

한화오션 042660

NDR 후기 - 목표주가 상향

2022년 저선가 물량 1Q25 80%에서 4Q25 42%까지 감소하며 이익 성장

1분기 실적은 컨센서스 및 당사 추정치를 크게 상회했다. 1회성 요인인 환율 영향 300억원을 제거해도 우수한 실적이다. 생산성 개선 때문으로 분석한다. 이익은 본격적으로 우상향 사이클에 진입했다. 왜냐하면 1분기 실적에는 저선가 물량인 2022년 비중이 80%에 육박했는데 4분기가 되면 42%까지 감소하기 때문이다. 또한 동사는 전략적으로 2023년 중선가 선박 수주를 지양했다. 이로 인해 4Q25 건조 비중은 2023년 중선가 비중이 상대적으로 적고, 오히려 2024년 고선가 비중이 많아진다. 즉 저선가 42%, 중선가 17%, 고선가 39%가 되기 때문에 실적은 우수할 수 밖에 없겠다. 2022년 저선가 비중 80%에서 1회성 요인을 모두 제거해도 7.7% 이익률이다. 그렇다면 보수적으로 2022년 저선가 이익률을 5~6%, 나머지 20% 비중 이익률은 15~19%에 달한다. 역산하면 4분기 상선 이익만 3,000억원을 넘어설 것으로 추정한다.

FLNG(경쟁사 독과점) 및 FPSO O&M(SBM 및 Modec 독과점 구조)

동사는 플로팅도크와 크레인에 0.6조원 투자를 공시했다. 연간 캐파는 기존 해양 1~2기에서 3~4기로 증가하고, 상선은 기존 36척에서 40~41척으로 증가한다. FLNG 시장을 독과점 중인 경쟁사의 수주 가능 캐파가 제한적이기 때문에 경쟁사 외 유일하게 FLNG 건조 이력을 보유한 동사의 신규 수주 및 시장 재진출을 기대한다. 또한 현재 FPSO 시장이 다시 개화 중인데 비즈니스 구조는 O&M(운영관리 & 유지보수)으로 SBM 및 Modec사가 독과점 중이다. SBM 및 Modec은 야드가 없어 설계 후 중국 조선소가 FPSO를 건조한다. 이로 인해 FPSO 수요자들 중 일부는 결국 미중 견제 하에 한국 조선소인 동사에게 발주할 수 밖에 없을 것이라는 판단이다. 이미 동사는 탑사이드 엔지니어링 업체인 다이나맥을 인수하여 준비를 마쳤다. 하반기부터 해양 모멘텀이 시작될 전망이다.

향후 인수합병을 통한 증설 가능 & 미국 해양 방산은 결국 신조까지 목표

상선/해양, 특수선 캐파 증설을 위한 인수합병도 동사 전략이다. 캐파는 전혀 문제 되지 않겠다. 실적 추정치 대폭 상향하며 목표주가를 12만원으로 올린다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,860	7,408	10,776	12,683	13,949
영업이익	-1,614	-196	238	1,150	1,601
영업이익률(%)	-33.2	-2.7	2.2	9.1	11.5
세전이익	-1,794	-116	181	1,164	1,630
지배주주지분순이익	-1,745	160	528	956	1,231
EPS(원)	-13,757	522	1,724	3,120	4,018
증감률(%)	적지	흑전	230.3	81.0	28.8
ROE(%)	-117.8	6.3	11.6	18.1	19.3
PER(배)	-1.2	48.1	21.7	25.3	19.6
PBR(배)	2.4	1.8	2.4	4.2	3.5
EV/EBITDA(배)	-2.7	-160.7	39.0	20.8	15.0

자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

양형모 중공업·미국

02-709-2660

yhm@ds-sec.co.kr

강태호 연구원

02-709-2666

kth@ds-sec.co.kr

2025.05.07

매수(유지)

목표주가(상향)	120,000원
현재주가(05/02)	78,900원
상승여력	52.1%

Stock Data

KOSPI	2,559.8pt
시가총액(보통주)	24,176십억원
발행주식수	306,413천주
액면가	5,000원
자본금	1,537십억원
60일 평균거래량	6,132천주
60일 평균거래대금	448,654백만원
외국인 지분율	12.9%
52주 최고가	95,300원
52주 최저가	25,400원
주요주주	
한화에어로스페이스(외 4인)	61.5%
국민연금공단(외 1인)	5.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	13.4	11.2
3M	37.9	36.3
6M	194.4	193.7

