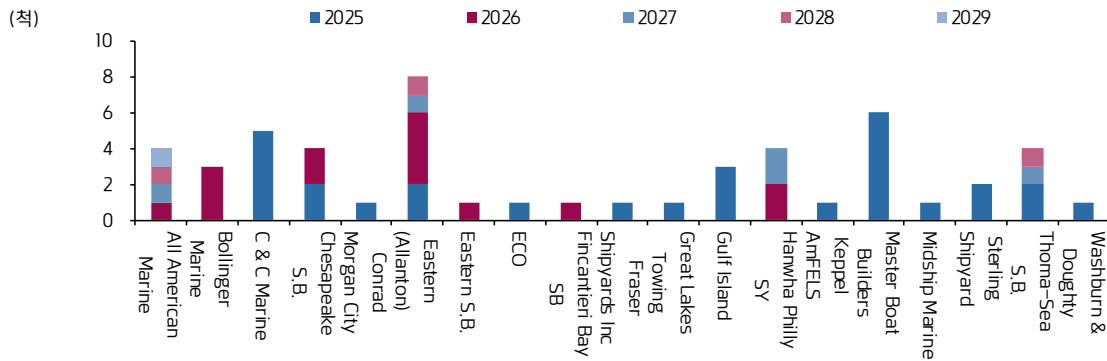
생산 능력의 확대를 위해 인력의 추가 확보도 중요하다. 연간 선박 건조 능력을 약 10배 가까이 확대하기 위해서 1,500명 수준의 인력이 수천 명 이상으로 늘어나야 한다. 동사는 견습생 프로그램을 활용하여 연간 180~200명 규모의 현지 신규 인력 충원이 가능할 것으로 판단한다. 또한, 필라델피아의 지리적인 여건상 주변 지역의 노동 인력을 확보할 수 있기 때문에 생산 인력의 점진적인 증가세가 이어질 것으로 판단한다.

미국 조선업 재건 과정에서 상선 및 군함 발주 확대 수혜 기대

미국의 조선업 재건 과정에서 군함 및 상선의 신조 발주가 확대되며 안정적인 신조 수주 환경이 구축될 것으로 기대한다. 군함 및 지원함은 2054년까지 연간 12척 정도 발주될 예정이며 미국의 상선 선대의 경우 10년 이내 약 100척의 추가 발주가 필요하다. 미국 내 조선소 중 2025년 이후 수주잔고를 보유한 조선소는 19개 정도로 파악되며 그 중에서도 4척 이상의 수주잔고를 보유한 조선소는 7개에 불과하다.

중장기 관점에서 필리조선소는 미국의 군함 및 MRO 사업, 상선, LNG선 등 건조 선종의 다변화가 기대된다. 이에 연간 8~10척의 생산 능력 확대 계획에 기반하여 향후 매출은 30~40억달러 수준까지 성장할 수 있을 것으로 판단한다.

