

2026.06.02.

한화오션의 등급전망 ‘긍정적’으로 변경: A-(S)/A2- → A-(P)/A2-

이서진 기업4실 선임연구원 김중훈 기업4실 수석연구원 이지웅 기업4실 실장
02.368.5332 02.368.5523 02.368.5475
leesj@korearatings.com jhoonkim@korearatings.com jwlee@korearatings.com

한국기업평가(이하 ‘KR’)는 2026년 6월 2일자로 한화오션(이하 ‘동사’)의 무보증사채 등급을 A-로 유지하고, 등급전망을 기존의 ‘안정적(Stable)’에서 ‘긍정적(Positive)’으로 변경하였다.

[표 1] 등급전망 변경 내역

회사명	대상채권	종전		금번	
		등급	Outlook	등급	Outlook
한화오션(주)	무보증사채	A-	안정적	A-	긍정적
	기업어음	A2-	-	A2-	-
	전자단기사채	A2-	-	A2-	-

1. 등급전망 변경 사유(Key Rating Rationale)

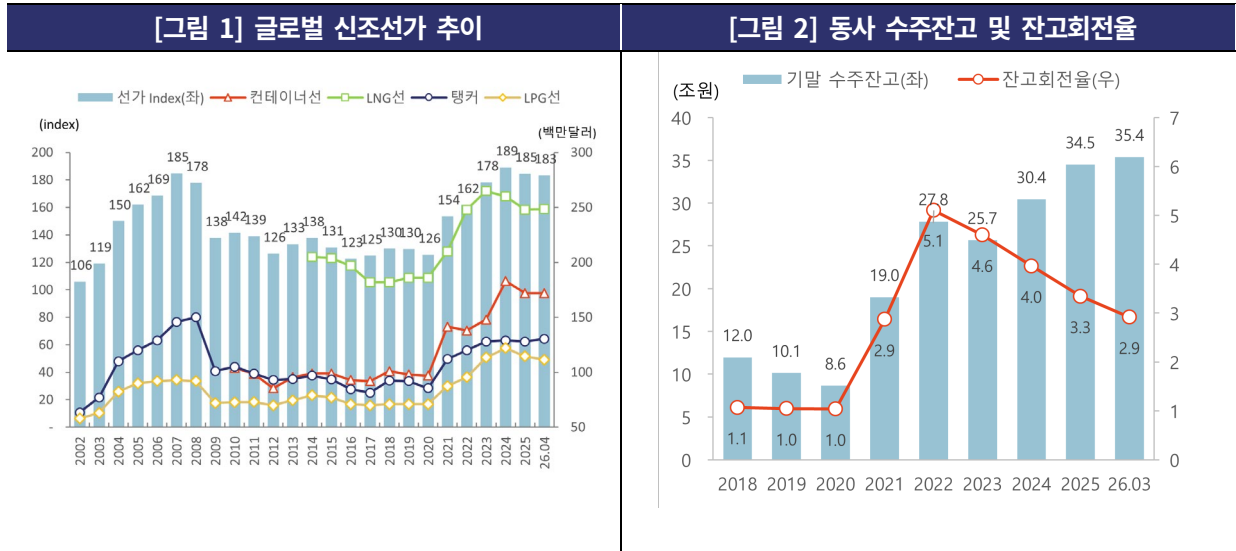
금번 등급전망 변경은 1) 수주잔고의 질적 개선과 생산성 향상으로 수익성이 제고된 점, 2) 점진적 매출 성장세와 개선된 수익성이 지속될 전망이다 점, 3) 투자부담에도 강화된 현금창출력을 기초로 양호한 재무안정성이 유지될 전망이다 점 등을 종합적으로 반영한 것이다.

1) 수주잔고의 질적 개선과 생산성 향상으로 수익성이 제고되었다.

