



한화오션 (042660)

지정학적 불확실성 속에서 찾는 기회

▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(상향): 165,000원

현재 주가(1/9)	134,400원
상승여력	▲22.8%
시가총액	411,820억원
발행주식수	306,413천주
52 주 최고가 / 최저가	141,000 / 44,300원
90 일 일평균 거래대금	3,130.억원
외국인 지분율	10.0%

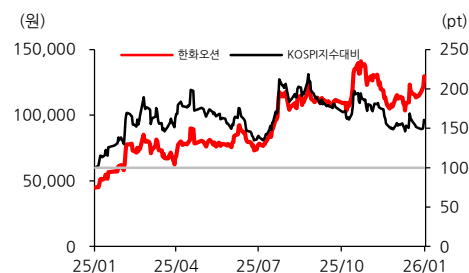
주주 구성	
한화에너지로스페이스 (외 2 인)	57.3%
국민연금공단	5.8%
한화오션우리스주	0.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.7	20.5	72.1	200.3
상대수익률(KOSPI)	6.0	-8.7	25.7	118.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	10,776	12,716	13,526	15,386
영업이익	238	1,244	1,583	2,188
EBITDA	418	1,481	1,881	2,518
지배주주순이익	528	926	1,270	1,877
EPS	1,724	3,021	4,144	6,125
순차입금	4,845	4,499	3,914	3,173
PER	21.7	25.3	32.4	21.9
PBR	2.4	4.1	5.9	4.6
EV/EBITDA	39.0	18.8	24.0	17.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	11.5	17.4	19.8	23.5

주가 추이



4Q25 Preview: 영업이익 시장 기대치 하회 추정

한화오션의 4분기 실적은 매출액 3조 2,555억원(YoY +0.1%, 이하 YoY), 영업이익 3,242억원(+91.8%, OPM 10.0%)으로 영업이익 기준 컨센서스를 하회할 것으로 추정한다. 시장 기대치 하회 추정의 가장 주된 요인은 성과급 등 일회성 비용의 보수적 가정이다. 4분기에도 상선 매출 내 LNG선 비중이 65% 이상으로 높았을 것으로 추정한다. 탱커 비중이 10% 이상으로 QoQ +3%p 가량 늘었음에도 고선가 물량 비중 증가로 이로 인한 마진 훼손은 제한적이었을 것으로 판단한다.

상선 부문 수익성은 걱정 없다

4분기 상선 부문 OPM은 3분기와 유사한 12.4%로 추정하며, 일회성 비용 제거 시 15% 이상을 기록한 것으로 추정한다. 성과급 등의 일회성 비용이 변수로 작용할 예정이다. 4분기에는 '22년 수주분 매출 비중이 40% 이하로 내려온 것으로 추정(3Q25 61% 추정)한다. '26년에는 해당 비중이 10% 이하로 하락하면서 믹스 개선이 지속될 것으로 기대한다. 2H26에는 컨테이너선 매출 비중이 약 20%까지 상승하겠으나 평균 인식 선가의 상승으로 이익률 개선세는 지속될 것으로 전망한다.

미국 내 조선소 활용 가능성에 주목

현재 조선 업종의 리레이팅 요소는 미-중 패권 경쟁 심화라고 판단하며 올해 MASGA 관련 법안 등 세부 사항이 점차 가시화될 것으로 기대한다. 한화는 필리핀조선소의 생산 시설과 저장 부지 확장을 위해 연방 정부 등과 논의 중이며 미국 내 타 조선소 인수도 검토 중인 것으로 알려져 있다. 미국 내 조선소 지분 보유 및 시설 투자 전략이 미 해군 사업 참여 시 한국 조선소와의 사업 연계로 이어지기도 유리하다는 의견을 유지하는 바, 한화그룹의 필리와 오스탈 활용 가능성에 주목한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 165,000원으로 상향

목표주가를 165,000원으로 상향하고 업종 내 최선호주 의견을 유지한다. 목표주가는 '27E EPS에 Target P/E 27배를 적용해 산출했다. Target P/E는 최근 지정학적 리스크 확산을 반영해 기존 대비 15% 할증했다. 캐나다 잠수함(3월 최종 제안서 제출 예상), 태국 호위함, 에스토니아 OPV 등의 해외 특수선 파이프라인도 관심 확대가 유효한 시점이다.

