

한화오션 042660

수주잔고 내 저선가 선박 비중 18%

일회성 모두 제외하면 상선 부문 영업이익 턱아운드

한화오션의 3Q23 실적은 매출액 1.9조원, 영업이익 741억원을 기록했다. 당사 추정치인 390억원, 컨센서스인 35억원을 상회하는 호실적이다. 2020년 4분기 이후 12개 분기만에 흑자 전환을 달성했다는 점이 고무적이다. 다만 여전히 일회성 요인들로 인해 향후 실적 불확실성을 확실하게 제거하지 못한 점이 아쉽다. 영업이익을 부문별로 살펴보자. 741억원은 드릴십 중재 승소 +1,570억원, 상선 예정원가 감소 +180억원, 연결자회사 손익 +100억원, 해양 예정 원가 상승 반영 -970억원, 노사 임금협상 타결 등 -200억원으로 구성된다. 상선은 대규모 손실 호선 대부분의 인도가 완료되어 적자가 해소되었다. 해양은 여전히 원가 상승분이 반영되었는데 사측은 향후 손실 가능성은 제한적일 것으로 전망했다.

수주잔고 내 저선가 선박 비중 18%

4분기에도 흑자는 지속되겠다. 또한 점진적으로 저가 수주 물량의 인도가 감소하면서 실적은 우상향될 전망이다. 3분기 실적도 상선은 OPM 1% 수준을 기록한 것으로 추정한다. <표5, 6>를 참조하면 2021년까지 수주했던 선박 인도가 2024년 상반기에 집중되어 대부분 인도가 완료된다. 현재 인도 기준 수주잔량은 상선 195억 달러다. 이 중 선가가 상대적으로 싼 선박 비중은 Hapag Lloyd 컨테이너선 6척(9.9억 달러), HMM 컨테이너선 6척(7.8억 달러), Zodiac Maritime 10척(16.3억 달러), AET 탱커 2척 등 36억 달러 수준으로 그 비중은 18%에 불과하다. 나머지는 마진이 양호하거나 우수한 LNG선으로 구성된다.

부정적 요인들은 주가에 선반영 - 회복 사이클 진입으로 매수 유지

3분기 실적이 당사 예상치에 일부 부합하지 못한 점을 감안하여 Target Multiple을 기존 3.0배에서 2.5배로 하향하여 목표주가를 4만원(유증 반영 전)으로 조정한다. 그러나 향후 일회성 요인으로 인한 실적 불확실성은 제한적이다. 또한 부정적인 이슈들(실적, 유상증자 이벤트 등)은 주가에 선반영되었다. 투자 의견 매수를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	4,487	4,860	7,216	8,941	9,708
영업이익	-1,755	-1,614	-117	288	666
영업이익률(%)	-39.1	-33.2	-1.6	3.2	6.9
세전이익	-1,727	-1,794	-158	289	676
지배주주지분순이익	-1,700	-1,745	-164	281	657
EPS(원)	-14,072	-14,444	-673	1,296	3,029
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	133.8
ROE(%)	-55.9	-117.8	-10.0	10.5	21.0
PER(배)	-1.5	-1.2	-36.7	19.1	8.2
PBR(배)	1.0	2.4	2.1	1.9	1.5
EV/EBITDA(배)	-2.1	-2.7	345.3	15.9	7.8

자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

양형모 조선·기계·정유화학
02-709-2660
yhm@ds-sec.co.kr

2023.10.26

매수(유지)

목표주가(하향)	40,000원
현재주가(10/25)	25,400원
상승여력	57.5%

Stock Data

KOSPI	2,363.2pt
시가총액(보통주)	5,509십억원
발행주식수	306,359천주
액면가	5,000원
자본금	1,089십억원
60일 평균거래량	1,011천주
60일 평균거래대금	37,486백만원
외국인 지분율	3.3%
52주 최고가	49,900원
52주 최저가	17,600원
주요주주	
한화에어로스페이스(외 7인)	66.5%
대우조선해양우리사주(외 1인)	0.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-18.2	-12.9
3M	-37.0	-26.6
6M	0.1	5.2

