한화오션 (042660)

4Q25 Preview: 일희일비 할 필요 없다

조선/기계
Analyst 배기연
kiyeon.bae@meritz.co.kr

영업이익 컨센서스 10.9 % 하회 추정

2025년 4분기 매출액은 3조 4,852억원(YoY +7.1%, QoQ +15.3%), 영업이익은 3,552억원(YoY +110.2%, QoQ +22.6%), 영업이익률 +10.2%(YoY +5.0%p, QoQ +0.6%p)로 추정한다. 영업이익은 컨센서스를 10.9% 하회한다.

컨센서스가 높았을 뿐 주가의 핵심인 사업부의 실적 방향성은 이상 없다. 상선 사업부는 원/달러 환율 상승 효과 반영하며 영업이익 3,733억원(YoY +226.0%, QoQ +21.5%)과 영업이익률 +14.4%로 분석했다. 특수선 사업부 역시 장보고 III Batch II 사업의 1~2번함에 대한 매출 인식 본격화로 영업이익 294억원(YoY -11.0%, QoQ +2.3%)과 영업이익률 +8.5%로 추정했다.

해양 사업부의 경우 영업적자 511억원으로 추정한다. 컨센서스와의 괴리는 해양 사업부 실적 추정치 차이에서 발생했을 개연성 있다. 해양 사업부의 연간 고정비 수준을 상회하는 매출액 구간은 아직이다. 일회성 영업이익을 발생시키는 체인지오더가 언제 나오더라도 이상하지 않은 사업부지만, 이는 예측 영역이 아니다. 향후 해양 사업부의 실적 전망은 2026년 중 해양 프로젝트의 수주 성과가 선결 요건이다.

한 개 분기 실적이 컨센서스를 하회한다고 외면하기에는... 이 회사, 한화오션임을 명심하자

2028년 예상 ROE 26.1%, PBR 4.3배를 적용하여 적정주가 160,000원을 유지한다. 2026년에도 조선업 주요 화두에는 한화오션이 있다. 1) 연결 대상은 아니지만 미 해군 협력 관련하여 필리조선소, Austal USA 법인과의 사업 시너지는 계속해서 브레인스토밍 중이다. 2) 캐나다 잠수함 사업은 2026년 3월까지 제안서를 제출한 뒤, 5월에 최종 사업자 발표 예정으로 알려졌다. 3) KDDX 사업은 4월부터 경쟁입찰 단계에 돌입한다.

Meritz Research 2026. 1. 12

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	160,000원
현재주가 (1.9)	134,400원
상승여력	19.0%

KOSPI	4,586.32pt
시가총액	411,820억원
발행주식수	30,641만주
유동주식비율	42.11%
외국인비중	10.08%
52주 최고/최저가	141,000원/44,750
평균거래대금	3,193.5억원

주요주주(%)

한화에어로스페이스 외 1 인	42.01
한국산업은행	15.25
국민연금공단	5.81

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.7	72.1	200.3
상대주가	5.4	17.6	65.1

주가그래프

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	7,408.3	-196.5	159.9	757	-105.5	14,060	33.1	1.8	-160.9	6.3	223.4
2024	10,776.0	237.9	528.1	1,724	127.6	15,857	21.7	2.4	39.0	11.5	266.9
2025E	12,945.8	1,275.3	898.6	2,933	70.1	18,721	38.7	6.1	25.9	17.0	232.6
2026E	13,650.2	1,522.9	1,159.1	3,783	29.0	22,504	35.5	6.0	24.4	18.4	185.9
2027E	14,998.4	1,971.1	1,505.0	4,912	29.8	27,415	27.4	4.9	18.4	19.7	165.0

표1 한화오션의 선종별 연간 인도량

(척)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
LNG선	11	22	24	20	15
일반가스선	4	0	5	5	0
컨테이너선	12	13	0	4	15
원유운반선	1	0	7	12	8
기타	0	0	0	0	0

주: 인도 스케쥴은 Clarksons 선표 리스트를 참고
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 한화오션의 선종별 평균 수주 가격