[표1] 한화오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,143	3,294	3,023	3,256	3,298	3,437	3,163	3,628	10,776	12,716	13,526	15,386
상선	2,569	2,807	2,464	2,662	2,815	3,005	2,576	3,005	8,682	10,501	11,402	11,778
특수선	303	237	375	394	341	263	404	405	1,053	1,309	1,413	1,709
해양	232	288	102	117	108	115	116	117	1,091	739	455	1,553
E&(플랜트, 풍력)	152	172	169	205	164	188	183	224	337	697	759	829
기타(연결조정 등)	-113	-209	-87	-122	-130	-134	-116	-123	-386	-531	-503	-483
영업이익	259	372	290	324	363	380	401	439	238	1,244	1,583	2,188
영업이익률	8.2	11.3	9.6	10.0	11.0	11.1	12.7	12.1	2.2	9.8	11.7	14.2
상선	233	377	307	330	352	391	386	421	126	1,248	1,550	1,913
영업이익률	9.1	13.4	12.5	12.4	12.5	13.0	15.0	14.0	1.5	11.9	13.6	16.2
특수선	41	18	29	24	39	23	36	29	126	112	128	228
영업이익률	13.6	7.7	7.7	6.0	11.6	8.9	8.8	7.2	12.0	8.6	9.0	13.3
해양	2	0	-48	-23	-19	-22	-23	-19	8	-69	-83	19
영업이익률	0.9	0.1	-47.0	-20.0	-18.0	-18.9	-19.8	-15.9	0.8	-9.3	-18.2	1.2
E&(플랜트, 풍력)	-20	-7	-5	-3	-6	-6	10	12	-5	-34	10	44
영업이익률	-13.2	-4.1	-2.7	-1.4	-3.9	-3.1	5.6	5.2	-1.5	-4.9	1.3	5.3
기타(연결조정 등)	2	-17	7	-3	-3	-6	-8	-4	-17	-12	-21	-16
YoY 성장률												
매출액	37.6	29.9	11.8	0.1	4.9	4.3	4.6	11.4	45.5	18.0	6.4	13.8
상선	32.1	32.9	13.5	8.4	9.6	7.1	4.6	12.9	49.2	21.0	8.6	3.3
특수선	113.4	-28.0	91.2	2.1	12.5	11.0	7.6	2.8	19.2	24.3	7.9	21.0
해양	-16.4	44.8	-65.0	-63.8	-53.5	-60.1	13.1	-0.1	11.6	-32.2	-38.4	241.1
E&(플랜트, 풍력)			18.4	5.5	8.0	9.6	8.5	9.2		107.0	8.9	9.1
영업이익	388.5	흑전	1,032.7	91.8	40.4	2.3	38.4	35.4	흑전	423.1	27.2	38.2

자료: 한화오션, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화오션 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	6,125	27년 기준
Target P/E(배)	27.0	국내 조선 3사의 '07년 P/E 평균에 15% 할증
목표 주가(원)	165,000	
현재 주가(원)	134,400	26.01.09 종가 기준
상승여력(%)	▲22.8	

주: 국내 조선 3사는 HD현대중공업, 한화오션, 삼성중공업 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	7,408	10,776	12,716	13,526	15,386
매출총이익	99	684	1,864	2,154	2,859
영업이익	-196	238	1,244	1,583	2,188
EBITDA	-50	418	1,481	1,881	2,518
순이자손익	-41	-108	-157	-133	-106
외화관련손익	16	134	-11	408	427
지분법손익	-90	44	-34	-8	33
세전계속사업손익	-116	181	938	1,354	2,025
당기순이익	160	528	926	1,270	1,877
지배주주순이익	160	528	926	1,270	1,877
증가율(%)					
매출액	52.4	45.5	18.0	6.4	13.8
영업이익	적지	흑전	423.1	27.2	38.2
EBITDA	적지	흑전	254.8	27.0	33.9
순이익	흑전	230.0	75.3	37.2	47.8
이익률(%)					
매출총이익률	1.3	6.3	14.7	15.9	18.6
영업이익률	-2.7	2.2	9.8	11.7	14.2
EBITDA 이익률	-0.7	3.9	11.6	13.9	16.4
세전이익률	-1.6	1.7	7.4	10.0	13.2
순이익률	2.2	4.9	7.3	9.4	12.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	-1,939	-2,905	1,119	1,220	1,451
당기순이익	160	528	926	1,270	1,877
자산상각비	146	180	237	298	330
운전자본증감	-1,195	-3,158	-169	-355	-724
매출채권 감소(증가)	25	-291	-75	-128	-286
재고자산 감소(증가)	-803	-340	308	-575	-504
매입채무 증가(감소)	260	210	-69	351	69
투자현금흐름	197	-1,110	-742	-635	-709
유형자산처분(취득)	-130	-372	-527	-580	-692
무형자산 감소(증가)	-3	-5	-7	-5	-6
투자자산 감소(증가)	341	-174	34	0	0
재무현금흐름	2,885	2,803	-127	94	12
차입금의 증가(감소)	-581	2,826	-459	94	12
자본의 증가(감소)	3,497	0	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	-662	354	1,398	1,575	2,174
(-)운전자본증감(감소)	1,653	3,184	36	355	724
(-)설비투자	131	374	530	580	692
(+)자산매각	-2	-4	-4	-5	-6
Free Cash Flow	-2,448	-3,207	829	636	752
(-)기타투자	-446	532	375	50	11
잉여현금	-2,002	-3,739	454	585	741
NOPLAT	-142	172	1,228	1,485	2,028
(+) Dep	146	180	237	298	330
(-)운전자본투자	1,653	3,184	36	355	724
(-)Capex	131	374	530	580	692
OpFCF	-1,781	-3,206	900	848	943

