

Initiation

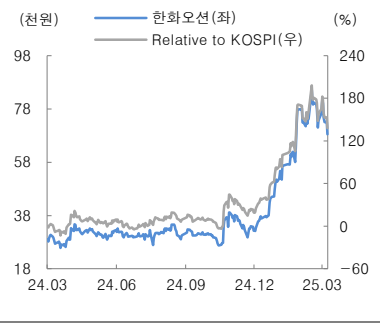
한화오션  
(042660)

이지니 jinilee@daishin.com

투자 의견 BUY  
신규  
6개월 목표주가 90,000  
신규  
현재주가 68,500  
(25.03.25) 조선업종

|             |                       |
|-------------|-----------------------|
| KOSPI       | 2,615.81              |
| 시가총액        | 20,989십억원             |
| 시가총액비중      | 0.98%                 |
| 자본금(보통주)    | 1,537십억원              |
| 52주 최고/최저   | 85,100원 / 25,850원     |
| 120일 평균거래대금 | 3,057억원               |
| 외국인지분율      | 11.91%                |
| 주요주주        | 한화에어로스페이스 외 2인 46.28% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | -8.9 | 90.3 | 113.4 | 128.3 |
| 상대수익률    | -8.4 | 77.5 | 111.8 | 139.0 |



팔방미인

- 공정률 정상화로 매출의 성장세는 가팔라질 것으로 판단
- 수주잔고 중 고부가가치 선종의 비중 증가로 마진 성장 가시화
- 방산 계열사의 해외 조선사 인수로 창출해낼 시너지 기대

투자 의견 매수, 목표주가 90,000원으로 신규 제시

한화오션을 조선 업종 차선호주로 제시. 목표주가는 90,000원 (Upside +31.4%)으로 2007년부터 2009년 국내 조선사 3개년 평균 PER 41.4 배에 20% 할증 적용

안정적인 상선 수주잔고를 기반으로 구조적 성장 준비 중

투자포인트로는 1)납기 지연 해소와 저가 수주 물량 인도로 사업 정상화 궤도; 2) 해외 조선사 인수로 해외 군함 MRO 및 건조 기대

동사는 외국인 근로자 채용 등을 통한 생산 안정화를 이루고 있음. 더 불어 LNG 및 컨테이너선 중심의 상선 부문 고수익 물량 인도가 늘어 남에 따라 매출 확대 전망. 한화의 방산 계열사로서 미국의 군함 MRO 수주에 박차를 가하고 있으며 미국 군함 수주를 위한 발판으로 해외 조선사 인수에 적극적으로 임하고 있어 알파 창출 기대

2025년 매출액 13.5조원, 영업이익 8,342억원 전망

2025년 1분기 매출액은 3조 2,797억원(+43.6% yoy), 영업이익 1,701억원(+221.3% yoy), 영업이익률 5.2%로 전망. 사업부문별 실적은 [상선] 매출액 2조 6,088억원(+34.2% yoy), 영업이익 1,287억원(+606.9% yoy) [특수선] 2,420억원(+70.2% yoy), 영업이익 223억원(+29.1% yoy) [해양] 매출액 2,585억원(-6.8% yoy), 영업이익 112억원(-39.4% yoy)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

|         | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 7,408  | 10,776 | 13,494 | 13,783 | 14,803 |
| 영업이익    | -196   | 238    | 834    | 975    | 1,205  |
| 세전순이익   | -116   | 181    | 583    | 1,141  | 1,336  |
| 총당기순이익  | 160    | 528    | 554    | 868    | 1,016  |
| 지배지분순이익 | 160    | 528    | 554    | 868    | 1,016  |
| EPS     | 757    | 1,724  | 1,808  | 2,831  | 3,314  |
| PER     | 33.1   | 21.7   | 37.9   | 24.2   | 20.7   |
| BPS     | 20,400 | 15,858 | 17,915 | 21,026 | 24,655 |
| PBR     | 1.2    | 2.4    | 3.8    | 3.3    | 2.8    |
| ROE     | 6.3    | 11.5   | 10.7   | 14.5   | 14.5   |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 한화오션, 대신증권 Research Center

# I . 투자 의견 및 Valuation

## 투자 의견 매수, 목표주가 90,000 원으로 신규 제시

한화오션에 대한 투자 의견은 매수, 목표주가 90,000원(Upside +31.4%), 조선사 중 차선 호주로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2007년~2009년 3개년 평균 PER 41.4배에 20% 할증을 적용하여 산출하였다. 할증 요인은 계열사의 해외 조선소(필리, 오스탈) 지분 매입으로 미국 군함 수주 가능성 확대이다.

최근 동사의 주가는 방산 계열사가 미국에 조선소를 보유한 해외 조선소 지분 매입으로 연초 37,800원 대비 111.9% 상승하며 밸류에이션 부담 우려가 존재한다. 다만 올해부터 고수익 물량의 매출 인식이 시작되고 해외 군함 MRO 추가 수주를 감안한다면 구조적인 성장 구간에 진입했다고 판단하며 실적 개선과 함께 밸류에이션 부담이 완화될 것으로 판단한다.