주가차트

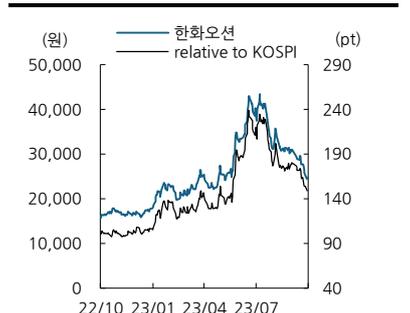


표1 3분기 잠정실적은 컨센서스와 추정치 대비 매출액은 하회, 영업이익은 상회

(십억원)	3Q23	추정치	컨센서스	추정치 대비	컨센서스 대비
매출액	1,917	2,049	2,047	-6.5%	-6.4%
영업이익	74	39	4	90.5%	2016.8%
영업이익률	3.9%	1.9%	0.2%	+2.0%p	+3.7%p

자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 3분기 실적을 반영해서 2024년 실적 추정치 하향 조정

	수정 전		수정 후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	7,349	9,106	7,216	8,941	-1.8%	-1.8%
매출원가	7,147	8,200	7,000	8,179	-2.1%	-0.3%
매출원가율	97.2%	90.1%	97.0%	91.5%	-0.3%p	1.4%p
매출총이익	202	906	217	762	7.2%	-15.9%
매출총이익률	2.8%	9.9%	3.0%	8.5%	0.3%p	-1.4%p
판관비	338	483	334	474	-1.3%	-1.8%
판관비율	4.6%	5.3%	4.6%	5.3%	0.0%p	0.0%p
영업이익	-136	423	-117	288	-13.9%	-31.9%
영업이익률	-1.9%	4.6%	-1.6%	3.2%	0.2%p	-1.4%p

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 실적 및 목표주가 산정 - 목표주가 하향 조정

(원, 십억원, %, 배)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	4,860	7,216	8,941	9,708
매출원가	6,207	7,000	8,179	8,515
매출원가율	127.7%	97.0%	91.5%	87.7%
매출총이익	-1,347	217	762	1,194
매출총이익률	-27.7%	3.0%	8.5%	12.3%
판관비	267	334	474	527
판관비율	5.5%	4.6%	5.3%	5.4%
영업이익	-1,614	-117	288	666
영업이익률	-33.2%	-1.6%	3.2%	6.9%
BPS	6,943	11,645	12,941	15,970
ROE	-117.8	-10.0	10.5	21.0
PBR	2.4	2.1	1.9	1.5
Target PBR				2.5
목표주가				40,000
현재주가				25,400
상승여력				57.5%