(척)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
LNG선	208	214	232	250	252
일반가스선	78	125	125	122	130
컨테이너선	145	166	267	267	209
원유운반선	96	129	129	129	129
기타					

주: 당해 인도 계획이 없을 경우, 차기연도의 값을 적용
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한화오션의 선종별 매출액, 일감, 건조선가지표

(백만달러, 척, p)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	**5,450**	**7,126**	**7,284**	**8,229**	**8,790**
LNG선	3,297	5,028	5,287	4,605	4,508
일반가스선	281	63	624	549	65
컨테이너선	1,785	1,945	107	1,276	2,927
원유운반선	86	90	967	1,499	991
기타					
일감	**32**	**36**	**35**	**40**	**40**
LNG선	16	23	22	18	18
일반가스선	4	1	5	5	1
컨테이너선	12	12	0	5	14
원유운반선	1	1	8	12	8
기타					
건조선가지표	**170**	**201**	**208**	**208**	**220**
YoY		18.2%	3.5%	0.1%	5.6%

주1: 매출액은 당해 매출인식 되는 선박의 수주 당시 가격 x 공정률(%)로 계산
주2: 일감(척)은 당해에 매출인식이 되는 선박(척) x 공정률(%) 값들의 합산
주3: 건조선가지표(p)는 당해 매출액(백만달러) / 일감(척)으로 계산
주4: 선박별로 인도 월(月)까지 구체적으로 반영하여 공정률을 적용할 수 없기에 일부 오차 불가피
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 한화오션 4Q25E Preview

(십억원)	4Q25E	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**3,485.2**	3,253.2	7.1	3,023.4	15.3	3,303.7	5.5	3,432.6	1.5
영업이익	**355.2**	169.0	110.2	289.8	22.6	309.3	14.8	398.9	-10.9
세전이익	**353.4**	225.2	56.9	272.6	29.7	335.7	5.3	339.5	4.1
지배주주순이익	**265.1**	579.5	-54.3	269.4	-1.6	251.8	5.3	292.8	-9.5
영업이익률(%)	**10.2%**	5.2%		9.6%		9.4%		11.6%	
세전이익률(%)	**10.1%**	6.9%		9.0%		10.2%		9.9%	
순이익률(%)	**7.6%**	17.8%		8.9%		7.6%		8.5%	

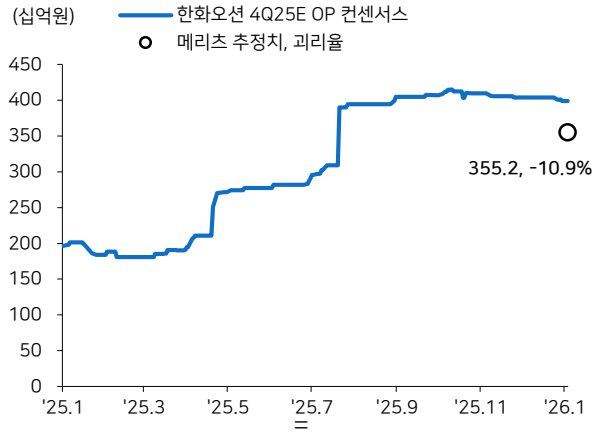
자료: 한화오션, 메리츠증권 리서치센터

표5 한화오션 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**12,945.8**	10,776.0	20.1	12,764.2	1.4	12,904.0	0.3
영업이익	**1,275.3**	237.9	436.1	1,229.4	3.7	1,320.0	-3.4
세전이익	**994.0**	181.0	449.0	976.2	1.8	1,059.4	-6.2
지배주주순이익	**898.6**	528.1	70.1	885.2	1.5	946.7	-5.1
영업이익률(%)	**9.9%**	2.2%		9.6%		10.2%	
세전이익률(%)	**7.7%**	1.7%		7.6%		8.2%	
순이익률(%)	**6.9%**	4.9%		6.9%		7.3%	

