

한화오션 (042660)

4Q25: 기회는 준비된 자에게 찾아온다

4분기 매출 3조 2,278억원/영업이익 1,890억원

한화오션의 2025년 4분기 실적은 매출 3조 2,278억원/영업이익 1,890억원(OPM 5.9%)로 컨센서스(3조 4,524억원/3,643억원) 및 당사 추정치(3조 3,716억원/4,299억원)을 각각 -1.6%/-48.1%, -4.3%/-56.0% 하회하였다. 다만 일회성 요인이 크게 작용하였으며 전사적으로는 직영 및 협력사 성과급 일괄 지급으로 인한 비용 -2,300억원, 해양부문에서 P-79 FPSO의 체인지오더로 인한 수익 +600억원, 특수선부문에서는 캐나다 CPSP사업 관련 판관비 등 -200억원/캐파 확장에 따른 고정비 상승효과 -300억원/일부호선 예정원가 상승관련 -200억원 등 합계 -700억원의 비용이 발생하여, 일회성 요인은 총합 -2,400억원이 반영되었다. 이를 감안하면 실질적으로 경상이익은 4,290억원이며 영업이익률은 13.3%로 3Q(11.2%)에 비해 개선되었다고 볼 수 있다. 특히 주력사업인 상선부문만 놓고 보면, 전사 성과급을 사업부별 매출 비중으로 나눠 추정 시 이를 감안한 상선사업부(매출비중 83%)의 영업이익률은 약 14.6%로 추정되어 2Q(13.4%)및 3Q(12.5%)보다 확연한 상승 흐름을 증명하였다.

확연한 수주 증가세, 든든하게 채우고 있는 잔고

실적 내용도 양호하였지만 향후 실적이 될 최근의 수주 흐름은 더 좋다. 한화오션은 한화그룹의 인수 직후인 2023~2024년 동종사에 비해 다소 부진한 수주 흐름을 보였으나 최근 상대적으로 여유 있는 슬롯을 적극 이용해 수주를 늘리고 있다. 특히 25년 12월 이후 발주량이 늘어나고 있는 LNG운반선을 두 달만에 9척 수주하며 동종사 중 가장 많은 양을 채워 넣었고, 이에 따라 한화오션의 상선부문 수주잔고는 25년 말 기준 259.3억 달러로 24년 및 23년에 비해 각각 +14.4%, +33.5% 증가하였다. 좋아지고 있는 LNG시황에 더불어 한화오션의 장기 중 하나인 VLCC 등 탱커 시황도 좋은 흐름을 유지하고 있으며, 한화오션은 25년 전세계 발주된 67척의 VLCC 중 19척을 수주하여 중국 Hengli 다음으로 많은 실적을 채웠으며 한국 조선사 중에서는 독보적인 수주량을 기록하였고, 26년에도 한국 조선사 중에서는 유일하게 3척을 수주하며 향후 기대되는 중장기적 탱커 호황의 초입의 예고편을 보여주고 있다.

투자 의견 BUY 및 목표주가 167,000원 유지

한화오션의 투자 의견 BUY와 목표주가 167,000원을 유지한다. 펀더멘털인 수주와 실적 흐름은 올해 내내 걱정 없이 우상향할 예정이다. 다만 실질적으로 2025년에 조선사의 강한 주가 드라이브는 MASGA등을 위시한 미국 조선업 협력/함정 관련 소식들이었으며 2026년에도 그 흐름은 유지될 것으로 전망한다. 이는 회사가 밝혔듯이 국내에서는 MASGA펀드의 구조 및 투자처 등이 구체화되어야 하며, 국외에서는 미국의 해군 준비태세 보강법 등 관련 법안의 법제화가 따라줘야 한다. 즉 회사의 의지나 능력을 벗어나는 정치외교적 불확실성에 기대는 측면이 있으나 양국의 이해관계가 맞아떨어져 설정된 견고한 방향성은 올해에도 변함없이 한화오션을 포함한 조선사의 주가를 견인할 것으로 예상된다. 행정적 진척이 기대보다는 속도를 내지 못하고 있으나, 한화오션은 선제적으로 만반의 준비를 다하고 있다. 국외에서는 필리핀 조선소에 가임없는 투자를 진행 중이고, 국내에서는 이미 특수선 공장을 일차적으로 증설 완료하여 함정 건조 능력을 추가 확보해놓고 있다. 기회는 준비된 자에게 곧 찾아올 것이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

