한화오션 (042660)



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

(FY25) 높은 산, (FY26) 깊은 골, 적막한 산하

바다 위 전선을 우리는 간다

FY25 경쟁사 대비 최대 상승도, FY26F 연중 최대 하락도 MASGA에서 발생. 업종 내 가장 높은 주가 변동성으로 높은 산과 깊은 골을 형성한 이후, 현재 모든 상승분을 반납하며 상선부문 적정가치 이하의 시가총액 형성.

상선: 고선가 컨테이너 In, 저선가 LNGC Out, 환율은 선방

FY27F 연중 동사의 LNGC 매출기여도는 4Q26F 55% 대비 4Q27F 38%까지 하락하나, 이는 대부분 FY22-23 수주한 저선가 LNGC의 인도 (FY24이후 수주분 매출비중은 37%에서 38%로 소폭 상승). 이를 FY24-25 수주한 컨테이너선이 대체하며 믹스는 양호. 기존의 낮은 환헷지로 인한 상대적 감익은 작년 말부터 변경된 환헷지 전략 (3분기말 기준 순노출 대비 50% 헷지, 환율 1,400원 후반)으로 상쇄될 것.

적막을 깨는 것은 상선보다 방산이 될 것

보수적 전망을 가진 상선부문의 업종 전체적 리레이팅보다 MASGA 진전에 대해 주가 상승 기회가 클 것이라 예상. 지분율과 별개로 필리조선소, 오스탈과 같은 그룹사 차원의 미국내 현지 조선소 선제적 인수는 동사의 협력 참여 가시성을 경쟁사 대비 높일 수 있는 요인.

투자의견 BUY 유지, 낙폭이 만든 비대칭적 기회, FY27F Top pick

연중 낙폭 확대로 인해 상선부문 적정가치 미만으로 시가총액이 하락. 업종이 공유하는 상선부문 업황 개선과 별개로 주가 상승이 가능한 이벤트는 여전히 한미 해양방산 협력의 진전이 가장 영향이 클 것이라 판단하여 동사를 FY27F 대형 조선업체 중 Top pick으로 선정. MASGA 국내 건종 물량 수주는 HD현대중공업과 동일한 주가 상승 트리거이나, 1) 필리조선소와 오스탈의 함정 수주 확대, 2) 미국내 조선소 건조물량의 일부 국내생산 허용과 같은 이벤트는 동사의 주가에 더욱 긍정적일 것.

BUY (M)

목표주가	104,000원 (D)
직전 목표주가	179,000원
현재주가 (11/11)	48,350원
상승여력	115%

시가총액	148,151억원
총발행주식수	306,413,394주
60일 평균 거래대금	613억원
60일 평균 거래량	865,954주
52주 고/저	149,900원 / 45,550원
외인지분율	10.13%
배당수익률	0.00%
주요주주	한화에어로스페이스

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(32.8)	(45.7)	(61.8)
상대	(17.2)	(35.9)	(70.8)
절대 (달러환산)	(32.6)	(42.3)	(58.1)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q26P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,246	7.4	-40.4	3,472	-6.5
영업이익	486	67.6	-34.0	541	-10.3
세전계속사업이익	442	62.3	-45.2	460	-3.9
지배순이익	439	62.9	-45.5	418	5.1
영업이익률 (%)	15.0	+5.4 %pt	+1.5 %pt	15.6	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	13.5	+4.6 %pt	-1.3 %pt	12.0	+1.5 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	10,776	12,784	15,309	14,509
영업이익	238	1,168	2,156	2,372
지배순이익	528	1,246	2,756	2,316
PER	17.3	20.3	5.4	6.4
PBR	1.9	4.1	1.7	1.3
EV/EBITDA	33.4	21.6	6.9	5.1
ROE	11.5	22.6	36.5	22.9