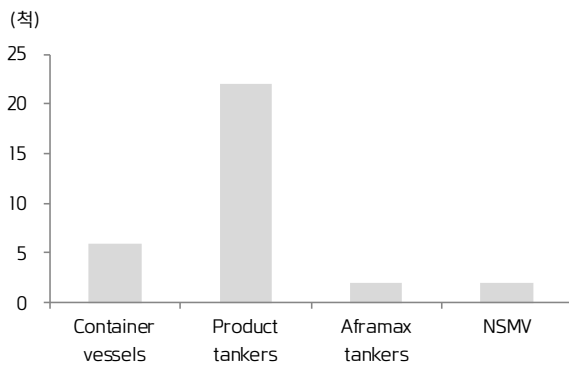
미국 소재 조선소별 수주잔고



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터

주) 25년 5월 기준

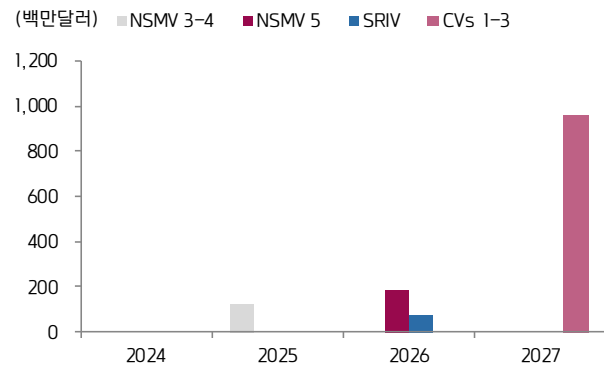
한화필리조선소 선박 건조 이력



자료: Philly Shipyard, 키움증권 리서치센터

주)NSMV=National Security Multi-Mission Vessel

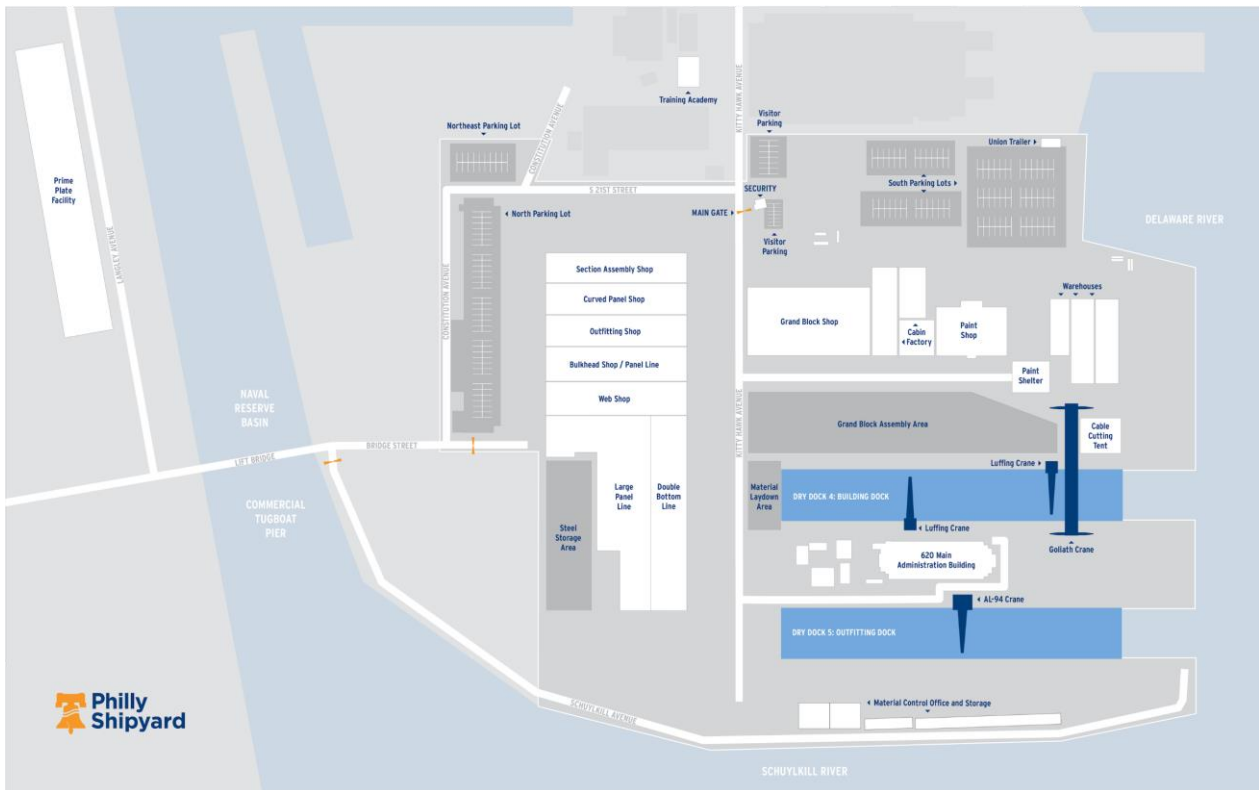
한화필리조선소 수주잔고 구성



자료: Philly Shipyard, 키움증권 리서치센터

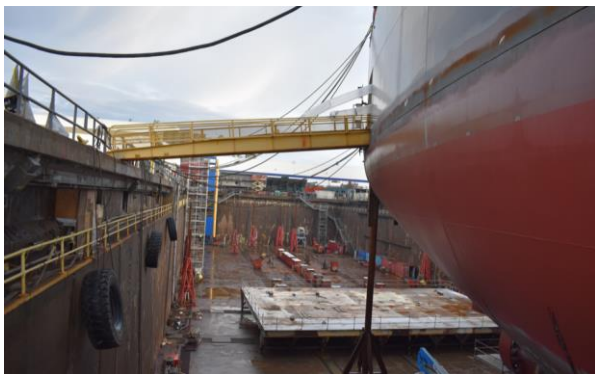
주) 24.12.19일 기준

한화필리조선소 야드 구성



자료: Philly Shipyard, 키움증권 리서치센터

한화필리조선소 4번 도크



자료: Philly Shipyard, 키움증권 리서치센터

한화필리조선소 5번 도크



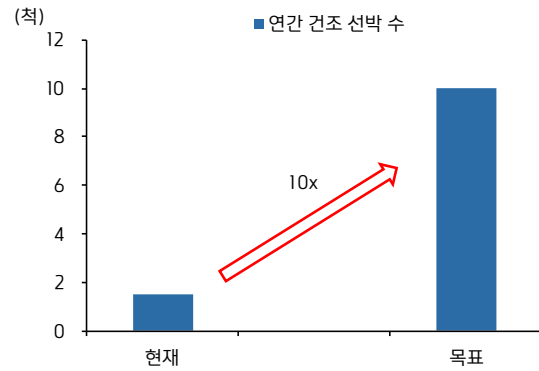
자료: Philly Shipyard, 키움증권 리서치센터

한화필리조선소 견습생 프로그램



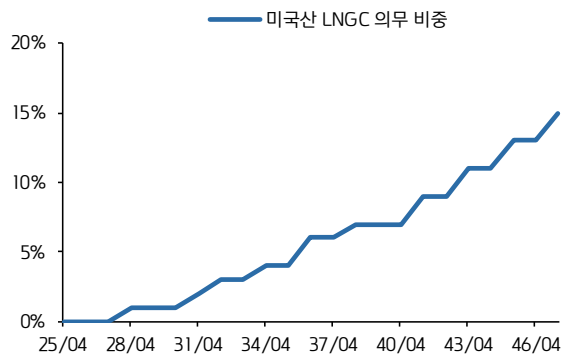
자료: Philly Shipyard, 키움증권 리서치센터

한화필리조선소 생산 능력 확대 계획



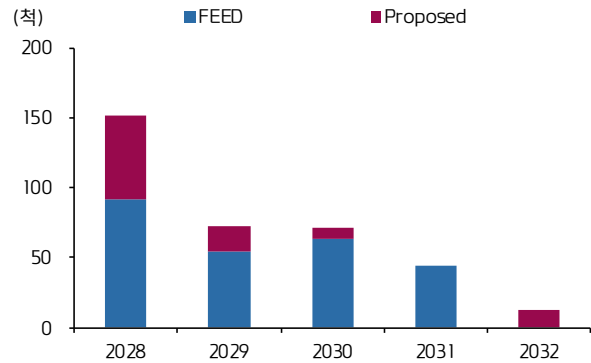
자료: Philly Shipyard, 키움증권 리서치센터

미국 LNG 수출 시 미국산 LNG운반선 의무 운송 비율



자료: USTR, 키움증권 리서치센터

미국의 LNG 수출 프로젝트에 따른 LNG선 수요 전망



자료: Clarksons Research, 키움증권 리서치센터
주) 25년 4월 기준

한화오션

24년말 한화오션은 필리조선소의 지분 40%를 인수 하였다. 동사의 경우 필리조선소 실적 성장의 직접적인 수혜는 다소 제한적이지만, 약 50명의 인력을 파견하여 필리조선소의 야드 개선 및 생산 능력 확대를 추진하고 있다. 그럼에도 이러한 활발한 인력 교류를 통한 경험의 축적은 앞으로 동사가 미국의 군함/지원함 건조 및 MRO 사업을 추진하는 것에 큰 도움이 될 것으로 판단한다.

동사는 지난해 미국의 함정 MRO 사업을 2척 수주하였고, 올해 3월 군수지원함 '윌리 쉬라'호 유지보수 작업을 성공적으로 마무리 하였다. 올해는 미 함정 MRO 사업을 더욱 확대할 계획이다. 또한, 미국의 군함 및 지원함 건조 사업에서도 기회가 열릴 것으로 기대한다. 미국 의회는 조선업 재건 과정에서 현실적인 비용 문제 등으로 군함/지원함 건조 사업을 NATO 회원국 또는 아시아-태평양 지역의 동맹국의 조선소에 한해 허용하는 법안을 추진 중이다. 이 외에도 미국의 LNG 수출 확대 정책에 힘입어 하반기 LNG선 발주의 증가가 기대된다.

