

한화오션 (042660)

이지니

jinilee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

130,000

상향

현재주가

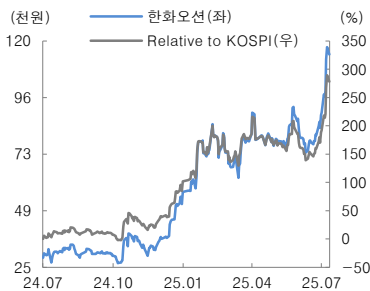
114,300

(25.08.04)

조선업중

KOSPI	3147.75
시가총액	35,023십억원
시가총액비중	1.58%
자본금(보통주)	1,537십억원
52주 최고/최저	117,400원 / 26,750원
120일 평균거래대금	3,608억원
외국인지분율	15.10%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2 인 46.28% 한국산업은행 15.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	56.4	44.9	87.7	266.9
상대수익률	51.7	17.8	48.0	212.0



상선의 깜짝 실적

- 2분기 전체 OPM 11.3%, 상선 13.4%, 특수선 7.7% 기록
- 상선부문의 마진 개선은 2024년 고수익 물량 매출 인식에 기인
- 미국의 대중국 견제는 국내 조선업의 가격 협상력에 우호적인 영향을 끼침

투자 의견 매수 유지, 목표주가 130,000원으로 +30% 상향 조정

2025년 2분기 실적발표를 통해 상선 부문의 수익성 개선이 가파르게 이루어짐을 확인, 그에 따라 연간 EPS를 30% 상향함에 따라 목표주가 상향

상선은 쾌속항해 중

2분기 상선 부문 실적은 (증감율은 % QoQ)의 매출액은 2조 8,068억원(+5%), 영업이익 3,771억원(+62%), OPM 13.4%로 깜짝 실적 기록. 상선 부문의 빠른 실적 개선세는 매출에 2024년도 고수익 수주물량 인식과 더불어 저가 수주 비중 축소가 영향을 미침. 일회성 요인은 환차손 500억원이 발생했지만 LD 500억원 환입으로 비용이 상쇄됨

상반기 발주 부진의 영향으로 174K LNGC 선가는 \$250M(-4.6% yoy) 기록하며 점진적인 하락세를 보임. 다만 2029년에 예정된 LNG 프로젝트에 대응해 발주가 늘어날 경우 선가는 반등하며 높은 수익성을 기대할 수 있음. 컨테이너선은 하반기도 상반기와 같이 아시아 선사 위주의 시리즈 수주 기대

MAKE HANWHA GREAT ALTOGETHER

미국의 Ships ACT 규제 영향은 여전히 한국 조선소에 긍정적인 수혜를 줌. 선사마다 차이는 있지만 중국의 저가수주공세는 더 이상 국내 조선사에 큰 위협이 되지 않음. 최근 진행 중인 벤처글로벌의 CP2 LNG 프로젝트는 중국 조선사가 배제되었으며 그로 인해 가격 할인 압박에서 유연한 상황

(단위: 십억원 %)

구분	2Q24	1Q25	2Q25		3Q25					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,536	3,143	3,316	3,294	29.9	4.8	3,250	3,023	11.8	-8.2
영업이익	-10	259	280	372	흑전	43.7	268	346	1,254.1	-6.8
순이익	-28	216	126	203	흑전	-6.0	195	188	흑전	-7.4

자료: 한화오션 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	12,632	14,654	15,688
영업이익	-196	238	1,370	1,790	2,186
세전순이익	-116	181	853	1,640	1,937
총당기순이익	160	528	811	1,246	1,472
지배지분순이익	160	528	811	1,246	1,472
EPS	757	1,724	2,646	4,068	4,804
PER	33.1	21.7	27.9	18.2	15.4
BPS	20,400	15,858	18,752	23,100	28,219
PBR	1.2	2.4	6.1	4.9	4.1
ROE	6.3	11.5	15.3	19.4	18.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한화오션, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	12,901	14,177	12,632	14,654	-2.1	3.4
판매비와 관리비	655	722	640	748	-2.2	3.5
영업이익	1,153	1,506	1,370	1,790	18.8	18.8
영업이익률	8.9	10.6	10.8	12.2	1.9	1.6
영업외손익	-451	-96	-516	-150	적자유지	적자유지
세전순이익	701	1,411	853	1,640	21.7	16.3
지배지분순이익	617	1,241	811	1,246	31.4	0.4
순이익률	4.8	8.8	6.4	8.5	1.6	-0.3
EPS(지배지분순이익)	2,014	4,052	2,646	4,068	31.4	0.4

자료: 한화오션 대신증권 Research Center

표 1. 한화오션의 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원 %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
KRW/USD (Avg.)	1,329	1,371	1,356	1,394	1,452	1,399	1,380	1,350	1,363	1,395	1,400
KRW/USD (End.)	1,347	1,377	1,315	1,472	1,472	1,354	1,380	1,350	1,472	1,350	1,300
YoY	4.2	4.3	3.2	5.6	9.3	2.0	1.8	-3.2	4.3	2.4	0.3
QoQ	4.6	2.2	-4.5	12.0	0.0	-8.0	1.9	-2.2	0.0	0.0	0.0
건조선가지표(pt)	182	185	189	189	187	187	188	189	186	188	187
YoY	10.9	9.8	9.0	7.2	3.2	0.9	-0.3	-0.5	9.2	0.8	-0.2
QoQ	2.8	2.1	1.8	0.3	-1.0	-0.2	0.6	0.2	0.0	0.0	0.0
후판가격(달러톤)	682	660	632	616	597	600	602	608	648	602	602
YoY	-17.4	-17.7	-20.9	-18.3	-12.4	-9.0	-4.8	-1.3	-18.6	-7.0	0.0
QoQ	-9.7	-3.2	-4.2	-2.5	-3.1	0.6	0.3	1.0	0.0	0.0	0.0
매출액	2,284	2,536	2,703	3,253	3,143	3,294	3,023	3,172	10,776	12,632	14,654
YoY	58.6	39.3	41.0	45.8	37.6	29.9	11.8	-2.5	45.5	17.2	16.0
매출원가	2,149	2,459	2,570	2,914	2,721	2,757	2,525	2,619	10,092	10,622	12,116
매출원가비율	94.1%	97.0%	95.1%	89.6%	86.6%	83.7%	83.5%	82.6%	93.7%	84.1%	82.7%
판매비	82	86	107	170	164	165	152	160	446	640	748
판매비율	3.6%	3.4%	4.0%	5.2%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%	4.1%	5.1%	5.1%
영업이익	53	-10	26	169	259	372	346	393	238	1,370	1,790
YoY	-184.3	-93.9	-65.5	-44.1	388.5	흑전	1254.1	132.4	-221.1	475.7	30.7
영업이익률	2.3%	-0.4%	0.9%	5.2%	8.2%	11.3%	11.5%	12.4%	2.2%	10.8%	12.2%
부문별 매출액											
상선	1,944	2,112	2,171	2,455	2,569	2,807	2,431	2,579	8,682	10,385	11,795
특수선	142	329	196	386	303	237	263	268	1,053	1,071	1,106
해양	277	199	292	322	232	288	269	268	1,091	1,057	1,086
% yoy											
상선	69.9	53.6	43.8	37.2	32.1	32.9	12.0	5.1	49.2	19.6	13.6
특수선	10.4	35.4	-13.4	35.2	113.4	-28.0	34.2	-30.6	19.2	1.7	3.3
해양	40.7	-16.7	5.8	21.8	-16.4	44.8	-7.9	-16.8	11.6	-3.1	2.7
부문별 영업이익											
상선	18	-43	37	115	233	377	343	360	126	1,314	1,675
특수선	6	73	14	33	41	18	23	27	126	109	93
해양	18	-48	-35	73	2	0	0	3	8	5	22
% yoy											
상선	-118.0	-73.2	-340.8	-155.9	1,181.9	-968.9	836.9	214.8	-126.1	943.5	27.5
특수선	-2,000	1,259.3	-280.3	-61.0	624.6	-75.1	65.7	-18.5	53.2	-13.2	-15.0
해양	-33.3	170.5	-142.7	34.6	-88.0	-100.4	-99.7	-95.7	-94.3	-34.4	305.4
부문별 영업이익률 (%)											
상선	0.9%	-2.1%	1.7%	4.7%	9.1%	13.4%	14.1%	14.0%	1.5%	12.6%	14.2%
특수선	4.0%	22.3%	7.0%	8.6%	13.6%	7.7%	8.6%	10.1%	12.0%	10.2%	8.4%
해양	6.6%	-23.9%	-12.0%	22.6%	0.9%	0.1%	0.0%	1.2%	0.8%	0.5%	2.0%

자료: 대신증권 Research Center

2Q25 NDR Review

선종별 수익성 및 수주 현황

[LNGC] 여전히 수익성이 가장 좋은 선종. 29년 슬롯과 매칭되는 프로젝트가 많다보니 상대적으로 28년 납기슬롯이 부족, 이에 대응하는 방안으로는 한화шип을 통한 LNGC 자선 발주, 혹은 가스선(VLEC, VLAC)/VLCC 수주가 있으나 동사는 하반기에 최대한 LNGC로 슬롯을 채우려고 함. 상반기 LNGC 발주 부진은 바이든 시절 LNGC 생산 펜딩 후 트럼프 정부 재개가 일부 프로젝트를 순연시킴. 현재 미국은 LNG 수출을 여러 해외 국가들과 적극적으로 논의중인데 한국은 KOGAS가 수입 예정.

[컨테이너선] 컨테이너 선가 인상으로 LNGC와의 갭이 줄었음. 현재 EVERGREEN으로부터 24Kx6척 수주(\$1.7b), 추가로 YANGMING과 같은 아시아 선사들과 연내 1-2개 프로젝트 진행 예정. 통상 컨테이너는 프로젝트당 시리즈로 발주되기 때문에 연내 15억 불 달성 가능할 것으로 예상

한화필리조선소의 LNGC 계약 형태

한화шип이 한화필리에 발주, 한화필리가 한화오션과 하청계약을 맺는 구조로 금액은 2.5억불. 한화шип과 한화필리의 계약금액은 2.5억불보다 높은 수준. 현 상황에서 대부분은 한화오션(한국)에서 건조하나, 장기적으로는 한화필리의 역할이 확대될 것으로 전망. 해당 계약 목적은 미국 USTR 보다 향후 LNGC 관련 미국의 제재에 어프로치하는 차원에서 이루어짐. 향후 한화필리의 워크스cope이 늘어날 수도 있고 여러 가능성을 열어두는 중이나, 대부분의 공정이 국내에서 이루어져 미국 선박(US built)으로 인정받지는 못함

미국의 중국 조선소 규제 상황

SHIPS ACT 자체가 픽스된게 아니라 상황에 따라 변경이 가능한 규제이긴 하지만 선박의 생애주기는 20-25년이기 때문에 선사들의 장기적인 정책방향이 양분됨. 일부는 중국 익스포저를 줄이기 위해 한국으로 발주처를 변경했고, 일부는 중국 발주를 유지하기도 함. 초반 대비 현재 규제가 완화된 경향이 있지만 없던 제재가 생겼다는 사실 자체가 한국 조선사들이 혜택을 충분히 받는 상황. 현재 진행중인 벤처글로벌 LNG 프로젝트(CP2)에는 중국 선사들이 들어가 있지 않고 한국 조선 3사가 경쟁하는 구도. 그로 인해 선가 디스카운트와 같은 압박은 덜하고 수익성은 챙길수 있는 상황

특수선 해외 파이프라인 및 추가투자 계획

1) 중등 수상함 및 잠수함 프로젝트 26년~ 27년 수주 예상; 2) 캐나다 스케줄은 여전히 3분기 내에 RFP 제출, 본계약 27년 연말~28년내 예상; 3) 폴란드는 쏘리스트 개념 폐지로 G2G로 진행하며 일정 변동 예상; 4) 올해 수주 목표로 했던 태국 호위함은 발주 시점이 다소 순연될 것으로 예상. 추가투자보다는 미국 법인에 집중, 호주 오스탈 지분 승인을 위해 FIRB 승인 기대

재무제표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	12,632	14,654	15,688
매출원가	7,310	10,092	10,622	12,116	12,697
매출총이익	99	684	2,010	2,538	2,991
판매비와관리비	295	446	640	748	805
영업이익	-196	238	1,370	1,790	2,186
영업외수익	-27	22	108	122	139
EBITDA	-50	418	1,545	1,975	2,380
영업외손익	80	-57	-516	-150	-249
관계기업손익	1	15	15	15	15
금융수익	553	697	748	557	488
외환포괄이익	0	0	0	0	0
금융비용	-899	-1,172	-1,568	-1,026	-1,059
외환포괄손실	366	488	870	265	232
기타	425	403	289	303	307
법인세비용차감전순이익	-116	181	853	1,640	1,937
법인세비용	276	347	-43	-394	-465
계속사업손익	160	528	811	1,246	1,472
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	160	528	811	1,246	1,472
당기순이익	2.2	4.9	6.4	8.5	9.4
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	160	528	811	1,246	1,472
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-17	4	4	5	5
포괄순이익	-10	568	855	1,255	1,526
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	-10	568	855	1,255	1,526

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	757	1,724	2,646	4,068	4,804
PER	33.1	21.7	27.9	18.2	15.4
BPS	20,400	15,858	18,752	23,100	28,219
PBR	1.2	2.4	6.1	4.9	4.1
EBITDAPS	-239	1,363	5,041	6,445	7,766
EV/EBITDA	NA	39.0	25.6	19.9	16.4
SPS	35,085	35,171	41,225	47,825	51,197
PSR	0.7	1.1	2.8	2.4	2.2
CFPS	-3,135	1,156	3,972	5,303	6,470
DPS	0	0	0	0	0

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	52.4	45.5	17.2	16.0	7.1
영업이익 증/감	적지	흑전	475.7	30.7	22.1
순이익 증/감	흑전	230.0	53.5	53.8	18.1
수익성					
ROIC	21.0	23.7	20.8	14.6	16.1
ROA	-1.5	1.5	7.5	9.2	10.4
ROE	6.3	11.5	15.3	19.4	18.7
안정성					
부채비율	223.4	266.9	226.6	186.0	153.4
순차입금비율	9.9	99.0	77.9	61.5	47.4
이자보상비율	-1.2	1.4	8.0	9.9	11.5

자료: 한화오션 대안증권 Research Center

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,218	11,246	11,571	12,714	14,055
현금및현금성자산	1,799	588	1,200	1,626	2,185
매출채권 및 기타채권	332	892	919	946	975
재고자산	2,891	2,780	3,258	3,780	4,047
기타유동자산	4,195	6,986	6,193	6,362	6,849
비유동자산	4,727	6,598	7,216	7,550	7,880
유형자산	4,062	4,648	4,774	4,888	4,993
관계기업투자금	4	324	496	669	841
기타비유동자산	661	1,625	1,946	1,993	2,045
자산총계	13,945	17,844	18,787	20,264	21,935
유동부채	7,459	10,347	10,171	10,084	9,951
매입채무 및 기타채무	1,498	2,048	2,218	2,403	2,497
차입금	486	3,195	3,291	3,330	3,492
유동상채무	64	73	74	76	77
기타유동부채	5,412	5,030	4,588	4,215	3,885
비유동부채	2,173	2,634	2,864	3,096	3,328
차입금	1,665	2,028	2,236	2,443	2,651
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	508	606	628	652	677
부채총계	9,633	12,980	13,036	13,179	13,280
자본부분	4,307	4,859	5,746	7,078	8,647
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	2,740	119	119	119	119
이익잉여금	-2,868	236	1,047	2,294	3,766
기타보전비	2,899	2,966	3,043	3,129	3,225
비재계분	5	5	6	7	8
자본총계	4,312	4,863	5,751	7,085	8,655
순차입금	427	4,814	4,481	4,360	4,106

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-1,939	-2,905	-1,979	-1,959	-1,517
당기순이익	160	528	811	1,246	1,472
비현금항목의기감	-822	-174	406	378	510
감가상각비	146	180	175	185	194
외환손익	47	12	210	-188	-146
지분법평가손익	-1	-15	-15	-15	-15
기타	-1,013	-350	37	397	478
자산부채의증감	-1,195	-3,158	-3,047	-3,074	-2,910
기타현금흐름	-82	-101	-149	-509	-590
투자활동 현금흐름	197	-1,110	-1,213	-941	-949
투자자산	0	-209	-482	-207	-210
유형자산	-130	-372	-295	-295	-295
기타	327	-529	-436	-439	-443
재무활동 현금흐름	2,885	2,803	2,876	2,879	2,882
단기차입금	-454	2,554	96	99	102
사채	0	246	100	100	100
장기차입금	0	108	108	108	108
유상증자	3,619	-2,634	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-280	2,529	2,573	2,573	2,573
현금의증감	1,140	-1,211	612	425	560
기초 현금	660	1,799	588	1,200	1,626
기말 현금	1,799	588	1,200	1,626	2,185
NOPLAT	270	694	1,301	1,360	1,661
FCF	283	495	1,176	1,245	1,555

[Compliance Notice]

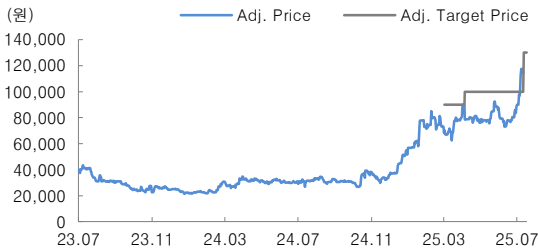
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이자니)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화오션(042660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.08.05	25.07.15	25.07.04	25.06.27	25.06.13	25.06.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	130,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
과다율(평균%)		(17.12)	(20.10)	(19.63)	(19.19)	(21.16)
과다율(최대/최소%)		17.40	(7.60)	(7.60)	(7.60)	(15.30)
제시일자	25.05.23	25.05.16	25.05.10	25.05.02	25.04.29	25.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	90,000
과다율(평균%)	(21.62)	(21.20)	(20.70)	(20.42)	(21.30)	(16.69)
과다율(최대/최소%)	(18.80)	(18.80)	(18.80)	(19.60)	(21.10)	(0.11)
제시일자	25.04.18	25.04.11	25.04.07	25.03.31	25.03.26	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	
과다율(평균%)	(17.60)	(20.00)	(23.06)	(24.46)	(25.33)	
과다율(최대/최소%)	(0.11)	(11.00)	(13.78)	(20.44)	(25.00)	
제시일자						00.06.29
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250802)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상