한화오션 (042660)

김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

핵잠수함 이야기 – 표면보다 수면 아래를 보자

국가 정상간의 대화에 서프라이즈는 없다. 중요한 것은 의도

이재명 대통령의 핵잠수함 연료 제공 요청과 트럼프 대통령의 즉각적인 승인은 이미 사전에 대화가 오갔을 것이라 추정하는 것이 합리적. 핵심은 공개된 사실 자체보다 내포된 의미를 이해하는 것인데, 당사는 이 또한 한미 **조선업 협력 범위 확장을 위한 포석**이라 판단.

"필리조선소에서 만들어라" = 쟁점의 핵심. 국내생산 vs 미국생산

필리조선소에서 핵잠수함 건조가 가능할 것인지에 대한 법제적, 경제적 여건을 따지기 전에 필요한 것은 이러한 언급의 의도. 당연히 국내 조선소에서 건조하는 것이 이상적이겠으나, MASGA를 원하는 트럼프 눈에는 자국내 핵추진기관 판매와 이를 통한 통제 기회로 보임.

결국 실질적인 결과는 달을 향해 쏴서 별이 된 것

결국 이재명 대통령의 핵잠수함 **"연료"** 제공 요청은 국내 조선소의 핵잠수함 완전건조를 염두에 두었으나 돌아온 답변은 "승인, **생산은 필리**에서"로 사실상 한국내 핵잠수함 생산보다는 **보유에 대한 승인**으로 보아야 한다고 판단.

Win-win 시나리오: 비핵구조물 국내생산후 핵심자산은 미국내 탑재

궁극적 방향성은 기존 예상했던 함정 블록 건조 공급과 같이 국내 조선업체는 비핵구조물(선체 및 보조계통)을 국내 생산 후 미국내 야드로 운송, 핵기술 추진체계 등의 탑재는 미국내 조선소에서 완료일 것이라 예상. 같은 방식을 기발주된 미 해군 물량에도 적용 가능.

왜 이렇게 해주는 걸까? 미국내 납기 지연 + AUKUS까지

미 해군은 FY11-FY24 매년 2척의 버지니아급 핵잠수함을 발주했으나 22년 이후 연간 1.2척 건조되며 납기 지연이 누적되고 있음. 또한 AUKUS Pillar 1 하에 호주에 판매될 3-5척의 잠수함 대체물량 또한 건조해야 하는 상황. 다시 말해, 동사의 핵잠수함 "미국내 조립"이 현실화될 경우 블록 건조 수주의 범위는 미국내 건조물량 전체로 확대될 수 있다고 예상.

BUY (M)

목표주가	179,000원 (M)
직전 목표주가	179,000원
현재주가 (11/3)	138,800원
상승여력	29%

시가총액	425,302억원
총발행주식수	306,413,394주
60일 평균 거래대금	3,560억원
60일 평균 거래량	3,047,169주
52주 고/저	141,000원 / 26,800원
외인지분율	11.08%
배당수익률	0.00%
주요주주	한화에어로스페이스 외 1인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	24.5	18.2	417.9
상대	4.7	(12.6)	211.9
절대 (달러환산)	22.0	16.0	400.0

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,023	11.8	-8.2	3,263	-7.3
영업이익	290	1,032.8	-22.0	342	-15.2
세전계속사업이익	405	흑전	168.8	313	29.3
지배순이익	407	흑전	174.1	278	46.4
영업이익률 (%)	9.6	+8.7 %pt	-1.7 %pt	10.5	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	13.5	흑전	+9.0 %pt	8.5	+5.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	7,408	10,776	12,964	13,686
영업이익	-196	238	1,325	1,762
지배순이익	160	528	976	1,378
PER	35.6	17.3	43.6	30.9
PBR	1.9	1.9	7.2	5.8
EV/EBITDA	-115.3	33.4	30.1	22.4
ROE	6.3	11.5	18.2	20.9

자료: 유안타증권

한국 – 핵추진 잠수함 "연료" 공급 결단해달라

핵추진 잠수함의 "연료" 를 공급해 달라는 요청은 사실상 핵잠수함 국내 완전건조 승인 요청이었다. 다양한 국제협약에 종속된 고농축 핵연료만 사용하게 해준다면 자체 개발은 충분히 가능하다는 계산 하에 나온 발언이었을 것이라 추정한다.

