

Company Brief

2023-10-26

한화오션(042660)

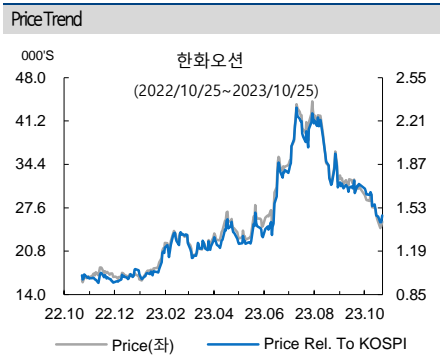
3Q23 Review: 상승세 시작

Buy (Upgrade)

목표주가(12M)	37,000 원(유지)
증가(2023/10/25)	25,400 원
상승여력	45.7 %

Stock Indicator	
자본금	541 십억원
발행주식수	21,687만주
시가총액	5,509 십억원
외국인지분율	3.3%
52 주 주가	15,928~44,255 원
60 일평균거래량	1,011,052 주
60 일평균거래대금	37.5 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-18.2	-38.1	-1.7	55.5
상대수익률	-12.9	-27.7	3.4	49.8



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	4,860	7,242	8,646	9,945
영업이익(십억원)	-1,614	-114	284	487
순이익(십억원)	-1,745	34	223	356
EPS(원)	-14,444	165	728	1,162
BPS(원)	6,943	15,901	17,115	18,762
PER(배)		153.6	34.9	21.9
PBR(배)	2.5	1.6	1.5	1.4
ROE(%)	-117.8	1.2	4.4	6.5
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	328.3	9.8	6.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

3Q23 매출액 1 조 9,169 억원, 영업이익 741 억원(OPM 3.9%)

한화오션의 3 분기 매출은 1 조 8,207 억원으로 컨센서스(2 조 473 억원) 대비 -6.4%, 당사 추정치(2 조 16 억원) 대비 -4.9% 하회하였으며, 영업이익은 741 억원으로 어닝 서프라이즈를 시현하였다. (컨센 +35 억원, 당사추정 -195 억원) 서프라이즈의 주된 원인은 NODL(Northern Drilling, 구 Seadrill)과의 드릴십 2 척 관련 중재 승소로, 기존 재고자산평가손실로 잡혀 있던 1,570 억원이 환입되었다. 중재법원 결정 이후 NODL 은 다시 영국 법원에 항소를 제기하였으나 결과가 바뀔 가능성은 크지 않아 보인다. 그밖에 영업이익에 영향을 준 요인으로 상선 예정원가 감소(+180 억원), 해양 예정원가 상승(-970 억원) 노사 임금협상 타결(-200 억원) 등이 있었다. 예정원가 재조정은 지난분기 이어 이번에도 실적에 영향을 미쳤으나, 사측에서 향후 원가 상승은 제한적일 것이라고 한 바에 근거하여 상기 요인을 모두 일회성으로 간주하면, 순수 영업이익은 161 억원으로 흑자 전환했다고 볼 수 있다. 영업외 이익 요인으로는 드릴십 중재 소송에 따른 이자환입 및 환차손 +940 억원, SBM 야드 매각에 따른 총당금 환입 +390 억원, 에콰도르 공원공사 청산에 따른 페널티 환입 +270 억원이 있었다.

실적은 상승 기초, 4Q 흑자전환 전망

일회성 요인 포함 여부에 따라 소폭 적자로 볼 수도 있으나 결과적으로 흑자전환에 성공했다. 영업이익보다도 매출이 상승한 점을 긍정적으로 평가한다. 동사의 1 분기 매출은 1 조 4,398 억원에 그쳤으나 3 분기에는 1 조 9,169 억원(+33.1%)로 대폭 상승하며 비로소 동종사와 비슷한 분기 2 조원 수준으로 올라왔다. 컨센에는 다소 못미쳤지만 이러한 매출 상승은 1)진행호선의 수주단가 상승 2)양호한 공정을 3)인력충원 및 생산성 향상이 합쳐진 결과로 해석할 수 있다. 이 세 가지 요인 모두 향후 개선세를 지속할 것이다.

개선된 실적 흐름에 따라 4Q 매출은 2 조 644 억원, 영업이익 334 억원으로 일회성 요인 없이도 흑자 전환을 전망한다. 다만 2Q 까지의 누적 적자로 연간 실적은 매출 7 조 2,419 억원, 영업손실 -1,143 억원으로 적자를 지속할 전망이다.

