한화오션 (042660)

4Q25 Review: 성과급 지급으로 인한 어닝쇼크

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

Meritz Research 2026. 2. 4

4분기 영업이익은 어닝쇼크를 기록했으나, 성과급이 원인

2025년 4분기 매출액은 2조 2,278억원(YoY -0.8%, QoQ +6.8%), 영업이익은 1,890억원(YoY +11.8%, QoQ -34.8%)을 기록했다. 영업이익률은 +5.9%(YoY +0.7%p, QoQ -3.7%p)이며, 영업이익 컨센서스를 47.9% 하회하는 어닝쇼크이다. 다만 컨센서스와의 괴리가 성과급 및 기타 인건비 명목으로 발생한 비용이었다는 사실로 인해 주가는 견조했다. 한화오션은 연간 영업이익 확대에 따라 직영 및 협력사 근로자들에게 성과급 및 기타 인건비 명목으로 약 2,300억원을 4분기에 비용 반영했다.

특수선 사업부의 경우 영업적자 872억원을 기록하였는데, 성과급 외에도 해외 프로젝트 수주 경쟁력 강화를 위해 판관비 성격의 비용이 증가한 영향이다. 2026년 1분기에도 3월 캐나다 CPSP 잠수함 사업 입찰을 앞두고 2025년말부터 비용 집행 중이다. 그외 태국 및 폴란드 전시회 등에도 참여하며 비용을 집행하고 있다. 다만, 다음 주 약 1,500억원 규모의 L/D 관련 2건의 소송 결과가 확인될 예정이며 승소 가능성에 따라 환입 기대감도 있다.

2026년에는 상선 ↑, 해양 ↓ = 영업이익률은 2.7%p 개선

2026년 전사 영업이익은 1조 5,328억원(YoY +38.2%)로 전망한다. 상선 사업부가 실적을 견인한다. 2026년 건조선가지표는 전년대비 2.8% 개선에 그치지만, 선종 믹스 변화에 따른 재료비 부담 완화가 크기 때문이다. 강재 및 비강재 투입량이 많은 컨테이너선 인도량이 2025년 13척에서 2026년 0척으로 줄어든다. LNG선은 full CAPA인 24척, 일반가스선은 5척 인도할 전망이다.

해양 사업부의 경우 2026년 중 FPSO 또는 FPS 신규 수주를 반드시 해야 2027년부터 고정비 부담을 완화할 수 있다. 한화오션은 실적 설명회에서, 남미와 서아프리카 중심으로 FPSO 수요가 확대 중이며 입찰에 적극적으로 참여할 계획임을 밝혔다.

표1 한화오션의 선종별 연간 인도량

(척)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
LNG선	11	21	24	20	15
일반가스선	4	0	5	5	0
컨테이너선	12	13	0	4	15
COT	1	0	7	14	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	231	243	252
일반가스선	81	125	125	122	125
컨테이너선	145	166	267	267	209
COT	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)	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	**6,984**	**7,249**	**8,373**	**8,790**
LNG선	4,885	5,225	4,521	4,516
일반가스선	63	624	548	60
컨테이너선	1,945	107	1,276	2,923
COT	90	993	1,728	991
기타	0	300	300	300
일감	**35**	**35**	**41**	**40**
LNG선	22	22	18	18
일반가스선	1	5	5	1
컨테이너선	12	0	5	14
원유운반선	1	8	13	8
기타	0	0	0	0
건조선가지표	**200**	**206**	**202**	**220**
YoY	N/A	2.8%	-1.5%	8.5%

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
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 한화오션 4Q25P Review

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**3,227.8**	3,253.2	-0.8	3,023.4	6.8	3,485.2	-7.4	3,441.7	-6.2
영업이익	**189.0**	169.0	11.8	289.8	-34.8	355.2	-46.8	363.1	-47.9
세전이익	**128.0**	225.2	-43.2	272.6	-53.0	353.4	-63.8	377.8	-66.1
지배주주순이익	**539.1**	579.5	-7.0	269.4	100.1	265.1	103.4	247.1	118.1
영업이익률(%)	**5.9%**	5.2%		9.6%		10.2%		10.6%	
세전이익률(%)	**4.0%**	6.9%		9.0%		10.1%		11.0%	
순이익률(%)	**16.7%**	17.8%		8.9%		7.6%		7.2%	