미국 – "필리조선소에서 만들 것"

이에 대한 트럼프의 대답은 (아직까지는) 절반의 성공을 의미한다. 핵추진잠수함을 건조하도록 허가하지만 그 장소는 필리조선소가 되어야 한다는 것이다. 당사는 이에 대해 "꼭 필리여야만 하는가" 에 초점을 두기보다는 결국 "미국령에서 건조" 라는 점에 집중해야 한다고 판단한다.

대한민국의 핵잠수함 개발, 건조, 보유의 과정에 있어 기술적, 법제적 제약을 논의하는 것은 의미가 없다 (애초에 본격적인 기대감이 형성된 적이 없었다). 오히려 갑작스레 이를 승인한 트럼프의 의도에 대해 생각해보면 결국 이 또한 미국의 입장에서 무언가 득이 되는 방향으로 진행할 수 있기 때문에 위와 같은 반쪽짜리 성공을 허락한 것이라 판단한다.

합리적 예상 – 기존의 군함과 같이 핵심자산의 미국내 조달

MASGA의 미명 하에, 이는 국내 조선업체들의 핵잠수함 블록 건조 계약 수주가 가장 합리적이라고 판단한다. 미국내 핵전력을 생산하는 업체들 (GD Electric boat, Newport News)로부터 핵기술 추진체계와 같은 핵심자산을 조달받고 국내 조선업체로부터 조달된 핵잠수함 블록을 미국내 조선소에서 조립하는 형태를 예상한다.

이로 인한 직접적인 이익은 미국내 핵전력 블록 건조 계약 수주의 진입장벽을 제거하게 되는 것이다. 소유권의 차이만 있을 뿐, 사업의 방향성이 확정된다면 미 해군으로부터 현지 조선소에 기발주된 핵전력 함선에 대한 블록 수주 또한 가능할 것이라 예상한다.

미국내 핵잠수함 생산 관련 밸류체인

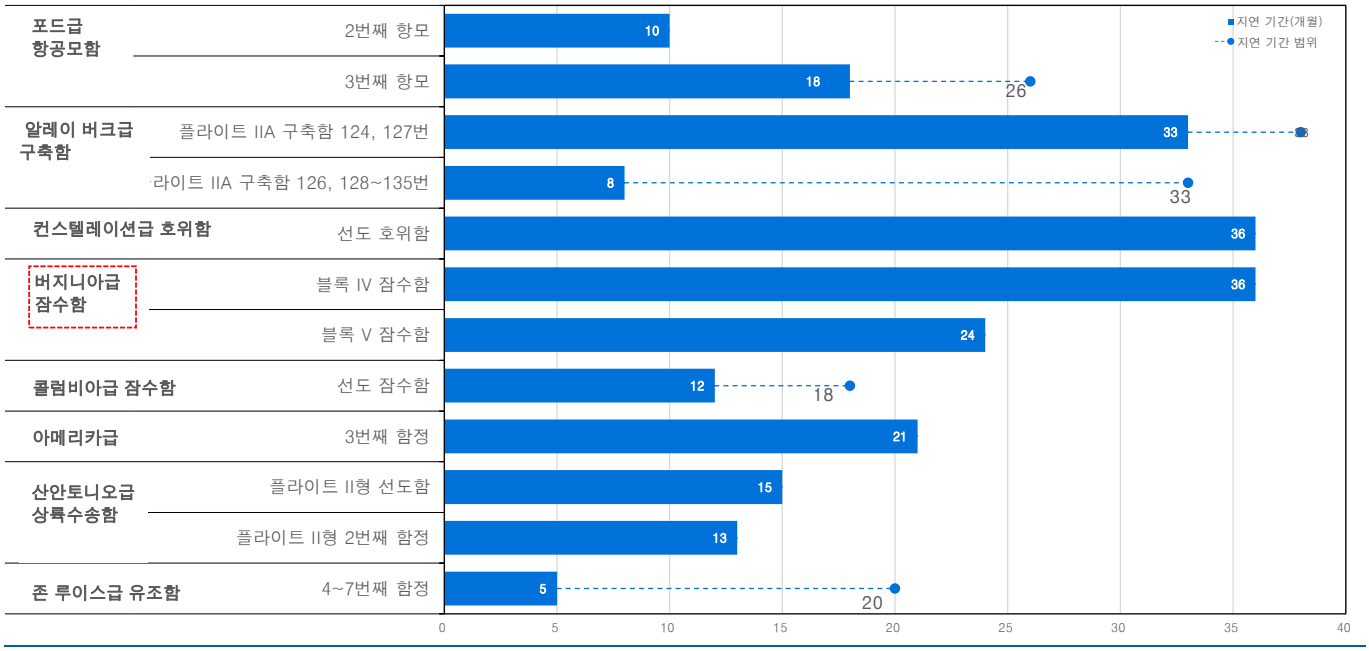
	기관 or 기업	핵심 기술 or 제품
설계 및 기획	Naval Reactors	원자로 규격 및 통합 설계
원자로 및 연료	BWX Technologies (BWXT)	핵연료, 압력용기, 노심계통, 냉각루프
선체 및 모듈	GDEB	압력선체, 추진축, 보조기계, **내부 모듈, 함체 블록**
조립 및 시험	GDEB, NNS	원자로 격실, 추진체계, 시스템 시험