여전히 부진한 수주가 우려 요인

그러나 수주 부진이 계속되고 있는 점은 우려할 부분이다. 9 월말 기준 동사의 누적 수주는 14.7 억불로 연간 목표(69.8 억불)의 21%달성에 그치고 있다. 연말까지 카타르 LNGC(최대 12 척/\$240M 가정 시 28.8 억불) 및 울산급 Batch-III 5/6 번함(2 척 합계 약 8 천억원)의 계약이 기대되고 있으나 수주목표를 채우기에는 역부족이다. 수주 부진으로 동사의 수주잔고는 경쟁사와는 반대로 2022 년 말 이후 지속 감소하고 있다. 동사가 경쟁 우위를 가지는 선종인 VLCC 는 내년 중반 이후 발주 증가가 예상되어 단기적 발주 모멘텀이 크지 않다. 또한 동사의 로얄 선종인 MOL(Mitsui O.S.K. Line)이 LNG 선은 삼성중공업, VLCC 는 중국/일본 야드로 최근 발주 비중을 늘리고 있는 점도 주시 대상이다.

투자의견 BUY로 상향, 목표주가 37,000 원 유지

목표주가 37,000 원을 유지하되 최근 하락한 주가를 반영하여 투자의견을 BUY로 상향한다. 목표주가는 서프라이즈를 감안한 이익 추정치 변경 및 11월말 완료될 유상증자를 반영한 12MF BPS 16,912 원에 목표 P/B 2.2 배를 반영하여 산출하였다. 목표 P/B는 벤치마크 기업인 Huntington Ingalls의 P/B 2.5 배에 현재 부진한 수주를 감안하여 10% 할인을 적용하였다. 연이은 대규모 유상증자로 주가가 조정을 받고 있으나 유상증자의 주된 목적인 특수선 사업 확장을 감안하면, 현시점에서는 기존 한국 조선사들에게 적용되던 유리천장의 한계를 극복할 가능성이 있는 유일한 조선소라고 판단한다.

표1. 한화오션 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E
매출	1,245.5	1,184.1	981.5	1,449.2	1,439.8	1,820.7	1,916.9	2,064.4	4,860.2	7,241.9
영업이익	-470.1	-99.5	-627.8	-416.1	-62.8	-159.0	74.1	33.4	-1,613.5	-114.3
영업이익률	-37.7%	-8.4%	-64.0%	-28.7%	-4.4%	-8.7%	3.9%	1.6%	-33.2%	-1.6%

자료: 한화오션, 하이투자증권 리서치본부

표2. 한화오션 3Q23 영업실적 및 컨센서스, 추정치 비교

(십억원)	3Q23	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		3Q22	YoY	3Q23E	차이	3Q23E	차이
매출	1,916.9	981.5	95.3%	2,047.3	-6.4%	2,016.0	-4.9%
영업이익	74.1	-627.8	흑자전환	3.5	2,017.1%	-19.5	-

자료: DART, Quantiwise, 하이투자증권 리서치본부

표3. 한화오션 2023 영업실적 전망 및 컨센서스, 추정치 비교

(십억원)	2023E	전년대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2022	YoY	2023E	차이	2023E	차이
매출	7,241.9	4,860.2	49.0%	7,751.3	-6.6%	7,303.2	-0.8%
영업이익	-114.3	-1,613.5	적자지속	-178.2	-35.9%	-233.8	-51.1%

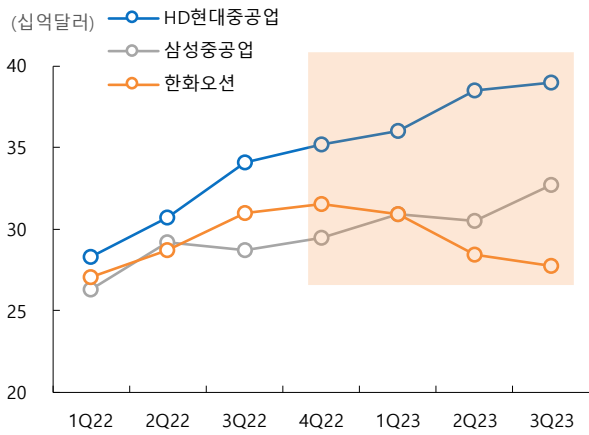
자료: DART, Quantiwise, 하이투자증권 리서치본부

표4. 목표주가 산정

구분	Valuation		비고
	(기존)	(변경)	
현재주가	-	25,400	2023년 10월 25일 종가 이익 추정치 변경 및 유상증자 반영 해위사(HII) 2.5배 - 할인 10% C=AxB
12MF BPS (A)	13,139 원	16,912 원	
Target P/B (B)	2.8배	2.2배	
목표주가 (C)	37,000 원	37,000 원	
상승여력	-	45.7%	