표21. 한화오션 Valuation

|                | 07~09Y Avg | 25F    | 26F   | 27F   | 비고                      |
|----------------|------------|--------|-------|-------|-------------------------|
| EPS (원)        |            | 1,809  | 2,799 | 3,243 |                         |
| PER (End)      |            | 41.1   | 26.5  | 22.9  |                         |
| PER (Avg.)     |            | 34.8   | 22.5  | 19.4  |                         |
| Target PER (x) | 41.4       |        |       |       | 07년~09년 조선 4사 평균 PER 적용 |
|                |            | 49.68  |       |       | 20% 할증                  |
| 적정가치 (원)       |            | 90,000 |       |       |                         |
| 현재주가 (03/19)   |            | 73,100 |       |       |                         |
| Upside (%)     |            | 23.1   |       |       |                         |

자료: 대신증권 ResearchCenter

## 1Q25 Preview

[조선] 지난 2년간 동사가 타 조선사 대비 실적 개선이 더뎠던 이유는 파업과 인력 부족 문제로 인한 일부 공정 지연 때문이었다. 공정 지연 해소를 위해 동사는 외국인 근로자 채용을 통해 생산 안정화를 이루고 있어 2025년은 수주잔고에 쌓여있는 물량을 정상적으로 인도하며 매출 증대에 기여할 것으로 예상한다. 더욱이 타사 대비 슬롯을 늦게 오픈하며 상대적으로 높은 선가로 수주를 받은 덕분에 수익성은 더욱 높아질 것이다.

[특수선] 한화의 방산 계열사로 편입되며 해양 부문의 특수선 역량이 강화됐다. 동사의 전신인 대우조선해양이 과거에도 특수선 건조에서 강점을 이루었던 부분을 특화시켜 최근 해외 군함 MRO 수주에도 박차를 가하고 있다. 그 외에도 계열사간 해외 조선소 인수를 통해 군함 수주에 있어 시너지를 이루고 향후 매출 성장 동력에 일조할 것으로 전망한다.