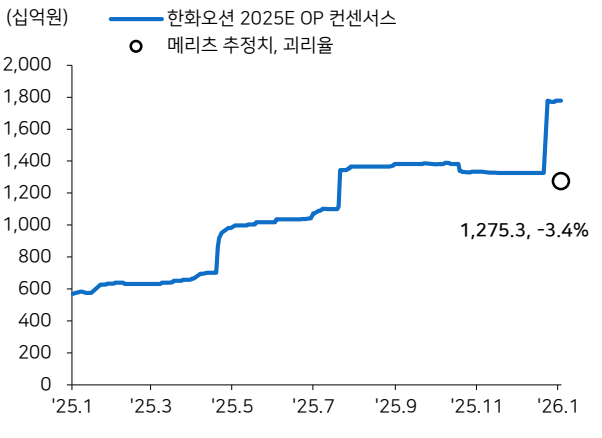
자료: Quantiwise, 한화오션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25E 영업이익, 컨센서스 대비 10.9% 하회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익 컨센서스 대비 3.4% 하회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표6 한화오션의 적정주가 산출 – Implied PBR Valuation

	2025E	2026E	2027E	2028E
COE(%)	**6.7**	**6.5**	**6.4**	**6.1**
RiskFree	2.4	2.3	2.2	2.1
Risk Premium	4.2	4.2	4.2	4.2
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0
ROE(%)	**17.0**	**18.4**	**19.7**	**26.1**
BPS(원)	**18,722**	**22,505**	**27,417**	**35,634**
Implied PBR = (ROE-g)/(COE-g)				**4.3**
적정주가(원)				**160,000**

자료: 메리츠증권 리서치센터

표7 분기 및 연간 실적 Snapshot

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E	2028E
환율(원/달러)	1,452.7	1,404.0	1,385.3	1,451.0	1,440.0	1,400.0	1,420.0	1,425.0	1,423.2	1,421.3	1,410.0	1,410.0
YoY	9.3%	4.6%	1.9%	3.9%	-0.9%	-0.3%	2.5%	-1.8%	4.9%	-0.1%	-0.8%	0.0%
영업일수(일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	239	244	256	255
건조선가지표(p)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	200.7	207.8	208.1	219.8
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	18.2%	3.5%	0.1%	5.6%
한국후판가격(달러/톤)	551.0	573.0	576.3	555.1	560.6	566.1	571.6	606.1	563.8	576.1	643.9	666.7
YoY	-18.6%	-12.6%	-13.2%	-13.8%	1.7%	-1.2%	-0.8%	9.2%	-14.6%	2.2%	11.8%	3.5%
매출액	**3,143.1**	**3,294.1**	**3,023.4**	**3,485.2**	**3,453.1**	**3,558.1**	**3,225.3**	**3,413.6**	**12,945.8**	**13,650.2**	**14,998.4**	**19,262.1**
YoY	37.6%	29.9%	11.8%	7.1%	9.9%	8.0%	6.7%	-2.1%	20.1%	5.4%	9.9%	28.4%
영업이익	**258.6**	**371.7**	**289.8**	**355.2**	**447.0**	**450.9**	**299.0**	**326.0**	**1,275.3**	**1,522.9**	**1,971.1**	**3,370.4**
YoY	388.5%	흑전	1032.7%	110.2%	72.8%	21.3%	3.2%	-8.2%	436.1%	19.4%	29.4%	71.0%
영업이익률	8.2%	11.3%	9.6%	10.2%	12.9%	12.7%	9.3%	9.6%	9.9%	11.2%	13.1%	17.5%
세전이익	**217.2**	**150.7**	**272.6**	**353.4**	**449.9**	**457.0**	**305.5**	**331.6**	**994.0**	**1,544.0**	**2,003.6**	**3,354.1**
YoY	302.8%	흑전	흑전	56.9%	107.2%	203.2%	12.1%	-6.2%	449.0%	55.3%	29.8%	67.4%
지배주주순이익	**215.7**	**148.4**	**269.4**	**265.1**	**337.7**	**343.0**	**229.4**	**248.9**	**898.6**	**1,159.1**	**1,505.0**	**2,517.8**
YoY	322.6%	흑전	흑전	-54.3%	56.6%	131.1%	-14.8%	-6.1%	70.1%	29.0%	29.8%	67.3%
사업부별 실적												
상선사업부												
매출액	2,568.6	2,806.8	2,463.9	2,595.8	2,536.3	2,674.8	2,458.7	2,680.0	10,435.1	10,349.8	11,602.4	12,394.5
영업이익	233.3	377.1	307.1	373.3	413.8	499.3	393.2	481.7	1,290.8	1,788.0	2,053.3	2,077.0
영업이익률	9.1%	13.4%	12.5%	14.4%	16.3%	18.7%	16.0%	18.0%	12.4%	17.3%	17.7%	16.8%
특수선사업부												
매출액	303.4	236.8	375.0	345.5	320.6	316.7	304.1	280.2	1,260.7	1,221.6	1,440.0	3,704.3
영업이익	41.3	18.3	28.7	29.4	25.6	23.5	21.9	19.4	117.7	90.4	145.5	521.6
영업이익률	13.6%	7.7%	7.7%	8.5%	8.0%	7.4%	7.2%	6.9%	9.3%	7.4%	10.1%	14.1%
해양사업부												
매출액	231.9	288.1	102.4	280.8	248.3	189.3	120.6	82.0	903.2	640.2	803.7	1,875.3
영업이익	2.2	0.2	-48.1	-51.1	-0.7	-80.9	-124.2	-184.0	-96.8	-389.8	-257.2	708.3
영업이익률	0.9%	0.1%	-47.0%	-18.2%	-0.3%	-42.7%	-103.0%	-224.4%	-10.7%	-60.9%	-32.0%	37.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