2025년 연결기준 매출액은 12조 7,835억원으로 전년 대비 18.6% 증가하였고, 영업이익률은 전년 대비 6.9%p 상승한 9.1%를 기록하였다. 건조 물량 내 고가 선박 비중 확대와 생산성 향상에 따른 상선 부문의 수익성 개선이 전사 영업실적 개선을 견인하였다. 2026년 1분기 매출액은 3조 2,099억원으로 전년 동기 대비 소폭 증가(yoy +2.1%)하는 데 그쳤으나, 영업이익률은 전년 동기 대비 5.5%p 상승한 13.7%를 기록하며 수익성 개선세가 지속되고 있다.

채산성을 고려하여 선별 수주한 물량을 중심으로 약 3년치의 충분한 수주잔고를 확보하고 있다. 2024년 15.9조원, 2025년 17.1조원의 신규수주가 이루어지면서 수주잔고가 지속적으로 확충되었다. 2026년 3월말 기준 수주잔고(이하 진행 기준)는 35.4조원이며, 수주잔고 회전율은 2.9배를 기록하고 있다. 시장가 대비 낮은 선가로 계약된 카

타르 LNG 운반선 1차 물량이 대부분 해소되며 수주잔고의 질적 개선도 이어지고 있다. 2026년 3월말 수주잔고 내 2021년 이전 수주된 저가 물량은 계약금액 기준 10% 미만으로 축소되었다.



주) 1. 수주잔고는 연결감사보고서(분기연결검토보고서)상 진행 기준(매출 기준)
 2. 잔고회전율은 최근 3개년 평균 매출 기준(분기수치 연환산)
 자료) Clarksons Research, 연결감사보고서, 분기연결검토보고서

2) 점진적 매출 성장세와 개선된 수익성이 지속될 전망이다.

2026년에도 우수한 실적 흐름이 지속될 전망이다. 선제적 CAPEX 투자와 해외 수주 추진을 위한 판관비 지출 등에 따라 당분간 특수선 및 플랜트 부문의 비용 부담이 발생할 전망이다. 그러나 2026년 1분기 상선 부문이 18.0%의 영업이익률을 기록하는 등 우수한 수익성을 보이고 있어, 전사 매출 성장세와 현 수준의 수익성은 유지 가능할 것으로 판단된다.

고가 수주 물량의 건조 비중이 확대되면서 상선 부문의 영업실적 개선세가 이어질 것으로 예상되는 가운데, 특수선 부문에서 캐나다 해군의 3,000톤급 잠수함 12척 도입 사업(CPSP), 한국형 차기 구축함 사업(KDDX) 등 대규모 프로젝트 수주 성공 시 추가적인 실적 개선이 가능할 전망이다. 향후 동일 선종 반복 효과, 자동화율 제고 등에 따른 상선 부문의 수익성 개선 효과가 지속되는지, 원활한 신규 수주와 가동률 개선을 통해 특수선 및 플랜트 부문의 고정비 부담이 완화되는지 여부에 대해 모니터링할 계획이다.

[표 2] 최근 실적 추이 (연결기준)

(단위: 억원, %, 배)