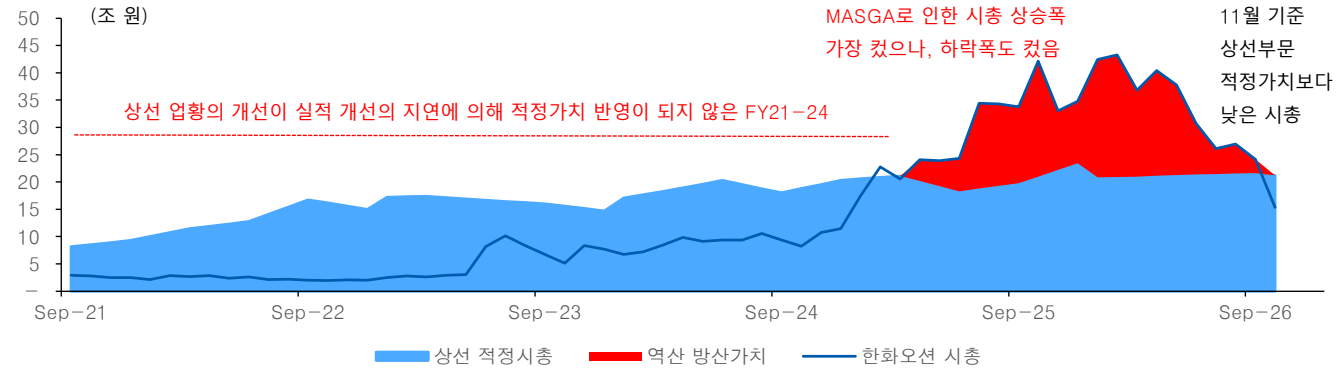
자료: 유안타증권

한화오션: 밸류에이션 및 목표주가

		FY27F
상선	수주잔고 (십억 원)	27,000
	Target P/O multiple (x)	0.7
	적정가치 (십억 원)	**18,900**
방산(기존)	연간 NOPAT (십억 원)	90
	Target P/E multiple (x)	15
	적정가치 (십억 원)	**1,350**
방산 (미국)	국내건조 세후영업이익 (십억 원)	232
	해외건조 세후영업이익 (십억 원)	352
	Target P/E multiple (x)	20
	적정가치 (십억 원)	**11,670**
전체	**적정가치 (십억 원)**	**31,920**
	주식수 (백만 주)	306
	목표주가	104,000

자료: 유안타증권 리서치센터

한화오션: 기간별 POR (21-22 년 0.7x, 23 년 0.8x, 24-25 년 0.9x, 26 년 0.8x) 적용한 상선부문 가치와 시가총액 변화



자료: 유안타증권 리서치센터, Fnguide Quantiwise

한화오션: 상선 인도 스케줄

	환율	신조선가	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
1Q21	1,114	129	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q21	1,121	136	2	2	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q21	1,160	147	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q21	1,183	153	4	1	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q22	1,206	155	0	0	5	4	4	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q22	1,261	160	3	0	1	0	0	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q22	1,341	162	0	3	1	2	1	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q22	1,358	162	0	0	0	1	1	2	2	4	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q23	1,276	164	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	0	0	0	0	0	0
2Q23	1,315	169	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
3Q23	1,313	174	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
4Q23	1,321	177	0	0	0	0	2	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0
1Q24	1,330	182	0	0	0	0	2	1	0	2	1	1	4	0	0	0	1	0
2Q24	1,371	186	0	0	0	0	0	1	2	1	3	2	1	0	0	1	2	1
3Q24	1,356	189	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
4Q24	1,399	189	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	2	1	1	2	1	2
1Q25	1,454	188	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	3	2	2	0	0	0
2Q25	1,401	187	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	0	0	0	0	0
3Q25	1,388	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	1	2	3	2	1
4Q25	1,450	185	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	2	4	6
1Q26	1,469	183	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0
2Q26	1,504	185	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
3Q26	1,420	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
4Q26	1,350	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
평균 신조선가 지수			158	162	165	169	173	177	180	183	185	186	186	186	185	185	185	185
환율 보정 이후 신조선가 지수			198	207	213	222	232	241	248	252	257	260	262	264	265	266	267	269
수주평균환율			1,248	1,274	1,291	1,313	1,336	1,356	1,373	1,381	1,392	1,403	1,410	1,422	1,431	1,435	1,440	1,452

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons

한화오션: 분기별 상선 매출 내 선종별 기여도

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
유조선	17%	18%	20%	21%	22%	20%	18%	18%
가스선	9%	8%	6%	5%	4%	3%	2%	1%
컨테이너	3%	7%	**13%**	**19%**	**26%**	**34%**	**41%**	**45%**
LNG	72%	67%	**61%**	**55%**	**48%**	**42%**	**39%**	**37%**

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons

한화오션: 분기별 상선 매출 내 수주 연도별 기여도 (단위: 억원)

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
2022	40%	30%	**19%**	**8%**	**0%**	0%	0%	0%
2023	14%	13%	**13%**	**13%**	**11%**	**4%**	**2%**	0%
2024	32%	35%	37%	39%	38%	35%	32%	23%
2025	14%	22%	**31%**	**38%**	**45%**	**53%**	**54%**	**53%**
2026	0%	0%	0%	2%	5%	7%	12%	24%