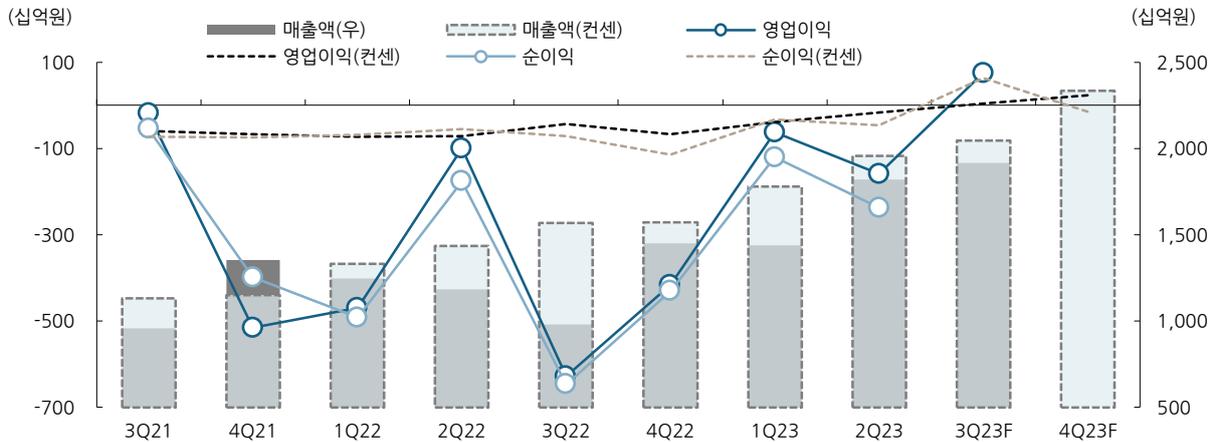
자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F
매출액	1,246	1,184	982	1,449	1,440	1,821	1,917	2,039
매출원가	1,660	1,219	1,548	1,780	1,447	1,894	1,751	1,909
매출원가율	133.3%	103.0%	157.7%	122.8%	100.5%	104.0%	91.3%	93.6%
매출총이익	-414	-35	-567	-330	-7	-73	166	130
매출총이익률	-33.3%	-3.0%	-57.7%	-22.8%	-0.5%	-4.0%	8.7%	6.4%
판매비	56	64	61	86	56	86	92	100
판매비율	4.5%	5.4%	6.2%	5.9%	3.9%	4.7%	4.8%	4.9%
영업이익	-470	-100	-628	-416	-63	-159	74	31
영업이익률	-37.7%	-8.4%	-64.0%	-28.7%	-4.4%	-8.7%	3.9%	1.5%

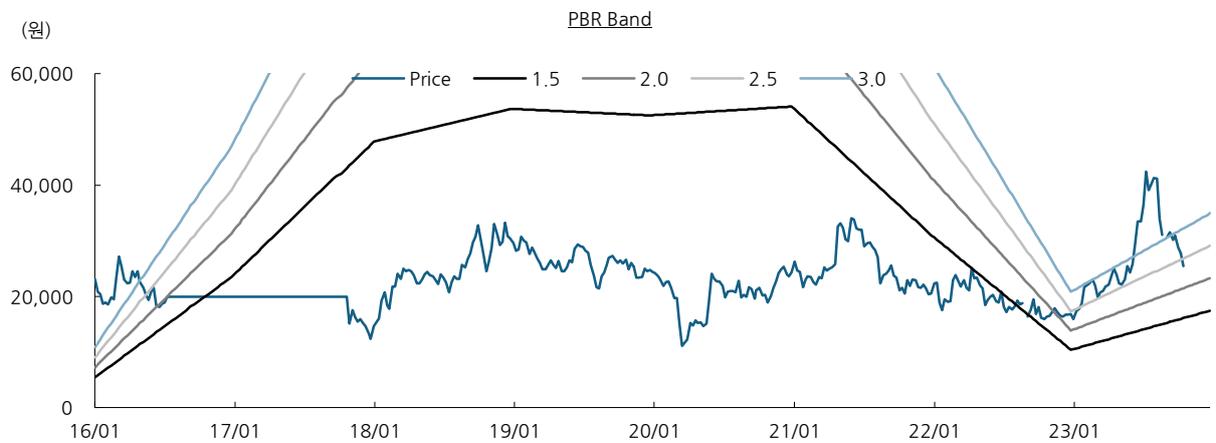
자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 분기 실적과 컨센서스