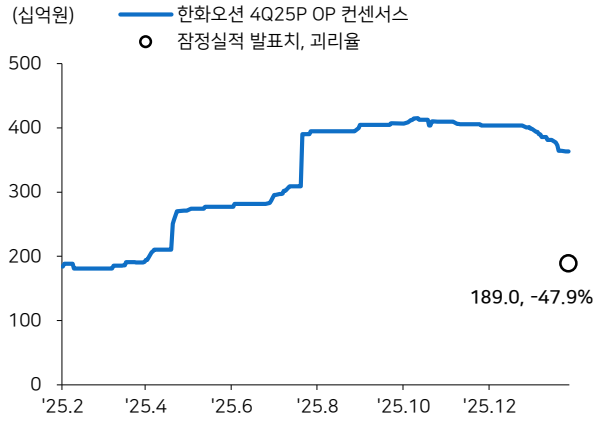
자료: 한화오션, 메리츠증권 리서치센터

표5 한화오션 2025P 연간 실적 테이블

(십억원)	2025P	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**12,688.4**	10,776.0	17.7	12,945.8	-2.0	12,885.0	-1.5
영업이익	**1,109.1**	237.9	366.3	1,275.3	-13.0	1,284.0	-13.6
세전이익	**768.5**	181.0	324.5	994.0	-22.7	1,036.4	-25.8
지배주주순이익	**1,172.6**	528.1	122.0	898.6	30.5	929.1	26.2
영업이익률(%)	**8.7%**	2.2%		9.9%		10.0%	
세전이익률(%)	**6.1%**	1.7%		7.7%		8.0%	
순이익률(%)	**9.2%**	4.9%		6.9%		7.2%	

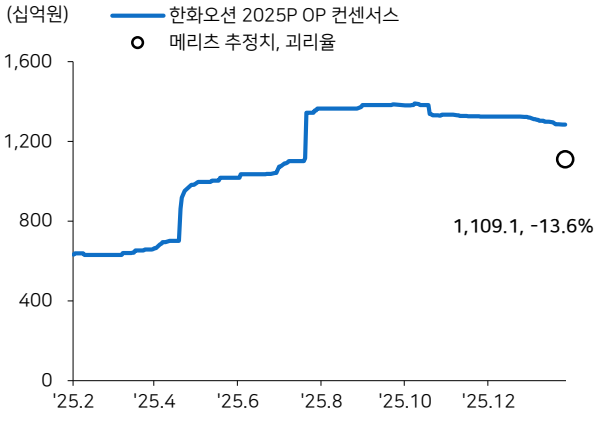
자료: Quantiwise, 한화오션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25P 영업이익, 컨센서스 대비 47.9% 하회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025P 영업이익 컨센서스 대비 13.6% 하회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표6 분기 및 연간 실적 Snapshot

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	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	200.1	205.6	202.5	219.8
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	18.0%	2.8%	-1.5%	8.5%
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**	**3,227.8**	**3,390.8**	**3,495.1**	**3,163.3**	**3,350.6**	**12,688.4**	**13,399.8**	**15,170.0**	**20,021.7**
YoY	37.6%	29.9%	11.8%	-0.8%	7.9%	6.1%	4.6%	3.8%	17.7%	5.6%	13.2%	32.0%
영업이익	**258.6**	**371.7**	**289.8**	**189.0**	**450.4**	**452.6**	**298.6**	**331.1**	**1,109.1**	**1,532.8**	**1,716.6**	**3,492.3**
YoY	388.5%	흑전	1032.7%	11.8%	74.2%	21.8%	3.1%	75.1%	366.3%	38.2%	12.0%	103.4%
영업이익률	8.2%	11.3%	9.6%	5.9%	13.3%	13.0%	9.4%	9.9%	8.7%	11.4%	11.3%	17.4%
세전이익	**217.2**	**150.7**	**272.6**	**128.0**	**451.5**	**453.7**	**299.7**	**332.1**	**768.5**	**1,537.0**	**1,725.6**	**3,501.3**
YoY	302.8%	흑전	흑전	-43.2%	107.9%	201.0%	9.9%	159.5%	324.5%	100.0%	12.3%	102.9%
지배주주순이익	**215.7**	**148.4**	**269.4**	**539.1**	**338.9**	**340.5**	**225.0**	**249.4**	**1,172.6**	**1,153.8**	**1,296.5**	**2,628.2**
YoY	322.6%	흑전	흑전	-7.0%	57.1%	129.4%	-16.5%	-53.7%	122.0%	-1.6%	12.4%	102.7%
사업부별 실적												
상선사업부												
매출액	2,568.6	2,806.8	2,463.9	2,685.8	2,523.9	2,661.8	2,446.7	2,667.0	10,525.1	10,299.4	11,806.1	12,393.9
영업이익	233.3	377.1	307.1	202.5	412.5	495.7	388.2	481.5	1,120.0	1,777.8	1,763.1	2,009.4
영업이익률	9.1%	13.4%	12.5%	7.5%	16.3%	18.6%	15.9%	18.1%	10.6%	17.3%	14.9%	16.2%
특수선사업부												
매출액	303.4	236.8	375.0	273.7	270.6	266.7	254.1	230.2	1,188.9	1,021.6	1,407.8	4,464.5
영업이익	41.3	18.3	28.7	-87.2	23.1	21.0	19.4	16.9	1.1	80.4	150.4	677.1
영업이익률	13.6%	7.7%	7.7%	-31.9%	8.5%	7.9%	7.6%	7.3%	0.1%	7.9%	10.7%	15.2%
해양사업부												
매출액	231.9	288.1	102.4	87.4	248.3	189.3	120.6	82.0	709.8	640.2	803.7	1,875.3
영업이익	2.2	0.2	-48.1	38.8	6.5	-73.0	-117.1	-176.2	-6.9	-359.8	-226.3	742.3
영업이익률	0.9%	0.1%	-47.0%	44.4%	2.6%	-38.6%	-97.1%	-215.0%	-1.0%	-56.2%	-28.2%	39.6%