자료: 유안타증권 리서치센터, US DOE, US CRS

가져야하는 의문은 “이게 왜 될까?” – 원하는 게 있으니까

그렇다면 트럼프는 왜 이런 결정을 현 상황에 내린 것일까? 미국내 조선소의 핵추진체계 생산 및 판매 증진을 위한 것은 결코 아니며, 당사는 이에 대해 트럼프가 정치적 관점에서 미국 핵전력 조선소들의 고부가가치 수주를 늘리며 (=MASGA), 반대급부로 경제적 관점에서 한국 조선소들에게 핵전력 블록 건조 계약 접근성을 부여하여 생산 효율성을 증진하기를 원한다고 판단한다.

버지니아급 잠수함 (핵추진잠수함)의 납기 지연



자료: 유안타증권 리서치센터, US GAO

미국내 핵추진잠수함 변화 (단위: 척)

연도	선복	유지보수중	유지보수 대기	실질 배치 선복	연도	선복	유지보수중	유지보수 대기	실질 배치 선복
FY08	51	11	0	**40**	FY16	52	12	1	**39**
FY09	52	10	1	**41**	FY17	50	12	2	**36**
FY10	52	10	0	**42**	FY18	50	14	2	**34**
FY11	52	11	0	**41**	FY19	50	13	3	**34**
FY12	53	10	1	**42**	FY20	50	10	5	**35**
FY13	53	12	0	**41**	FY21	49	14	4	**31**
FY14	53	13	2	**38**	FY22	49	11	5	**33**
FY15	53	9	1	**43**	FY23	48	14	2	**32**

자료: 유안타증권 리서치센터, US CRS

버지니아급 잠수함은 납기가 지연되고 있는 미 해군의 함정 목록 내에서도 지연 기간이 매우 상위권에 위치해 있으며, MRO 여력조차 부족하여 실질적 선복 또한 지속적으로 감소하고 있는 상황이다. 다시 말해 **핵잠수함도 미국 해군 입장에서 국내 조선업체들의 협력이 절실하던 참**이다.

추가로, AUKUS로 인한 공급 병목 현상 또한 존재한다. AUKUS Pillar 1에 따르면 미국은 1) 4척의 핵잠수함을 호주 서부에 로테이션 배치하며 2) 3-5척의 버지니아급 핵잠수함을 호주에 매각하고 3) 이에 따라 **3-5척의 버지니아급 핵잠수함을 추가 건조하고** 4) 호주가 직접 3-5척 (도합 8척 보유)의 핵잠수함을 보유하도록 도와야 한다.