주가차트

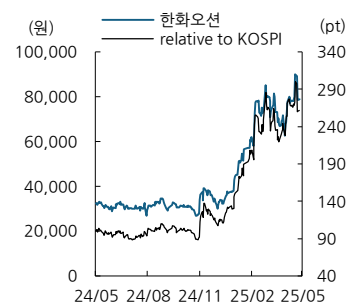


표1 실적 추정치 대폭 상향 조정

	수정 전		수정 후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	11,984	13,160	12,683	13,949	5.8%	6.0%
매출원가	10,661	11,447	10,883	11,633	2.1%	1.6%
매출원가율	89.0%	87.0%	85.8%	83.4%	-3.2	-3.6
매출총이익	1,323	1,713	1,800	2,316	36.0%	35.2%
매출총이익률	11.0%	13.0%	14.2%	16.6%	3.2	3.6
판매비	615	675	651	715	5.7%	5.9%
판매비율	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	0.0	0.0
영업이익	708	1,038	1,150	1,601	62.3%	54.2%
영업이익률	5.9%	7.9%	9.1%	11.5%	3.2%p	3.6%p

자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터

표1 실적 및 목표주가 산정 - 목표주가 상향 조정

(원, 십억원, %, 배)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	7,408	10,776	12,683	13,949
매출원가	7,310	10,092	10,883	11,633
매출원가율	98.7%	93.7%	85.8%	83.4%
매출총이익	99	684	1,800	2,316
매출총이익률	1.3%	6.3%	14.2%	16.6%
판매비	295	446	651	715
판매비율	4.0%	4.1%	5.1%	5.1%
영업이익	-196	238	1,150	1,601
영업이익률	-2.7%	2.2%	9.1%	11.5%
EPS	522	1,724	3,120	4,018
ROE	6.3	11.6	18.1	19.3
PER	48.1	21.7	25.3	
Target PER				30
목표주가				120,000
현재주가				78,900
상승여력				52.1%

자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터

[한화오션 042660]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	7,822	9,218	11,246	12,667	13,979	매출액	4,860	7,408	10,776	12,683	13,949
현금 및 현금성자산	660	1,799	588	1,518	2,402	매출원가	6,207	7,310	10,092	10,883	11,633
매출채권 및 기타채권	405	332	892	1,104	1,142	매출총이익	-1,347	99	684	1,800	2,316
재고자산	2,202	2,891	2,780	3,311	3,427	판매비 및 관리비	267	295	446	651	715
기타	4,556	4,195	6,986	6,734	7,008	영업이익	-1,614	-196	238	1,150	1,601
비유동자산	4,413	4,727	6,598	6,693	6,811	(EBITDA)	-1,483	-50	418	1,349	1,802
관계기업투자등	44	43	576	600	624	금융손익	-108	-25	26	14	21
유형자산	3,787	4,062	4,648	4,697	4,765	이자비용	122	159	173	131	129
무형자산	2	4	394	378	362	관계기업등 투자손익	0	-90	44	0	0
자산총계	12,236	13,945	17,844	19,360	20,790	기타영업외손익	-73	195	-127	1	8
유동부채	10,672	7,459	10,347	10,961	11,184	세전계속사업이익	-1,794	-116	181	1,164	1,630
매입채무 및 기타채무	1,487	1,498	2,048	2,759	2,856	계속사업법인세비용	-50	-276	-347	209	399
단기금융부채	2,932	778	3,616	3,571	3,509	계속사업이익	-1,745	160	528	956	1,231
기타유동부채	6,254	5,184	4,683	4,632	4,820	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	818	2,173	2,634	2,631	2,607	당기순이익	-1,745	160	528	956	1,231
장기금융부채	343	1,805	2,180	2,159	2,117	지배주주	-1,745	160	528	956	1,231
기타비유동부채	476	369	454	472	491	총포괄이익	-1,518	165	528	956	1,231
부채총계	11,491	9,633	12,980	13,592	13,791	매출총이익률 (%)	-27.7	1.3	6.3	14.2	16.6
지배주주지분	745	4,307	4,807	5,763	6,994	영업이익률 (%)	-33.2	-2.7	2.2	9.1	11.5
자본금	541	1,537	1,537	1,537	1,537	EBITDA마진률 (%)	-30.5	-0.7	3.9	10.6	12.9
자본잉여금	10	2,740	119	119	119	당기순이익률 (%)	-35.9	2.2	4.9	7.5	8.8
이익잉여금	-2,701	-2,868	236	1,192	2,424	ROA (%)	-15.3	1.2	3.3	5.1	6.1
비지배주주지분(연결)	0	5	5	5	5	ROE (%)	-117.8	6.3	11.6	18.1	19.3
자본총계	745	4,312	4,812	5,768	6,999	ROIC (%)	-41.2	-3.9	2.5	10.4	13.3