자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터

그림2 PBR 밴드 차트_ Target PBR 2.5배로 하향



자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터

표5 한화오션 2021년까지 수주한 선박 대부분이 내년 상반기 안에 집중 인도

Type	Size	Unit	Built	Contract Date	NB Price	Owner
LNG	172,600	cu.m.	2023-12	2020-10-09	290.7	Mitsui OSK Lines
LNG	172,600	cu.m.	2023-10	2020-10-09	290.7	Mitsui OSK Lines
LNG	172,600	cu.m.	2023-12	2020-10-09	290.7	Mitsui OSK Lines
LNG	172,600	cu.m.	2024-03	2020-10-09	290.7	Mitsui OSK Lines
LNG	172,600	cu.m.	2024-03	2020-10-09	290.7	Mitsui OSK Lines
LNG	172,600	cu.m.	2026-05	2020-10-09	290.7	Mitsui OSK Lines
Container	23,660	TEU	2023-11	2020-12-23	164.0	Hapag-Lloyd Cont
Container	23,660	TEU	2024-01	2020-12-23	164.0	Hapag-Lloyd Cont
Container	23,660	TEU	2024-02	2020-12-23	164.0	Hapag-Lloyd Cont
Container	15,413	TEU	2023-10	2021-02-15	109.5	Zodiac Maritime
Tanker	300,000	DWT	2023-10	2021-03-11		AET Tankers
Tanker	300,000	DWT	2023-12	2021-03-11		AET Tankers
LPG	91,000	cu.m.	2023-11	2021-03-15	78.1	Zodiac Maritime
LPG	91,000	cu.m.	2024-01	2021-03-15	78.1	Zodiac Maritime
Tanker	299,425	DWT	2023-11	2021-04-13		ADNOC Logistics
LNG	174,000	cu.m.	2024-01	2021-04-16	184.6	Mitsui OSK Lines
LPG	91,000	cu.m.	2024-01	2021-04-21		Avance Gas
LPG	91,000	cu.m.	2024-03	2021-04-21		Avance Gas
LPG	91,000	cu.m.	2023-10	2021-04-29	82.9	Hyundai LNG Shipping
LNG	174,000	cu.m.	2024-01	2021-05-28	194.0	Hyundai LNG Shipping
FPSO	180,000	bopd	2025-	2021-06-11	980.0	Petrobras
Container	23,500	TEU	2024-	2021-06-18	165.6	Hapag-Lloyd Cont
Container	23,500	TEU	2024-	2021-06-18	165.6	Hapag-Lloyd Cont
Container	23,500	TEU	2024-	2021-06-18	165.6	Hapag-Lloyd Cont
Container	23,500	TEU	2024-	2021-06-18	165.6	Hapag-Lloyd Cont
Container	23,500	TEU	2024-	2021-06-18	165.6	Hapag-Lloyd Cont
Container	23,500	TEU	2024-	2021-06-18	165.6	Hapag-Lloyd Cont
Container	13,000	TEU	2024-01	2021-06-29	131.0	HMM
Container	13,000	TEU	2024-02	2021-06-29	131.0	HMM
Container	13,000	TEU	2024-03	2021-06-29	131.0	HMM
Container	13,000	TEU	2024-04	2021-06-29	131.0	HMM
Container	13,000	TEU	2024-05	2021-06-29	131.0	HMM
Container	13,000	TEU	2024-06	2021-06-29	131.0	HMM