한화오션 (042660)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**7,408.3**	**10,776.0**	**12,945.8**	**13,650.2**	**14,998.4**
매출액증가율(%)	52.4	45.5	20.1	5.4	9.9
매출원가	7,309.5	10,092.1	11,061.5	11,642.2	12,506.3
매출총이익	98.8	683.9	1,884.3	2,008.0	2,492.2
판매관리비	295.3	446.1	609.0	485.1	521.1
영업이익	**-196.5**	**237.9**	**1,275.3**	**1,522.9**	**1,971.1**
영업이익률(%)	-2.7	2.2	9.9	11.2	13.1
금융손익	-346.2	-475.7	-175.1	16.9	23.5
종속/관계기업손익	1.5	15.5	-26.4	4.2	9.0
기타영업외손익	424.9	403.4	-79.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	-116.3	181.0	994.0	1,544.0	2,003.6
법인세비용	-276.3	-347.2	95.3	385.0	498.6
당기순이익	**160.0**	**528.2**	**898.7**	**1,159.1**	**1,505.0**
지배주주지분 순이익	159.9	528.1	898.6	1,159.1	1,505.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**-1,939.2**	**-2,904.6**	**826.2**	**1,541.3**	**2,696.2**
당기순이익(손실)	160.0	528.2	898.7	1,159.1	1,505.0
유형자산상각비	145.7	173.3	215.1	304.3	419.1
무형자산상각비	0.3	6.4	20.7	5.1	4.8
운전자본의 증감	-1,195.4	-3,157.8	-434.5	67.7	762.7
투자활동 현금흐름	**196.7**	**-1,110.1**	**-559.4**	**-791.2**	**-2,087.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-130.7	-373.6	-491.7	-800.0	-2,000.0
투자자산의감소(증가)	148.7	-470.2	325.5	0.9	-8.7
재무활동 현금흐름	**2,885.2**	**2,803.0**	**130.8**	**-372.7**	**-529.1**
차입금의 증감	-691.7	3,212.7	-138.0	-367.7	-524.5
자본의 증가	3,725.4	-2,621.3	34.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,139.6	-1,211.1	393.5	377.5	79.7
기초현금	659.7	1,799.3	588.3	981.8	1,359.2
기말현금	1,799.3	588.3	981.8	1,359.2	1,438.9

