

한화오션 (042660)

방산의 한화 – 안 비쌉니다

2H25F 지속적인 영업이익률 개선 예상

동사는 1Q25 영업이익 W259bn (OPM 8.2%, +5.9% pts yoy) 기록하며 호실적 기록. 1) 1Q25 LNGC 매출비중 59% 대비 4Q25 60% 후반에 도달한다는 점과 2) 21년 Hapag에서 수주한 2척의 컨테이너선이 2Q25 인도가 완료된다는 점을 감안시 2H25F에 1) 매출인식하는 물량의 평균 신조선가 상승분만 아니라 2) 믹스 관점에서의 수혜 또한 누릴 수 있다고 판단하고 FY25F OPM 9.2%를 기록할 것이라 예상함. 다만 1Q25 가동시간 7.9m M/H는 전년동기대비 불과 1% 상승했기에 **조업 효율화 관점의 개선세는 제한적일 것이라 예상**.

방산 관점의 대장주

동사의 주가는 연중 +109% 상승하여 **업종내 가장 높은 상승률**을 기록하였는데, 이에 대해서는 **방산부문의 수혜 기대감**이 가장 크게 작용하였다고 판단. 경쟁업체인 현대중공업 대비 1) 높은 **방산매출 비중** (1Q25 기준 9.7% vs. 현대중공업 4.4%), 2) **필리조선소의 선제적 인수**, 3) **계열사간 방산사업 시너지**로 투자매력 부각된 상황. MRO 사업 선제적 수주와 마찬가지로, 신조 관련 파일럿 물량 발생시에도 선제적인 수주 가능할 것이라 예상.

SOTP-based 목표주가 102,000원 제시. Sector top pick

SOTP-based 목표주가 102,000원 제시하며 BUY의견으로 커버리지 개시. 상선부문 0.7배 P/O multiple 적용하며, 기존 방산 사업에는 15배의 P/E, 미국발 함정 건조에 대해서는 30배의 P/E multiple 적용. Re-rating trigger는 1) 추가적인 원화 약세, 2) 미국발 조선시장 관련 긍정적인 뉴스, 3) 필리조선소의 미국내 신조 물량 수주. 주요한 Downside risk는 1) 급격한 원화 강세, 2) 주요 주주의 지분 매각, 3) 경쟁 조선업체의 미국 시장 진입. 급격한 주가상승으로 인한 주가 하방압력 존재했으나, **산은의 지분 일부 매각으로 단기하락 이후 충분한 상승여력 확보**했으며, 미국발 이벤트에 최선호주로 부각되며 가장 높은 주가상승 폭을 보일 것이라 예상함.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **102,000원 (I)**

직전 목표주가 **-원**

현재주가 (5/27) **78,800원**

상승여력 **29%**

시가총액	241,454억원
총발행주식수	306,413,394주
60일 평균 거래대금	3,330억원
60일 평균 거래량	4,374,789주
52주 고/저	89,900원 / 26,750원
외인지분율	12.72%
배당수익률	0.00%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.3)	6.5	155.8
상대	(15.4)	5.9	164.2
절대 (달러환산)	(8.1)	12.2	154.8

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,549	39.9	12.9	3,190	11.2
영업이익	359	흑전	38.7	240	49.3
세전계속사업이익	342	흑전	57.3	204	67.6
지배순이익	344	흑전	59.3	166	106.7
영업이익률 (%)	10.1	흑전	+1.9 %pt	7.5	+2.6 %pt
지배순이익률 (%)	9.7	흑전	+2.8 %pt	5.2	+4.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	7,408	10,776	13,831	15,554
영업이익	-196	238	1,278	1,761
지배순이익	160	528	939	1,373
PER	35.6	17.3	25.7	17.6
PBR	1.9	1.9	4.1	3.3
EV/EBITDA	-115.3	33.4	18.5	13.0
ROE	6.3	11.5	17.6	21.0

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

밸류에이션 및 목표주가

산업 부문에 언급한 대로, 각 핵심사업 영역의 적정가치를 따로 도출한 뒤 합산하는 SOTP 밸류에이션 방식을 채택한다. 가장 먼저, **상선 부문**에는 **0.7배의 FY25F target P/O multiple**을 적용한다. 이는 과거 07-08년 조선업 업사이클 당시 조선3사 평균 P/O multiple band인 0.5-0.7배의 상단인데, 적용 근거는 1) 21년 수주 물량 인도 후 더욱 개선될 수주잔고 믹스, 2) 1Q25 실적 개선으로 확인한 저가수주 물량 매출인식의 마감이다.

