

2024. 4. 25

Industrial팀

한영수
팀장
han.youngsoo@samsung.com

이가영

Research Associate
kayoung.l.lee@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	HOLD	
목표주가	34,000원	-1.3%
현재주가	34,450원	
시가총액	10.6조원	
Shares (float)	306,358,899주 (27.5%)	
52주 최저/최고	21,400원/43,444원	
60일-평균거래대금	487.0억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
한화오션 (%)	12.2	39.5	37.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	15.3	24.2	29.7

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	34,000	28,000	21.4%
2024E EPS	667	645	3.4%
2025E EPS	1,175	1,175	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	13
Target price	31,462
Recommendation	3.8

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

한화오션 (042660)

환율 효과여도 긍정적인 1Q24 실적

- 1분기 영업이익은 시장 예상을 크게 상회하며, 전분기 대비 흑자로 전환. 예상 외 호실적. 공정 안정화 비용 발생에도, 환율 상승 효과가 이를 상쇄한 덕분.
- 환율 효과를 감안해도 긍정적인 실적. 고선가 물량 매출 인식에 따른 수익성 개선이 예상되는 하반기까지의, 손익 모멘텀 공백을 환율 효과가 채워줄 수 있기 때문.
- 예상 외 호실적과, 섹터 목표 P/B 상황을 반영하여, 회사의 목표주가도 상향. 다만, 경쟁사와 벌어진 밸류에이션 격차를 감안하여 투자 의견은 중립으로 하향.

WHAT'S THE STORY?

1Q24 실적 review: 매출은 전년 동기 대비 59% 성장하며, 시장 예상에 부합. 영업이익은 시장 예상을 크게 상회. 물론 아직 회사의 이익은 회복의 초입 단계로, 절대 규모가 크지 않다는 점에서 비율의 관점에서 분석하는 것은 무리. 하지만 그럼에도 직전 분기 대비 흑자 전환에 성공했다는 점은 의미. 이번 분기에도 공정 안정화와 재료비 상승으로 인한 추가 비용(180억)이 발생. 하지만 이를 환 관련 효과가 상쇄(350억)한 덕분. 회사의 헷지 정책이 기존 예상보다 전략적이고 유연했던 것으로 해석.

모멘텀의 관점에서 해석: 이번 호실적은 환율의 도움이 컸던 것이 사실. 미래 환율은 추정 가시성이 높지 않은 변수. 그럼에도 이번 분기 실적은 긍정적. 회사를 포함한 조선사들의 수익성은 올해 하반기부터 개선 추세를 시작할 것으로 예상. 선가 상승 이후 수주한 물량의 매출인식 비중이 증가하기 때문. 문제는 상반기의 수익성 부진. 환율로 인한 손익 개선은 일시적일 수 있으나, 상반기의 모멘텀 부족을 채워줄 수 있을 것. 최근 언론에 보도되었던 해외 방위사업 관련 프로젝트들도 동일한(모멘텀) 관점에서 긍정적인 해석이 가능.

다만, 숨 고르기는 필요한 시점: 올해 조선 지표는 예상 외 강세. 신조선가는 역사상 최고점에 근접하고 있고, 국내 조선사들의 수주도 피크아웃 우려가 무색. 대외 여건도(국제유가, 환율 등) 양호. 현재 업황 지표는 2006년 말 대비로도 우수. 섹터 전반의 목표 P/B를 2006년 평균에서, 2006-2007년 평균(2.7배)로 상향. 한화오션의 목표주가도 3.4만원으로 상향. 기존 목표가 산출 논리(섹터 목표 P/B 16% 할인)를 그대로 유지. 자본에 포함된 영구채 존재를 감안 시, 아직 일정 할인은 불가피. 목표가 상향에도 투자 의견은 중립으로 하향. 이는 경쟁사들과의 밸류에이션 격차 때문. 업체 간 추가 동행성이 높은 조선업 특성상, 추가 리레이팅을 위해서는 경쟁사들의 밸류에이션 회복을 기다릴 필요. 참고로 회사 주가는 2월 투자 의견 상향 이후 단기에 58% 급등.