구분	분기별 실적					연도별 실적			
	25.1Q	25.2Q	25.3Q	25.4Q	26.1Q	2022	2023	2024	2025
매출액	31,431	32,941	30,234	33,230	32,099	48,602	74,083	107,760	127,835
영업이익	2,586	3,717	2,898	2,475	4,411	-16,136	-1,965	2,379	11,676
EBITDA	3,089	4,300	3,481	3,135	5,080	-14,831	-505	4,175	14,005
세전이익	2,172	1,507	2,726	2,018	5,064	-17,943	-1,163	1,810	8,424
영업이익률	8.2	11.3	9.6	7.5	13.7	-33.2	-2.7	2.2	9.1
EBITDA마진	9.8	13.1	11.5	9.4	15.8	-30.5	-0.7	3.9	11.0
세전이익률	6.9	4.6	9.0	6.1	15.8	-36.9	-1.6	1.7	6.6
자산총계	181,777	183,037	185,339	201,409	207,965	122,357	139,448	178,438	201,409
부채총계	130,891	130,779	130,579	139,659	139,706	114,907	96,326	129,805	139,659
자본총계	50,886	52,258	54,761	61,750	68,260	7,450	43,122	48,634	61,750
총차입금	56,541	51,645	53,050	57,769	62,650	27,563	22,658	53,946	57,769
현금성자산	9,885	10,468	4,410	7,887	10,728	11,520	19,243	6,343	7,887
순차입금	46,657	41,177	48,640	49,882	51,923	16,043	3,416	47,603	49,882
부채비율	257.2	250.3	238.5	226.2	204.7	1,542.4	223.4	266.9	226.2
조정부채비율	184.8	179.3	179.3	166.1	150.5	1,023.5	124.3	188.4	166.1
차입금의존도	31.1	28.2	28.6	28.7	30.1	22.5	16.2	30.2	28.7
순차입금/EBITDA	3.8	2.4	3.5	4.0	2.6	-1.1	-6.8	11.4	3.6
조정순차입금/EBITDA	7.6	5.4	7.0	8.1	5.0	-4.2	-95.2	21.7	7.3

자료) 연결감사보고서, 분기연결검토보고서

3) 투자부담에도 강화된 현금창출력을 기초로 양호한 재무안정성이 유지될 전망이다.

운전자본, CAPEX, 해외 지분투자 관련 자금소요로 순차입금이 연결기준 2024년말 4조 7,603억원에서 2026년 3월말 5조 1,923억원으로 증가하였다. 2026년에도 플로팅 도크 및 해상크레인 등 약 8,000억원의 설비투자와 미국 Philly 조선소, 해운법인 등과 관련한 약 7,000억원의 해외 지분투자가 예정되어 있어 투자부담이 지속될 전망이다. 현재 건조 중인 물량의 대부분이 헤비테일(Heavy-Tail) 방식의 대금 지급 조건으로 구성되어 있어, 공정 진행에 따른 운전자본부담도 내재되어 있다.

다만 연결기준 OCF 가 2024년 2,299억원에서 2025년 1조 4,355억원으로 크게 증가하였고, 2026년 1분기에도 전년 동기 대비 87.8% 증가한 5,787억원을 기록하는 등 영업현금창출력이 빠르게 강화되고 있다. 신규 수주에 따른 선수금 유입이 이어지면서 FCF 도 2025년 흑자 전환되었다. 이에 따라 향후에도 자금 소요에 대해 영업창출현금으로 상당 부분 대응하면서 양호한 재무안정성을 유지할 수 있을 것으로 판단된다. 평균 건조선이 상승으로 수익성이 제고되는 가운데 선박 인도가 집중되는 2027년 이후에는 잔금 회수가 본격화되면서 운전자본부담도 점진적으로 완화될 전망이다. 차질 없는 선박 인도를 통한 잔금 회수와 지속적인 신규 수주 여부, 실적 개선을 통한 영업현금창출력 제고 추세 유지 여부 등이 주요 모니터링 요인이다.

2. KR의 전망

1) Key Factor의 가정

KR은 동사의 향후 신용도 방향성에 있어 실적 개선세의 유지 여부가 중요하다고 판단하며, 이를 위해서는 공정 안정화를 통한 개선된 생산성의 유지와 건조한 수주성과의 지속 여부가 Key Factor가 될 것이라고 본다. 해당 Key Factor에 대한 가정은 다음과 같다.

- **공정 안정화 지속:** 실적 턴어라운드 이후 동사의 과제는 저가 잔고를 빠르게 소진하고 고가 잔고 비중을 늘려가기 위한 공정 안정화의 달성 여부에 있었다. 장기간의 불황으로 업계 전반의 인력이 감소하면서 업황 턴어라운드 국면 초기에는 대규모 신규수주 물량을 빠르게 소화하지 못하였고, 저가 잔고들이 건조 물량 내 잔존하며 수익성 개선을 제약해왔다.