자료: 메리츠증권 리서치센터

4Q25 Conference Call Q&A

Q1 **성과급 관련 세부 내용은? 올해부터 분기 안분 인식 계획이 있는지?**

A1
- 성과급 비용 2,300억은 현재 노사 협상이 완료되지 않아 세부 내역을 공개하기는 어려운 상황
- 2026년 이후 분기별 안분 인식 여부 역시 내부적으로 결정된 바 없음

Q2 **당기순이익이 급등한 배경은?**

A2
- 이연 법인세 환급 약 4,000억원이 반영된 영향

Q3 **특수선 관련 일회성 비용은 캐나다에서만 발생했는지? 미국 등 타 지역 발생 여부는?**

A3
- 4분기 일회성 비용은 약 200억원 수준으로, 캐나다 프로젝트가 올 3월까지 제출 일정이기 때문에 작년 연말부터 광고·마케팅 비용이 집중 집행됨
- 이 외에도 태국, 폴란드 등 해외 전시회 비용이 100억 이상 발생했으며, 4분기 경상 연구개발비 증가로 200억 비용 요인이 있었음

Q4 **2025년 대비 2026년 매출 성장폭은?**

A4
- 2026년 매출은 환율, 총원가 변동 등에 따라 인식에서 일부 차이가 있을 수 있으나, 전반적으로 2025년과 유사한 수준의 매출 달성이 가능할 전망

Q5 **성과급 비용 반영이 잔고 마진이나 선종별 수익성에 영향을 주는 구조인지? 특정 사업부에 반영되는지 사업부 공통 기준으로 배분되는지?**

A5
- 성과급과 같은 일회성 비용은 개별 프로젝트 손익이 아닌 전사 공통비로 배부되기 때문에, 시장에서 생각하는 선종별 컨센서스는 크게 변동이 없다고 보면 됨
- 성과급 비용은 프로젝트성으로 반영된 게 아님. 내부 배부 기준에 따라 사업부별로 배분되어 있음

Q6 **최근 수출 기업에 대한 정부의 환헤지 권장 기조와 관련해서 회사의 환헤지 전략 변화 가능성은? 성과급 비용은 특정 사업부에 반영된 것인지?**

A6
- 회사는 특정 환율 방향성을 전제로 한 환헤지를 운영하지 않으며, 투자 및 재무 상황을 종합적으로 고려한 기존 헤지 정책을 유지 중임. 정부 정책 변화가 환헤지 전략에 미치는 영향은 제한적

Q7 **2026년 LNG선 발주 규모 전망은? 중국 영향으로 인한 선가 횡보에 대해 내부적 견해는?**

A7
- 글로벌 LNG선 발주 규모는 연간 약 80척 수준으로 경쟁사 전망과 유사함
- 최근 중국 조선소 수주 확대로 인해 한국 선가에 하방 압력 요인이 있으나, 중국이 소화 가능한 물량은 제한적. 일정 수요 이상 시장에서 발현이 되면 중국 선가와의 연동성은 약화된다고 전망