투자의견 Outperform
유지,
TP 91,000원 상향

2025년 매출액 12조 8,971억원(yoy+19.7%), 영업이익 1조 1,009억원(yoy +362.7%, OPM 8.5%)를 전망한다. 하반기에도 고선가 선박의 매출 비중 확대에 따른 실적 개선세가 지속될 것으로 전망한다. 친환경 선박의 발주 강세 및 미국의 LNG선 발주 시작, 미국의 중국 조선업 제재 반사 수혜에 따라 신조 수주 업황도 양호할 것으로 판단한다. 지난해 2척 규모였던 함정 MRO 사업도 올해 5~6척 규모로 확대되며 특수선 사업 부문의 성장을 이끌 것으로 기대한다.

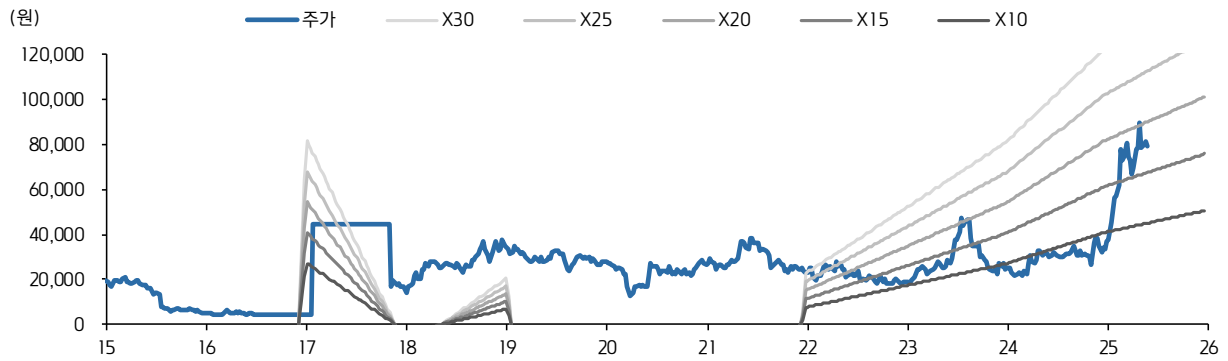
투자의견 Outperform을 유지하고, 목표주가는 25~27년 평균 EPS 3,953원에 Target PER 23배를 적용하여 91,000원으로 상향한다.

한화오션 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	2,283.6	2,536.1	2,703.1	3,253.2	3,143.1	3,185.8	3,036.9	3,531.3	10,776.0	12,897.1	13,788.7
(YoY)	58.6%	39.3%	41.0%	45.8%	37.6%	25.6%	12.3%	8.5%	45.5%	19.7%	6.9%
영업이익	52.9	-9.6	25.6	169.0	258.6	273.4	251.7	317.2	237.9	1,100.9	1,596.1
(YoY)	흑전	적지	-65.5%	흑전	388.5%	흑전	884.2%	87.7%	흑전	362.7%	45.0%
OPM	2.3%	-0.4%	0.9%	5.2%	8.2%	8.6%	8.3%	9.0%	2.2%	8.5%	11.6%
순이익	51.0	-27.4	-74.9	579.4	215.7	198.0	181.7	230.8	528.2	826.2	1,255.5
(YoY)	흑전	적지	적전	102.6%	322.8%	흑전	흑전	-60.2%	230.1%	56.4%	52.0%
NPM	2.2%	-1.1%	-2.8%	17.8%	6.9%	6.2%	6.0%	6.5%	4.9%	6.4%	9.1%

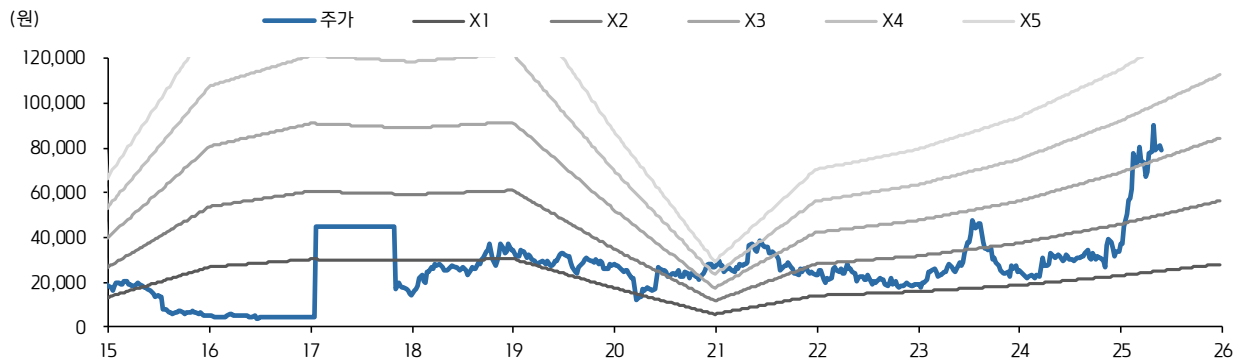
자료: 한화오션, 키움증권 리서치센터

한화오션 12M Forward P/E 밴드 차트



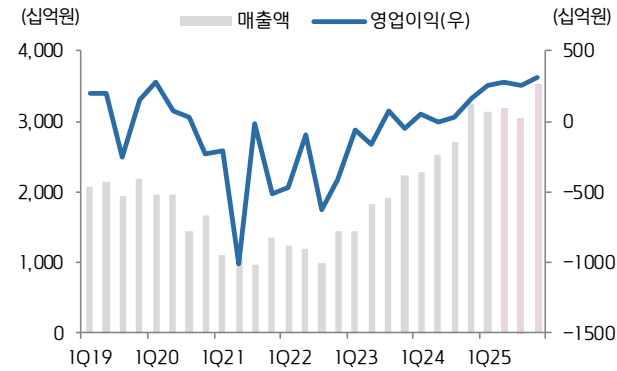
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화오션 12M Forward P/B 밴드 차트



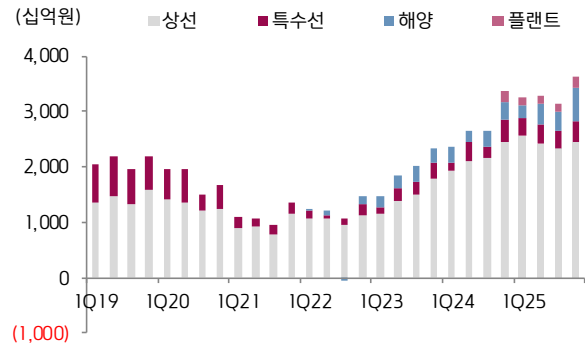
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화오션 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