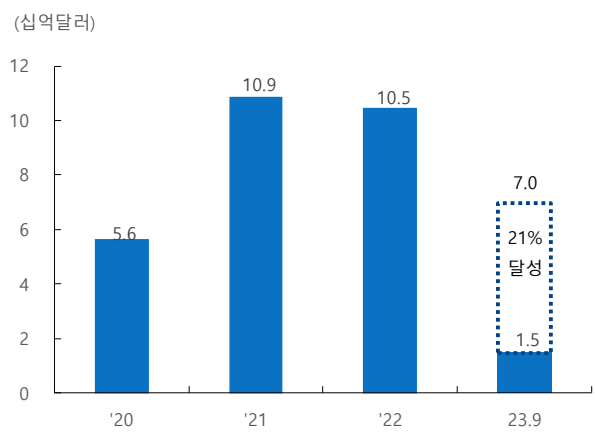
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. 조선 3사 수주잔고 - 한화오션 4Q22 이후 감소 중



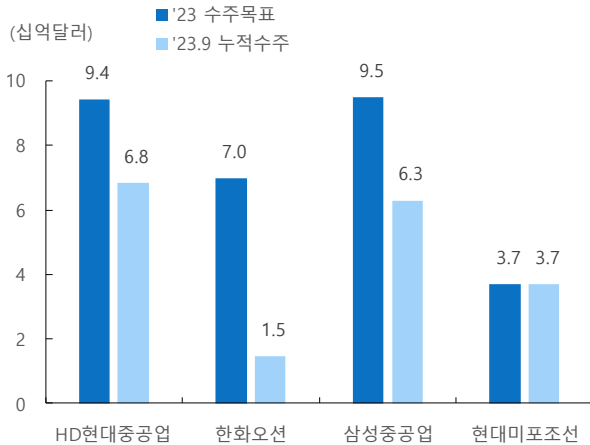
자료: 각사, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 한화오션 연간 수주 및 목표



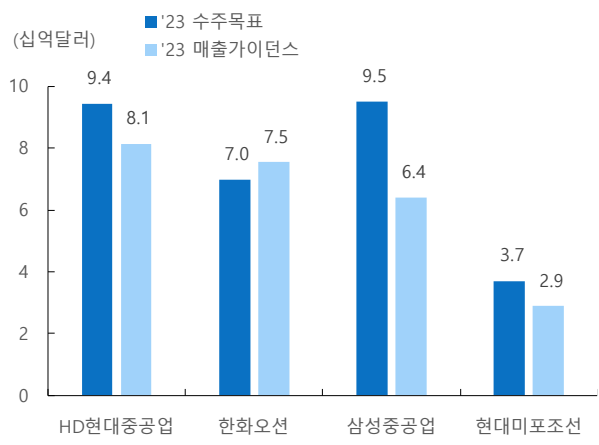
자료: 한화오션, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 누적 수주 -현대,삼성엔 카타르 포함하면 목표달성



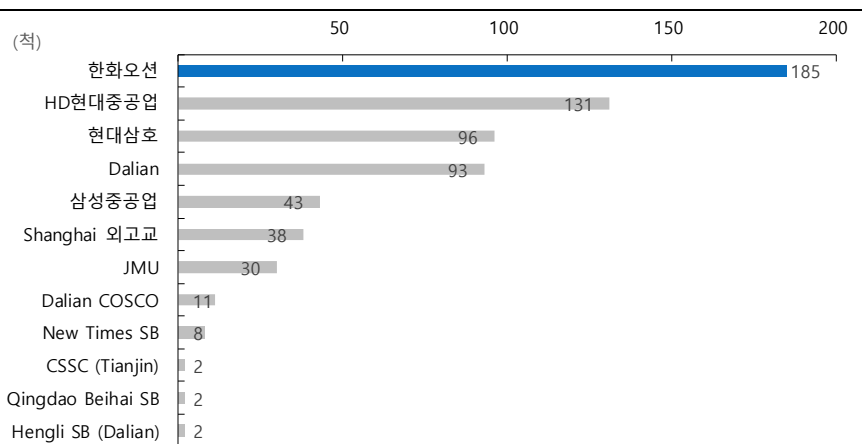
자료: 각사, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 조선 4사 수주목표 vs 매출 가이드스(1,250 원/\$)



