

## BUY 유지

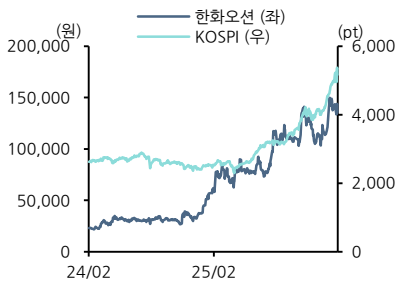
목표주가 유지 170,000원

종가(26.02.06) 130,600원  
상승여력 30.2%

### Stock Data

KOSPI(02/06)	5,089.1pt
시가총액	400,176억원
액면가	5,000원
52주 최고가	149,900원
52주 최저가	58,100원
외국인지분율	10.8%
90일 일평균거래대금	3,009억원
주요주주지분율	
한화에어로스페이스(외 3인)	57.3%
유동주식비율	42.1%

### Stock Price



QR코드로 간편하게

상상인증권  
더 많은 리포트 찾아보기

## 4Q25 NDR 후기: 본질에 집중하기

### 4Q25 매출액 3조 2,278억원, 영업이익 1,890억원 기록, 컨센서스 하회

한화오션의 4Q25 연결 실적은 매출액 3조 2,278억원(yoy -1%), 영업이익 1,890억원(yoy +12%, OPM 5.9%)을 기록하며 이익 컨센서스를 48% 하회했다. 당분기 실적에서는 일회성 요인들이 다수 존재했는데 전사적으로는 작년 실적 개선과 함께 협력사 성과급을 본사와 동일한 비율로 지급하게 되면서 크게 증가한 성과급 비용을 포함해 총 2,300억원의 인건비 증가, 고환율에 따른 230억원의 환율 효과가 존재했다. 해양 사업부에서는 C/O 발생으로 600억원 이익이 반영되었으며, 특수선 사업부의 경우 해외 프로젝트 관련 마케팅 비용 200억원, 캐파 확장에 따른 고정비 부담으로 300억원의 예정 원가 상승 효과와 더불어 기인도호선 추가 정산금 200억원까지 총 700억원의 일회성 비용이 존재했다.

### 일회성을 견어내면 나타나는 놀라운 상선 마진 성장

생산성 향상, 믹스 개선 효과에 따라 일회성 요인을 제외한 당분기 동사의 상선 OPM은 14.6%로 qoq +2%p 성장한 것으로 추정된다. 올해에는 저마진 카타르 LNG선 1차 물량 인도가 마무리되면서 LNG선 매출 비중은 50%대로 낮아질 것으로 예상하나 23년도 이후 고선가 수주 물량 반영 증가로 평균 건조 선가가 이를 상쇄하며 견조한 이익 성장 지속이 가능할 전망이다.

### 향후 국내 및 미국 정책 변화에 따른 모멘텀 상존

동사는 미 필리조션소 인수, 오스탈 지분 확보를 통해 현지 생산 시설 투자를 선제적으로 마련했으며 향후 미국항 수요에 가장 빠르게 대응할 수 있다. 이후 미 현지법 개정 및 국내 MASGA 정책 구체화에 따라 동사의 추가 대미 투자가 가능할 것으로 전망하며 이는 동사 주가의 긍정적 트리거로 작용할 전망이다.

### Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	7,408	-196	160	522	48.1	n/a	1.8	6.3	0.0
2024	10,776	238	528	1,724	21.7	39.0	2.4	11.5	0.0
2025E	12,688	1,109	1,173	3,827	34.1	33.6	6.6	21.5	0.0
2026E	14,153	1,847	1,266	4,132	31.6	21.2	5.5	19.0	0.1
2027E	16,133	2,195	1,546	5,045	25.9	17.7	4.5	19.2	0.2