다음으로, **기존의 방산부문**에는 **15배의 FY25F target P/E multiple**을 적용하였다. 이는 주요 글로벌 방위산업용 운송수단 업체들의 FY25F P/E multiple band의 하단이며, 적용 근거로는 1) 안정적인 영업이익률과 수주잔고, 2) 비교적 제한적인 사업 확장 가능성이다.

미국으로부터 받을 수 있는 **함정 블록 건조**에 대한 적정가치는 산업부분에서 다른 국내 조선사들이 진입 가능한 미 해군 함정건조 시장을 HD현대중공업과 양분한다는 전제 하에, **33배의 Target P/E multiple**을 적용하였다 (필리조선소 보유, 계열사 시너지로 현대중공업 대비 10% 할증). 기존 방산 사업부문 대비 2배에 가까운 multiple을 적용하는 근거로는 1) 기존 미국내 함정 건조업체 대비 월등한 생산 효율성, 2) 블록생산 외주시 글로벌 상선시장 내에서 국내 조선업체들의 중국 제외 압도적 시장 점유율, 3) 향후 함정의 외주 허용범위 확대에 따른 시장 확장 가능성, 4) 비전투함의 경우 완전건조 물량 확보의 가능성이다.

한화오션 - 밸류에이션 및 목표주가

		FY25F
상선	수주잔고 (십억 원)	26,000
	Target P/O multiple (x)	0.7
	적정가치 (십억 원)	18,200
방산(기존)	연간 NOPAT (십억 원)	75
	Target P/E multiple (x)	15
	적정가치 (십억 원)	1,125
방산(미국)	연간 매출규모 (십억 원)	3,202
	연간 NOPAT (십억 원)	360
	Target P/E multiple (x)	33
	적정가치 (십억 원)	11,887
전체	적정가치 (십억 원)	31,212
	주식수 (백만 주)	306
	목표주가	102,000

자료: 유안타증권 리서치센터

리스크 요인 – 잠재적 오버행

1. 산업은행의 지분

4월 29일 산업은행이 보유한 동사 지분 19.5%중 4.3%가 블록딜로 매각되었다. 1) BIS 자기자본 비율을 개선하기 위해서라는 의견이 지배적이라는 점과 2) 위험가중자산 (RWA)에 대한 BIS 산출기준에서 자회사 외 기업의 지분을 15% 이상 보유시 1250%의 가중치가 부과된다는 점, 마지막으로 3) 매각 이후 산업은행의 동사 잔여지분 이 15.25%으로 RWA가 의미있게 축소될 것이 라는 점을 감안시 단기적인 추가 매각을 예단할 수는 없지만, 향후 추가 매각의 가능성은 분명 존재한다고 판단한다.

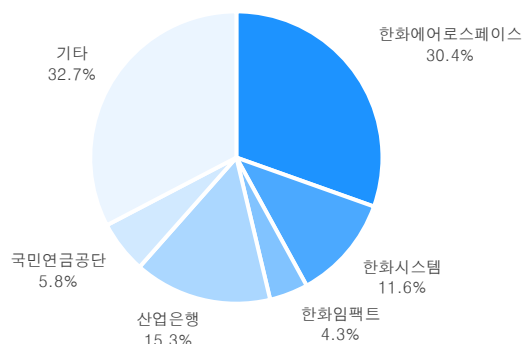
2. 수출입은행의 영구채

1분기말 기준 수출입은행은 2.3조원의 동사 CB (2046-48년 만기가 도래하나 이 또한 연장이 가능한 영구채)를 보유하고 있다. 그러나, 1) CB의 금리가 1%로 매우 낮다는 점, 2) 전환가액이 현재 주가보다 매우 낮은 40,350원임을 감안하면 오버행 위험으로 작용할 수 있다. 2016-2018년 세 번의 CB발행의 목적 자체가 국책은행의 국내 기간산업 지원을 위한 것이었으나, 산업은행이 배임을 근거로 HMM의 주가상승 이후 사채를 전환했다는 전적을 고려했을 때 수출입은행의 전환 가능성을 배제할 수는 없다. 다만, 2024년 3분기 기준 수출입은행의 BIS는 15.7%이며 CB의 경우 RWA에 포함되지 않는다는 점을 고려한다면 그 가능성은 낮은 편이라 판단한다.