표22. 한화오션의 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

|                | 1Q24   | 2Q24    | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25F | 2Q25F  | 3Q25F  | 4Q25F | 2024A  | 2025F  | 2026F  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| KRW/USD (Avg.) | 1,329  | 1,371   | 1,356  | 1,394  | 1,430 | 1,400  | 1,420  | 1,400 | 1,363  | 1,413  | 1,325  |
| KRW/USD (End.) | 1,347  | 1,377   | 1,315  | 1,472  | 1,430 | 1,400  | 1,420  | 1,400 | 1,472  | 1,400  | 1,300  |
| YoY            | 4.2    | 4.3     | 3.2    | 5.6    | 7.6   | 2.1    | 4.7    | 0.4   | 4.3    | 3.7    | -6.2   |
| QoQ            | 4.6    | 2.2     | -4.5   | 12.0   | -2.9  | -2.1   | 1.4    | -1.4  | -      | -      | -      |
| 건조선가지표(pt)     | 182    | 185     | 189    | 189    | 186   | 187    | 188    | 188   | 186    | 188    | 187    |
| YoY            | 10.9   | 9.8     | 9.0    | 7.2    | 2.6   | 1.1    | -0.4   | -0.6  | 9.2    | 0.6    | -0.2   |
| QoQ            | 2.8    | 2.1     | 1.8    | 0.3    | -1.6  | 0.6    | 0.3    | 0.2   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 후판가격(달러톤)      | 908    | 864     | 829    | 833    | 818   | 823    | 839    | 845   | 859    | 831    | 831    |
| YoY            | -14.0  | -15.1   | -13.4  | -12.1  | -10.0 | -4.7   | 1.2    | 1.4   | -13.7  | -3.2   | 0.0    |
| QoQ            | -4.2   | -4.9    | -4.0   | 0.5    | -1.9  | 0.7    | 1.9    | 0.7   | -      | -      | -      |
| 매출액            | 2,284  | 2,536   | 2,703  | 3,253  | 3,280 | 3,421  | 3,395  | 3,398 | 10,776 | 13,494 | 13,783 |
| YoY            | 58.6   | 39.3    | 41.0   | 45.8   | 43.6  | 34.9   | 25.6   | 4.5   | 45.5   | 25.2   | 2.1    |
| 매출원가           | 2,149  | 2,459   | 2,570  | 2,914  | 2,942 | 3,039  | 2,998  | 2,991 | 10,092 | 11,970 | 12,099 |
| 매출원가비율         | 94.1%  | 97.0%   | 95.1%  | 89.6%  | 89.7% | 88.8%  | 88.3%  | 88.0% | 93.7%  | 88.7%  | 87.8%  |
| 판관비            | 82     | 86      | 107    | 170    | 167   | 175    | 174    | 174   | 446    | 690    | 709    |
| 판관비율           | 3.6%   | 3.4%    | 4.0%   | 5.2%   | 5.1%  | 5.1%   | 5.1%   | 5.1%  | 4.1%   | 5.1%   | 5.1%   |
| 영업이익           | 53     | -10     | 26     | 169    | 170   | 207    | 223    | 234   | 238    | 834    | 975    |
| YoY            | 18.2   | -43.4   | 36.6   | 114.5  | 128.7 | 161.4  | 175.1  | 179.0 | 125.9  | 644.1  | 771.6  |
| 영업이익률          | 2.3%   | -0.4%   | 0.9%   | 5.2%   | 5.2%  | 6.1%   | 6.6%   | 6.9%  | 2.2%   | 6.2%   | 7.1%   |
| 부문별 매출액        |        |         |        |        |       |        |        |       |        |        |        |
| 상선             | 1,944  | 2,112   | 2,171  | 2,455  | 2,609 | 2,682  | 2,591  | 2,554 | 8,682  | 10,435 | 10,408 |
| 특수선            | 142    | 329     | 196    | 386    | 242   | 256    | 258    | 262   | 1,053  | 1,018  | 1,074  |
| 해양             | 277    | 199     | 292    | 322    | 259   | 266    | 270    | 269   | 1,091  | 1,063  | 1,089  |
| % yoy          |        |         |        |        |       |        |        |       |        |        |        |
| 상선             | 69.9   | 53.6    | 43.8   | 37.2   | 34.2  | 27.0   | 19.3   | 4.0   | 49.2   | 20.2   | -0.3   |
| 특수선            | 10.4   | 35.4    | -13.4  | 35.2   | 70.2  | -22.1  | 31.5   | -32.1 | 19.2   | -3.3   | 5.5    |
| 해양             | 40.7   | -16.7   | 5.8    | 21.8   | -6.8  | 33.8   | -7.7   | -16.6 | 11.6   | -2.6   | 2.5    |
| 부문별 영업이익       |        |         |        |        |       |        |        |       |        |        |        |
| 상선             | 18     | -43     | 37     | 115    | 129   | 161    | 175    | 179   | 126    | 644    | 772    |
| 특수선            | 6      | 73      | 14     | 33     | 22    | 27     | 30     | 35    | 126    | 114    | 124    |
| 해양             | 18     | -48     | -35    | 73     | 19    | 19     | 18     | 19    | 8      | 76     | 79     |
| % yoy          |        |         |        |        |       |        |        |       |        |        |        |
| 상선             | -118.0 | -73.2   | -340.8 | -155.9 | 606.9 | -471.9 | 378.5  | 56.3  | -126.1 | 411.6  | 19.8   |
| 특수선            | -2,000 | 1,259.3 | -280.3 | -61.0  | 291.0 | -63.5  | 117.0  | 6.9   | 53.2   | -9.3   | 8.9    |
| 해양             | -33.3  | 170.5   | -142.7 | 34.6   | 4.0   | -140.2 | -152.1 | -73.4 | -94.3  | 815.5  | 4.2    |
| 부문별 영업이익률 (%)  |        |         |        |        |       |        |        |       |        |        |        |
| 상선             | 4.9%   | 6.0%    | 6.8%   | 7.0%   | 6.9%  | 7.9%   | 7.4%   | 7.5%  | 8.4%   | 8.8%   | 8.9%   |
| 특수선            | 9.2%   | 10.4%   | 11.5%  | 13.5%  | 11.4% | 12.3%  | 11.0%  | 11.5% | 11.9%  | 12.3%  | 12.5%  |
| 해양             | 7.4%   | 7.2%    | 6.8%   | 7.2%   | 7.5%  | 6.8%   | 7.7%   | 7.0%  | 6.2%   | 6.9%   | 7.7%   |