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

표 1. 한화오션 4Q25 실적 Review

(%,십억원)	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25P	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	3,253	3,143	3,294	3,023	3,228	-0.8	6.8	3,551	-9.1	3,452	-6.5
영업이익	169	259	372	290	189	11.8	-34.8	359	-47.3	364	-48.1
세전이익	225	217	151	273	128	-43.2	-53.0	325	-60.6	378	-66.1
지배주주순이익	580	216	148	269	539	-7.0	100.1	293	84.2	247	118.2
영업이익률	5.2	8.2	11.3	9.6	5.9			10.1		10.6	
세전이익률	6.9	6.9	4.6	9.0	4.0			9.2		10.9	
지배주주순이익률	17.8	6.9	4.5	8.9	16.7			8.2		7.2	

자료: 상상인증권 리서치센터

표 2. 한화오션 실적전망치 변경 내용

(%,십억원)	2025E			2026E		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	12,688	13,012	-2.5	14,153	14,969	-5.5
영업이익	1,109	1,279	-13.3	1,847	1,918	-3.7
세전이익	769	966	-20.4	1,623	1,742	-6.8
지배주주순이익	1,173	926	26.6	1,266	1,358	-6.8
영업이익률	8.7	9.8		13.0	12.8	
세전이익률	6.1	7.4		11.5	11.6	
지배주주순이익률	9.2	7.1		8.9	9.1	

자료: 상상인증권 리서치센터

표 3. 한화오션 목표주가 산정 Table

내용	금액	비고
2027E BPS (원)	28,746	
Target PBR (배)	5.81	
적정주가 (원)	166,954	
<b>목표주가 (원)</b>	<b>170,000</b>	
현재가 (원)	132,000	
<b>Upside Potential</b>	<b>28.8%</b>	

자료: 상상인증권 리서치센터

표 4. 한화오션 Target PBR 산정 Table

내용	금액	비고
COE	6.75	
시장 위험프리미엄	5.19	WMI 500 총수익률 (8.54) - 1년 만기 통안채 총수익률 (3.35)
무위험수익률	2.49	1년 만기 통안채 수익률 90일 평균
베타	0.82	52주 adjusted beta
ROE	19.18	2027E ROE
영구성장률	3.16	30년 만기 국고채 수익률 90일 평균
Target PBR	5.81	미 함경 시장 접근 가능성 보유에 따른 25% 할증 부여

자료: 상상인증권 리서치센터

표 5. 한화오션 부문별 실적 전망

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2024	2025P	2026E
매출액	TOTAL	2,284	2,536	2,703	3,253	3,143	3,294	3,023	3,228	10,776	12,688	14,153
	조선	1,944	2,112	2,171	2,455	2,569	2,807	2,464	2,686	8,682	10,525	12,492
	특수선	142	329	196	386	303	237	375	274	1,053	1,189	1,141
	해양	277	199	292	322	232	288	102	87	1,091	710	406
	E&I			143	194	152	172	169	327	337	820	697
YoY(%)	TOTAL	58.6	39.3	41.0	45.8	37.6	29.9	11.8	-0.8	45.5	17.7	11.5
	조선	69.9	53.6	43.8	37.2	32.1	32.9	13.5	9.4	49.2	21.2	18.7
	특수선	10.4	35.4	-13.4	35.2	113.4	-28.0	91.2	-29.0	19.2	12.9	-4.0
	해양	40.7	-16.7	5.8	21.8	-16.4	44.8	-65.0	-72.9	11.6	-34.9	-42.7
	E&I							18.4	68.3		143.2	-14.9
영업이익	TOTAL	53	-10	26	169	259	372	290	189	238	1,109	1,847
	조선	18	-43	36	115	233	377	307	203	126	1,120	1,968
	특수선	6	73	14	33	41	18	29	-87	126	1	70
	해양	18	-48	-35	73	2	0	-48	39	8	-7	-25
	E&I			3	-8	-20	-7	-5	-7	-5	-39	-11
YoY(%)	TOTAL	흑전	적지	-65.5	흑전	388.5	흑전	1,032.5	11.8	흑전	366.2	66.5
	조선	흑전	적지	흑전	흑전	1,181.9	흑전	743.7	76.9	흑전	791.0	75.7
	특수선	흑전	1,259.3	흑전	-61.0	624.6	-75.1	109.5	적전	53.2	-99.1	6,292.9
	해양	-33.3	적지	적전	34.6	-88.0	흑전	적지	-46.6	-94.3	적전	적지
	E&I							적전	적지		적지	적지
OPM(%)	TOTAL	2.3	-0.4	0.9	5.2	8.2	11.3	9.6	5.9	2.2	8.7	13.0
	조선	0.9	-2.1	1.7	4.7	9.1	13.4	12.5	7.5	1.4	10.6	15.8
	특수선	4.0	22.3	7.0	8.6	13.6	7.7	7.7	-31.9	12.0	0.1	6.2
	해양	6.6	-23.9	-12.0	22.6	0.9	0.1	-47.0	44.4	0.8	-1.0	-6.2
	E&I			1.8	-4.0	-13.2	-4.1	-2.7	-2.2	-1.5	-4.7	-1.5
평균 KRW/USD		1,329	1,371	1,358	1,400	1,453	1,401	1,386	1,452	1,365	1,423	1,418