이를 위해 미 해군과 산업계는 버지니아급 잠수함의 연간 생산 능력을 현재 1.2척에서 2028년까지 2.0척 (기존 발주량과 동일), 장기적으로 2.33척까지 확대할 방침이다. 결국, 트럼프 대통령이 허가한 대한민국 핵잠수함의 "미국내 생산" 에는 **여느 함정 건조 협력과 마찬가지로 무너져버린 미국내 공급망과 이를 기다릴 수 없는 긴박한 상황**이라는 요인이 포함되어 있다.

따라서 당사는 대한민국 해군의 핵잠수함 건조 계획 구체화의 진전에 따라 결국 국내 조선업체들이 직접적 건조 수혜뿐만 아니라 미국내 핵전력 블록 건조 사업 진출까지 이어질 것이라 예상한다. 더욱이, 최초의 핵잠수함 건조인 만큼 첫 잠수함 계약은 원가형 계약일 가능성이 높아 영업이익률의 상방이 제한적일 수 있으나, 이후 미국내 핵전력 블록 건조 계약의 경우 높은 생산 효율성 (그리고 고정형-인센티브 계약 형식)으로 이익률의 상방 여력이 더 높을 것이다.

한화오션 (042660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**7,408**	**10,776**	**12,964**	**13,686**	**15,648**
매출원가	7,310	10,092	10,948	11,187	12,548
매출총이익	99	684	2,016	2,499	3,101
판관비	295	446	691	737	779
영업이익	**-196**	**238**	**1,325**	**1,762**	**2,322**
EBITDA	-50	418	1,506	1,943	2,503
영업외손익	80	-57	-23	76	172
외환관련손익	16	134	115	131	137
이자손익	-41	-108	-156	-75	11
관계기업관련손익	1	15	15	15	15
기타	104	-98	2	4	8
법인세비용차감전순손익	-116	181	1,302	1,838	2,494
법인세비용	-276	-347	325	459	624
계속사업순손익	160	528	976	1,378	1,871
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	160	528	976	1,378	1,871
지배지분순이익	**160**	**528**	**976**	**1,378**	**1,870**
포괄순이익	-10	568	1,017	1,418	1,911
지배지분포괄이익	-10	568	1,016	1,418	1,911

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

현금흐름표

(단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**-1,939**	**-2,905**	**765**	**1,146**	**1,628**
당기순이익	160	528	976	1,378	1,871
감가상각비	146	173	175	176	177
외환손익	47	12	-115	-131	-137
종속,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**	**-687**	**-612**	**-668**
투자자산	0	-207	-11	-6	-11
유형자산 증가 (CAPEX)	-131	-374	-200	-180	-190
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	327	-531	-475	-426	-468
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	1,942	1,321	1,341
현금의 증감	**1,140**	**-1,211**	**684**	**528**	**984**
기초 현금	660	1,799	588	1,272	1,800
기말 현금	1,799	588	1,272	1,800	2,785
NOPLAT	**-196**	**694**	**1,325**	**1,762**	**2,322**
FCF	**-2,070**	**-3,278**	**565**	**966**	**1,438**

재무상태표

(단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**9,218**	**11,246**	**10,894**	**11,007**	**11,536**
현금및현금성자산	1,799	588	1,272	1,800	2,785
매출채권 및 기타채권	332	892	1,073	1,133	1,296
재고자산	2,891	2,780	2,807	2,836	2,864
비유동자산	4,727	6,598	6,628	6,634	6,653
유형자산	4,062	4,648	4,673	4,677	4,690
관계기업등 지분관련자산	4	324	327	331	334
기타투자자산	127	292	301	303	311
자산총계	**13,945**	**17,844**	**17,522**	**17,640**	**18,189**
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	2,354	2,067	1,787
장기차입금	1,665	2,028	1,728	1,428	1,128
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**9,633**	**12,980**	**11,642**	**10,342**	**8,980**
지배지분	4,307	4,859	5,875	7,293	9,204
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	2,740	119	119	119	119
이익잉여금	-2,868	236	1,213	2,591	4,461
비지배지분	5	5	5	5	5
자본총계	**4,312**	**4,863**	**5,880**	**7,298**	**9,209**
순차입금	**427**	**4,814**	**2,747**	**887**	**-1,467**
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	3,186	4,497	6,104
BPS	14,061	15,857	19,175	23,803	30,038
EBITDAPS	-239	1,363	4,915	6,340	8,169
SPS	35,085	35,171	42,308	44,665	51,069
DPS	0	0	0	0	0
PER	**35.6**	**17.3**	**43.6**	**30.9**	**22.7**
PBR	**1.9**	**1.9**	**7.2**	**5.8**	**4.6**
EV/EBITDA	**-115.3**	**33.4**	**30.1**	**22.4**	**16.4**
PSR	**0.8**	**0.8**	**3.3**	**3.1**	**2.7**