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons

2Q26 실적 컨퍼런스 콜에서 FY22-23/24/25 매출비중이 각 22-25%/45-50%/22-25% 수준이었음을 감안하면, 당사 추정치 대비 FY22 수주한 LNGC 물량에 대한 조기 매출인식 발생 (Clarksons 데이터상 22년 수주하여 연중 인도된 LNGC는 1-4분기 각 6/7/5/1척). 현재 매출인식은 FY24 발주된 카타르 2차 LNGC 물량 비중이 추정치 대비 클 것이라 판단.

한화오션 (042660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**10,776**	**12,784**	**15,309**	**14,509**	**15,068**
매출원가	10,092	10,943	12,324	11,331	11,935
매출총이익	684	1,840	2,984	3,179	3,133
판관비	446	673	828	807	858
영업이익	**238**	**1,168**	**2,156**	**2,372**	**2,275**
EBITDA	418	1,401	2,381	2,590	2,489
영업외손익	-57	-325	141	353	508
외환관련손익	134	-72	131	137	143
이자손익	-108	-120	-21	186	334
관계기업관련손익	15	-77	77	77	77
기타	-98	-56	-46	-46	-46
법인세비용차감전순손익	181	842	2,297	2,725	2,783
법인세비용	-347	-404	-459	409	696
계속사업순손익	528	1,246	2,756	2,317	2,087
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	528	1,246	2,756	2,317	2,087
지배지분순이익	**528**	**1,246**	**2,756**	**2,316**	**2,087**
포괄순이익	568	1,266	2,777	2,337	2,108
지배지분포괄이익	568	1,266	2,777	2,337	2,108

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

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**-2,905**	**1,315**	**2,899**	**2,444**	**2,202**
당기순이익	528	1,246	2,756	2,317	2,087
감가상각비	173	208	206	205	204
외환손익	12	-54	-131	-137	-143
종속,관계기업관련손익	-15	77	-77	-77	-77
자산부채의 증감	-3,158	-121	-272	-270	-268
기타현금흐름	-445	-41	417	407	398
투자활동 현금흐름	**-1,110**	**-1,449**	**-241**	**-230**	**-249**
투자자산	-207	-726	-12	-10	-11
유형자산 증가 (CAPEX)	-374	-710	-180	-190	-200
유형자산 감소	1	3	0	0	0
기타현금흐름	-531	-17	-49	-30	-38
재무활동 현금흐름	**2,803**	**330**	**-1,090**	**-1,084**	**-1,078**
단기차입금	2,829	-418	-1,001	-1,001	-1,000
사채 및 장기차입금	384	476	-300	-300	-300
자본	-2,621	63	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	2,212	209	212	217	222
연결범위변동 등 기타	1	-5	425	811	-277
현금의 증감	**-1,211**	**190**	**1,993**	**1,942**	**599**
기초 현금	1,799	588	778	2,771	4,713
기말 현금	588	778	2,771	4,713	5,312
NOPLAT	**694**	**1,727**	**2,588**	**2,372**	**2,275**
FCF	**-3,278**	**605**	**2,719**	**2,254**	**2,002**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**11,246**	**12,082**	**13,587**	**14,519**	**15,139**
현금및현금성자산	588	778	2,771	4,713	5,312
매출채권 및 기타채권	892	962	1,152	1,092	1,134
재고자산	2,780	3,040	3,071	3,102	3,133
비유동자산	6,598	8,059	8,026	8,008	8,004
유형자산	4,648	5,273	5,247	5,233	5,229
관계기업등 지분관련자산	324	1,000	1,010	1,021	1,031
기타투자자산	292	196	198	197	197
자산총계	**17,844**	**20,141**	**21,613**	**22,527**	**23,143**
유동부채	10,347	11,200	10,169	9,046	7,843
매입채무 및 기타채무	2,048	2,143	2,226	2,325	2,442
단기차입금	3,195	3,055	2,055	1,055	55
유동성장기부채	73	282	282	282	282
비유동부채	2,634	2,765	2,492	2,192	1,903
장기차입금	1,929	2,093	1,793	1,493	1,193
사채	100	253	253	253	253
부채총계	**12,980**	**13,966**	**12,661**	**11,238**	**9,746**
지배지분	4,859	6,170	8,947	11,284	13,392
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	119	182	182	182	182
이익잉여금	236	1,552	4,308	6,624	8,712
비지배지분	5	5	5	5	5
자본총계	**4,863**	**6,175**	**8,952**	**11,289**	**13,397**
순차입금	**4,814**	**5,001**	**1,693**	**-1,545**	**-3,447**
총차입금	5,795	5,853	4,551	3,251	1,951