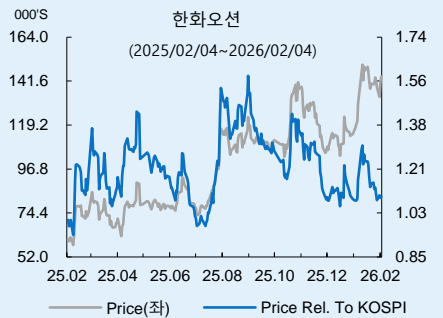
목표주가(12M)	167,000원(유지)
증가(2026.02.04)	144,000원
상승여력	16.0%

Stock Indicator

자본금	1,537십억원
발행주식수	30,641만주
시가총액	44,124십억원
외국인지분율	11.1%
52주 주가	58,100~149,900원
60일평균거래량	2,307,278주
60일평균거래대금	297.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.5	5.4	26.0	136.5
상대수익률	0.9	-24.9	-44.6	20.0

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	10,776	12,688	13,834	14,283
영업이익(십억원)	238	1,109	1,757	2,033
순이익(십억원)	528	788	1,306	1,549
EPS(원)	1,724	2,573	4,262	5,056
BPS(원)	15,857	18,563	22,959	28,149
PER(배)	21.7	56.0	33.8	28.5
PBR(배)	2.4	7.8	6.3	5.1
ROE(%)	11.5	15.0	20.5	19.8
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	38.6	35.4	25.0	20.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계/방산]

변용진 2122-9181

yongjin.byun@imfsec.com

표1. 한화오션 연간 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	7,408.3	10,776.0	12,688.4	13,833.9	14,282.7
상선	5,818.0	8,681.8	10,525.1	10,777.8	10,816.1
특수선	883.4	1,052.7	1,188.9	1,296.4	1,636.0
해양	977.1	1,090.9	709.8	321.1	320.0
E&I(플랜트,풍력)		336.9	819.5	1,438.6	1,510.5
기타(연결조정등)	-270.2	-386.4	-554.8		
영업이익	-196.5	237.9	1,109.1	1,756.5	2,033.5
상선	-482.8	125.7	1,120.0	1,583.5	1,816.9
특수선	82.1	125.8	1.1	120.2	159.9
해양	146.5	8.3	-6.9	15.8	16.0
E&I(플랜트,풍력)		-5.1	-38.7	37.0	40.7
기타(연결조정등)	57.7	-16.8	33.4		
영업이익률	-2.7%	2.2%	8.7%	12.7%	14.2%
상선	-8.3%	1.4%	10.6%	14.7%	16.8%
특수선	9.3%	12.0%	0.1%	9.3%	9.8%
해양	15.0%	0.8%	-1.0%	4.9%	5.0%
E&I(플랜트,풍력)		-1.5%	-4.7%	2.6%	2.7%

자료: 한화오션, iM증권 리서치본부

표2. 한화오션 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출	3,143.1	3,294.1	3,023.4	3,227.8	3,435.0	3,478.5	3,414.0	3,506.3
영업이익	258.6	371.7	289.8	189.0	443.2	439.4	392.8	481.2
영업이익률	8.2%	11.3%	9.6%	5.9%	12.9%	12.6%	11.5%	13.7%

자료: 한화오션, iM증권 리서치본부

표3. 한화오션 4Q25 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	4Q25	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		4Q24	YoY %	4Q25E	차이 %	4Q25E	차이 %
매출	3,227.8	3,253.2	-0.8%	3,452.4	-6.5%	3,371.6	-4.3%
영업이익	189.0	169.0	11.8%	364.3	-48.1%	429.9	-56.0%

자료: 한화오션, iM증권 리서치본부

표4. 한화오션 2025 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2025E	전년대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2024	YoY %	2025E	차이 %	2025E	차이 %
매출	12,688.4	10,776.0	17.7%	12,893.9	-1.6%	12,832.1	-1.1%
영업이익	1,109.1	237.9	366.2%	1,285	-13.7%	1,350.0	-17.8%