Q8 **2026년 해양플랜트 수주 목표는?**

A8
- 척수를 말씀드리긴 어렵지만, 일반적으로 연 FPSO 또는 FLNG 1~1.5척 수준을 목표로 사업을 추진

Q9 **캐나다 외 글로벌 특수선 수주 계획은?**

A9
- 캐나다 프로젝트 외 태국 수상함 사업이 2026년 1분기 예상되며, HD현대중공업과 같이 경쟁
- 사우디 프로젝트는 연내 RFP 일정이 불확실함. 이 외에도 남미, 북유럽 업체들과 잠수함 및 수상함 관련 영업 논의 중

Q10 **다음주 LD 관련 소송 판결이 최종심인지? 판결 결과에 따른 충당금 환입 가능성은?**

A10
- 환입 대상 금액은 약 1,500억원. 과거 사례 기준 환입률은 30~60% 범위였음
- 이번에도 승소할지 확언할 수 없으나 판결 결과에 따라 일부 환입 가능성이 있으며, 환입 시 이자 비용까지 포함해 회수될 가능성이 있음

Q11 **최근 탱커와 컨테이너선 업황에서 초대형선보다는 중형 또는 중대형급 선박 수요가 상대적으로 양호하다고 하셨는데, 중형급 선박 발주 및 선가가 호조를 보일 경우 대형선 선가에도 일정 부분 연동 효과가 있는지?**

A11
- 어느 정도의 연동 효과는 있다고 봄. 도크가 희소해질수록 발주처는 더 높은 선가를 지불하게 되는 구조이기 때문

Q12 **해양부문 BEP 수준은? Petrobras 관련 CO 가능성이 있다고 언급하셨는데 그 금액은?**

A12
- 해양부문 BEP 매출은 약 1조원 수준이며, EPU 사업 확대 및 비용 증가를 감안하면 1.5~2조원 수준으로 판단 (해양플랜트 사업 + ENI플랜트 사업)
- Petrobras 관련 CO 수익은 약 600억원 규모

Q13 **특수선 CAPA 관련해 투자 완료건과 향후 투자 계획은?**

A13
- 현재 CAPA는 MRO 제외 신조 기준으로 수상함 2척, 잠수함 2척. 작년 잠수함 4공장을 완공하여 (투자액 약 1,100억원) 잠수함 4척, 수상함 2척으로 확대됨
- 2단계 3단계 공사가 예정되어 있는데, 이는 CPSP·사우디 등 향후 잠수함 수주 여부에 따라 단계적으로 결정할 예정. 수상함 3척, 잠수함 5척까지 확대 가능성 보유

Q14 **기존 카타르 1차 LNG 프로젝트 물량과 이를 대체할 탱커 물량의 수익성 차이는?**

A14
- 카타르 1차 LNG 물량은 2024~2025년에 대부분 소진되며, 반대 급부로 2024~2025년 수주했던 선종들의 선가가 카타르 대비 약 10~15% 높은 수준
- 이에 따라 2026년 전사 수익성은 2025년과 유사한 수준으로 예상

Q15 **Austal 인수 이후 미국 내 군함 건조 사업을 수행하기 위해 회사 차원에서 어떤 준비를 하고 있는지?**

A15
- 현재 지분 인수 승인 단계 이후, 미국 Austal 조선소와 한국 조선소 간 유기적인 협업 가능성을 검토하는 초기 단계. 구체적인 사업 내용은 향후 진전 시 업데이트할 예정

Q16 **미국 필리 조선소의 4분기 및 2026년 실적 전망, 연도별 자금 투자 계획 및 실적은?**

A16
- 미국 조선소는 중장기 전략 거점으로 인프라 개선과 생산성 향상을 목표로 하나, 구체적인 투자 규모와 시점은 제도적 여건이 구체화되어야 함. MASGA 펀드를 통해 기관 지원 구조 등이 확정이 되어야 구체화 가능
- 실적의 경우 4분기는 적자였으나 2026년부터 턴어라운드가 기대됨

Q17 **현재 착공 중인 신안우이 프로젝트에서 올해 예상되는 매출 규모는 어느 정도인지? 작년 말 기준으로 신안우이 외 기존 ENI 사업의 수주 잔량은 얼마나 되는지?**

A17
- 2026년 신안우이 프로젝트 매출은 약 5,200억원으로 예상되며, 2025년 말 매출은 8,000억 정도
- 수주 잔량은 신안 포함 2025년 12월 기준 약 2.19조원

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.