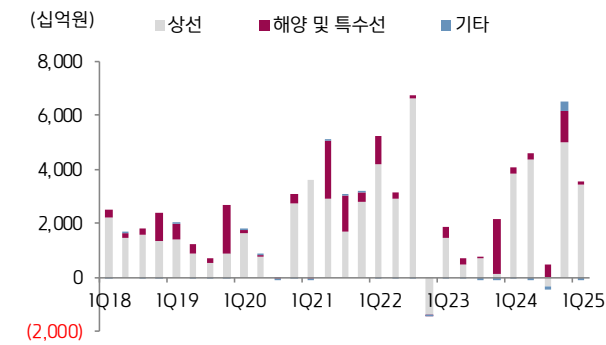
자료: 한화오션, 키움증권 리서치센터

한화오션 부문별 매출 추이 및 전망



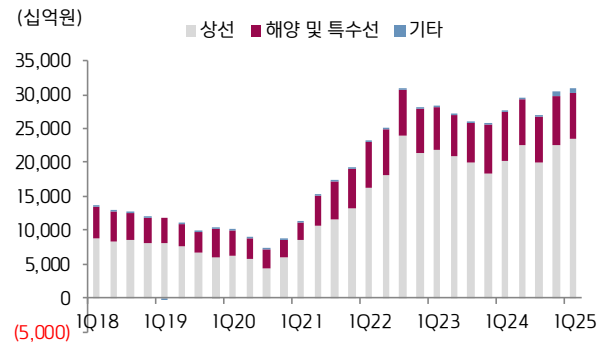
자료: 한화오션, 키움증권 리서치센터

한화오션 신규 수주 추이



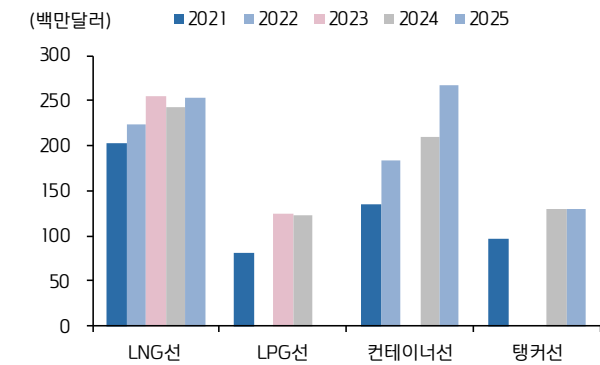
자료: 한화오션, 키움증권 리서치센터

한화오션 수주잔고 추이



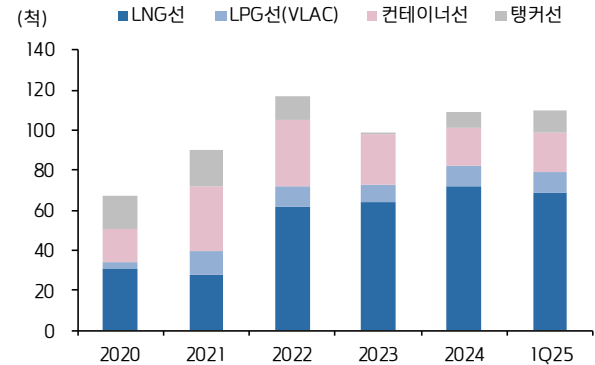
자료: 한화오션, 키움증권 리서치센터

한화오션 신조선 발주 선가 추이



자료: 한화오션, 키움증권 리서치센터

한화오션 선종별 수주잔고 추이



자료: 한화오션, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408.3	10,776.0	12,897.1	13,788.7	14,523.1
매출원가	7,309.5	10,092.1	11,293.0	11,644.8	12,160.8
매출총이익	98.8	683.9	1,604.2	2,143.9	2,362.4
판매비	295.3	446.0	503.3	547.8	582.6
영업이익	-196.5	237.9	1,100.9	1,596.1	1,779.8
EBITDA	-50.5	417.5	1,350.8	1,770.0	2,001.5
영업외손익	80.2	-56.8	-69.7	77.9	289.1
이자수익	117.8	64.3	120.2	267.8	479.0
이자비용	159.0	172.5	172.5	172.5	172.5
외환관련이익	382.9	621.6	377.2	377.2	377.2
외환관련손실	366.5	487.7	231.5	231.5	231.5
종속 및 관계기업손익	1.5	15.5	15.5	15.5	15.5
기타	103.5	-98.0	-178.6	-178.6	-178.6
법인세차감전이익	-116.3	181.0	1,031.2	1,674.0	2,068.9
법인세비용	-276.3	-347.2	205.0	418.5	517.2
계속사업손익	160.0	528.2	826.2	1,255.5	1,551.7
당기순이익	160.0	528.2	826.2	1,255.5	1,551.7
지배주주순이익	159.9	528.1	826.2	1,255.5	1,551.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	52.4	45.5	19.7	6.9	5.3
영업이익 증감율	흑전	-221.1	362.8	45.0	11.5
EBITDA 증감율	흑전	-926.7	223.5	31.0	13.1
지배주주순이익 증감율	흑전	230.3	56.4	52.0	23.6
EPS 증감율	흑전	127.6	56.4	52.0	23.6
매출총이익율(%)	1.3	6.3	12.4	15.5	16.3
영업이익률(%)	-2.7	2.2	8.5	11.6	12.3
EBITDA Margin(%)	-0.7	3.9	10.5	12.8	13.8
지배주주순이익률(%)	2.2	4.9	6.4	9.1	10.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-1,939.2	-2,904.6	399.6	1,263.8	1,941.1
당기순이익	160.0	528.2	826.2	1,255.5	1,551.7
비현금항목의 가감	-821.9	-174.2	-96.9	-107.1	-171.7
유형자산감가상각비	145.7	173.3	189.3	201.8	208.9
무형자산감가상각비	0.3	6.3	60.7	-27.9	12.9
지분법평가손익	-93.4	-17.0	-15.5	-15.5	-15.5
기타	-874.5	-336.8	-331.4	-265.5	-378.0
영업활동자산부채증감	-1,195.4	-3,157.8	-73.4	437.6	770.8
매출채권및기타채권의감소	25.1	-290.5	-175.6	-73.8	-60.8
재고자산의감소	-803.3	-339.7	-547.1	-230.0	-189.5
매입채무및기타채무의증가	259.8	210.0	660.1	752.1	1,031.8
기타	-677.0	-2,737.6	-10.8	-10.7	-10.7
기타현금흐름	-81.9	-100.8	-256.3	-322.2	-209.7
투자활동 현금흐름	196.7	-1,110.1	-793.0	-765.5	-839.4
유형자산의 취득	-130.7	-373.6	-318.0	-274.1	-321.9
유형자산의 처분	0.5	1.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.8	-5.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.7	-519.7	-156.8	-156.8	-156.8
단기금융자산의감소(증가)	367.2	76.9	-28.1	-44.6	-70.7
기타	-39.2	-290.0	-290.1	-290.0	-290.0
재무활동 현금흐름	2,885.2	2,803.0	-62.8	-62.8	-62.8
차입금의 증가(감소)	-551.6	2,865.8	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	3,497.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-60.3	-62.8	-62.8	-62.8	-62.8
기타현금흐름	-3.2	0.7	981.4	981.4	981.4
현금 및 현금성자산의 순증가	1,139.6	-1,211.0	525.3	1,417.0	2,020.4
기초현금 및 현금성자산	659.7	1,799.3	588.3	1,113.6	2,530.6
기말현금 및 현금성자산	1,799.3	588.3	1,113.6	2,530.6	4,551.0

