대한조선 (439260)

락업 해제일 임박, 기회로 보여지는 이유

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

영업이익률 +30% 임박, 탱커는 시황 개선 기대감 모아지는 중

2025년 4분기 영업이익률 +27.2%를 기록한 대한조선은, 2026년에 영업이익률 +30%에 도전한다. 2026년 건조선가지표는 전년대비 +15.9% 상승하기 때문이다. 후판가격이 5.3% 상승하고, 인건비가 10.0% 증가한다고 가정했지만 가격 상승 효과가 이를 초과한다.

건조선가지표 상승을 이끄는 일감은 2024년에 Petrobras로부터 수주한 셔틀탱커 3척이다. 척당 1.3억달러인 셔틀탱커는 척당 8,500~9,000만달러 수준인 일반 수에즈막스 탱커와 사이즈(길이 x 너비 x 깊이)는 같아도, 선가와 수익성이 더 좋다.

2026년 1월 말 수주잔고 상으로는 2028년 인도척수가 CAPA 대비 4척 정도 부족해 보였으나, 금일 2025년 4분기 실적 설명회에서 해소했다. 베네수엘라, 이란 등 지정학적 이슈 심화되며 그림자 선대 탱커에 대한 제재가 강화될수록 화이트 선대 탱커에 대한 반사 수혜 강도는 강화한다. 운임 상승 등 시황 개선 신호가 포착되는 가운데, 2028년 단납기 슬롯을 확보할 수 있다는 회사의 확보 자신감에 동의한다.

2028년말~29년초에는 CAPEX 투자 없이 생산성 개선을 도모한다. 평균 4.5주 정도의 도크 체류 시간을 기록 중인, 현재의 생산성을 평균 4주로 단축하면서 연간 CAPA를 1척 정도 확대하는 방안이다. 확보한 여유 슬롯에 2029년부터 VLGC, VLAC 등 고부가가치 선종으로 채우는 전략도 고민 중이다.

2026년 2월 2일 주목, 상장 후 6개월 락업 물량 해제일

매출액또는손익구조30%이상변경 공시를 통해 2025년 4분기 호실적은 이미 공시됐음에도 주가가 하락하고 있는 배경에는 오버행 이슈가 있다. 2대 주주(24.89%) 등 상장 후 6개월 락업 물량에 대한 해제를 앞둔 영향이다. 대한조선은 상장 후 낮아진 주가에 우려에 대하여, 1) 호실적 유지와 2) 주주환원정책 검토를 밝혔다.

Meritz Research 2026. 1. 30

Not Rated

현재주가 (1.30)	69,600원
KOSPI	5,224.36pt
시가총액	26,814억원
발행주식수	3,853만주
유동주식비율	27.04%
외국인비중	1.46%
52주 최고/최저가	108,700원/57,700원
평균거래대금	278.0억원

주요주주(%)

케이에이치아이 외 15 인	47.70
안다에이치자산운용	24.89

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.9	0.0	0.0
상대주가	-16.2	0.0	0.0

주가그래프

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	816.4	35.9	38.3	3,640	-	16,290	-	-	6.1	25.0	374.0
2024	1,075.3	158.1	172.7	12,457	-	14,854	-	-	0.5	55.3	197.6
2025P	1,228.1	294.1	245.1	7,209	-	28,382	9.3	2.4	7.0	31.7	41.0
2026E	1,268.8	356.1	293.3	7,614	5.6	35,996	9.5	2.0	5.5	23.7	30.2
2027E	1,465.9	426.9	353.8	9,184	20.6	45,179	7.8	1.6	3.9	22.6	27.5

표1 대한조선의 선종별 연간 인도량

(척)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
컨테이너선	4	0	0	0	2
COT	4	7	9	11	10
PC	1	4	1	0	0
기타	1	0	0	0	0

주: 인도 스케쥴은 Clarksons 선표 리스트를 참고
주: 2026년 중 2028년 인도 슬롯 4척을 추가 수주한다고 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 대한조선의 선종별 평균 수주 가격

(백만달러)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
컨테이너선	80.0				115.5
COT	80.0	81.2	88.7	93.3	86.9
PC	64.0	63.3	74.0		
기타	6.6				

주: 당해 인도 계획이 없을 경우, 차기연도의 값을 적용
주: 2026년 중 2028년 인도 슬롯 4척을 추가 수주한다고 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 대한조선의 선종별 매출액, 일감, 건조선가지표