자료: 대신증권 Research Center

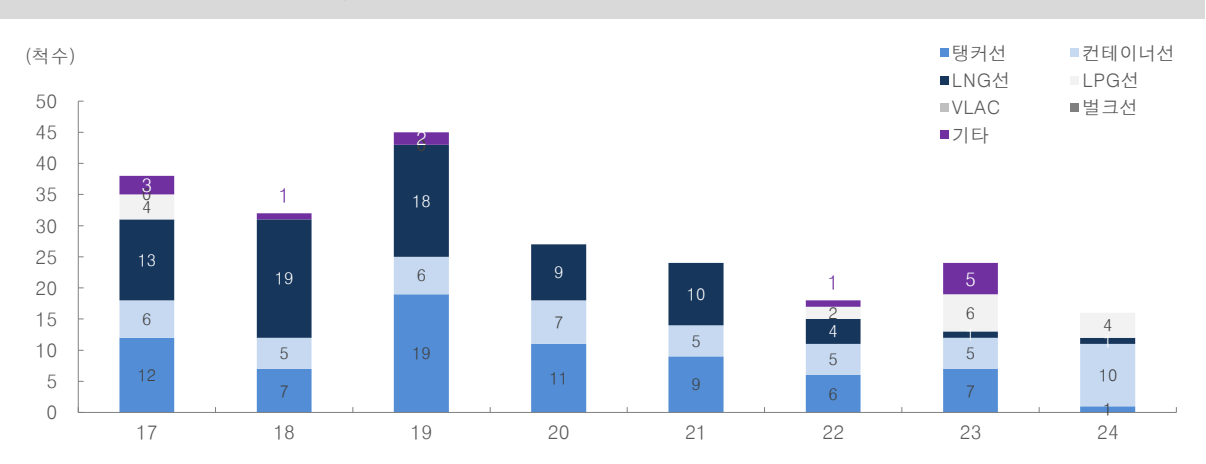
II. 투자포인트

1) 납기 지연 해소와 고수익 선박 비중 증가로 상선 이익 상승

한화오션은 지난 2년간 타 조선사 대비 실적 개선이 더뎠으나, 사업 정상화를 통해 이익 상승폭을 확대하고 있다. 과거 대우조선해양 시절 하청노조의 ‘51일 파업’과 인력 부족 문제로 인해 일부 공정이 지연되며 상선과 특수선 인도 일정이 늦어져 LD(지체배상금)을 251억원 지불했다. 인도일 지연의 주요 원인은 파업 외에도 인력 공백으로 인한 공정을 저하였다. 지난 10년간 조선업 불황기에 발생한 인력 공백이 늘어나는 수주잔고 대비 공정률 하락으로 이어졌으나, 최근 조선업계 전반에서 외국인 근로자 채용을 통해 생산 안정화를 이루고 있다. 한화오션의 경우 소속 외 근로자 수가 2022년 14,108명에서 2023년 18,788명, 2024년 말 기준 20,656명으로 꾸준히 증가하고 있다.

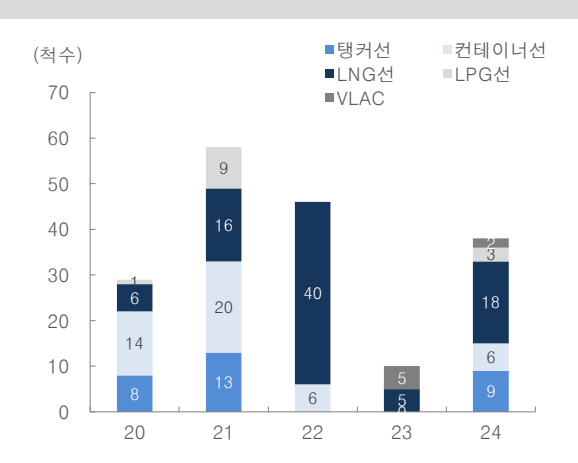
사업 정상화와 더불어 저가수주 물량이 올해 1분기에 인도되면 이익 상승폭은 더욱 확대될 것으로 전망한다. 현재 수주잔고 중 2013년 드릴십 수주물량 1척과 2020년 컨테이너 수주물량 5척이 인도되면 고수익 물량 비중이 증가해 수익성 개선이 기대된다.

그림 52. 한화오션의 연도별 인도량



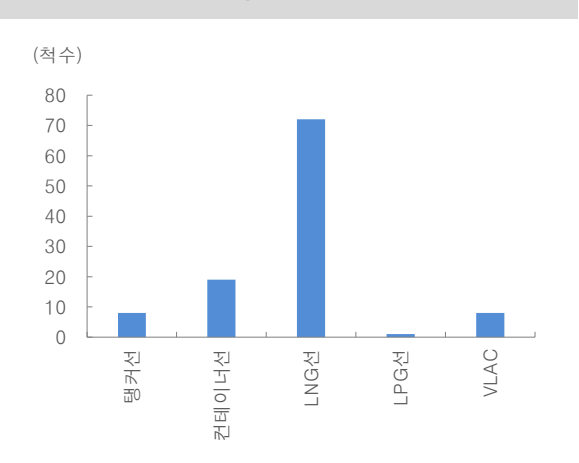
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 53. 한화오션의 연도별 신규 수주



자료: 한화오션, 대신증권 Research Center

그림 54. 한화오션의 선종별 수주잔고



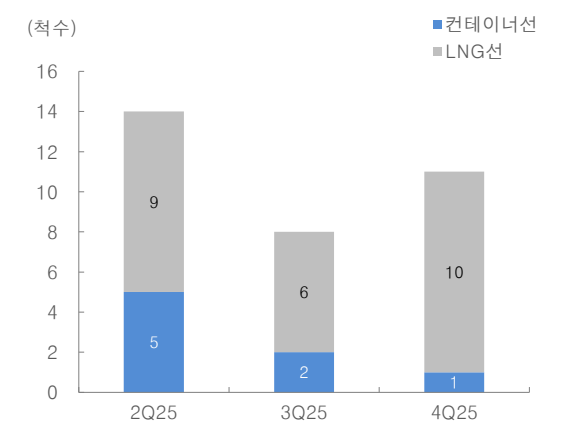
자료: 한화오션, 대신증권 Research Center

한화오션의 2024년 12월 기준 수주잔고 109척 중 비중이 가장 높은 선종은 LNG선 72척으로 전체 수주잔고의 66.7%를 차지하고, 그 다음으로는 컨테이너선 19척이 전체 수주잔고의 17.6%를 차지한다.