자료: 클락슨, DS투자증권 리서치센터

표6 한화오션 2021년까지 수주한 선박 대부분이 내년 상반기 안에 집중 인도

Type	Size	Unit	Built	Contract Date	NB Price	Owner
LNG	174,000	cu.m.	2024-05	2021-07-30	198.5	Hyundai LNG Shipping
LNG	174,000	cu.m.	2024-01	2021-09-13	211.5	Mitsui OSK Lines
LNG	174,000	cu.m.	2024-04	2021-09-13	211.5	Mitsui OSK Lines
LNG	174,000	cu.m.	2024-07	2021-09-13	211.5	Mitsui OSK Lines
LNG	174,000	cu.m.	2024-10	2021-09-13	211.5	Mitsui OSK Lines
Container	15,000	TEU	2024-05	2021-10-14	134.1	Zodiac Maritime
Container	15,000	TEU	2024-07	2021-10-14	134.1	Zodiac Maritime
Container	15,000	TEU	2024-09	2021-10-14	134.1	Zodiac Maritime
Container	15,000	TEU	2024-11	2021-10-14	134.1	Zodiac Maritime
LNG	174,000	cu.m.	2024-12	2021-10-20	196.5	Mitsui OSK Lines
LNG	174,000	cu.m.	2024-08	2021-11-10	206.5	Maran Gas Maritime
LNG	174,000	cu.m.	2024-11	2021-11-10	206.5	Maran Gas Maritime
LNG	174,000	cu.m.	2025-03	2021-11-25		BW LNG
LNG	174,000	cu.m.	2025-05	2021-11-25		BW LNG
LNG	174,000	cu.m.	2024-05	2021-11-30	210.2	GasLog
LNG	174,000	cu.m.	2024-08	2021-11-30	210.2	GasLog
LNG	174,000	cu.m.	2025-06	2021-11-30	210.2	GasLog
LNG	174,000	cu.m.	2025-08	2021-11-30	210.2	GasLog
LNG	174,000	cu.m.	2025-09	2022-01-05	210.2	Maran Gas Maritime
LNG	174,000	cu.m.	2025-09	2022-01-05	210.2	Maran Gas Maritime
LNG	174,000	cu.m.	2024-09	2022-01-14	208.5	Mitsui OSK Lines
LNG	174,000	cu.m.	2025-09	2022-01-28	218.3	Maran Gas Maritime
LNG	174,000	cu.m.	2025-12	2022-01-28	218.3	Maran Gas Maritime
Container	15,600	TEU	2025-01	2022-01-29	182.8	Zodiac Maritime
Container	15,600	TEU	2025-03	2022-01-29	182.8	Zodiac Maritime
Container	15,600	TEU	2025-05	2022-01-29	182.8	Zodiac Maritime
Container	15,600	TEU	2025-07	2022-01-29	182.8	Zodiac Maritime
Container	15,600	TEU	2025-09	2022-01-29	182.8	Zodiac Maritime
Container	15,600	TEU	2025-11	2022-01-29	182.8	Zodiac Maritime

자료: 클락슨, DS투자증권 리서치센터

[한화오션 042660]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F		2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,481	7,822	9,251	9,491	10,334	매출액	4,487	4,860	7,216	8,941	9,708
현금 및 현금성자산	1,779	660	746	791	1,084	매출원가	6,034	6,207	7,000	8,179	8,515
매출채권 및 기타채권	345	405	1,006	1,111	1,206	매출총이익	-1,547	-1,347	217	762	1,194
재고자산	1,139	2,202	3,128	3,333	3,617	판매비 및 관리비	208	267	334	474	527
기타	3,218	4,556	4,371	4,255	4,428	영업이익	-1,755	-1,614	-117	288	666
비유동자산	4,142	4,413	4,396	4,505	4,630	(EBITDA)	-1,631	-1,483	20	428	810
관계기업투자등	82	44	43	45	47	금융손익	-75	-108	-113	-69	-62
유형자산	3,469	3,787	3,802	3,886	3,987	이자비용	115	122	158	148	143
무형자산	1	2	2	2	2	관계기업등 투자손익	-1	0	2	2	2
자산총계	10,623	12,236	13,647	13,995	14,964	기타영업외손익	103	-73	70	69	69
유동부채	7,464	10,672	8,685	8,752	9,083	세전계속사업이익	-1,727	-1,794	-158	289	676
매입채무 및 기타채무	1,072	1,487	1,676	1,852	2,009	계속사업법인세비용	-28	-50	6	8	19
단기금융부채	2,538	2,932	1,142	1,097	1,035	계속사업이익	-1,700	-1,745	-164	281	657
기타유동부채	3,855	6,254	5,867	5,803	6,039	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	941	818	2,436	2,437	2,417	당기순이익	-1,700	-1,745	-164	281	657
장기금융부채	504	343	1,905	1,884	1,842	지배주주	-1,700	-1,745	-164	281	657
기타비유동부채	438	476	531	553	575	총포괄이익	-1,675	-1,518	-164	281	657
부채총계	8,406	11,491	11,121	11,189	11,500	매출총이익률 (%)	-34.5	-27.7	3.0	8.5	12.3
지배주주지분	2,218	745	2,526	2,807	3,464	영업이익률 (%)	-39.1	-33.2	-1.6	3.2	6.9
자본금	541	541	1,089	1,089	1,089	EBITDAMA진률 (%)	-36.3	-30.5	0.3	4.8	8.3
자본잉여금	18	18	1,601	1,601	1,601	당기순이익률 (%)	-37.9	-35.9	-2.3	3.1	6.8
이익잉여금	-1,001	-2,701	-3,063	-2,782	-2,125	ROA (%)	-16.2	-15.3	-1.3	2.0	4.5
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	-55.9	-117.8	-10.0	10.5	21.0
자본총계	2,218	745	2,526	2,807	3,464	ROIC (%)	-31.0	-41.2	-2.5	6.8	15.1