(백만달러, 척, p)	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**721.7**	**826.6**	**887.5**	**1,034.2**
컨테이너선	288.0	0.0	0.0	23.1
COT	344.9	591.5	820.9	1,011.1
PC	82.9	235.1	66.6	0.0
벌크선 및 기타	6.0	0.0	0.0	0.0
일감	**10.1**	**10.9**	**10.1**	**11.1**
컨테이너선	3.6	0.0	0.0	0.2
COT	4.3	7.2	9.2	10.9
PC	1.3	3.7	0.9	0.0
벌크선 및 기타	0.0	0.0	0.0	0.0
건조선가지표	**71.5**	**75.8**	**87.9**	**93.2**
YoY	N/A	6.1%	15.9%	6.0%

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, 2028년 인도슬롯을 CAPA 만큼 모두 채운다고 전제
주3: 건조선가지표(p)는 당해 매출액(백만달러) / 일감(척)으로 계산
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 주요 주주 및 의무 보유 확약 기간

구분	주주명	공모 후 보유주식		매각제한 물량		매각제한 기간	매각제한 해지일
		주식 수	지분율	주식 수	지분율		
최대주주 등	㈜케이에이치아이	17,771,846	46.13%	8,885,923	23.06%	상장 후 1년	2026-08-01
				8,885,923	23.06%	상장 후 2년	2027-08-01
	계열회사 (스테프코리아 외 3개사)	500,000	1.30%	500,000	1.30%	상장 후 6개월	2026-02-01
	특수관계인 (이석문 외 18인)	156,000	0.40%	156,000	0.40%	상장 후 6개월	2026-02-01
	소계	**18,427,846**	**47.83%**	**18,427,846**	**47.82%**		
1% 이상 소유주주	삼성증권㈜ (안다에이치자산운용)	9,590,302	24.89%	9,590,302	24.89%	상장 후 6개월	2026-02-01
	한국산업은행	478,672	1.24%	-	-	유통가능	-
	소계	**10,068,974**	**26.13%**	**9,590,302**	**24.89%**		
1% 미만 소유주주	광주은행	268	0.00%	-	-	-	-
	소액주주	29,224	0.08%	26,000	0.07%	상장 후 6개월	2026-02-01
	소계	**29,492**	**0.08%**	**26,000**	**0.07%**		
공모주주	우리사주조합	2,000,000	5.19%	2,000,000	5.19%	상장 후 1년	2026-08-01
	공모주주	8,000,000	20.77%	-	-	-	-
	소계	**10,000,000**	**25.96%**	**2,000,000**	**5.19%**		
총계		**38,526,312**	**100.00%**	**30,044,148**	**77.97%**		

자료: 대한조선, 메리츠증권 리서치센터

표5 대한조선 4Q25P

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**350.4**	332.0	5.6	274.0	27.9	331.6	5.7
영업이익	**95.3**	69.9	36.3	66.5	43.4	80.4	18.5
세전이익	**106.2**	81.5	30.2	80.8	31.4	90.0	18.0
지배주주순이익	**75.1**	97.8	-23.2	65.8	14.1	69.0	8.8
영업이익률(%)	**27.2%**	21.1%		24.3%		24.3%	
세전이익률(%)	**30.3%**	24.6%		29.5%		27.1%	
순이익률(%)	**21.4%**	29.5%		24.0%		20.8%	

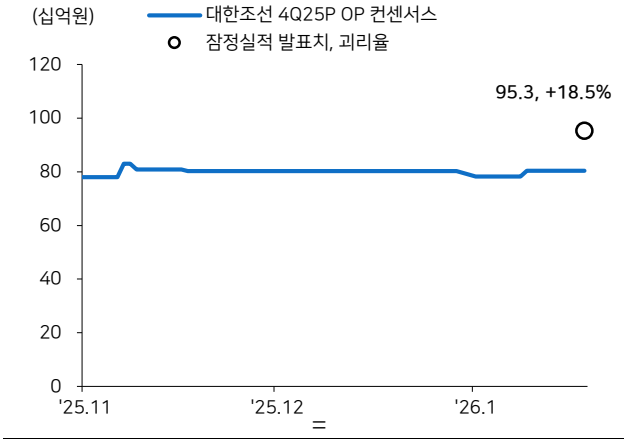
자료: 대한조선, 메리츠증권 리서치센터

표6 대한조선 2025P 연간 실적 테이블

(십억원)	2025P	2024	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**1,228.1**	1,075.3	14.2	1,199.2	2.4
영업이익	**294.1**	158.1	86.1	277.2	6.1
세전이익	**312.6**	156.4	99.8	287.2	8.8
지배주주순이익	**245.1**	172.7	42.0	233.0	5.2
영업이익률(%)	**23.9%**	14.7%		23.1%	
세전이익률(%)	**25.5%**	14.5%		23.9%	
순이익률(%)	**20.0%**	16.1%		19.4%	