분기 실적

(십억원)	1Q24	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	2,284	58.6	2.4	9.9	1.4
영업이익	53	흑전	흑전	399.0	195.5
세전이익	51	흑전	511.2	14,857.2	577.7
순이익	51	흑전	-82.2	19,324.9	3,491.5
이익률 (%)					
영업이익	2.3				
세전이익	2.2				
순이익	2.2				

자료: 한화오션, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2023	2024E	2025E
Valuation (배)			
P/E	66.0	51.6	29.3
P/B	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	n/a	29.6	18.0
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	흑전	27.9	76.1
ROE (%)	6.3	4.6	7.7
주당지표 (원)			
EPS	522	667	1,175
BVPS	14,060	14,703	15,878
DPS	0	0	0

한화오션 1Q24 실적 review

(십억원)	1Q24	4Q23	전분기 대비 (%)	1Q23	전년 동기 대비(%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권	추정 차이 (%)
매출액	2,284	2,231	2.4	1,440	58.6	2,251	1.4	2,079	9.9
영업이익	53	-49	nm	-63	nm	18	195.5	11	399.0
세전이익	51	9	472.0	-120	nm	8	577.7	0.3	14,857.2
순이익	51	286	-82.2	-120	nm	1	3,491.5	0.3	19,324.9
이익률 (%)									
영업이익	2.3	-2.2		-4.4		0.8		0.5	
세전이익	2.2	0.4		-8.3		0.3		0.0	
순이익	2.2	12.8		-8.4		0.1		0.0	

자료: 한화오션, FnGuide, 삼성증권 추정

한화오션 1Q24 영업이익 분석

(십억원)		
생산공정 안정화 비용+예정 원가 상승	(A)	-18
환율 효과	(B)	35
발표 영업이익	(C)	53
발표 영업이익률(%)		2.3
A,B 제거 시 영업이익	(D=C-A-B)	36
A,B 제거 시 영업이익률(%)		1.6
B 제거 시 영업이익*	(E=C-B)	18
B 제거 시 영업이익률 (%)*		0.8

참고: *환율 효과만을 일회성으로 간주할 경우

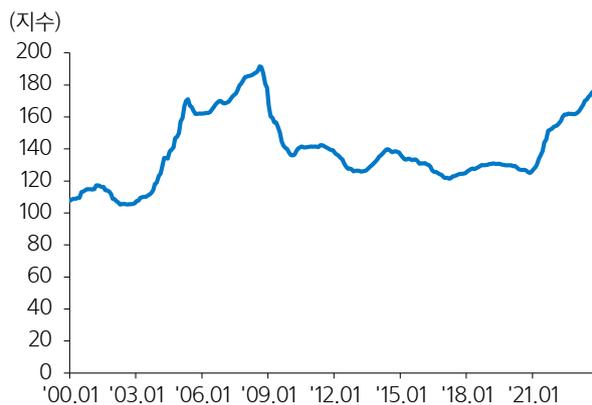
자료: 한화오션, 삼성증권

한화오션 부문별 실적

	1Q24	1Q23	Y-Y (%)	4Q23	Q-Q (%)
매출액					
상선	1,944	1,145	69.8	1,789	8.7
특수선	142	129	10.4	285	-50.1
해양	277	197	40.7	265	4.8
연결조정	-80	-31	nm	-108	nm
합계	2,284	1,440	58.6	2,231	2.4
영업이익					
상선	18	-101	nm	-205	nm
특수선	6	-0	nm	85	-93.3
해양	18	28	-33.3	54	-65.9
연결조정	11	11	-2.8	17	-39.1
합계	53	-63	nm	-49	nm