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,218	11,246	11,416	12,806	14,359
현금성자산	2,156	950	899	1,577	2,331
매출채권	332	892	877	1,005	1,291
재고자산	2,891	2,780	2,389	2,964	3,468
비유동자산	4,727	6,598	7,226	7,556	7,967
투자자산	661	1,555	1,755	1,797	1,842
유형자산	4,062	4,648	5,094	5,378	5,743
무형자산	4	394	377	380	383
자산총계	13,945	17,844	18,642	20,362	22,327
유동부채	7,459	10,347	9,996	10,185	10,232
매입채무	1,498	2,048	1,767	2,118	2,187
유동성이자부채	778	3,616	3,080	2,912	2,882
비유동부채	2,173	2,634	2,877	3,138	3,180
비유동이자부채	1,805	2,180	2,318	2,580	2,621
부채총계	9,633	12,980	12,873	13,323	13,411
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	2,740	119	153	153	153
이익잉여금	-2,868	236	1,138	2,408	4,285
자본조정	2,899	2,966	602	602	602
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	4,312	4,863	5,769	7,039	8,915

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	522	1,724	3,021	4,144	6,125
BPS	14,060	15,857	18,812	22,955	29,080
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-2,161	1,155	4,564	5,141	7,095
ROA(%)	1.2	3.3	5.1	6.5	8.8
ROE(%)	6.3	11.5	17.4	19.8	23.5
ROIC(%)	-3.9	2.5	13.1	15.0	18.8
Multiples(x, %)					
PER	48.1	21.7	25.3	32.4	21.9
PBR	1.8	2.4	4.1	5.9	4.6
PSR	1.0	1.1	1.8	3.0	2.7
PCR	-11.6	32.3	16.7	26.1	18.9
EV/EBITDA	-160.7	39.0	18.8	24.0	17.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	223.4	266.9	223.1	189.3	150.4
Net debt/Equity	9.9	99.6	78.0	55.6	35.6
Net debt/EBITDA	-845.8	1,160.4	303.7	208.1	126.0
유동비율	123.6	108.7	114.2	125.7	140.3
이자보상배율(배)	n/a	1.4	6.0	9.2	12.4
자산구조(%)					
투하자본	62.5	78.5	78.3	75.2	73.2
현금+투자자산	37.5	21.5	21.7	24.8	26.8
자본구조(%)					
차입금	37.5	54.4	48.3	43.8	38.2
자기자본	62.5	45.6	51.7	56.2	61.8

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 1월 12일)

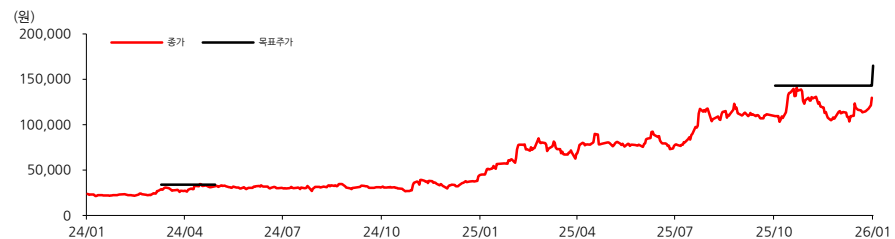
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조, 김나우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

한화오션은 당사와 '독점 규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 계열회사 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화오션 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.03.18	2024.04.04	2025.10.10	2025.10.10	2026.01.12	
투자의견	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy	
목표가격	34,000	34,000	배성조	143,000	165,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.03.18	Buy	34,000	11.41	150.29
2025.10.10	Buy	143,000	-16.60	-1.40
2026.01.12	Buy	165,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%