3. 한화임팩트의 잔여지분

올해 3월 한화임팩트파트너스는 동사 지분 5%를 한화에어로스페이스에 매각하였고, 현재 4.27%의 잔여지분을 보유하고 있다. 한화에어로스페이스와 한화시스템이 합산 42%의 동사 지분을 보유하고 있다는 점을 감안한다면 한화임팩트가 소유한 잔여지분은 지배구조상 끊어져도 문제가 없는 연결고리이다.

한화오션: 주요주주 현황



자료: 유안타증권 리서치센터

한화오션: 산업은행 지분율 변동

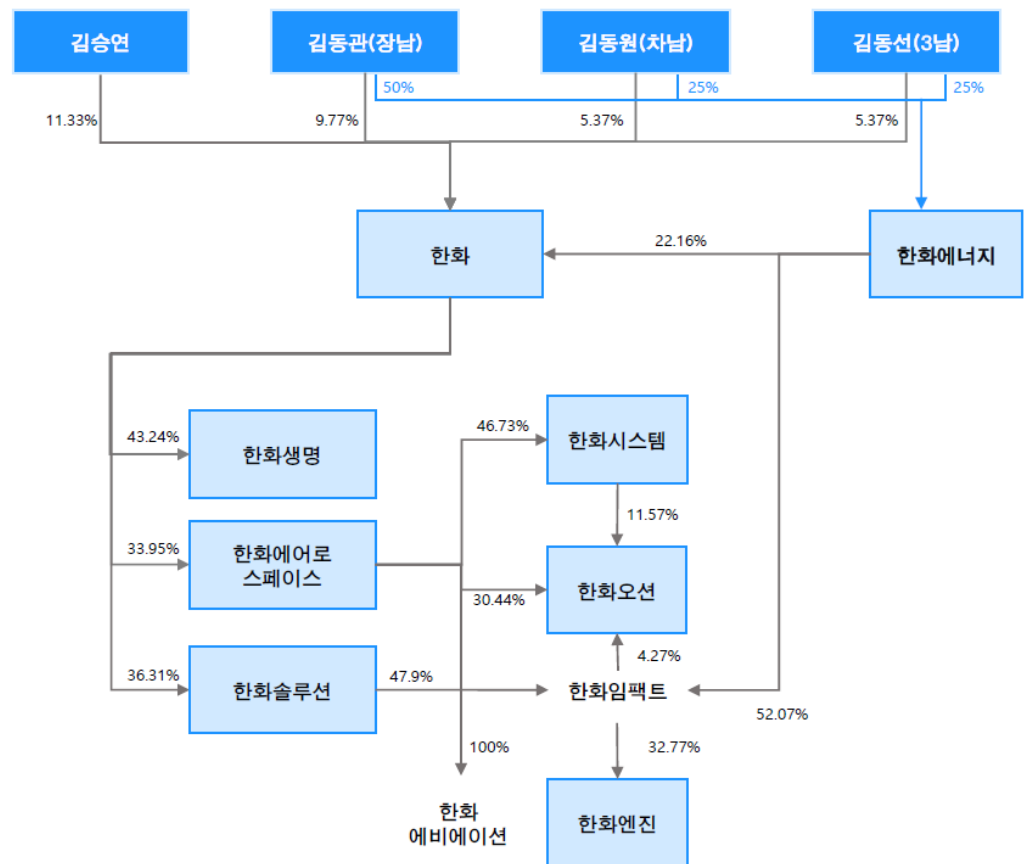
날짜	산업은행 지분율	보유주식수
2001-02-09	41.26%	80,988,578
2003-07-07	31.10%	59,825,596
2013-05-21	31.46%	60,217,183
2015-12-24	49.74%	135,986,494
2016-12-30	79.04%	51,834,073
2017-06-29	68.64%	58,499,054
2017-08-12	57%	59,862,126
2017-11-01	55.70%	59,738,211
2023-05-23	27.55%	59,738,211
2025-04-29	15.25%	46,738,211