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	1,724	4,066	8,995	7,560	6,812
BPS	15,857	20,138	29,200	36,827	43,707
EBITDAPS	1,363	4,571	7,769	8,453	8,124
SPS	35,171	41,720	49,960	47,352	49,175
DPS	0	0	0	0	0
PER	**17.3**	**20.3**	**5.4**	**6.4**	**7.1**
PBR	**1.9**	**4.1**	**1.7**	**1.3**	**1.1**
EV/EBITDA	**33.4**	**21.6**	**6.9**	**5.1**	**4.6**
PSR	**0.8**	**2.0**	**1.0**	**1.0**	**1.0**

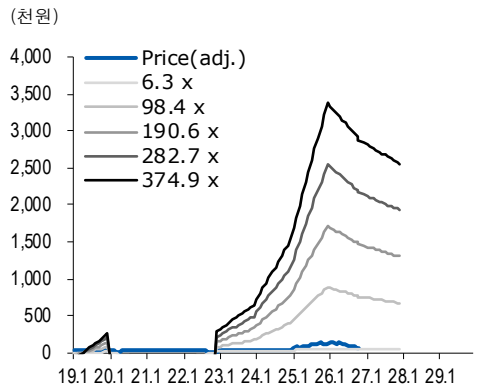
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	**45.5**	**18.6**	**19.8**	**-5.2**	**3.9**
영업이익 증가율 (%)	**흑전**	**390.8**	**84.7**	**10.0**	**-4.1**
지배순이익 증가율 (%)	**230.3**	**135.9**	**121.2**	**-16.0**	**-9.9**
매출총이익률 (%)	6.3	14.4	19.5	21.9	20.8
영업이익률 (%)	**2.2**	**9.1**	**14.1**	**16.3**	**15.1**
지배순이익률 (%)	4.9	9.7	18.0	16.0	13.9
EBITDA 마진 (%)	3.9	11.0	15.6	17.9	16.5
ROIC	10.7	19.6	29.4	24.9	22.0
ROA	3.3	6.6	13.2	10.5	9.1
ROE	**11.5**	**22.6**	**36.5**	**22.9**	**16.9**
부채비율 (%)	266.9	226.2	141.4	99.5	72.7
순차입금/자기자본 (%)	99.1	81.1	18.9	-13.7	-25.7
영업이익/금융비용 (배)	1.4	6.0	12.3	18.1	26.0

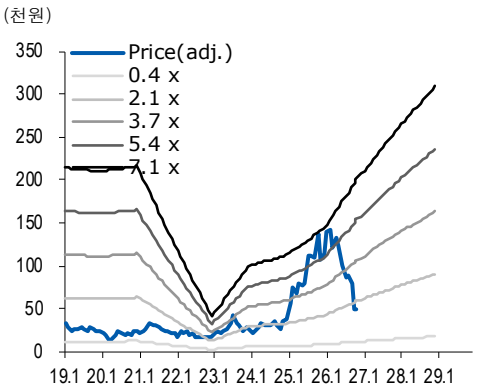
자료: 유안타증권

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

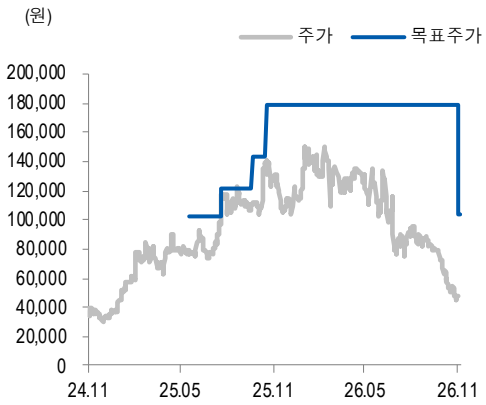
P/E band chart



P/B band chart



한화오션 (042660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-11-12	BUY	104,000	1년		
2026-10-28	1년 경과 이후		1년	-72.03	-69.33
2025-10-28	BUY	179,000	1년	-37.85	-16.26
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)	96.9
Hold(중립)	3.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-11-11

※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.