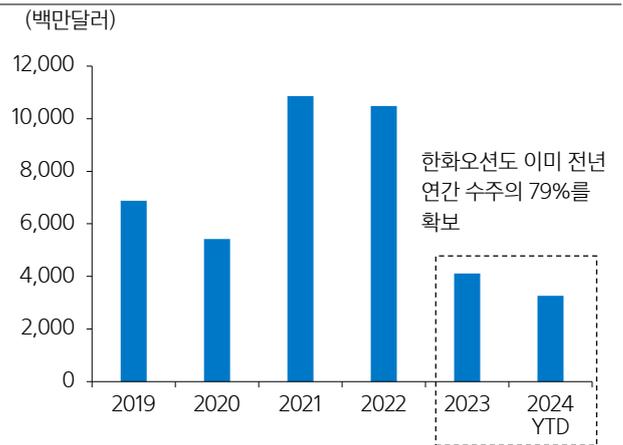
자료: 한화오션

신조선가 지수 추이



자료: Clarksons

한화오션 신규 수주 추이



자료: 한화오션

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,860	7,408	9,261	9,428	9,941
매출원가	6,207	7,310	8,611	8,546	8,844
매출총이익	-1,347	99	650	882	1,097
(매출총이익률, %)	-27.7	1.3	7.0	9.4	11.0
판매 및 일반관리비	267	295	354	362	379
영업이익	-1,614	-196	296	521	718
(영업이익률, %)	-33.2	-2.7	3.2	5.5	7.2
영업외손익	-181	80	-37	-53	-45
금융수익	540	553	310	188	100
금융비용	1,137	899	456	298	165
지분법손익	0	1	1	1	1
기타	416	425	108	56	19
세전이익	-1,794	-116	259	468	674
법인세	-50	-276	54	108	155
(법인세율, %)	2.8	237.6	21.0	23.0	23.0
계속사업이익	-1,745	160	204	360	519
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-1,745	160	204	360	519
(순이익률, %)	-35.9	2.2	2.2	3.8	5.2
지배주주순이익	-1,745	160	204	360	519
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	-1,483	-50	383	600	560
(EBITDA 이익률, %)	-30.5	-0.7	4.1	6.4	5.6
EPS (지배주주)	-16,262	522	667	1,175	1,693
EPS (연결기준)	-16,262	522	667	1,175	1,693
수정 EPS (원)*	-16,262	522	667	1,175	1,693

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	-1,065	-1,939	-404	626	750
당기순이익	-1,745	160	204	360	519
현금유출입이없는 비용 및 수익	661	-546	269	279	301
유형자산 감가상각비	130	146	219	228	237
무형자산 상각비	0	0	1	1	1
기타	531	-692	50	51	63
영업활동 자산부채 변동	39	-1,195	-878	-14	-69
투자활동에서의 현금흐름	88	197	-150	-150	-150
유형자산 증감	-121	-130	-150	-150	-150
장단기금융자산의 증감	-196	486	0	0	0
기타	405	-159	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	-130	2,885	24	-90	-340
차입금의 증가(감소)	202	-660	24	-90	-340
자본금의 증가(감소)	0	3,725	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-332	-180	0	0	0
현금증감	-1,119	1,140	-530	386	260
기초현금	1,779	660	1,799	1,270	1,655
기말현금	660	1,799	1,270	1,655	1,916
Gross cash flow	-1,084	-386	474	639	820
Free cash flow	-1,187	-2,070	-554	476	600

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 한화오션, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	7,822	9,218	10,229	10,723	11,496
현금 및 현금등가물	660	1,799	1,270	1,655	1,916
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	2,202	2,891	3,552	3,616	3,813
기타	4,961	4,527	5,407	5,452	5,767
비유동자산	4,413	4,727	4,729	4,720	4,702
투자자산	278	131	132	134	135
유형자산	3,787	4,062	4,063	4,050	4,027
무형자산	2	4	3	7	9
기타	347	530	530	530	530
자산총계	12,236	13,945	14,957	15,443	16,198
유동부채	10,672	7,459	8,485	8,322	8,576
매입채무	617	893	1,091	1,111	1,171
단기차입금	1,283	486	900	700	550
기타 유동부채	8,772	6,081	6,494	6,511	6,855
비유동부채	818	2,173	1,963	2,252	2,234
사채 및 장기차입금	100	1,665	1,275	1,385	1,190
기타 비유동부채	718	508	689	868	1,045
부채총계	11,491	9,633	10,448	10,574	10,810
지배주주지분	745	4,307	4,504	4,864	5,383
자본금	541	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	18	2,740	2,740	2,740	2,740
이익잉여금	-2,701	-2,868	-2,664	-2,304	-1,785
기타	2,887	2,899	2,891	2,891	2,891
비지배주주지분	0	5	5	5	5
자본총계	745	4,312	4,509	4,869	5,388
순부채	1,556	290	792	258	-386