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,217.5	11,246.0	12,533.0	14,309.1	16,661.1
현금 및 현금성자산	1,799.3	588.3	1,113.6	2,530.6	4,550.9
단기금융자산	125.1	48.2	76.3	120.9	191.6
매출채권 및 기타채권	332.4	892.3	1,068.0	1,141.8	1,202.6
재고자산	2,890.8	2,779.7	3,326.8	3,556.8	3,746.3
기타유동자산	4,069.9	6,937.5	6,948.3	6,959.0	6,969.7
비유동자산	4,727.2	6,597.8	6,838.0	7,110.4	7,382.8
투자자산	43.7	578.9	751.1	923.3	1,095.5
유형자산	4,062.2	4,648.4	4,777.0	4,849.3	4,962.3
무형자산	4.3	394.1	333.5	361.4	348.5
기타비유동자산	617.0	976.4	976.4	976.4	976.5
자산총계	13,944.8	17,843.8	19,371.0	21,419.5	24,044.0
유동부채	7,459.4	10,346.6	11,006.7	11,758.8	12,790.6
매입채무 및 기타채무	1,497.7	2,048.2	2,708.3	3,460.4	4,492.2
단기금융부채	549.7	3,268.2	3,268.2	3,268.2	3,268.2
기타유동부채	5,412.0	5,030.2	5,030.2	5,030.2	5,030.2
비유동부채	2,173.2	2,633.8	2,633.8	2,633.8	2,633.8
장기금융부채	1,716.1	2,126.4	2,126.4	2,126.4	2,126.4
기타비유동부채	457.1	507.4	507.4	507.4	507.4
부채총계	9,632.6	12,980.5	13,640.5	14,392.6	15,424.5
지배지분	4,307.5	4,858.7	5,725.8	7,022.2	8,614.9
자본금	1,536.8	1,537.1	1,537.1	1,537.1	1,537.1
자본잉여금	2,740.2	118.7	118.7	118.7	118.7
기타자본	6.8	6.5	6.5	6.5	6.5
기타포괄손익누계액	559.0	627.2	668.1	709.0	750.0
이익잉여금	-2,868.2	236.4	1,062.6	2,318.2	3,869.8
비지배지분	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
자본총계	4,312.2	4,863.3	5,730.5	7,026.9	8,619.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	757	1,724	2,696	4,097	5,064
BPS	14,060	15,857	18,686	22,918	28,115
CFPS	-3,135	1,156	2,380	3,748	4,504
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	33.1	21.7	28.8	18.9	15.3
PER(최고)	58.5	23.8	32.3		
PER(최저)	20.6	12.2	13.5		
PBR	1.79	2.36	4.15	3.39	2.76
PBR(최고)	3.15	2.59	4.67		
PBR(최저)	1.11	1.33	1.94		
PSR	0.72	1.06	1.84	1.72	1.64
PCFR	-8.0	32.3	32.6	20.7	17.2
EV/EBITDA	-159.1	38.8	20.7	15.0	12.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	1.2	3.3	4.4	6.2	6.8
ROE	6.3	11.5	15.6	19.7	19.8
ROIC	0.2	-1.5	9.7	13.3	15.7
매출채권회전율	20.1	17.6	13.2	12.5	12.4
재고자산회전율	2.9	3.8	4.2	4.0	4.0
부채비율	223.4	266.9	238.0	204.8	178.9
순차입금비용	7.9	97.8	73.4	39.0	7.6
이자보상배율	-1.2	1.4	6.4	9.3	10.3
총차입금	2,265.8	5,394.6	5,394.6	5,394.6	5,394.6
순차입금	341.5	4,758.2	4,204.7	2,743.1	652.1
NOPLAT	-50.5	417.5	1,350.8	1,770.0	2,001.5
FCF	-1,174.9	-3,457.1	740.6	1,534.5	2,005.5

한화시스템

24년말 한화시스템은 필리조선소의 지분 60%를 인수 하였다. 필리조선소는 미국의 존스 법이 적용되는 상선 시장에서 수주 점유율 50% 수준으로 미국 내 중소형 상선 시장에서 입지가 탄탄하다. 최근 미국은 조선업 재건을 위한 행정적 지원 및 법안 개정을 중점적으로 추진하고 있다. 향후 10년간 미국 내에서 군함 및 지원함이 연간 12척 규모로 발주가 나올 것으로 예상되고, 상선 시장 역시 연간 10척 규모의 신조 발주가 필요하다. 중장기 관점에서 필리조선소는 군함/지원함 건조 및 MRO 사업, 상선, LNG선 등 수주 선종의 다변화가 진행될 것으로 판단한다.

동사와 한화오션은 필리조선소의 연간 선박 건조량을 현재 1~1.5척에서 2030년 이후 8~10척 규모로 확대할 계획이다. 이에 연간 3~4억 달러 수준의 필리조선소 매출 규모도 2030년 이후 30~40억달러 규모로 성장할 것으로 전망한다. 미국 조선 시장에서 견고한 입지와 양호한 수주 환경에 기반한 수혜가 기대된다.

투자의견 Outperform
유지,
TP 51,500원 상향

2025년 매출액 3조 7,002억원(yoy+32%), 영업이익 2,486억원(yoy +13.4%, OPM 6.7%)를 전망한다. 올해도 방산 부문에서 수출 비중 확대에 따른 실적 개선과 ICT 부문의 견조한 성장세가 지속될 것으로 판단한다. 상호관세에 따른 필리조선소의 실적 개선 불확실성도 점차 줄어들 것으로 기대한다.