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,217.5	11,246.0	12,366.5	12,510.2	13,465.8
현금및현금성자산	1,799.3	588.3	981.8	1,359.2	1,438.9
매출채권	332.4	892.3	956.0	936.3	1,130.1
재고자산	2,890.8	2,779.7	2,978.0	2,916.8	3,520.3
비유동자산	4,727.3	6,597.8	6,729.6	7,219.2	8,804.1
유형자산	4,062.2	4,648.4	5,057.7	5,553.3	7,134.2
무형자산	4.3	394.1	375.6	370.5	365.7
투자자산	130.9	616.6	264.7	263.8	272.6
자산총계	**13,944.8**	**17,843.8**	**19,096.1**	**19,729.4**	**22,269.8**
유동부채	7,459.4	10,346.6	10,672.4	10,276.7	11,373.5
매입채무	892.7	985.0	1,055.2	1,033.6	1,247.4
단기차입금	485.8	3,195.3	2,947.3	2,747.3	2,347.3
유동성장기부채	64.0	72.9	141.8	101.8	61.8
비유동부채	2,173.2	2,633.8	2,682.6	2,552.6	2,491.2
사채	0.0	0.0	333.0	333.0	333.0
장기차입금	1,664.7	2,028.1	1,768.1	1,648.1	1,488.1
부채총계	**9,632.6**	**12,980.5**	**13,354.9**	**12,829.2**	**13,864.7**
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
기타포괄이익누계액	559.0	627.2	595.2	595.2	595.2
이익잉여금	-2,868.2	236.5	1,111.3	2,270.4	3,775.3
비지배주주지분	4.7	4.7	4.8	4.8	4.8
자본총계	**4,312.2**	**4,863.4**	**5,741.1**	**6,900.2**	**8,405.2**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	35,085	35,172	42,249	44,548	48,948
EPS(지배주주)	757	1,724	2,933	3,783	4,912
CFPS	-3,135	1,156	4,768	5,994	7,846
EBITDAPS	-239	1,363	4,932	5,980	7,816
BPS	14,060	15,857	18,721	22,504	27,415
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	33.1	21.7	38.7	35.5	27.4
PCR	-8.0	32.3	23.8	22.4	17.1
PSR	0.7	1.1	2.7	3.0	2.7
PBR	1.8	2.4	6.1	6.0	4.9
EBITDA(십억원)	-50.5	417.5	1,511.1	1,832.4	2,395.0
EV/EBITDA	-160.9	39.0	25.9	24.4	18.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.3	11.5	17.0	18.4	19.7
EBITDA 이익률	-0.7	3.9	11.7	13.4	16.0
부채비율	223.4	266.9	232.6	185.9	165.0
금융비용부담률	2.1	1.6	1.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	-1.2	1.4	7.6	35.4	50.1
매출채권회전율(x)	20.1	17.6	14.0	14.4	14.5
재고자산회전율(x)	2.9	3.8	4.5	4.6	4.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

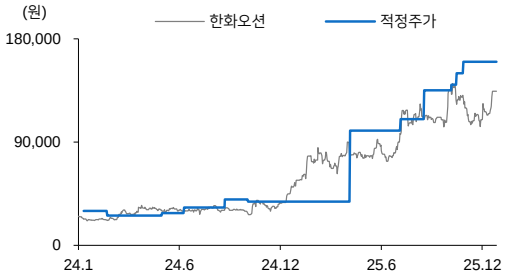
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025 년 12 월 31 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한화오션 (042660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.01.11	기업브리프	Hold	30,000	배기연	-25.5	-21.7
2024.02.22	기업브리프	Hold	26,000	배기연	10.6	33.7
2024.05.30	산업분석	Hold	28,000	배기연	10.5	18.2
2024.07.08	기업브리프	Hold	33,000	배기연	-5.6	4.7
2024.09.19	산업분석	Buy	40,000	배기연	-22.6	-18.1
2024.10.30	기업브리프	Buy	38,000	배기연	47.2	136.6
2025.04.30	산업분석	Buy	100,000	배기연	-19.2	-2.4
2025.07.29	기업브리프	Buy	110,000	배기연	1.2	12.0
2025.09.09	산업분석	Buy	135,000	배기연	-15.8	3.5
2025.10.28	기업브리프	Buy	140,000	배기연	-3.7	0.7
2025.11.06	산업분석	Buy	150,000	배기연	-14.8	-12.7
2025.11.18	산업분석	Buy	160,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이