

한화오션 (042660)

지속되는 운은 실력이고, 환차익도 이익이다

2Q26 매출 5.4조, 영업이익 7,361억 기록

매출의 경우 EPU 사업에서 인도시점에 따른 1.5조 수준의 일회성 매출 (손익 영향은 매우 제한적)이 발생. 주목할 만한 부분은 일회성 매출과 무관한 상선 사업부의 영업이익 (7,356억, OPM 22.7%)이 컨센서스 상단에 위치한 당사의 기존 전사 영업이익 추정치 (5,860억)을 아득히 초과했다는 점.

믹스의 개선은 동종사도 마찬가지겠지만, 특징점 발현의 시기

업종 공통의 고선가 물량의 매출인식 비중 확대를 넘어, 동사의 실적 서프라이즈에는 동종사 대비 1) FY24~25 수주한 고선가 물량의 매출비중 확대 및 2) 제한적인 환헛지 정책 하에 수주시점 대비 매출시점 원화 약세의 경우 발생하는 환차익이 모두 반영되어 있음. 다시 말해, 이는 유기적인 수익성 개선에 일회성에 가까운 환차익이 더해져서 만들어진 이익.

환차익에 대해서: 앞으로도 지속 발현될 일회성 이익

동사의 상선부문 1Q26 이익 서프라이즈 이후 2Q26에도 발생한 막대한 이익에는 환차익이 상당 부분 반영되어 있음. 그럼에도, 수주환율과 매출환율의 괴리는 향후 지속적으로 이어질 것이기 때문에 (연중 수주환율 1,400원 미만), 현재의 원화 약세가 지속되는 한 동사의 제한적인 환헛지 기반 이익 차별화 기초가 유지될 것 (뒷페이지 후술).

투자의견 BUY, 목표주가 179,000원 유지

SOTP 밸류에이션 기반 목표주가 179,000원을 유지하나, 하반기에도 지속될 1) FY24~25 수주물량 매출비중 확대에 따른 우월한 수익성, 2) 원/달러 환율 1,400원 수준으로 급락하지 않는 이상 지속되는 환차익 기반 분기 호실적은 기존의 핵심 주가 상승 요인이던 한미 조선협력 외에 실적 관점에서 주가 하방을 지지하는 요인이 될 것.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 179,000원 (M)

직전 목표주가 179,000원

현재주가 (7/27) 88,800원

상승여력 102%

시가총액 272,095억원

총발행주식수 306,413,394주

60일 평균 거래대금 2,302억원

60일 평균 거래량 2,078,522주

52주 고/저 149,900원 / 76,800원

외인지분율 9.36%

배당수익률 0.00%

주요주주 한화에어로스페이스 외 1인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (9.4) (33.5) (1.3)

상대 12.8 (34.9) (53.3)

절대 (달러환산) (5.5) (33.3) (7.4)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q26P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,443	65.2	69.6	4,081	33.4
영업이익	736	98.0	66.9	534	38.0
세전계속사업이익	813	439.5	60.6	498	63.3
지배순이익	810	445.7	62.0	433	87.0
영업이익률 (%)	13.5	+2.2 %pt	-0.2 %pt	13.1	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	14.9	+10.4 %pt	-0.7 %pt	10.6	+4.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

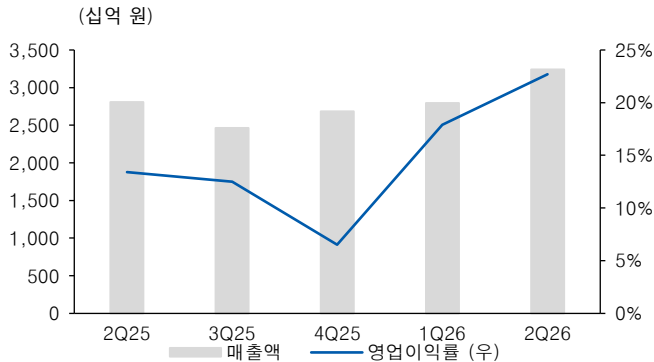
(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	10,776	12,784	15,961	16,047
영업이익	238	1,168	2,678	3,264
지배순이익	528	1,246	3,412	3,145
PER	17.3	20.3	8.0	8.7
PBR	1.9	4.1	2.8	2.1
EV/EBITDA	33.4	21.6	9.7	7.0
ROE	11.5	22.6	43.3	28.1