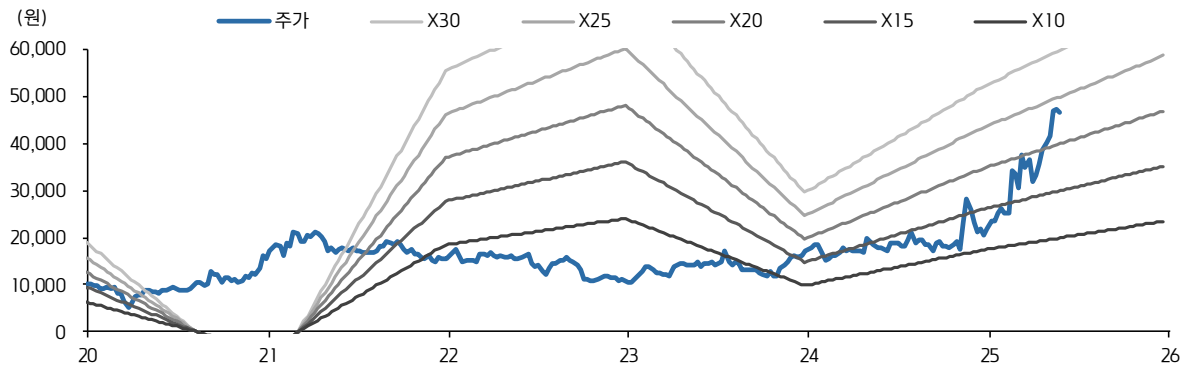
투자의견 Outperform을 유지하고, 목표주가는 25~27년 평균 EPS 1,690원에 Target PER 30배를 적용하여 51,500원으로 상향한다.

한화시스템 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	544.2	687.0	639.0	933.5	690.1	893.6	895.1	1,221.4	2,803.7	3,700.2	4,322.6
(YoY)	23.8%	12.5%	2.9%	19.4%	26.8%	30.1%	40.1%	30.8%	14.3%	32.0%	16.8%
영업이익	45.5	84.4	60.3	29.1	58.2	84.8	76.3	29.3	219.3	248.6	356.2
(YoY)	269.9%	182.3%	52.0%	164.7%	27.9%	0.5%	26.4%	0.7%	136.1%	13.4%	43.3%
OPM	8.4%	12.3%	9.4%	3.1%	8.4%	9.5%	8.5%	2.4%	7.8%	6.7%	8.2%
순이익	50.3	27.0	8.1	359.9	41.0	64.6	57.6	19.1	445.4	182.4	325.3
(YoY)	-72.8%	-63.9%	-80.2%	752.9%	-18.6%	139.1%	607.5%	-94.7%	29.8%	-59.1%	78.4%
NPM	9.2%	3.9%	1.3%	38.6%	5.9%	7.2%	6.4%	1.6%	15.9%	4.9%	7.5%

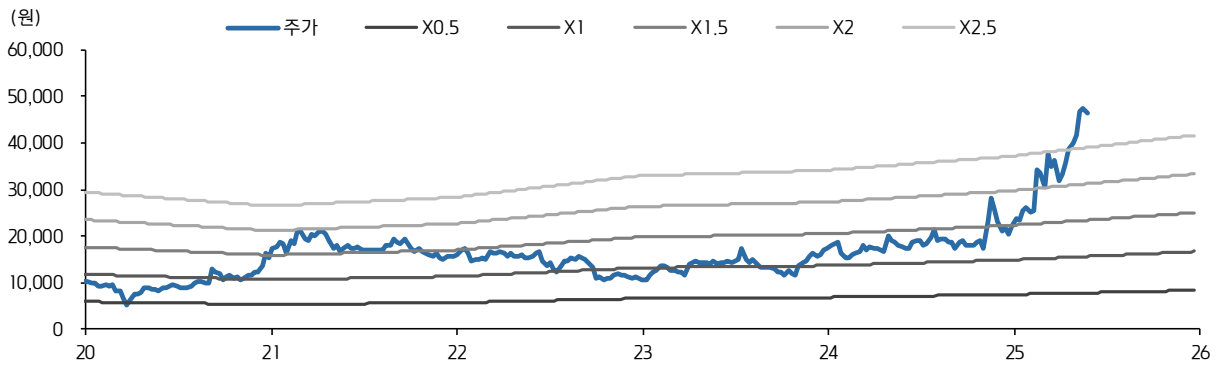
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/E 밴드 차트



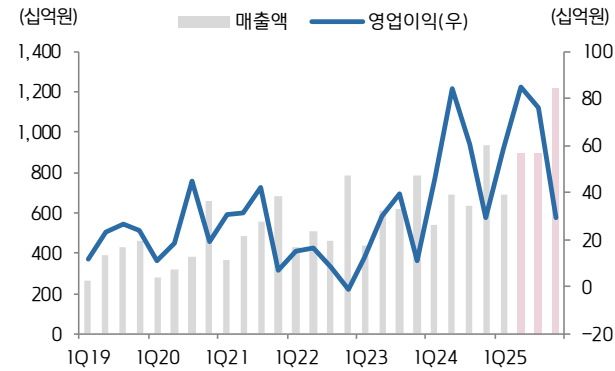
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/B 밴드 차트



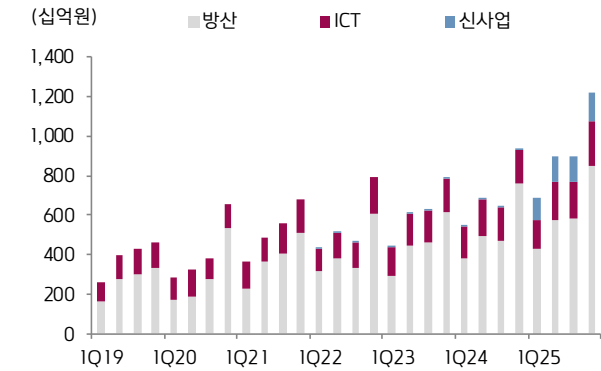
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



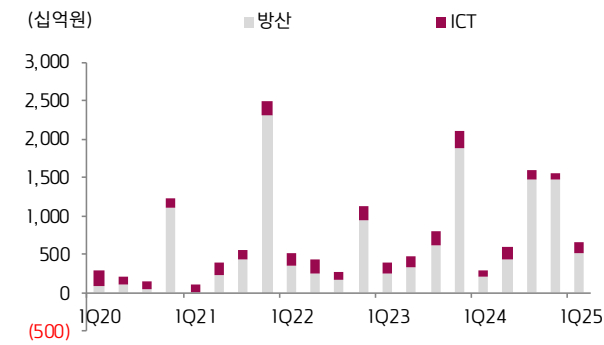
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 매출 추이 및 전망