그러나 2024년 이후 외국인 근로자 등 신규 인력들의 업무 숙련도가 향상되고 자동화율이 제고되면서 공정 부하가 점차 완화되었고, 이는 최근의 지속적인 수익성 개선세로 이어지고 있다. 주력 선종인 LNG 운반선을 중심으로 한 동일 선종 반복 건조에 따른 학습효과도 생산성 향상에 기여하고 있다. 향후에도 상선 부문을 중심으로 한 수익성 개선 효과가 지속될 것으로 전망된다.

- **건조한 수주성과 지속:** 현재 글로벌 조선시장은 컨테이너선을 중심으로 기존 발주 물량이 다량 누적되어 있어 신규 발주에 부담 요인으로 작용하고 있다. 2025년 10월 IMO의 탄소중립정책 중기조치 도입이 1년 유예된 점도 단기적으로 선주들의 친환경 선박 발주 의사결정 관련 불확실성을 확대하였다.

그러나 탄소중립(Net Zero)에 대한 글로벌 환경규제의 중장기적 방향성은 여전히 유효하며, 브릿지 에너지원으로서 LNG에 대한 수요와 대체연료 추진선 등 친환경 선박으로의 교체 수요 또한 지속될 것으로 판단된다. 2025년 이후 북미 지역을 중심으로 LNG 프로젝트 FID(최종투자결정) 건이 크게 증가한 점도 동사 주력 선종인 LNG 운반선의 수요를 뒷받침하고 있다. 향후 미국의 해양 재건 정책이 본격화되는 과정에서 전략상선단 등 미국발 신조 발주로 국내 조선사들의 수요 기반이 확대될 가능성도 존재한다. 이와 함께 국내외 조선사들의 수주 잔고가 평균 3년치 수준으로 확충되며 글로벌 조선시장의 공급이 제한되고 있는 점을 고려할 때, 당분간 적정 선가 하에 양호한 수주여건이 지속될 것으로 판단된다.

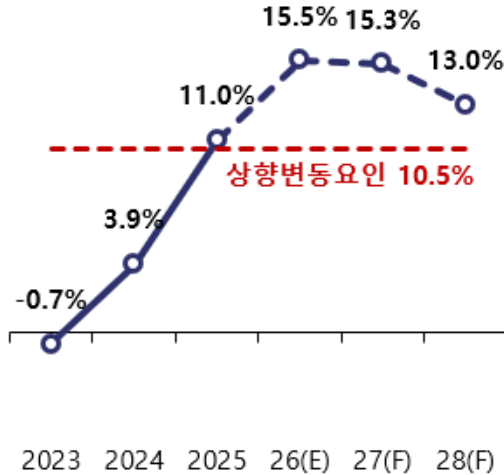
2) 등급변동요인의 추정

조선시장의 수급여건이 양호한 가운데, 동사는 적정 선가의 신규 수주를 지속하고 있다. 기 확보한 고가 수주 물량의 매출 반영과 공정 안정화에 따른 생산 효율성 개선을 통해 EBITDA마진 10.5% 이상을 유지할 것으로 전망된다.

[표 3] 등급변동요인

상향변동요인 A-(P) → A(S)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 견조한 수주성과, 생산성 제고와 원가통제 통한 실적 개선세 지속 ✓ 선도적 친환경선 레코드, 특수선 경쟁력 제고 등 포트폴리오 경쟁력 강화 ✓ 자본 축적과 안정적인 현금흐름을 통한 재무안정성 제고 ✓ EBITDAmargin 10.5% 이상 유지
------------------------	---