자료: 유안타증권

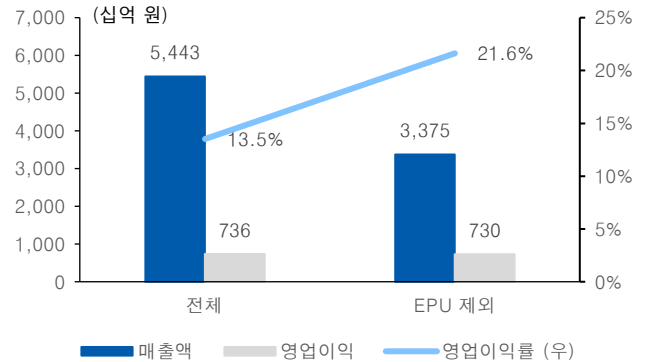
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

한화오션: 상선부문 분기별 매출액과 영업이익률



자료: 유안타증권 리서치센터, 한화오션

한화오션: 2Q26 전사 실적과 EPU 부문 제외시 실적



자료: 유안타증권 리서치센터, 한화오션

동사의 상선부문은 상반기 매우 높은 영업이익률 성장세 (1Q26 17.9%, 2Q26 22.7%)를 기록했으며, 일회성 매출이 발생한 EPU 사업부문을 제외했을 때 전사 OPM 또한 21.6%까지 상승했다. 이러한 수익성 급등에 대한 의문은 두 가지로 해소 가능하다.

1) FY23 수주 물량의 부재로 인한 고선가 물량 매출인식 급증

아래 표와 같이, 동사는 FY23 (신조선가 지수 166-178 pts) 오직 10척만의 상선을 수주하며 슬롯을 비웠고 FY24-25 (신조선가 지수 183-190pts) 기간에 이를 채웠다. 이에 따라, 표의 하단에 있는 평균매출인식지수 (당사 추정 Clarkson's 신조선가 지수 기반 분기별 매출인식 선종의 가중평균치)가 1Q26 +19% yoy, 2Q26 +17.5% yoy를 기록하였다. 다시 말해, FY25까지만 해도 FY21-22 수주했던 선박의 매출인식 비중이 높아 동종사와 차별화되지 못했지만, 해당 선박의 인도 이후 FY24-25 수주한 고선가 물량의 매출인식 비중이 급격하게 증가한 것이다.

한화오션: 상선 인도 스케줄

	환율	신조선가 지수	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
1Q21	1,114	130	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q21	1,121	139	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q21	1,160	151	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q21	1,183	154	4	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q22	1,206	156	0	0	5	6	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q22	1,261	162	3	0	1	0	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q22	1,341	162	0	3	1	1	2	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q22	1,358	162	0	0	0	2	2	2	1	3	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q23	1,276	166	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	0	0	0	0	0	0
2Q23	1,315	171	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
3Q23	1,313	175	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
4Q23	1,321	178	0	0	0	0	0	2	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0
1Q24	1,330	183	0	0	0	0	0	0	3	1	2	2	2	1	1	0	0	0
2Q24	1,371	187	0	0	0	0	0	0	1	3	3	2	1	0	0	1	2	1
3Q24	1,356	190	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
4Q24	1,399	189	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	2	2	1	2	1	2
1Q25	1,454	187	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	3	2	2	0	0	0
2Q25	1,401	187	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0
3Q25	1,388	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	3	2	1
4Q25	1,450	185	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	4	7
1Q26	1,469	182	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
2Q26	1,504	180	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
평균매출인식지수			158	162	166	170	175	179	182	183	184	186	186	186	185	185	185	184
평균매출인식지수 (환율보정)			197	207	215	225	234	244	249	252	256	259	262	263	264	264	265	265

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarkson's, 주: 빨간 박스와 같이 한화오션 FY23 수주 물량 동종사 대비 상대적 부재

2) 2Q26 매출인식 물량의 매출환율은 수주환율 대비 +11%

동사는 매우 제한적인 환헛지 정책을 채택하기에 분기평균환율이 원화 약세를 보일 경우 환차익이 경쟁사 대비 가장 크게 발생한다. 정확한 이익의 규모는 알 수 없으나, 아래와 같은 방식으로 매출환율과 수주환율의 비교는 가능하다. 매출환율의 경우 분기평균환율을 채택하였으며, 수주환율은 해당 분기에 매출인식되는 선박의 수주 당시 분기평균환율의 가중평균이다.