자료: 한화오션, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

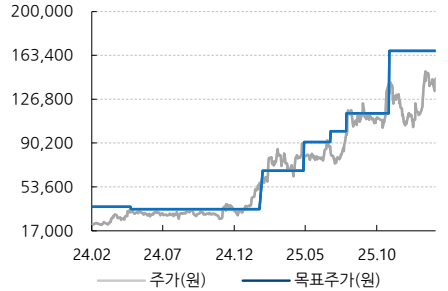
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,246	12,436	13,683	15,320	매출액	10,776	12,688	13,834	14,283
현금 및 현금성자산	588	1,440	2,129	3,558	증가율(%)	45.5	17.7	9.0	3.2
단기금융자산	48	19	7	3	매출원가	10,092	10,972	11,547	11,702
매출채권	1,160	965	1,028	1,053	매출총이익	684	1,717	2,287	2,581
재고자산	2,780	3,273	3,568	3,684	판매비와관리비	446	608	530	548
비유동자산	6,598	6,520	6,549	6,554	연구개발비	63	-	-	-
유형자산	4,648	4,459	4,288	4,134	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	394	333	361	349	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	17,844	18,956	20,232	21,875	영업이익	238	1,109	1,757	2,033
유동부채	10,347	10,629	10,558	10,610	증가율(%)	흑전	366.2	58.4	15.8
매입채무	985	1,160	1,264	1,306	영업이익률(%)	2.2	8.7	12.7	14.2
단기차입금	3,195	3,182	3,160	3,160	이자수익	64	48	71	118
유동성장기부채	73	233	251	251	이자비용	173	194	194	194
비유동부채	2,634	2,634	2,634	2,634	지분법이익(손실)	15	15	15	15
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	403	404	404	404
장기차입금	2,028	2,028	2,028	2,028	세전계속사업이익	181	974	1,653	1,961
부채총계	12,980	13,263	13,192	13,244	법인세비용	-347	185	347	412
지배주주지분	4,859	5,688	7,035	8,625	세전계속이익률(%)	1.7	7.7	12.0	13.7
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	당기순이익	528	789	1,306	1,550
자본잉여금	119	119	119	119	순이익률(%)	4.9	6.2	9.4	10.8
이익잉여금	236	1,025	2,331	3,880	지배주주귀속 순이익	528	788	1,306	1,549
기타자본항목	634	675	716	756	기타포괄이익	40	41	41	41
비지배주주지분	5	5	5	5	총포괄이익	568	829	1,347	1,590
자본총계	4,863	5,693	7,040	8,630	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-2,905	202	210	953	주당지표 (원)				
당기순이익	528	789	1,306	1,550	EPS	1,724	2,573	4,262	5,056
유형자산감가상각비	173	189	171	154	BPS	15,857	18,563	22,959	28,149
무형자산상각비	6	61	-28	13	CFPS	2,310	3,389	4,729	5,602
지분법관련손실(이익)	15	15	15	15	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-1,110	-417	-435	-442	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-372	-	-	-	PER	21.7	56.0	33.8	28.5
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	2.4	7.8	6.3	5.1
금융상품의 증감	-520	-157	-157	-157	PCR	16.2	42.5	30.5	25.7
재무활동 현금흐름	2,803	85	-67	-63	EV/EBITDA	38.6	35.4	25.0	20.9
단기금융부채의증감	2,658	148	-4	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	208	-	-	-	ROE	11.5	15.0	20.5	19.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	3.9	10.7	13.7	15.4
배당금지급	-1	-1	-1	-1	부채비율	266.9	233.0	187.4	153.5
현금및현금성자산의증감	-1,211	851	690	1,429	순부채비율	95.8	70.0	46.9	21.8
기초현금및현금성자산	1,799	588	1,440	2,129	매출채권회전율(x)	12.2	11.9	13.9	13.7
기말현금및현금성자산	588	1,440	2,129	3,558	재고자산회전율(x)	3.8	4.2	4.0	3.9

자료 : 한화오션, IM증권 리서치본부

한화오션 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-04-25	Hold	35,000	-10.0%	-5.1%
2024-06-05	Buy	35,000	-11.9%	-5.4%
2024-07-29	Hold	35,000	-1.2%	62.0%
2025-01-31	Buy	67,000	9.9%	34.2%
2025-04-29	Hold	91,000	-13.7%	-10.8%
2025-06-04	Buy	91,000	-6.9%	1.5%
2025-06-25	Buy	100,000	-19.4%	-2.4%
2025-07-29	Buy	115,000	-1.9%	21.5%
2025-10-28	Buy	167,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 한화오션의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-