[그림 3] 등급변동요인(EBITDAmargin) 추이



자료) 연결감사보고서, 한국기업평가 추정

본문 내 전망과 관련된 모든 정보는 평가시점에 있어 당사의 합리적인 분석방법과 절차에 의하여 생성된 예측 정보이며, 이는 분석대상업체의 핵심지표 관련 당사의 전망에 기초한 영업손익 추정과 분석대상업체가 제시한 사업계획 등을 근거로 하고 있습니다. 향후 핵심지표의 변화 폭이 당초의 예상범위를 크게 이탈하고, 이러한 추세가 구조적인 요인에 기인하는 것으로 판단되는 경우 당사는 이를 반영한 Credit 검토를 토대로 신용등급 또는 등급전망을 변경할 수 있습니다. 예측정보는 수급요인이나 환율, 금리 등과 같은 외생변수를 포함한 대내외적인 환경변화에 따라 실제 결과치와 차이가 발생할 수 있습니다.

추정 시 가정한 기본 전제 및 방법은 다음과 같습니다.

1. 매출: 고선가 물량 비중 확대 및 공정 안정화/효율화 지속에 따라 점진적 매출 성장세 유지 가정
2. 원가: 2026~2027년 고가 물량 비중 증가 등으로 우수한 수익성 유지 가정, 이후 선가 소폭 하락한 시기의 물량 공정 착수로 수익성 소폭 하락하나 높은 수준 유지 가정
3. 운전자본: 공정 진행에 따른 운전자본부담 내재하나 2027~2028년 다수 선박 인도에 따른 운전자본부담 감소 가정
4. 투자: 회사 제시 Capex(플로팅 도크, 해상크레인 등) 및 해외 지분(필리조선소, 미국 해운법인 등) 투자계획 반영
5. 재무: 정책금융기관 Credit Line 등 단기차입금 중심의 자금 조달 구조 감안

[유의사항]

- (1) 한국기업평가(주)(이하 ‘당사’)가 제공하는 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 분석 시점에서의 당사의 의견입니다. 또한, 당사가 제공하는 보고서 등의 제반 연구자료(이하 ‘간행물’)는 상기 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 당사 또는 필자 개인의 견해를 포함할 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 특별한 언급이 없는 한 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용등급 및 간행물에 포함된 당사의 의견은 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상황능력 등에 대해 예측한 독자적인 견해로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- (2) 신용등급 산출 및 간행물 발간(이하 ‘신용평가업무 등’)에 이용되는 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 제3자 요청 신용평가 등 예외적인 경우를 제외하고는 신용등급 산출 시 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인서를 평가대상회사 또는 기관으로부터 수령하고 있습니다. 당사는 평가대상회사 또는 기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제 하에 신용평가업무 등을 수행하고 있으며, 신용평가업무 등 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
- (3) 당사는 신용평가업무 등 과정에서 이용되는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 신용등급 및 간행물의 정확성 및 완전성을 보증하거나 확약하지 않습니다. 당사 간행물의 모든 정보들은 신용평가업무 등에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 법률에 의하여 인정되지 않는 이상 당사 신용등급 및 간행물 상의 정보이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.
- (4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 그 내용으로 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다. 특히, 당사의 신용등급과 간행물은 시장 전문가를 일차적인 이용대상으로 하고 기본적으로 개인투자자에 의한 이용을 전제로 하고 있지 않아 이를 이용하여 개인투자자 스스로 투자의사결정을 내리는 것은 적절하지 않을 수 있으므로 사전에 반드시 외부전문기관의 도움을 구할 필요가 있습니다. 아울러, 공시되지 않은 신용등급이나 제3자 요청 신용평가에 따라 산출된 신용등급의 경우 신용평가 요청인 이외에는 해당 신용등급을 믿고 이용하여서는 안 된다는 점을 밝혀 둡니다.
- (5) 본 보고서의 내용은 필자의 개인의견으로 당사의 공식의견이 아닙니다.

Copyright 2026, Korea Ratings Corporation. All Rights Reserved. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500 FAX: 368-5353.

본 보고서에서 제공하는 모든 정보의 저작권은 한국기업평가(주)의 소유입니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 서면동의 없이 무단으로 전재되거나 복사, 인용(또는 재인용), 배포될 수 없습니다.