자료: 상상인증권 리서치센터

표 6. 한화오션 NDR (2월 5일~6일, 2월 9일 진행) 주요 Q&A 정리

질문	내용
1) 4Q25 실적 일회성 요인 정리	성과급 포함 인건비 증가 -2,300 억원 / 우호적 환율효과 +230 억원 / 해양 C/O +600 억원 특수선 마케팅 판관비 -200 억원 / 특수선 예정원가 상승 효과 -300 억원 / 특수선 기인도호선 정산 -200 억원
2) 성과급 분기 안분 계획	아직 미정, 추후 확정 시 공유
3) 2026 상선 수주 전망	LNG 선, VLCC 수주 중심 작년 이상의 수주 실적 달성 예상 컨테이너선의 경우 1~2 개 시리즈 수주 가능 예상
4) LNG 선 선가 전망	미국 프로젝트 기반 풍부한 수요와 함께 모잠비크, 카타르 등 기타 지역 수요 역시 충분한 상황 한정적인 LNG 선 캐파 하에서 수요 강세 나타날 경우 선가 상승 기대
5) 최근 중국 LNG 선 수주에 대한 견해	최근 중국 LNG 선 수주 증가하는 추세 그러나 중국 캐파 확장 이후 LNG 선 인도 레퍼런스 부족해 퀄리티 우려 존재 올해 LNG 선 기대 물량은 대부분 미국 프로젝트 기반으로 한국 조선사 선호 예상
6) 캐나다 잠수함 수주 진행 상황	3 월 RFP 제안서 제출 예정, 상반기 내 우선협정자 결정 예정 캐나다와의 절충 교역을 위해 협력안 제시 중 경쟁사 대비 우수한 납기 경쟁력과 저렴한 단가를 경쟁력으로 수주 영업 중
7) 특수선 향후 기대 수주 프로젝트 풀	올해 캐나다 잠수함 12 척, 태국 수상함 1 척, 에스토니아 OPV 4 척, 중동 잠수함 RFP 기대 중장기 이집트, 그리스, 콜롬비아, 칠레 등에서도 특수선 교체 수요 기대
8) 해양 향후 기대 수주 프로젝트 풀	비너스 FPSO 1 기, 페트로브라스 FPSO 2 기, 카타르 Fixed Platform 1 기 기대
9) 1Q25 실적 특이사항	특수선 부문 1,500 억 규모의 L/D 소송건 존재 과거 유사 사례에서는 총액의 30~60% 수준의 환입 존재

