

한화오션 — 증자 13번 뒤의 반년

1H26 영업이익이 FY2025 연간을 이미 넘었다 · 10년 희석 공시 16건

- 1H26 영업이익 1조 1,772억원 — FY2025 연간 1조 1,676억원의 100.8%.
- 10년간 유상증자 13회·전환사채 3회로 희석 공시 16건, 환원은 자사주 1건.
- 영업활동현금흐름이 -2조 9,046억원에서 +1조 3,147억원으로 돌아섰다.

반기가 작년 한 해를 넘었다

7월 27일 공시된 2Q26 잠정실적은 매출 5조 4,432억원(QoQ +69.6%, YoY +65.2%), 영업이익 7,361억원(QoQ +66.9%, YoY +98.0%)이다. 상반기 누계 영업이익은 1조 1,772억원(+86.8%)으로 **FY2025 연간 1조 1,676억원의 100.8%**다. 순이익도 1조 1,926억원으로 연간치의 95.7%다. **분기 매출이 QoQ 69.6% 늘어난 요인을 공시가 밝히지 않아 사실만 기록한다** — 조선업은 인도 시점에 매출이 몰릴 수 있다(표 1).

이 회사의 10년은 굴곡이 컸다. FY2016 영업손실 1조 5,308억원·순손실 2조 7,895억원, FY2021 영업손실 1조 7,547억원, FY2022 영업손실 1조 6,136억원이었다. **FY2025 영업이익 1조 1,676억원은 그 10년의 최고치이며 전년 2,379억원의 4.9배**다.

그 10년을 버틴 방법이 증자였다

10년 공시 이력에서 **유상증자 13회, 전환사채 3회로 희석 공시가 16건**이다. 반면 환원은 자기주식취득 1건(2026-03-04)뿐이고 배당은 없다. 최근 유상증자는 2024년 7월이다(표 3).

자기자본 궤적이 그 흔적을 보여준다. FY2016 6,594억원에서 FY2022 7,450억원까지 늘려 있다가 FY2023 4조 3,122억원, FY2025 **6조 1,750억원**이 됐다. **적자로 깎인 자본을 외부 조달로 채워 온 회사**이며, 12개 위험신호 중 2건(유상증자 이력·CB)이 커져 표시점수 51점·등급 C다.

이 점수는 지금의 이익이 아니라 지나온 10년을 반영한다. 최근 1년 내 유상증자·CB 발행은 없고 방향은 자사주 취득 쪽으로 바뀌었다.

현금도 방향이 바뀌었다. 영업활동현금흐름은 FY2023 -1조 9,392억원, FY2024 **-2조 9,046억원**에서 FY2025 **+1조 3,147억원**으로 돌아섰다. 적자 국면에 현금이 나가던 회사가 이익과 함께 현금도 들어오는 구간에 들어섰다. 같은 해 CAPEX는 3,794억원에서 7,166억원으로 88.9% 늘었다.

상선이 늘고 특수선 잔고는 줄었다

수주잔고는 상선 26조 37억원(+15.1%), 해양·특수선 6조 3,020억원(-12.4%)이다. 합계 32조 3,057억원으로 8.5% 늘었고 FY2025 매출 대비 **2.53년치**다(표 2).

매출도 같은 방향이다. 상선 수출이 8조 6,755억원에서 **10조 5,014억원으로 21.0% 늘어난** 사이 해양·특수선 수출은 1조 1,017억원에서 8,265억원으로 25.0% 줄었다. **특수선은 내수(1조 2,044억원)가 수출보다 크다** — 방산 특성상 국내 발주 비중이 높기 때문이며, 잔고 감소가 곧 사업 축소를 뜻하는지는 개별 계약 정보 없이 판단하지 않는다.

계약 관련 계정은 균형에 가까워졌다. 계약자산은 4조 9,866억원에서 5조 5,061억원(+10.4%)으로, 초과청구공사는 4조 2,880억원에서 **5조 1,959억원(+21.2%)**으로 늘었다. **먼저 받은 돈이 더 빠르게 늘어 순액(계약자산-초과청구)은 6,986억원에서 3,102억원으로 줄었다** — 현금에는 유리한 방향이다. 현금전환주기도 70.3일에서 67.1일로 짧아졌다.

국면 판단

**이익·현금 동시 전환
희석 이력은 남아 있다**

현재주가 (26/08/07)

89,400원

목표주가

제시하지 않음

투자자문업이 아니므로 투자 의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

**영업활동현금흐름
(FY2025 +1조 3,147억원)**

Key Data

시가총액	27.4조원
발행주식수(보통주)	3.06억주
PER / PBR	22.3배 / 4.4배
외국인지분율	10.1%
공매도잔고비율	1.0%
업종	운송장비·부품
위험신호	2건 / 12건 (유상증자·CB)
표시점수 / 등급	51 / C (평균 82)

영업실적 및 주요 지표

구분	2023	2024	2025	1H26
매출액(억원)	74,083	107,760	127,835	86,531
영업이익(억원)	-1,965	2,379	11,676	11,772
영업이익률(%)	-2.65	2.21	9.13	13.60
순이익(억원)	1,600	5,282	12,459	11,926
영업활동현금흐름(억원)	-19,392	-29,046	13,147	주p
CAPEX(억원)	1,340	3,794	7,166	주p
수주잔고(억원)	주y	297,838	323,057	주p
현금전환주기(일)	102.1	70.3	67.1	주p

1H26은 7/27 연결 잠정실적(외부감사 전). 주p 잠정실적 공시에는 재무상태표 현금흐름표가 없다. 주y 우리 적재분에 그 해 값이 없다(회사 미공시가 아니라 수집 공백).