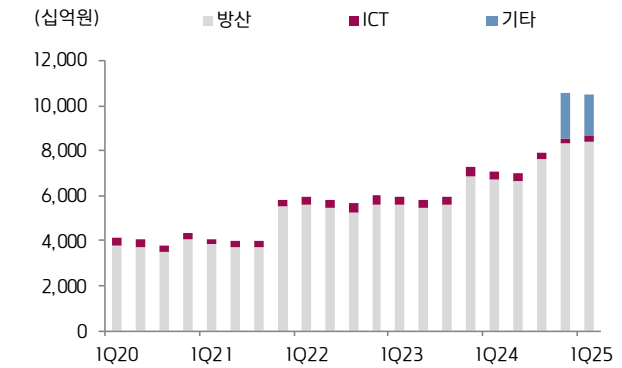
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 신규 수주 추이



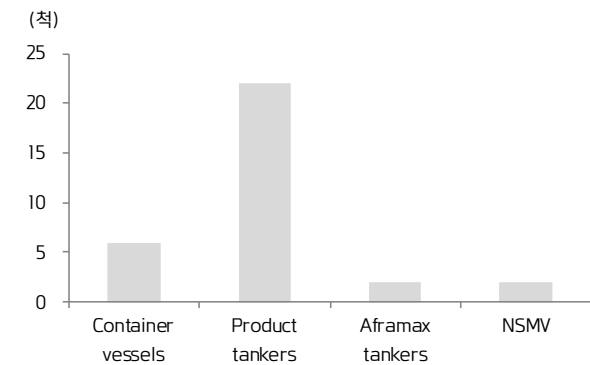
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 수주잔고 추이



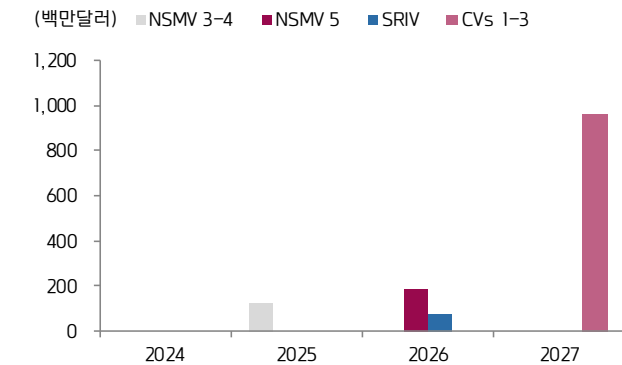
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화필리조선소 선박 건조 이력



자료: Philly Shipyard, 키움증권 리서치센터
주)NSMV=National Security Multi-Mission Vessel

한화필리조선소 수주잔고 구성



자료: Philly Shipyard, 키움증권 리서치센터
주) 24.12.19일 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452.5	2,803.7	3,700.2	4,322.6	4,767.1
매출원가	2,148.4	2,387.9	3,204.9	3,657.3	3,966.3
매출총이익	304.1	415.8	495.3	665.3	800.8
판매비	181.6	196.4	246.7	309.1	311.4
영업이익	122.6	219.3	248.6	356.2	489.4
EBITDA	244.5	333.5	407.6	487.9	627.5
영업외손익	321.3	362.1	-36.9	40.5	56.5
이자수익	26.6	14.6	12.4	29.4	45.4
이자비용	14.0	22.3	22.3	22.3	22.3
외환관련이익	4.9	33.4	11.2	11.2	11.2
외환관련손실	3.4	17.1	16.5	16.5	16.5
종속 및 관계기업손익	-30.2	-12.6	-11.3	-11.3	-11.3
기타	337.4	366.1	-10.4	50.0	50.0
법인세차감전이익	443.9	581.4	211.7	396.7	545.9
법인세비용	57.4	104.3	29.3	71.4	98.3
계속사업손익	386.4	477.2	182.4	325.3	447.6
당기순이익	343.1	445.4	182.4	325.3	447.6
지배주주순이익	349.2	454.3	186.0	325.3	443.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	12.1	14.3	32.0	16.8	10.3
영업이익 증감율	213.7	78.9	13.4	43.3	37.4
EBITDA 증감율	69.7	36.4	22.2	19.7	28.6
지배주주순이익 증감율	흑전	30.1	-59.1	74.9	36.2
EPS 증감율	흑전	30.1	-59.1	74.9	36.2
매출총이익율(%)	12.4	14.8	13.4	15.4	16.8
영업이익률(%)	5.0	7.8	6.7	8.2	10.3
EBITDA Margin(%)	10.0	11.9	11.0	11.3	13.2
지배주주순이익률(%)	14.2	16.2	5.0	7.5	9.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	83.4	132.6	270.3	745.4	711.6
당기순이익	343.1	445.4	182.4	325.3	447.6
비현금항목의 가감	-83.2	-59.8	241.0	238.8	256.1
유형자산감가상각비	98.7	92.3	137.7	109.6	115.3
무형자산감가상각비	23.2	21.8	21.3	22.2	22.8
지분법평가손익	-45.9	-450.6	-11.3	-11.3	-11.3
기타	-159.2	276.7	93.3	118.3	129.3
영업활동자산부채증감	-167.8	-217.6	-113.8	245.7	83.1
매출채권및기타채권의감소	5.8	-92.2	-100.0	-69.4	-49.6
재고자산의감소	-128.4	-106.4	-195.1	-135.4	-96.7
매입채무및기타채무의증가	42.4	1.8	345.1	640.1	448.7
기타	-87.6	-20.8	-163.8	-189.6	-219.3
기타현금흐름	-8.7	-35.4	-39.3	-64.4	-75.2
투자활동 현금흐름	-863.7	-442.0	177.2	121.5	131.2
유형자산의 취득	-132.3	-239.8	-68.9	-123.7	-112.4
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-27.0	-25.4	-30.8	-28.9	-28.0
투자자산의감소(증가)	-919.4	-435.1	-88.7	-88.7	-88.7
단기금융자산의감소(증가)	-9.7	-88.9	18.5	15.7	13.3
기타	224.6	347.1	347.1	347.1	347.0
재무활동 현금흐름	26.7	35.1	-96.5	-96.5	-96.5
차입금의 증가(감소)	102.2	118.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-46.7	-52.4	-65.4	-65.4	-65.4
기타	-28.8	-31.0	-31.1	-31.1	-31.1
기타현금흐름	1.5	-1.9	-382.0	-382.0	-382.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-752.1	-276.2	-30.9	388.4	364.3
기초현금 및 현금성자산	1,228.2	476.1	199.8	168.9	557.3
기말현금 및 현금성자산	476.1	199.8	168.9	557.3	921.6