자료: 각사, 하이투자증권 리서치본부

그림5.VLCC 건조 실적 - 한화오션 경쟁 우위



자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

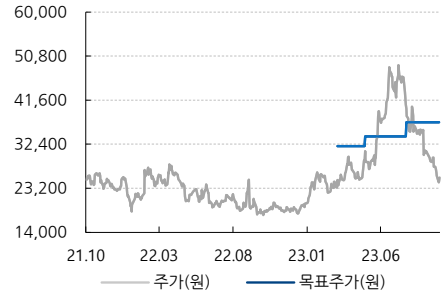
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	7,822	12,754	13,937	15,504	매출액	4,860	7,242	8,646	9,945
현금 및 현금성자산	660	3,762	3,696	4,025	증가율(%)	8.3	49.0	19.4	15.0
단기금융자산	492	517	543	570	매출원가	6,207	6,992	7,879	8,903
매출채권	608	928	1,068	1,198	매출총이익	-1,347	250	767	1,042
재고자산	2,202	3,281	3,917	4,506	판매비와관리비	267	364	483	555
비유동자산	4,413	4,287	4,171	4,063	연구개발비	74	-	-	-
유형자산	3,787	3,661	3,544	3,436	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2	1	1	1	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	12,236	17,042	18,108	19,567	영업이익	-1,614	-114	284	487
유동부채	10,672	11,314	11,990	12,944	증가율(%)	적지	적지	흑건	71.4
매입채무	617	919	1,098	1,263	영업이익률(%)	-33.2	-1.6	3.3	4.9
단기차입금	1,283	1,233	1,191	1,191	이자수익	66	107	170	184
유동성장기부채	1,325	1,332	1,323	1,323	이자비용	122	139	140	138
비유동부채	818	856	875	875	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	11	16	16	기타영업외손익	416	479	314	453
장기차입금	100	127	141	141	세전계속사업이익	-1,794	35	229	366
부채총계	11,491	12,170	12,865	13,819	법인세비용	-50	1	6	10
지배주주지분	745	4,871	5,243	5,748	세전계속이익률(%)	-36.9	0.5	2.7	3.7
자본금	541	1,537	1,537	1,537	당기순이익	-1,745	34	223	356
자본잉여금	18	3,101	3,101	3,101	순이익률(%)	-35.9	0.5	2.6	3.6
이익잉여금	-2,701	-2,667	-2,444	-2,088	지배주주귀속 순이익	-1,745	34	223	356
기타자본항목	554	568	717	866	기타포괄이익	272	14	149	149
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	-1,473	48	372	505
자본총계	745	4,871	5,243	5,748	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-1,065	-854	59	424	주당지표(원)				
당기순이익	-1,745	34	223	356	EPS	-14,444	165	728	1,162
유형자산감가상각비	130	126	117	108	BPS	6,943	15,901	17,115	18,762
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	-13,364	787	1,109	1,514
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	88	173	171	170	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-121	-	-	-	PER		153.6	34.9	21.9
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	2.5	1.6	1.5	1.4
금융상품의 증감	193	-	-	-	PCR	-1.3	32.3	22.9	16.8
재무활동 현금흐름	-130	3,990	-117	-85	EV/EBITDA	-	328.3	9.8	6.0
단기금융부채의증감	-45	-42	-51	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	38	19	-	ROE	-117.8	1.2	4.4	6.5
자본의증감	-	4,078	-	-	EBITDA 이익률	-30.5	0.2	4.6	6.0
배당금지급	-1	-1	-1	-1	부채비율	1,542.4	249.8	245.4	240.4
현금및현금성자산의증감	-1,119	3,102	-66	329	순부채비율	208.8	-32.3	-29.9	-33.5
기초현금및현금성자산	1,779	660	3,762	3,696	매출채권회전율(x)	9.2	9.4	8.7	8.8
기말현금및현금성자산	660	3,762	3,696	4,025	재고자산회전율(x)	2.9	2.6	2.4	2.4

자료 : 한화오션, 하이투자증권 리서치본부

한화오션 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-03-28(담당자변경)	Buy	32,000	-25.6%	-15.7%
2023-05-24	Buy	34,000	4.3%	30.2%
2023-08-17	Hold	37,000	-16.9%	-1.6%
2023-10-26	Buy	37,000		



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-mail 등을 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. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2023-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
94.6%	5.4%	-