한화오션: 분기별 매출인식되는 선박의 수주 연도별 Breakdown 과 수주환율, 매출환율 비교

수주연도	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	90%	82%	69%	54%	37%	22%	12%	6%
2023	4%	4%	9%	13%	15%	16%	14%	13%
2024	7%	14%	21%	26%	33%	40%	44%	42%
2025	0%	0%	2%	6%	15%	23%	30%	39%
수주환율	1,299	1,305	1,312	1,323	1,339	1,354	1,367	1,377
매출환율	1,454	1,401	1,388	1,450	1,469	1,504		
격차	11.9%	7.4%	5.8%	9.6%	9.7%	11.1%		

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarkson

위의 표는 Clarkson의 데이터를 분기별로 정리한 것이기에 실제 수치와는 괴리가 있으나 (예: 실제 2Q26기준 FY22 수주물량의 매출기여도는 12~13% 수준) 트렌드를 파악하는 용도로 쓸 수 있다. 즉 **매출환율과 수주환율의 격차가 확대되는 구간이 발생한다면, 해당 분기의 영업이익률은 선종 믹스 개선에 따른 유기적인 OPM 개선에 환차익이 큰 규모로 더해진다.** (실제로 1Q25 동사의 상선부문 OPM은 9.1%로, 계절적으로 우세한 4Q24 OPM 4.7% 대비 +4.4% pts qoq를 기록하였다.)

결국, 원/달러 환율이 1,400원 이하로 하락하지 않는 이상, 이와 같은 매출-수주환율의 격차로 인한 환차익은 일회성이 아닌 지속적으로 발생하는 증익 요인이 될 것이다. 자연헛지와 파생헛지의 합산 비중을 정확히 알아낼 수는 없으나, 분명한 점은 경쟁사 대비 낮은 환헛지 비중이 현재의 원화 약세 구간에서 동사에게는 긍정적이라는 것이다.

한화오션: 분기별 및 연간 실적 예상치

(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	3,143	3,294	3,023	3,323	3,210	5,443	3,561	3,748	12,784	15,961	16,047
yoy	37.6%	29.9%	11.8%	2.1%	2.1%	65.2%	17.8%	12.8%	18.6%	24.9%	0.5%
영업이익	259	372	290	248	441	736	704	797	1,168	2,678	3,264
yoy	388.5%	n.a.	1032.8%	46.4%	70.6%	98.0%	142.9%	221.9%	390.8%	129.4%	21.9%
영업이익률	8.2%	11.3%	9.6%	7.4%	13.7%	13.5%	19.8%	21.3%	9.1%	16.8%	20.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

한화오션: 목표주가 및 밸류에이션

		FY26F
상선	수주잔고 (십억 원)	30,000
	Target P/O multiple (x)	0.9
	적정가치 (십억 원)	27,000
방산(기존)	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)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	10,776	12,784	15,961	16,047	16,734
매출원가	10,092	10,943	12,549	11,993	12,616
매출총이익	684	1,840	3,413	4,054	4,118
판매비	446	673	735	790	847
영업이익	238	1,168	2,678	3,264	3,271
EBITDA	418	1,401	2,902	3,483	3,486
영업외손익	-57	-325	166	436	658
외환관련손익	134	-72	131	137	143
이자손익	-108	-120	4	268	484
관계기업관련손익	15	-77	77	77	77
기타	-98	-56	-46	-46	-46
법인세비용차감전순이익	181	842	2,844	3,700	3,929
법인세비용	-347	-404	-569	555	982
계속사업순이익	528	1,246	3,413	3,145	2,947
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	528	1,246	3,413	3,145	2,947
지배지분순이익	528	1,246	3,412	3,145	2,947
포괄순이익	568	1,266	3,433	3,166	2,967
지배지분포괄이익	568	1,266	3,433	3,166	2,967

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-2,905	1,315	3,555	3,273	3,061
당기순이익	528	1,246	3,413	3,145	2,947
감가상각비	173	208	206	205	204
외환손익	12	-54	-131	-137	-143
중속, 관계기업관련손익	-15	77	-77	-77	-77
자산부채의 증감	-3,158	-121	-272	-270	-268
기타현금흐름	-445	-41	417	407	398
투자활동 현금흐름	-1,110	-1,449	-245	-235	-249
투자자산	-207	-726	-12	-10	-11
유형자산 증가 (CAPEX)	-374	-710	-180	-190	-200
유형자산 감소	1	3	0	0	0
기타현금흐름	-531	-17	-53	-35	-39
재무활동 현금흐름	2,803	330	-1,090	-1,084	-1,078
단기차입금	2,829	-418	-1,001	-1,001	-1,000
사채 및 장기차입금	384	476	-300	-300	-300
자본	-2,621	63	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	2,212	209	212	217	222
연결범위변동 등 기타	1	-5	381	752	-285
현금의 증감	-1,211	190	2,601	2,706	1,449
기초 현금	1,799	588	778	3,380	6,085
기말 현금	588	778	3,380	6,085	7,534
NOPLAT	694	1,727	3,213	3,264	3,271
FCF	-3,278	605	3,375	3,083	2,861