표 1. 이익 전환 경로 (단위: 억원, %)

구분	2021	2022	2023	2024	2025	1H26
매출액	44,866	48,602	74,083	107,760	127,835	86,531
영업이익	-17,547	-16,136	-1,965	2,379	11,676	11,772
순이익	-16,998	-17,448	1,600	5,282	12,459	11,926
자기자본	22,176	7,450	43,122	48,633	61,750	-
2026년 분기 — 1Q 매출 32,099 / 영업 4,411 / 순이익 5,000 · 2Q 54,432(QoQ +69.6%) / 7,361(+98.0% YoY) / 6,926						
1H26 ÷ FY2025	영업이익 100.8% · 순이익 95.7% — 반기가 연간치를 넘었다					

주: 2Q26 매출이 QoQ 69.6% 늘어난 요인을 공시가 밝히지 않아 사실만 기록했다. 조선업은 인도 시점에 매출이 몰릴 수 있다. FY2022 자기자본 7,450억원은 누적 적자로 눌린 값이며 이후 외부 조달로 회복됐다. 자료: 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260727800227)-분기보고서(2026.03, 20260513000552)

표 2. 수주잔고와 매출 구성 (단위: 억원, %)

구분	2024	2025	증감
상선 수주잔고	225,903	260,037	+15.1%
해양·특수선 수주잔고	71,935	63,020	-12.4%
합계 (잔고÷매출)	297,838 (2.76년)	323,057 (2.53년)	+8.5%
매출			
상선 수출	86,755	105,014	+21.0%
해양·특수선 수출	11,017	8,265	-25.0%
해양·특수선 내수	-	12,044	-

주: 특수선은 내수가 수출보다 크다 — 방산 특성상 국내 발주 비중이 높다. 잔고 감소가 사업 축소인지는 개별 계약 정보 없이 판단하지 않았다. 부문별 영업이익이 공시되지 않아 상선·특수선의 수익성을 나누지 않았다. 인도 시점별 잔고 분포가 없어 연도별 전환 속도는 산출하지 않았다. 자료: 사업보고서(2025.12) 수주상황·품목별 매출

표 3. 자본조달 이력과 계약 계정 (단위: 억원, %)

구분	내용
희석 공시(10년)	16건 — 유상증자 13(최근 2024-07-10) · 전환사채 3(최근 2018-02-20) · 최근 3년 3건
환원 공시(10년)	1건 — 자기주식취득 (2026-03-04) · 배당 없음
PER / PBR 대비 동종	22.31배(중앙값 20.82, 19사) / 4.44배(중앙값 1.79, P90 5.68, 27사)
계약 계정 (단위: 억원, FY2024 → FY2025)	
계약자산(받을 것)	49,866 → 55,061 · +10.4%
초과청구공사(먼저 받은 것)	42,880 → 51,959 · +21.2%
순액(계약자산-초과청구)	6,986 → 3,102 · -55.6%

주: 초과청구가 계약자산보다 빠르게 늘어 순액이 줄었다 — 대금을 먼저 받는 비중이 커졌다는 뜻으로 현금에는 유리하다. 공시 건수는 빈도이며 금액 규모가 아니다 — 개별 발행 조건은 2023년 이전 건이라 이번 확인 범위 밖이어서 계량하지 않았다. 표시점수 51점은 지금의 이익이 아니라 10년 이력을 반영한다. 자료: 사업보고서(2025.12) 계약 관련 주석, 10년 공시 이력, KRX 시세(2026-08-07)

점점 지표

1순위는 영업활동현금흐름이다. FY2024 -2조 9,046억원에서 FY2025 +1조 3,147억원으로 돌아선 것이 이번 전환의 실질이며, 이익만 늘고 현금이 다시 나가면 과거 조달 국면으로 되돌아간다. 초과청구공사 5조 1,959억원(+21.2%)이 그 현금을 떠받치고 있으므로 계약자산과 순액을 함께 본다(차기 사업보고서 계약 주석). 해양·특수선 잔고 -12.4%는 방산 축의 방향이므로 상선 +15.1%와 나눠 확인한다. 2Q26 매출 QoQ +69.6%가 인도 집중에 따른 것인지는 3Q 실적에서 갈린다. 유상증자-CB는 최근 1년 발생이 없으나 10년 16건의 이력이 위험신호로 남아 있다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자 의견·목표주가 추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · 분기보고서(2026.03, 20260513000552) · 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260727800227).

한계: ① 2Q26은 외부감사 전 잠정치다. ② 2Q26 매출이 QoQ 69.6% 늘어난 요인을 공시가 밝히지 않아 인도 집중 여부를 확인하지 않았다. ③ 부문별 영업이익이 공시되지 않아 상선·특수선의 수익성을 나누지 않았다. ④ 유상증자 13회는 대부분

2023년 이전

이라 확인 범위(2026년 이후 공시)를 넘어 누적 희석률을 계량하지 않았다 — 2026-04-07 자기주식취득 결과보고(20260407002509) 외 최근 자본거래는 없다.
⑤ 해양·특수선 내수 매출의 전년 수치가 수집 범위에 없어 증감을 산출하지 않았다. ⑥ 미국 조선소 관련 사업은 공시에서 금액으로 분리되지 않아 다루지 않았다.