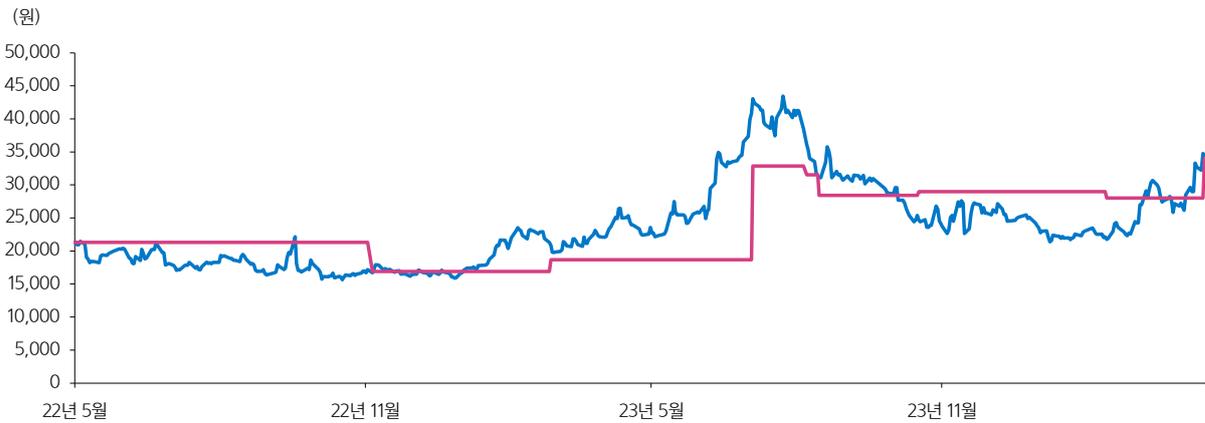
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	8.3	52.4	25.0	1.8	5.4
영업이익	적지	적지	흑전	76.1	37.9
순이익	적지	흑전	27.7	76.1	44.1
수정 EPS**	적지	흑전	27.9	76.1	44.1
주당지표					
EPS (지배주주)	-16,262	522	667	1,175	1,693
EPS (연결기준)	-16,262	522	667	1,175	1,693
수정 EPS**	-16,262	522	667	1,175	1,693
BPS	6,943	14,060	14,703	15,878	17,571
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	66.0	51.6	29.3	20.3
P/B***	5.0	2.5	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	n/a	n/a	29.6	18.0	18.2
비율					
ROE (%)	-117.8	6.3	4.6	7.7	10.1
ROA (%)	-15.3	1.2	1.4	2.4	3.3
ROIC (%)	-33.8	5.4	4.0	6.6	9.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	208.8	6.7	17.6	5.3	-7.2
이자보상배율 (배)	-13.2	-1.2	3.0	4.7	7.3

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 4월 24일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 4월 24일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/8/18	2022/8/18	2022/11/14	2023/3/7	7/13	8/16	8/24	10/26	2024/2/22	4/25
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	HOLD
TP (₩)	21322	21322	16880	18657	32871	31539	28429	29000	28000	34000
과리율 (평균)	-0.79	-18.79	10.33	38.00	23.44	5.27	5.59	-16.52	-2.39	
과리율 (최대/최소)	-23.54	3.96	39.47	5.95	13.92	-0.85	-14.17	-4.83	24.11	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.03.31 기준

매수(77.6%)·중립(22.4%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA