

# 한화오션 (042660)



김용민 조선/자동차  
yongmin.kim@yuantakorea.com

## 4Q25 Re: 복잡한 실적, 그래도 답은 하나

### 4Q25 영업이익 1,890억, 일회성이 많다

일회성 요인: 1) 성과급&인건비 관련 일회성 비용 -2,300억, 2) 캐나다 특수선 관련 판관비 -200억, 3) 국내 방산 캐파확장, 인력충원 및 조업손실 관련 -300억, 4) 미정산 특수선 대금 -200억, 5) FPSO 체인지오더 +600억, 6) 환율효과 +230억. 합산한 -2,170억원의 일회성 비용을 제외한 실제 영업이익은 4,060억. 당사 추정치 4,400억 중 환차익 380억 추정을 제외시 4,020억으로 부합. 순이익은 이연법인세 환급 4,000억 발생하여 5,391억.

### 1Q26F 환입 발생 가능성에 대한 미리보기

분기내 발생할 수 있는 환입은: 1) 다음주 발생하는 LD소송 (가액합계 1,500억, 승소시 30-60%수준 환입), 2) 확정되지 않은 FY25 성과급 비용관련 환입 (추가비용 발생 또한 가능), 3) 인도된 특수선 미정산 200억 회수.

### FY26F 상선 호조 지속, 답은 여전히 방산이다

올해 상선부문내 LNG선 매출비중이 낮아지나, (당사추정 1Q26F 71%, 4Q26F 53%) 이는 FY22 수주한 상대적 저수익성 카타르 1차 물량. 반대로 FY24이후 수주한 고선가 탱커와 컨테이너선의 매출비중 상승이 더 높은 영업이익률에 기여. 특히, 동사는 사명변경 이후 FY23 수주실적 저조하여 역설적으로 올해 FY24-25 수주물량 매출비중 급증. 방산부문 대미 투자에 대해서는 여전히 확정된 것이 없으나, 시장환경과 제도적 여건 (미국내 법적제 변화, 국내 MASGA펀드 조성)을 기다리고 있어 해당 이벤트가 주가 상승의 필수조건.

### 투자의견 BUY, 목표주가 179,000원 유지

분기실적 발표로 인한 관점의 변화는 없음. 목표주가 또한 기존의 SOTP 방법론 유지. 벌어들일 일에 대한 시점이 관건이겠으나, 여전히 기다려야 할 것은: 1) 트럼프 행정부의 행정명령을 통한 대미 방산 진출, 2) 국내 MASGA펀드, 3) 필리핀조선소 핵추진잠수함 사업 진척.

**BUY (M)**

목표주가 **179,000원 (M)**

직전 목표주가 **179,000원**

현재주가 (2/4) **144,000원**

상승여력 **24%**

시가총액 441,235억원

총발행주식수 306,413,394주

60일 평균 거래대금 2,978억원

60일 평균 거래량 2,307,278주

52주 고/저 149,900원 / 58,100원

외인지분율 11.10%

배당수익률 0.00%

주요주주 한화에어로스페이스 외 1인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 25.5 5.4 136.5

상대 0.7 (19.1) 9.3

절대 (달러환산) 24.8 4.5 138.5

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,228	-0.8	6.8	3,442	-6.2
영업이익	189	11.8	-34.8	363	-48.0
세전계속사업이익	128	-43.1	-53.0	378	-66.1
지배순이익	539	-6.9	100.2	247	118.2
영업이익률 (%)	5.9	+0.7 %pt	-3.7 %pt	10.6	-4.7 %pt
지배순이익률 (%)	16.7	-1.1 %pt	+7.8 %pt	7.2	+9.5 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F
매출액	7,408	10,776	12,688	13,431
영업이익	-196	238	1,109	1,693
지배순이익	160	528	1,173	1,333
PER	35.6	17.3	28.0	33.1
PBR	1.9	1.9	5.4	5.9
EV/EBITDA	-115.3	33.4	27.4	23.9
ROE	6.3	11.5	21.5	19.7

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

한화오션: 분기별 및 연간 실적 예상

(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025P	2026F	2027F
매출	3,143	3,294	3,023	3,228	3,198	3,488	3,229	3,516	12,688	13,431	15,311
yoy	37.6%	29.9%	11.8%	-0.8%	1.7%	5.9%	6.8%	8.9%	17.7%	5.8%	14.0%
영업이익	259	372	290	189	281	365	292	756	1,109	1,693	2,236
yoy	388.5%	n.a.	1032.8%	11.8%	8.6%	-1.8%	0.8%	299.8%	366.2%	52.7%	32.0%
영업이익률	8.2%	11.3%	9.6%	5.9%	8.8%	10.5%	9.0%	21.5%	8.7%	12.6%	14.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

한화오션: 분기별 상선 매출내 선종별, 수주연도별 비중 예상치

LNG	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	78%	72%	60%	<b>51%</b>	<b>37%</b>	<b>22%</b>	<b>12%</b>	<b>6%</b>
2023	0%	0%	5%	8%	10%	11%	10%	10%
2024	4%	6%	11%	15%	20%	25%	27%	26%
2025	0%	0%	0%	2%	4%	5%	6%	10%
탱커	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2023	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2024	3%	8%	9%	10%	10%	10%	10%	7%
2025	0%	0%	2%	<b>5%</b>	<b>7%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>
가스 (LNG 제외)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2023	4%	4%	4%	5%	5%	5%	3%	2%
2024	0%	0%	1%	2%	3%	5%	5%	5%
2025	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
컨테이너	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	11%	10%	9%	3%	0%	0%	0%	0%
2023	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2024	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	4%
2025	0%	0%	0%	<b>0%</b>	<b>3%</b>	<b>8%</b>	<b>13%</b>	<b>16%</b>

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons

## 한화오션: Valuation

		FY26F
상선	수주잔고 (십억 원)	30,000
	Target P/O multiple (x)	0.9
	적정가치 (십억 원)	27,000
방산(기준)	연간 NOPAT (십억 원)	90
	Target P/E multiple (x)	15
	적정가치 (십억 원)	1,350
방산(미국)	연간 매출 pool (십억 원)	2,668
	연간 NOPAT (십억 원)	600
	Target P/E multiple (x)	44
	적정가치 (십억 원)	26,415
전체	적정가치 (십억 원)	54,765
	주식수 (백만 주)	306
	목표주가	179,000

자료: 유안타증권 리서치센터

한화오션 (042660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	12,688	13,431	15,311
매출원가	7,310	10,092	10,998	10,991	12,268
매출총이익	99	684	1,691	2,440	3,044
판매비	295	446	582	746	808
영업이익	-196	238	1,109	1,693	2,236
EBITDA	-50	418	1,290	1,874	2,417
영업외손익	80	-57	-340	84	178
외환관련손익	16	134	115	131	137
이자손익	-41	-108	-151	-67	17
관계기업관련손익	1	15	-63	15	15
기타	104	-98	-241	4	8
법인세비용차감전순손익	-116	181	769	1,777	2,414
법인세비용	-276	-347	-404	444	603
계속사업순손익	160	528	1,173	1,333	1,810
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	160	528	1,173	1,333	1,810
지배지분순이익	160	528	1,173	1,333	1,810
포괄순이익	-10	568	1,213	1,373	1,851
지배지분포괄이익	-10	568	1,213	1,373	1,850

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

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-1,939	-2,905	1,040	1,101	1,568
당기순이익	160	528	1,173	1,333	1,810
감가상각비	146	173	175	176	177
외환손익	47	12	-115	-131	-137
중속, 관계기업관련손익	-1	-15	63	-15	-15
자산부채의 증감	-1,195	-3,158	-178	-176	-174
기타현금흐름	-1,095	-445	-78	-85	-93
투자활동 현금흐름	197	-1,110	-676	-613	-665
투자자산	0	-207	-10	-6	-10
유형자산 증가 (CAPEX)	-131	-374	-200	-180	-190
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	327	-531	-466	-427	-465
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	1,886	1,320	1,347
현금의 증감	1,140	-1,211	912	481	934
기초 현금	660	1,799	588	1,500	1,981
기말 현금	1,799	588	1,500	1,981	2,915
NOPLAT	-196	694	1,692	1,693	2,236
FCF	-2,070	-3,278	840	921	1,378

자료: 유안타증권

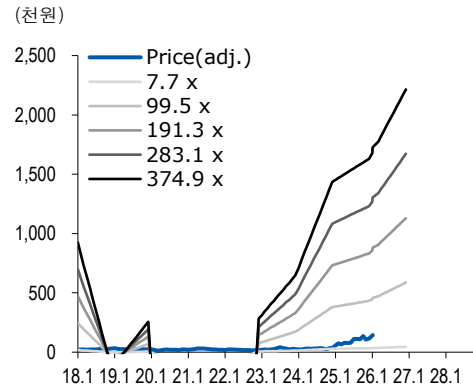
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,218	11,246	11,090	11,158	11,627
현금및현금성자산	1,799	588	1,500	1,981	2,915
매출채권 및 기타채권	332	892	1,051	1,112	1,268
재고자산	2,891	2,780	2,807	2,836	2,864
비유동자산	4,727	6,598	6,627	6,633	6,652
유형자산	4,062	4,648	4,673	4,677	4,690
관계기업 등 지분관련 자산	4	324	327	331	334
기타투자자산	127	292	300	302	309
자산총계	13,945	17,844	17,717	17,791	18,279
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	2,353	2,066	1,785
장기차입금	1,665	2,028	1,728	1,428	1,128
사채	0	0	0	0	0
부채총계	9,633	12,980	11,641	10,341	8,979
지배지분	4,307	4,859	6,072	7,444	9,295
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	2,740	119	119	119	119
이익잉여금	-2,868	236	1,409	2,742	4,552
비지배지분	5	5	5	5	5
자본총계	4,312	4,863	6,076	7,450	9,300
순차입금	427	4,814	2,527	715	-1,585
총차입금	2,583	5,795	4,485	3,178	1,875

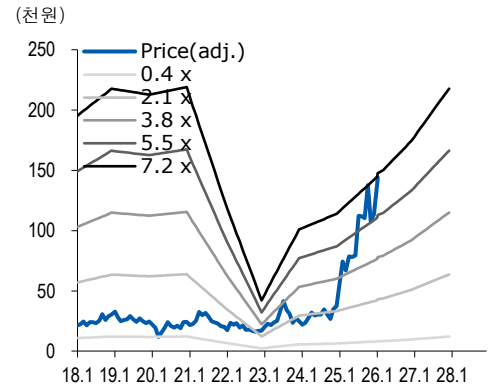
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	757	1,724	3,827	4,349	5,907
BPS	14,061	15,857	19,816	24,297	30,335
EBITDAPS	-239	1,363	4,210	6,116	7,887
SPS	35,085	35,171	41,409	43,831	49,969
DPS	0	0	0	0	0
PER	35.6	17.3	28.0	33.1	24.4
PBR	1.9	1.9	5.4	5.9	4.7
EV/EBITDA	-115.3	33.4	27.4	23.9	17.6
PSR	0.8	0.8	2.6	3.3	2.9

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	52.4	45.5	17.7	5.8	14.0
영업이익 증가율 (%)	적지	흑전	366.2	52.7	32.0
지배순이익 증가율 (%)	흑전	230.3	122.1	13.6	35.8
매출총이익률 (%)	1.3	6.3	13.3	18.2	19.9
영업이익률 (%)	-2.7	2.2	8.7	12.6	14.6
지배순이익률 (%)	2.2	4.9	9.2	9.9	11.8
EBITDA 마진 (%)	-0.7	3.9	10.2	14.0	15.8
ROIC	7.8	10.7	21.1	17.4	24.5
ROA	1.2	3.3	6.6	7.5	10.0
ROE	6.3	11.5	21.5	19.7	21.6
부채비율 (%)	223.4	266.9	191.6	138.8	96.5
순차입금/자기자본 (%)	9.9	99.1	41.6	9.6	-17.1
영업이익/금융비용 (배)	-1.2	1.4	5.2	10.7	21.5

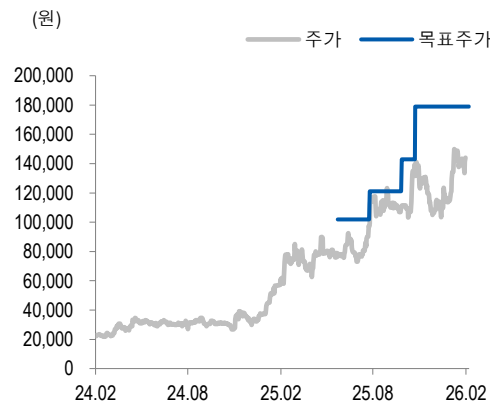
P/E band chart



P/B band chart



한화오션 (042660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-02-05	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: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-02-05

※해의 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.