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-1,065	-1,939	-2,905	1,306	1,323	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-1,745	160	528	956	1,231	P/E	-1.2	48.1	21.7	25.3	19.6
비현금수익비용가감	711	-822	-174	166	220	P/B	2.4	1.8	2.4	4.2	3.5
유형자산감가상각비	130	146	173	175	178	P/S	0.4	1.0	1.1	1.9	1.7
무형자산상각비	0	0	6	25	24	EV/EBITDA	-2.7	-160.7	39.0	20.8	15.0
기타현금수익비용	580	-968	-387	-34	19	P/CF	n/a	n/a	32.3	21.5	16.7
영업활동 자산부채변동	39	-1,195	-3,158	184	-128	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-187	25	-291	-211	-39	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-672	-803	-340	-531	-116	매출액	8.3	52.4	45.5	17.7	10.0
매입채무 증가(감소)	152	260	210	711	97	영업이익	적지	적지	흑전	383.2	39.3
기타자산 부채변동	746	-677	-2,738	215	-70	세전이익	적지	적지	흑전	543.2	40.0
투자활동 현금	88	197	-1,110	-310	-335	당기순이익	적지	흑전	230.0	81.0	28.8
유형자산처분(취득)	-119	-130	-372	-224	-246	EPS	적지	흑전	230.3	81.0	28.8
무형자산 감소(증가)	-2	-3	-5	-8	-8	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	45	342	-331	-38	-40	부채배율	1,542.4	223.4	269.8	235.7	197.0
기타투자활동	165	-12	-402	-40	-41	유동배율	73.3	123.6	108.7	115.6	125.0
재무활동 현금	-130	2,885	2,803	-66	-104	순차입금/자기자본(x)	257.7	9.9	100.7	66.5	40.5
차입금의 증가(감소)	-68	-581	2,826	-66	-104	영업이익/금융비용(x)	-13.2	-1.2	1.4	8.8	12.4
자본의 증가(감소)	0	3,497	0	0	0	총차입금 (십억원)	3,274	2,583	5,795	5,729	5,625
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	1,920	427	4,845	3,834	2,831
기타재무활동	-62	-31	-23	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-1,119	1,140	-1,211	930	884	EPS	-13,757	522	1,724	3,120	4,018
기초현금	1,779	660	1,799	588	1,518	BPS	6,943	14,060	15,688	18,808	22,826
기말현금	660	1,799	588	1,518	2,402	SPS	38,321	24,182	35,168	41,390	45,522
NOPLAT	-1,170	-142	172	944	1,209	CFPS	-8,154	-2,161	1,155	3,662	4,735
FCF	-907	-1,661	-3,914	996	988	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한화오션 (042660) 투자이전 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이전	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-09-06	담당자변경					
2023-09-06	매수	50,000	-34.2	-28.8		
2023-10-26	매수	40,000	-38.0	-31.0		
2024-01-24	매수	35,000	-26.5	-0.7		
2024-04-05	매수	35,000	-14.1	-0.7		
2024-04-25	매수	42,000	-23.7	-6.7		
2024-07-22	매수	42,000	-22.6	-6.7		
2024-08-27	매수	42,000	-21.6	-6.7		
2024-10-14	매수	42,000	-20.3	-6.7		
2024-10-30	매수	42,000	-18.4	-6.7		
2025-01-07	매수	45,000	13.2	35.3		
2025-02-05	매수	75,000	-1.6	13.5		
2025-03-19	매수	100,000	-25.1	-10.1		
2025-03-27	매수	100,000	-24.7	-10.1		
2025-05-07	매수	120,000				

투자이전 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자이전은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자이전 비율

기준일 2025.03.31

매수	중립	매도
98.4%	1.9%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.