자료: 유안타증권 리서치센터. 주: 2016년 12월 산업은행은 무상소각을 포함 18:1 감자

그럼에도 불구하고 Top pick 인 이유 – 방산으로 오른다면

동사의 상반기내 주가 상승세는 작년 하반기 미 해군으로부터의 함정 MRO 수주에 이어 1) **필리조선소 인수** 마무리, 2) 함정 건조로 **확대된 미국발 수혜** 가능성에 기인한다. 경쟁사인 현대중공업 또한 방산사업을 영위하고 있으나, 1) **현대중공업은 MOU에 그쳤던 필리조선소를 동사는 인수했다는 점**, 2) **HD현대와 비교했을 때 방산에 집중하는 계열사 포트폴리오** 등으로 인해 방산 관련 이벤트에 더욱 민감하게 반응할 수 있다고 판단한다. 특히, Pilot 물량의 성격이 강한 미 해군 MRO 수주 두 건 (월리 쉬라, 유콘)의 성공적인 인도 이후 동사는 경쟁업체 대비 앞선 Track record를 활용해 이후 추가적인 MRO 수주에 있어서도 우위를 점할 수 있을 것이라 예상한다.

한화그룹 지배구조



자료: 유안타증권 리서치센터

한화오션 (042660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	13,831	15,554	16,637
매출원가	7,310	10,092	11,842	13,030	13,552
매출총이익	99	684	1,989	2,524	3,085
판매비	295	446	711	762	809
영업이익	-196	238	1,278	1,761	2,276
EBITDA	-50	418	1,459	1,942	2,457
영업외손익	80	-57	-25	69	165
외환관련손익	16	134	115	131	137
이자손익	-41	-108	-158	-82	4
관계기업관련손익	1	15	15	15	15
기타	104	-98	2	4	8
법인세비용차감전순이익	-116	181	1,252	1,831	2,441
법인세비용	-276	-347	313	458	610
계속사업순이익	160	528	939	1,373	1,831
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	160	528	939	1,373	1,831
지배지분순이익	160	528	939	1,373	1,831
포괄순이익	-10	568	980	1,413	1,871
지배지분포괄이익	-10	568	979	1,413	1,871

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-1,939	-2,905	728	1,141	1,589
당기순이익	160	528	939	1,373	1,831
감가상각비	146	173	175	176	177
외환손익	47	12	-115	-131	-137
중속, 관계기업관련손익	-1	-15	-15	-15	-15
자산부채의 증감	-1,195	-3,158	-178	-176	-174
기타현금흐름	-1,095	-445	-78	-85	-93
투자활동 현금흐름	197	-1,110	-719	-649	-635
투자자산	0	-207	-15	-10	-7
유형자산 증가 (CAPEX)	-131	-374	-200	-180	-190
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	327	-531	-504	-460	-438
재무활동 현금흐름	2,885	2,803	-1,338	-1,327	-1,317
단기차입금	-862	2,829	-1,010	-1,007	-1,003
사채 및 장기차입금	201	384	-300	-300	-300
자본	3,725	-2,621	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-180	2,212	-27	-20	-13
연결범위변동 등 기타	-3	1	1,874	1,242	1,411
현금의 증감	1,140	-1,211	545	407	1,047
기초 현금	660	1,799	588	1,134	1,540
기말 현금	1,799	588	1,134	1,540	2,587
NOPLAT	-196	694	1,278	1,761	2,276
FCF	-2,070	-3,278	528	961	1,399