2025년에 인도될 예정인 선박은 총 47척으로 그 중 2013년에 수주한 드릴십 한 척을 제외하고는 전부 컨테이너선과 LNG선으로 이루어져 있다. 수주한 년도의 비중은 2020년 5척, 2021년 13척, 2022년 28척으로, 선가 상승기인 2021년 이후로 수주한 선박은 고수익 선박에 해당한다. 하반기로 갈수록 상선부문에서 고수익 선박들이 인도되며 매출에 인식된다면 수익성 개선은 더욱 빨라질 것으로 판단한다.

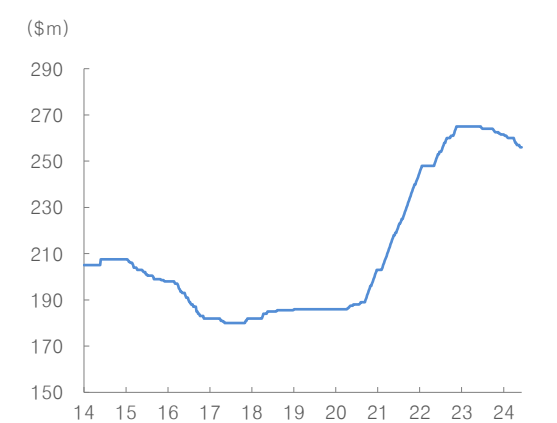
한화오션은 2025년 3월 기준 에버그린으로부터 2027년 납기인 LNG DF 24,000TEU 컨테이너선 3척을 수주하며 2027년 슬롯을 마감했다. 해당 선박계약금액은 \$15.9억~\$17.7억 수준으로 함께 시리즈 발주를 받은 GSI(중국 광저우 조선사)의 계약금액인 \$13.3억~\$14.8억을 상회한다. GSI 조선사의 인도 일정은 2028년으로 일부 중국 조선사들은 2029년 슬롯까지 열어둔 상태이다. 빠른 납기가 가능하다는 점에서, 한국 조선사의 선가 경쟁력이 두드러진다. 그 중 LNG 캐파가 최대 40척까지 건조가 가능한 한화오션의 수익성은 해를 거듭해 좋아질 것이다.

그림 55. 2025년에 인도 예정 선박



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 56. LNG 174k 신조선가 추이



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

2) 해외 조선사 인수로 해외 군함 MRO 및 건조 기대

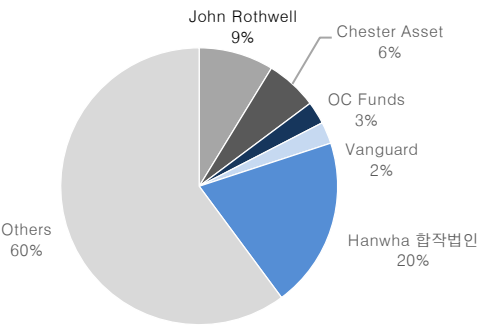
한화오션은 한화그룹의 방산 계열사 중 해양 부문을 담당하며, 특수선 건조 이력을 기반으로 방산과의 시너지를 창출하고 있다. 전신이 대우조선해양인 한화오션은 군함 및 특수선 건조 경험이 풍부하여 방산 수주 확대 가능성이 크다. 특히 최근 한화에어로스페이스가 한화오션의 지분 11%를 추가 인수하여 기존 23%에서 30%로 지배력을 강화하였다. 이를 통해 그룹 내 방산 계열사 간 협력 구조가 더욱 견고해지고 있다.

해외 군함 사업 수주 역량을 강화하기 위해 2024년 6월, 한화오션은 한화시스템과 함께 미국 필라델피아주 필리조션소 지분을 100% 인수하였다. 한화오션의 지분은 40%로, 이 인수를 통해 미국 내 군함 건조 및 MRO 사업 참여 가능성을 확보했다. 이는 자국 해군 함정 건조를 동맹국에 맡기는 것을 허용하는 미국 John’s Act 개정안이 발의된 상황에서 더욱 전략적인 의미를 가진다. 개정안 통과 여부와 무관하게 필리조션소를 통한 군함 수주 및 건조가 가능하다는 점에서 경쟁 우위를 확보하고 있어 동사만의 가장 큰 강점이다.

올 3월에는 한화시스템과 한화에어로스페이스는 호주 법인(HAA No.1)을 통해 호주 조선소 오스탈(Austal) 지분 9.9%를 인수하고, 추가로 9.9% 지분에 대한 총수익스왑프 계약을 체결하며 총 19.9%의 지분을 확보할 계획이다. 현재는 호주 외국인투자심의위원회에 투자승인을 요청하여 최대 주주 지위를 확보하려 한다. 오스탈 조선소는 호주 외에도 베트남, 필리핀, 미국(알라바마) 등에서 조선소를 운영하며, 연안전투함(LCS), 원정고속수송함(EPF), 다목적상륙정(LCU) 등의 특수선 건조와 MRO 역량을 보유하고 있기 때문에 미국 해군의 군함 수주에 있어서 우위를 점하고 있다.

비록 한화오션이 오스탈에 직접 지분을 가지고 있지는 않으나, 한화에어로스페이스의 종속회사로서 해외 군함 건조 및 수주에서 큰 시너지를 창출할 것으로 기대된다. 이러한 해외 인프라 확충과 방산 사업 확장은 한화오션의 글로벌 경쟁력을 높이는 중요한 투자 포인트로 작용하고 있다.

그림 57. 오스탈 지분구조



자료: 언론종합, 대신증권 Research Center

재무제표

| 포괄손익계산서     | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2023A     | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
| 매출액         | 7,408     | 10,776 | 13,494 | 13,783 | 14,803 |
| 매출원가        | 7,310     | 10,092 | 11,970 | 12,099 | 12,834 |
| 매출총이익       | 99        | 684    | 1,524  | 1,684  | 1,969  |
| 판매비와관리비     | 295       | 446    | 690    | 709    | 764    |
| 영업이익        | -196      | 238    | 834    | 975    | 1,205  |
| 영업이익률       | -2.7      | 2.2    | 6.2    | 7.1    | 8.1    |
| EBITDA      | -50       | 418    | 1,000  | 1,143  | 1,374  |
| 영업외손익       | 80        | -57    | -251   | 154    | 103    |
| 관계기업손익      | 1         | 15     | 15     | 15     | 15     |
| 금융수익        | 553       | 697    | 814    | 609    | 535    |
| 외환관련이익      | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 금융비용        | -899      | -1,172 | -1,563 | -978   | -964   |
| 외환관련손실      | 366       | 488    | 870    | 265    | 232    |
| 기타          | 425       | 403    | 483    | 507    | 517    |
| 법인세비용차감전순이익 | -116      | 181    | 583    | 1,129  | 1,308  |
| 법인세비용       | 276       | 347    | -29    | -271   | -314   |
| 계속사업순이익     | 160       | 528    | 554    | 858    | 994    |
| 중단사업순이익     | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익       | 160       | 528    | 554    | 858    | 994    |
| 당기순이익률      | 2.2       | 4.9    | 4.1    | 6.2    | 6.7    |
| 비배지분순이익     | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 자배지분순이익     | 160       | 528    | 554    | 858    | 994    |
| 매도가능금융자산평가  | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타포괄이익      | -17       | 4      | 4      | 5      | 5      |
| 포괄순이익       | -10       | 568    | 599    | 906    | 1,047  |
| 비배지분포괄이익    | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 자배지분포괄이익    | -10       | 568    | 599    | 906    | 1,047  |

| Valuation 지표 | (단위: 원, 배, %) |        |        |        |        |
|--------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
|              | 2023A         | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
| EPS          | 757           | 1,724  | 1,809  | 2,799  | 3,243  |
| PER          | 33.1          | 21.7   | 41.1   | 26.5   | 22.9   |
| BPS          | 20,400        | 15,868 | 17,916 | 20,995 | 24,553 |
| PBR          | 1.2           | 2.4    | 4.1    | 3.5    | 3.0    |
| EBITDAPS     | -239          | 1,363  | 3,265  | 3,730  | 4,485  |
| EV/EBITDA    | NA            | 39.0   | 27.4   | 23.9   | 19.7   |
| SPS          | 35,085        | 35,171 | 44,039 | 44,983 | 48,309 |
| PSR          | 0.7           | 1.1    | 1.7    | 1.6    | 1.5    |
| CFPS         | -3,135        | 1,156  | 3,063  | 3,579  | 4,338  |
| DPS          | 0             | 0      | 0      | 0      | 0      |

| 재무비율     | (단위: 원, 배, %) |       |       |       |       |
|----------|---------------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2023A         | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 성장성      |               |       |       |       |       |
| 매출액 증가율  | 52.4          | 45.5  | 25.2  | 2.1   | 7.4   |
| 영업이익 증가율 | 적지            | 흑전    | 250.7 | 16.9  | 23.5  |
| 순이익 증가율  | 흑전            | 230.0 | 4.9   | 54.7  | 15.9  |
| 수익성      |               |       |       |       |       |
| ROIC     | 21.0          | 23.7  | 12.4  | 7.9   | 9.1   |
| ROA      | -1.5          | 1.5   | 4.6   | 5.1   | 6.0   |
| ROE      | 6.3           | 11.5  | 10.7  | 14.4  | 14.2  |
| 안정성      |               |       |       |       |       |
| 부채비율     | 223.4         | 266.9 | 238.7 | 203.4 | 175.3 |
| 순차입금비율   | 9.9           | 99.0  | 90.7  | 75.8  | 62.7  |
| 이자보상배율   | -1.2          | 1.4   | 4.9   | 5.4   | 6.4   |

자료: 한화오션 대신증권 Research Center

| 재무상태표       | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2023A     | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
| 유동자산        | 9,218     | 11,246 | 11,489 | 12,173 | 13,115 |
| 현금및현금성자산    | 1,799     | 588    | 696    | 1,103  | 1,571  |
| 매출채권 및 기타채권 | 332       | 892    | 919    | 946    | 975    |
| 재고자산        | 2,891     | 2,780  | 3,481  | 3,555  | 3,818  |
| 기타유동자산      | 4,195     | 6,986  | 6,393  | 6,568  | 6,751  |
| 비유동자산       | 4,727     | 6,598  | 7,120  | 7,366  | 7,614  |
| 유형자산        | 4,062     | 4,648  | 4,677  | 4,704  | 4,728  |
| 관계기업투자금     | 4         | 324    | 496    | 669    | 841    |
| 기타비유동자산     | 661       | 1,625  | 1,946  | 1,993  | 2,045  |
| 자산총계        | 13,945    | 17,844 | 18,609 | 19,539 | 20,729 |
| 유동부채        | 7,459     | 10,347 | 10,250 | 10,004 | 9,870  |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,498     | 2,048  | 2,297  | 2,323  | 2,416  |
| 차입금         | 486       | 3,195  | 3,291  | 3,390  | 3,492  |
| 유동성채무       | 64        | 73     | 74     | 76     | 77     |
| 기타유동부채      | 5,412     | 5,030  | 4,588  | 4,215  | 3,885  |
| 비유동부채       | 2,173     | 2,634  | 2,864  | 3,096  | 3,328  |
| 차입금         | 1,665     | 2,028  | 2,236  | 2,443  | 2,651  |
| 전환증권        | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타비유동부채     | 508       | 606    | 628    | 652    | 677    |
| 부채총계        | 9,633     | 12,980 | 13,114 | 13,100 | 13,199 |
| 자배지분        | 4,307     | 4,859  | 5,490  | 6,433  | 7,523  |
| 자본금         | 1,537     | 1,537  | 1,537  | 1,537  | 1,537  |
| 자본잉여금       | 2,740     | 119    | 119    | 119    | 119    |
| 이익잉여금       | -2,868    | 236    | 791    | 1,648  | 2,642  |
| 기타지분변동      | 2,899     | 2,966  | 3,043  | 3,129  | 3,225  |
| 비자배지분       | 5         | 5      | 5      | 6      | 7      |
| 자본총계        | 4,312     | 4,863  | 5,495  | 6,439  | 7,531  |
| 순차입금        | 427       | 4,814  | 4,985  | 4,882  | 4,720  |

| 현금흐름표     | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|           | 2023A     | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
| 영업활동 현금흐름 | -1,939    | -2,905 | -2,387 | -2,076 | -2,017 |
| 당기순이익     | 160       | 528    | 554    | 858    | 994    |
| 비현금항목의 가감 | -822      | -174   | 384    | 239    | 335    |
| 감가상각비     | 146       | 180    | 166    | 168    | 170    |
| 외환손익      | 47        | 12     | 210    | -188   | -146   |
| 지분법평가손익   | -1        | -15    | -15    | -15    | -15    |
| 기타        | -1,013    | -350   | 24     | 274    | 327    |
| 자산부채의 증감  | -1,195    | -3,158 | -3,190 | -2,786 | -2,907 |
| 기타현금흐름    | -82       | -101   | -136   | -387   | -439   |
| 투자활동 현금흐름 | 197       | -1,110 | -1,108 | -836   | -844   |
| 투자자산      | 0         | -209   | -482   | -207   | -210   |
| 유형자산      | -130      | -372   | -190   | -190   | -190   |
| 기타        | 327       | -529   | -436   | -439   | -443   |
| 재무활동 현금흐름 | 2,885     | 2,803  | 2,876  | 2,879  | 2,882  |
| 단기차입금     | -454      | 2,554  | 96     | 99     | 102    |
| 사채        | 0         | 246    | 100    | 100    | 100    |
| 장기차입금     | 0         | 108    | 108    | 108    | 108    |
| 유상증자      | 3,619     | -2,634 | 0      | 0      | 0      |
| 현금배당      | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타        | -280      | 2,529  | 2,573  | 2,573  | 2,573  |
| 현금의 증감    | 1,140     | -1,211 | 108    | 407    | 468    |
| 기초 현금     | 660       | 1,799  | 588    | 696    | 1,103  |
| 기말 현금     | 1,799     | 588    | 696    | 1,103  | 1,571  |
| NOPLAT    | 270       | 694    | 792    | 741    | 915    |
| FCF       | 283       | 495    | 759    | 709    | 885    |

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지니)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]



| 산업 투자의견  | 기업 투자의견  |
|--|--|
| Overweight(비중확대):<br>:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상 | Buy(매수):<br>:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상                 |
| Neutra(중립):<br>:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상        | Marketperform(시장수익률):<br>:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상 |
| Underweight(비중축소):<br>:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상   | Underperform(시장수익률 하회):<br>:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상  |

[투자의견 비율공시]

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
|----|---------|-------------------|------------------|
| 비율 | 92.6%   | 7.4%              | 0.0%             |

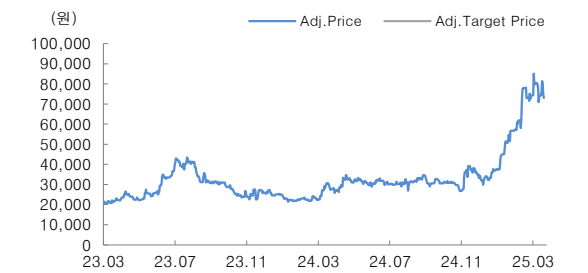
(기준일자: 20250322)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

| HD현대중공업(329180) 투자의견 및 목표주가 변경 내용   | 한화오션(042660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용   |
|---|--|
|  |  |
| 제시일자 25.03.27   | 제시일자 25.03.27  |
| 투자의견 Buy  | 투자의견 Buy   |
| 목표주가 360,000  | 목표주가 90,000  |
| 과리율(평균.%)   | 과리율(평균.%)  |
| 과리율(최대/최소.%)  | 과리율(최대/최소.%)   |
| 제시일자  | 제시일자   |
| 투자의견  | 투자의견   |
| 목표주가  | 목표주가   |
| 과리율(평균.%)   | 과리율(평균.%)  |
| 과리율(최대/최소.%)  | 과리율(최대/최소.%)   |
| 제시일자  | 제시일자   |
| 투자의견  | 투자의견   |
| 목표주가  | 목표주가   |
| 과리율(평균.%)   | 과리율(평균.%)  |
| 과리율(최대/최소.%)  | 과리율(최대/최소.%)   |
| 제시일자  | 제시일자   |
| 투자의견  | 투자의견   |
| 목표주가  | 목표주가   |
| 과리율(평균.%)   | 과리율(평균.%)  |
| 과리율(최대/최소.%)  | 과리율(최대/최소.%)   |

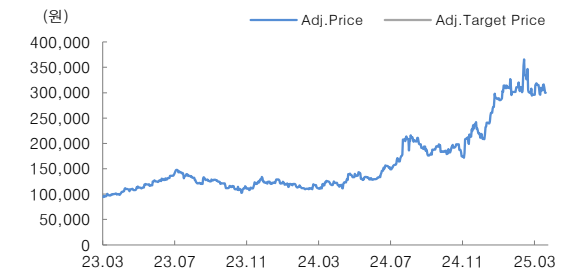


삼성중공업(010140) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



|              |          |
|--------------|----------|
| 제시일자         | 25.03.27 |
| 투자의견         | Buy      |
| 목표주가         | 17,000   |
| 과리율(평균,%)    |          |
| 과리율(최대/최소,%) |          |
| 제시일자         |          |
| 투자의견         |          |
| 목표주가         |          |
| 과리율(평균,%)    |          |
| 과리율(최대/최소,%) |          |
| 제시일자         |          |
| 투자의견         |          |
| 목표주가         |          |
| 과리율(평균,%)    |          |
| 과리율(최대/최소,%) |          |
| 제시일자         |          |
| 투자의견         |          |
| 목표주가         |          |
| 과리율(평균,%)    |          |
| 과리율(최대/최소,%) |          |

HD현대미포(010620) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



|              |          |
|--------------|----------|
| 제시일자         | 25.03.27 |
| 투자의견         | Buy      |
| 목표주가         | 130,000  |
| 과리율(평균,%)    |          |
| 과리율(최대/최소,%) |          |
| 제시일자         |          |
| 투자의견         |          |
| 목표주가         |          |
| 과리율(평균,%)    |          |
| 과리율(최대/최소,%) |          |
| 제시일자         |          |
| 투자의견         |          |
| 목표주가         |          |
| 과리율(평균,%)    |          |
| 과리율(최대/최소,%) |          |
| 제시일자         |          |
| 투자의견         |          |
| 목표주가         |          |
| 과리율(평균,%)    |          |
| 과리율(최대/최소,%) |          |