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,890.1	2,286.1	2,695.6	3,462.8	4,179.4
현금 및 현금성자산	476.1	199.8	168.9	557.3	921.6
단기금융자산	32.3	121.2	102.7	87.1	73.8
매출채권 및 기타채권	204.2	312.7	412.7	482.1	531.7
재고자산	501.1	610.1	805.2	940.6	1,037.3
기타유동자산	676.4	1,042.3	1,206.1	1,395.7	1,615.0
비유동자산	2,593.1	3,437.9	3,455.8	3,554.0	3,633.7
투자자산	1,480.5	1,902.9	1,980.3	2,057.6	2,134.9
유형자산	347.6	570.0	501.1	515.2	512.3
무형자산	558.9	762.2	771.7	778.4	783.7
기타비유동자산	206.1	202.8	202.7	202.8	202.8
자산총계	4,483.2	5,724.0	6,151.5	7,016.8	7,813.1
유동부채	1,951.4	2,677.1	3,022.2	3,662.2	4,111.0
매입채무 및 기타채무	301.0	436.4	781.5	1,421.6	1,870.3
단기금융부채	191.1	109.2	109.2	109.2	109.2
기타유동부채	1,459.3	2,131.5	2,131.5	2,131.4	2,131.5
비유동부채	377.7	630.5	630.5	630.5	630.5
장기금융부채	139.0	364.0	364.0	364.0	364.0
기타비유동부채	238.7	266.5	266.5	266.5	266.5
부채총계	2,329.1	3,307.6	3,652.7	4,292.8	4,741.5
지배지분	2,139.8	2,490.1	2,576.0	2,801.3	3,144.4
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,100.1	1,092.0	1,092.0	1,092.0	1,092.0
기타자본	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1
기타포괄손익누계액	-83.2	-101.7	-136.3	-170.9	-205.4
이익잉여금	212.5	589.3	709.9	969.7	1,347.4
비지배지분	14.3	-73.6	-77.3	-77.3	-72.8
자본총계	2,154.1	2,416.4	2,498.8	2,724.0	3,071.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,849	2,405	985	1,739	2,346
BPS	11,327	13,181	13,636	14,845	16,662
CFPS	1,376	2,041	2,241	2,986	3,725
DPS	280	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	9.4	9.4	39.9	22.6	16.8
PER(최고)	9.6	12.6	44.2		
PER(최저)	5.5	6.2	22.9		
PBR	1.53	1.71	2.88	2.65	2.36
PBR(최고)	1.56	2.29	3.19		
PBR(최저)	0.90	1.13	1.65		
PSR	1.34	1.52	2.01	1.72	1.56
PCFR	12.6	11.1	17.5	13.2	10.6
EV/EBITDA	12.7	13.0	18.5	14.7	10.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	15.3	14.7	35.9	20.1	14.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.6	1.5	0.9	0.9	0.9
ROA	8.1	8.7	3.1	4.9	6.0
ROE	16.9	19.6	7.3	12.2	14.9
ROIC	20.1	29.4	23.3	35.1	59.0
매출채권회전율	11.8	10.8	10.2	9.7	9.4
재고자산회전율	5.6	5.0	5.2	5.0	4.8
부채비율	108.1	136.9	146.2	157.6	154.4
순차입금비용	-8.3	6.3	8.1	-6.3	-17.0
이자보상배율	8.8	9.8	11.1	15.9	21.9
총차입금	330.1	473.2	473.2	473.2	473.2
순차입금	-178.3	152.2	201.6	-171.2	-522.1
NOPLAT	244.5	333.5	407.6	487.9	627.5
FCF	-88.8	-141.5	159.8	516.9	482.1

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
한화오션 (042660)	2024-09-30	BUY(Initiate)	42,000원	6개월	-27.07	-24.52
	2024-10-30	BUY(Maintain)	41,000원	6개월	-13.05	16.95
	2025-01-25	Outperform (Downgrade)	54,000원	6개월	-0.19	5.00
	2025-01-31	Outperform (Maintain)	64,000원	6개월	16.59	40.47
	2025-05-22	Outperform (Maintain)	91,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
한화시스템 (272210)	2023-08-31	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-21.53	-14.75
	2023-11-01	BUY(Maintain)	17,500원	6개월	-16.84	-9.71
	2023-11-30	Outperform (Downgrade)	18,000원	6개월	-5.74	7.50
	2024-04-11	BUY(Upgrade)	21,000원	6개월	-16.37	-5.05
	2024-04-29	BUY(Maintain)	25,000원	6개월	-24.78	-11.00
	2024-07-31	BUY(Maintain)	26,500원	6개월	-29.81	-26.00
	2024-10-31	BUY(Maintain)	26,500원	6개월	-20.68	12.64
	2025-02-10	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	5.57	15.16
	2025-02-26	Outperform (Downgrade)	36,000원	6개월	-0.70	17.50
	2025-04-30	Outperform (Maintain)	46,000원	6개월	-4.17	2.93
	2025-05-22	Outperform (Maintain)	51,500원	6개월		

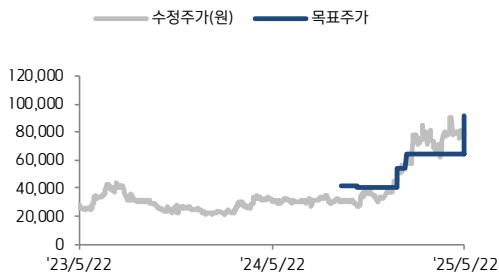
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

고지사항

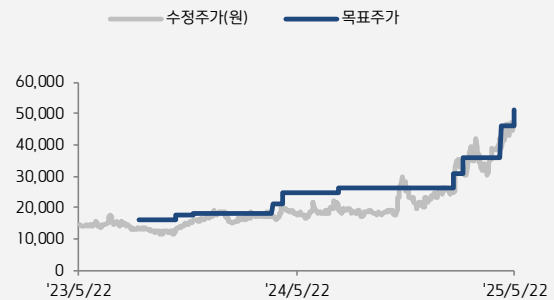
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

목표주가 추이 (2개년)

한화오션



한화시스템



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%