자료: 유안타증권

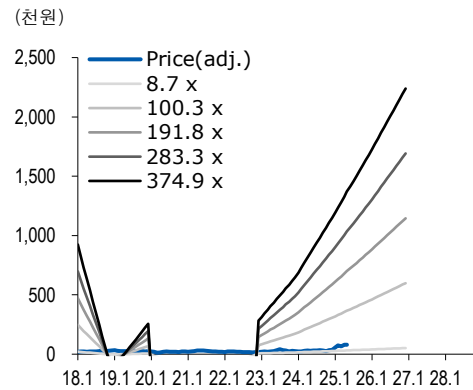
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,218	11,246	10,856	10,964	11,454
현금및현금성자산	1,799	588	1,134	1,540	2,587
매출채권 및 기타채권	332	892	1,145	1,288	1,378
재고자산	2,891	2,780	2,807	2,836	2,864
비유동자산	4,727	6,598	6,631	6,641	6,657
유형자산	4,062	4,648	4,673	4,677	4,690
관계기업 등 지분관련 자산	4	324	327	331	334
기타투자자산	127	292	304	310	314
자산총계	13,945	17,844	17,488	17,605	18,111
유동부채	7,459	10,347	9,287	8,275	7,193
매입채무 및 기타채무	1,498	2,048	2,140	2,225	2,325
단기차입금	486	3,195	2,195	1,195	195
유동성장기부채	64	73	73	73	73
비유동부채	2,173	2,634	2,357	2,074	1,790
장기차입금	1,665	2,028	1,728	1,428	1,128
사채	0	0	0	0	0
부채총계	9,633	12,980	11,645	10,349	8,983
지배지분	4,307	4,859	5,838	7,251	9,122
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	2,740	119	119	119	119
이익잉여금	-2,868	236	1,176	2,548	4,379
비지배지분	5	5	5	5	5
자본총계	4,312	4,863	5,843	7,256	9,127
순차입금	427	4,814	2,856	1,084	-1,303
총차입금	2,583	5,795	4,485	3,178	1,875

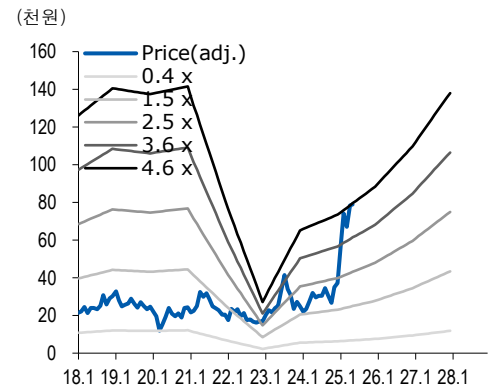
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	757	1,724	3,065	4,480	5,974
BPS	14,061	15,857	19,054	23,666	29,771
EBITDAPS	-239	1,363	4,761	6,338	8,020
SPS	35,085	35,171	45,137	50,761	54,297
DPS	0	0	0	0	0
PER	35.6	17.3	25.7	17.6	13.2
PBR	1.9	1.9	4.1	3.3	2.6
EV/EBITDA	-115.3	33.4	18.5	13.0	9.3
PSR	0.8	0.8	1.7	1.6	1.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	52.4	45.5	28.3	12.5	7.0
영업이익 증가율 (%)	적지	흑전	437.1	37.9	29.2
지배순이익 증가율 (%)	흑전	230.3	77.8	46.2	33.3
매출총이익률 (%)	1.3	6.3	14.4	16.2	18.5
영업이익률 (%)	-2.7	2.2	9.2	11.3	13.7
지배순이익률 (%)	2.2	4.9	6.8	8.8	11.0
EBITDA 마진 (%)	-0.7	3.9	10.5	12.5	14.8
ROIC	7.8	10.7	11.9	17.8	24.4
ROA	1.2	3.3	5.3	7.8	10.3
ROE	6.3	11.5	17.6	21.0	22.4
부채비율 (%)	223.4	266.9	199.3	142.6	98.4
순차입금/자기자본 (%)	9.9	99.1	48.9	15.0	-14.3
영업이익/금융비용 (배)	-1.2	1.4	6.0	11.2	21.9

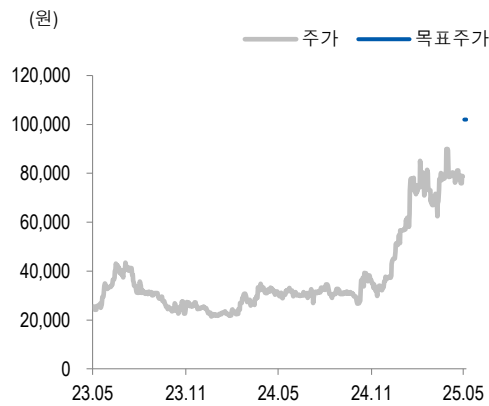
P/E band chart



P/B band chart



한화오션 (042660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-28	BUY	102,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-28

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김용민)
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.