자료: 유안타증권

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

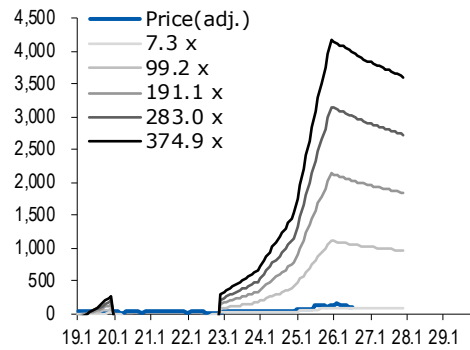
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	11,246	12,082	14,248	16,016	17,496
현금및현금성자산	588	778	3,380	6,085	7,534
매출채권 및 기타채권	892	962	1,201	1,208	1,259
재고자산	2,780	3,040	3,071	3,102	3,133
비유동자산	6,598	8,059	8,027	8,009	8,005
유형자산	4,648	5,273	5,247	5,233	5,229
관계기업 등 지분관련 자산	324	1,000	1,010	1,021	1,031
기타투자자산	292	196	198	198	198
자산총계	17,844	20,141	22,275	24,025	25,501
유동부채	10,347	11,200	10,169	9,046	7,843
매입채무 및 기타채무	2,048	2,143	2,226	2,325	2,442
단기차입금	3,195	3,055	2,055	1,055	55
유동성장기부채	73	282	282	282	282
비유동부채	2,634	2,765	2,498	2,205	1,917
장기차입금	1,929	2,093	1,793	1,493	1,193
사채	100	253	253	253	253
부채총계	12,980	13,966	12,667	11,251	9,760
지배지분	4,859	6,170	9,603	12,769	15,736
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	119	182	182	182	182
이익잉여금	236	1,552	4,964	8,109	11,056
비지배지분	5	5	5	5	5
자본총계	4,863	6,175	9,608	12,774	15,741
순차입금	4,814	5,001	1,080	-2,927	-5,679
총차입금	5,795	5,853	4,551	3,251	1,951

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	1,724	4,066	11,136	10,264	9,617
BPS	15,857	20,138	31,342	41,674	51,358
EBITDAPS	1,363	4,571	9,471	11,366	11,376
SPS	35,171	41,720	52,091	52,371	54,613
DPS	0	0	0	0	0
PER	17.3	20.3	8.0	8.7	9.2
PBR	1.9	4.1	2.8	2.1	1.7
EV/EBITDA	33.4	21.6	9.7	7.0	6.2
PSR	0.8	2.0	1.7	1.7	1.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	45.5	18.6	24.9	0.5	4.3
영업이익 증가율 (%)	흑전	390.8	129.4	21.9	0.2
지배순이익 증가율 (%)	230.3	135.9	173.9	-7.8	-6.3
매출총이익률 (%)	6.3	14.4	21.4	25.3	24.6
영업이익률 (%)	2.2	9.1	16.8	20.3	19.5
지배순이익률 (%)	4.9	9.7	21.4	19.6	17.6
EBITDA 마진 (%)	3.9	11.0	18.2	21.7	20.8
ROIC	10.7	19.6	36.5	33.9	31.2
ROA	3.3	6.6	16.1	13.6	11.9
ROE	11.5	22.6	43.3	28.1	20.7
부채비율 (%)	266.9	226.2	131.8	88.1	62.0
순차입금/자기자본 (%)	99.1	81.1	11.3	-22.9	-36.1
영업이익/금융비용 (배)	1.4	6.0	15.3	24.9	37.4

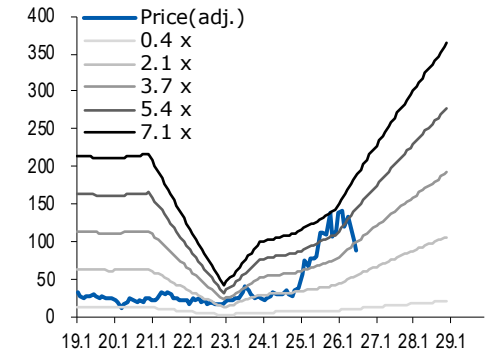
P/E band chart

(천원)



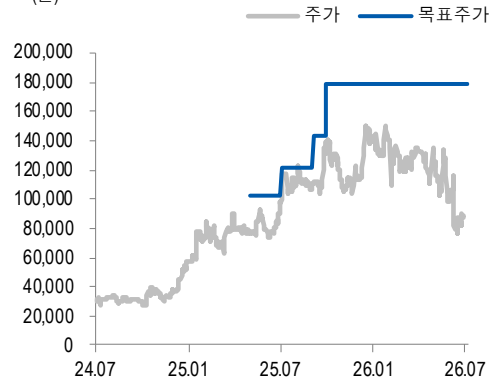
P/B band chart

(천원)



한화오션 (042660) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-07-28	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	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.9
Hold(중립)	3.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-07-28

※ 해외 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.