재무비율

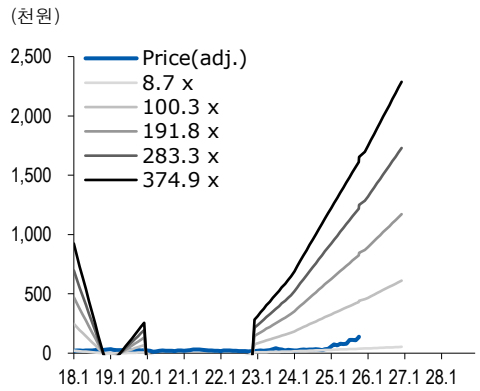
(단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**52.4**	**45.5**	**20.3**	**5.6**	**14.3**
영업이익 증가율 (%)	**적지**	**흑전**	**457.0**	**33.0**	**31.8**
지배순이익 증가율 (%)	**흑전**	**230.3**	**84.8**	**41.1**	**35.7**
매출총이익률 (%)	1.3	6.3	15.6	18.3	19.8
영업이익률 (%)	**-2.7**	**2.2**	**10.2**	**12.9**	**14.8**
지배순이익률 (%)	2.2	4.9	7.5	10.1	12.0
EBITDA 마진 (%)	-0.7	3.9	11.6	14.2	16.0
ROIC	7.8	10.7	12.4	18.1	25.4
ROA	1.2	3.3	5.5	7.8	10.4
ROE	**6.3**	**11.5**	**18.2**	**20.9**	**22.7**
부채비율 (%)	223.4	266.9	198.0	141.7	97.5
순차입금/자기자본 (%)	9.9	99.1	46.7	12.2	-15.9
영업이익/금융비용 (배)	-1.2	1.4	6.3	11.2	22.3

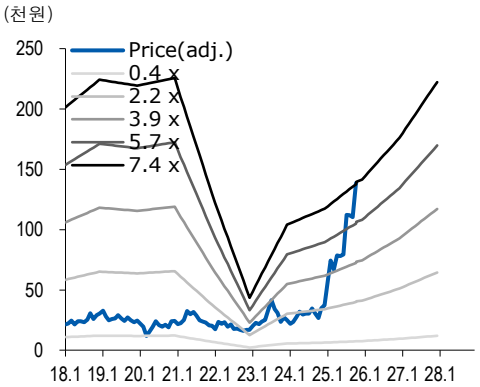
자료: 유안타증권

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

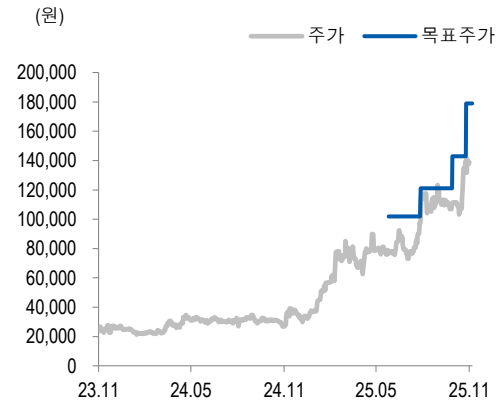
P/E band chart



P/B band chart



한화오션 (042660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-11-04	BUY	179,000	1년		
2025-10-28	BUY	179,000	1년		
2025-10-01	BUY	143,000	1년	-17.63	-2.31
2025-07-30	BUY	121,000	1년	-7.73	1.82
2025-05-28	BUY	102,000	1년	-19.59	-4.31
2025-05-15	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (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)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-11-04

※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 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 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.