자료: 상상인증권 리서치센터

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	<b>9,217.5</b>	<b>11,246.0</b>	<b>12,363.7</b>	<b>13,539.2</b>	<b>14,940.2</b>
현금 및 현금성자산	1,799.3	588.3	559.1	1,281.2	1,874.0
매출채권	332.4	892.3	884.3	728.8	807.9
재고자산	2,890.8	2,779.7	3,537.3	3,846.4	4,263.7
<b>비유동자산</b>	<b>4,727.2</b>	<b>6,597.8</b>	<b>7,225.3</b>	<b>7,577.7</b>	<b>7,988.6</b>
관계기업투자등	43.4	576.3	715.3	744.3	774.5
유형자산	4,062.2	4,648.4	5,086.1	5,365.4	5,700.4
무형자산	4.3	394.1	377.3	378.8	380.3
<b>자산총계</b>	<b>13,944.8</b>	<b>17,843.8</b>	<b>19,589.0</b>	<b>21,116.9</b>	<b>22,928.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>7,459.4</b>	<b>10,346.6</b>	<b>10,753.8</b>	<b>10,995.3</b>	<b>11,286.1</b>
매입채무	1,497.7	2,048.2	2,476.1	2,712.7	3,007.0
단기금융부채	778.2	3,615.8	3,081.5	2,875.5	2,652.4
<b>비유동부채</b>	<b>2,173.2</b>	<b>2,633.8</b>	<b>2,788.2</b>	<b>2,808.6</b>	<b>2,829.9</b>
장기금융부채	1,804.5	2,179.6	2,215.9	2,215.9	2,215.9
<b>부채총계</b>	<b>9,632.6</b>	<b>12,980.5</b>	<b>13,542.0</b>	<b>13,804.0</b>	<b>14,116.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>4,307.5</b>	<b>4,858.7</b>	<b>6,042.2</b>	<b>7,308.2</b>	<b>8,808.0</b>
자본금	1,536.8	1,537.1	1,537.1	1,537.1	1,537.1
자본잉여금	2,740.2	118.7	153.4	153.4	153.4
이익잉여금	-2,868.2	236.4	1,385.3	2,651.2	4,151.1
<b>비지배주주지분</b>	<b>4.7</b>	<b>4.7</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>
<b>자본총계</b>	<b>4,312.2</b>	<b>4,863.3</b>	<b>6,047.0</b>	<b>7,313.0</b>	<b>8,812.8</b>