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F		2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	486	-1,065	-1,452	388	694	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-1,700	-1,745	193	281	657	P/E	-1.5	-1.2	-36.7	19.1	8.2
비현금수익비용가감	1,453	661	-58	160	164	P/B	1.0	2.4	2.1	1.9	1.5
유형자산감가상각비	124	130	137	140	143	P/S	0.6	0.4	0.8	0.6	0.6
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	-2.1	-2.7	345.3	15.9	7.8
기타현금수익비용	1,329	531	-198	17	17	P/CF	n/a	n/a	44.5	12.2	6.5
영업활동 자산부채변동	760	39	-1,176	-52	-126	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	343	-187	-660	-106	-94	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-290	-672	-944	-205	-283	매출액	-36.2	8.3	48.5	23.9	8.6
매입채무 증가(감소)	1	152	223	176	157	영업이익	적전	적지	적지	흑전	131.5
기타자산 부채변동	706	746	205	82	94	세전이익	적전	적지	적지	흑전	133.8
투자활동 현금	101	88	-100	-277	-298	당기순이익	적전	적지	적지	흑전	133.8
유형자산처분(취득)	-95	-121	-124	-224	-244	EPS	적전	적지	적지	흑전	133.8
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	103	45	34	-30	-31	부채비율	379.0	1,542.4	440.4	398.7	332.0
기타투자활동	93	165	-10	-22	-23	유동비율	86.8	73.3	106.5	108.4	113.8
재무활동 현금	-157	-130	1,640	-66	-104	순차입금/자기자본(x)	41.3	257.7	62.1	50.8	28.8
차입금의 증가(감소)	-95	-68	-357	-66	-104	영업이익/금융비용(x)	-15.2	-13.2	-0.7	2.0	4.6
자본의 증가(감소)	0	0	2,000	0	0	총차입금 (십억원)	3,041	3,274	3,047	2,981	2,877
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	916	1,920	1,567	1,426	998
기타재무활동	-62	-62	-3	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	435	-1,119	86	46	292	EPS	-14,072	-14,444	-673	1,296	3,029
기초현금	1,344	1,779	660	746	791	BPS	20,669	6,943	11,645	12,941	15,970
기말현금	1,779	660	746	791	1,084	SPS	37,142	40,234	29,555	41,226	44,765
NOPLAT	-1,272	-1,170	-85	280	648	CFPS	-2,043	-8,971	555	2,032	3,785
FCF	615	-957	-1,141	112	396	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

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

한화오션 (042660) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-09-06	담당자변경				
2023-09-06	매수	50,000	-33.9	-28.8	
2023-10-26	매수	40,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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

투자의견 비율

기준일 2023.09.30

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	0.0%

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.