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>7,408.3</b>	<b>10,776.0</b>	<b>12,688.4</b>	<b>14,152.6</b>	<b>16,132.7</b>
매출원가	7,309.5	10,092.1	10,929.2	11,577.3	13,106.3
매출총이익	98.8	683.9	1,759.1	2,575.3	3,026.3
판매비와 관리비	295.3	446.0	650.1	728.7	831.7
<b>영업이익</b>	<b>-196.5</b>	<b>237.9</b>	<b>1,109.1</b>	<b>1,846.6</b>	<b>2,194.7</b>
EBITDA	-50.5	417.5	1,328.6	2,064.1	2,425.2
금융손익	-24.8	25.9	-203.3	26.5	37.4
관계기업등 투자손익	-90.4	43.9	-44.3	-71.7	-71.7
기타영업외손익	195.3	-126.6	-92.9	-178.2	-178.2
<b>세전계속사업이익</b>	<b>-116.3</b>	<b>181.0</b>	<b>768.5</b>	<b>1,623.2</b>	<b>1,982.1</b>
계속사업법인세비용	-276.3	-347.2	-404.2	357.1	436.1
당기순이익	160.0	528.2	1,172.7	1,266.1	1,546.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>159.9</b>	<b>528.1</b>	<b>1,172.5</b>	<b>1,265.9</b>	<b>1,545.8</b>
매출총이익률 (%)	1.3	6.3	13.9	18.2	18.8
영업이익률 (%)	-2.7	2.2	8.7	13.0	13.6
EBITDA 마진률 (%)	-0.7	3.9	10.5	14.6	15.0
세전이익률 (%)	-1.6	1.7	6.1	11.5	12.3
지배주주순이익률 (%)	2.2	4.9	9.2	8.9	9.6
ROA (%)	1.2	3.3	6.3	6.2	7.0
ROE (%)	6.3	11.5	21.5	19.0	19.2
ROIC (%)	-3.9	2.5	8.4	14.2	16.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-1,939.2</b>	<b>-2,904.6</b>	<b>937.2</b>	<b>1,572.5</b>	<b>1,577.7</b>
당기순이익(손실)	160.0	528.2	1,172.7	1,266.1	1,546.0
현금수익비용가감	-821.9	-174.2	510.5	309.5	323.3
유형자산감가상각비	145.7	173.3	198.6	211.3	224.4
무형자산상각비	0.3	6.3	20.9	6.1	6.1
기타현금수익비용	-968.0	-353.8	-131.5	-507.7	-506.9
운전자본 증감	-1,195.4	-3,157.8	-634.7	-3.1	-291.7
매출채권의 감소(증가)	25.1	-290.5	-82.5	155.5	-79.1
재고자산의 감소(증가)	-803.3	-339.7	-839.9	-309.1	-417.2
매입채무의 증가(감소)	259.8	210.0	640.0	236.6	294.3
기타영업현금흐름	-677.0	-2,737.5	-352.4	-86.1	-89.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>196.7</b>	<b>-1,110.1</b>	<b>-734.4</b>	<b>-644.3</b>	<b>-716.0</b>
유형자산 처분(취득)	-130.2	-372.3	-501.1	-490.7	-559.4
무형자산 감소(증가)	-2.8	-5.1	-7.4	-7.6	-7.6
투자자산 감소(증가)	341.8	-330.8	-179.1	-103.4	-104.7
기타투자활동	-12.1	-402.0	-46.8	-42.5	-44.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>2,885.2</b>	<b>2,803.0</b>	<b>-227.9</b>	<b>-206.1</b>	<b>-269.0</b>
차입금의 증가(감소)	-580.9	2,826.0	-559.6	-206.1	-223.1
자본의 증가(감소)	3,497.1	0.0	0.0	0.0	-46.0
배당금 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	46.0
기타재무활동	-31.0	-23.0	331.7	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>1,139.6</b>	<b>-1,211.0</b>	<b>-29.1</b>	<b>722.1</b>	<b>592.7</b>
기초현금	659.7	1,799.3	588.3	559.1	1,281.2
기말현금	1,799.3	588.3	559.1	1,281.2	1,874.0

주요투자지표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>투자지표 (배)</b>					
P/E	48.1	21.7	34.1	31.6	25.9
P/B	1.8	2.4	6.6	5.5	4.5
EV/EBITDA	n/a	39.0	33.6	21.2	17.7
P/S	1.0	1.1	3.2	2.8	2.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
<b>성장성 (%)</b>					
매출액 증가율	52.4	45.5	17.7	11.5	14.0
영업이익 증가율	적지	흑전	366.2	66.5	18.8
세전이익 증가율	적지	흑전	324.5	111.2	22.1
지배주주순이익 증가율	흑전	230.3	122.0	8.0	22.1
EPS 증가율	흑전	230.3	122.0	8.0	22.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	223.4	266.9	223.9	188.8	160.2
유동비율	123.6	108.7	115.0	123.1	132.4
순차입금/자기자본	9.9	99.6	77.3	51.2	33.2
영업이익/금융비용	-1.2	1.4	5.3	9.2	11.4
총차입금 (십억원)	2,582.7	5,795.4	5,297.4	5,091.4	4,868.3
순차입금 (십억원)	427.1	4,845.0	4,672.7	3,741.9	2,923.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	522	1,724	3,827	4,132	5,045
BPS	14,060	15,857	19,719	23,851	28,746
SPS	24,182	35,168	41,409	46,188	52,650
DPS	0	0	0	150	300

한화오션 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이서연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	84.6%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	15.4%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.5%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	