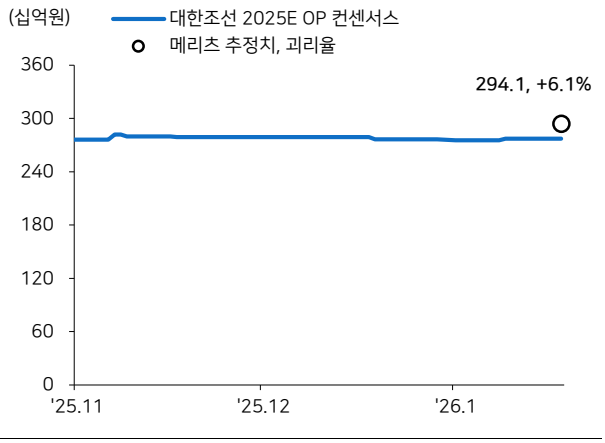
자료: Quantiwise, 대한조선, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25P 영업이익, 컨센서스 대비 18.5% 상회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025P 영업이익 컨센서스 대비 6.1% 상회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표7 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
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
YoY	9.3%	4.6%	1.9%	3.9%	-0.9%	-0.3%	2.5%	-1.8%	4.9%	-0.1%	-0.8%
영업일수	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	243	245	246
건조선가지표(P)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	75.8	87.9	93.4
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	6.1%	15.9%	6.0%
중국후판가격(달러/톤)	477.8	474.4	487.2	482.2	490.8	499.3	507.8	525.5	480.4	505.8	558.4
YoY	-15.7%	-11.3%	1.7%	-3.5%	2.7%	5.2%	4.2%	9.0%	-7.6%	5.3%	10.4%
매출액	**307.7**	**296.0**	**274.0**	**350.4**	**309.7**	**326.5**	**300.3**	**332.3**	**1,228.1**	**1,268.8**	**1,465.9**
YoY	45.4%	16.8%	-1.5%	5.6%	0.6%	10.3%	9.6%	-5.2%	14.2%	3.3%	15.5%
QoQ	-7.3%	-3.8%	-7.5%	27.9%	-11.6%	5.4%	-8.0%	10.7%	N/A	N/A	N/A
영업이익	**69.8**	**62.5**	**66.5**	**95.3**	**85.3**	**94.8**	**82.1**	**93.9**	**294.1**	**356.0**	**426.8**
YoY	192.9%	84.4%	118.6%	36.3%	22.2%	51.7%	23.4%	-1.6%	86.1%	21.1%	19.9%
QoQ	-0.2%	-10.5%	6.4%	43.4%	-10.5%	11.1%	-13.4%	14.3%	N/A	N/A	N/A
영업이익률	22.7%	21.1%	24.3%	27.2%	27.6%	29.0%	27.3%	28.2%	23.9%	28.1%	29.1%
세전이익	**72.5**	**53.0**	**80.8**	**106.2**	**92.6**	**103.9**	**91.7**	**102.9**	**312.6**	**391.1**	**471.7**
YoY	233.1%	86.5%	227.7%	30.2%	27.7%	95.9%	13.5%	-3.1%	99.8%	25.1%	20.6%
QoQ	-11.0%	-26.9%	52.3%	31.4%	-12.8%	12.2%	-11.8%	12.2%	N/A	N/A	N/A
지배주주순이익	**60.6**	**43.7**	**65.8**	**75.1**	**69.5**	**77.9**	**68.8**	**77.2**	**245.1**	**293.3**	**353.8**
YoY	178.1%	53.6%	166.9%	-23.2%	14.7%	78.4%	4.5%	2.8%	42.0%	19.7%	20.6%
QoQ	-38.1%	-27.9%	50.7%	14.1%	-7.4%	12.2%	-11.8%	12.2%	N/A	N/A	N/A

자료: 대한조선, 메리츠증권 리서치센터

4Q25 Conference Call Q&A

Q1 **배당 계획은?**

A1
- 현재의 주가가 회사 가치를 다 반영하지 못하고 있다고 생각하여 여러가지 주주환원정책 검토 중
- 주주총회 때 결정하겠지만, 주가 부양 의지 있음

Q2 **탱커 선가가 회복세인 상황에서, 회사의 선가 목표가 있다면 어느 정도인지?**

A2
- 선가 회복세가 실제로 보여지는 중. 조금 더 상승 기대 중. 8,700~8,800만달러까지는 상승할 전망

Q3 **4분기 매출 급성장의 구체적인 이유는?**

A3
- 3분기는 계절적 비수기였고 생산성이 낮았음. 게다가 여름 휴가에도 골리앗 크레인 정비 등의 사유로 여름 휴가 기간 내 완전 셧다운을 시행하면서 매출 감소가 컸음
- 4분기에는 당초 매출 목표를 달성하기 위해 캐치업 활동을 전개함
- 향후 생산성 향상을 위해 검토 중인 내용은, 4.5주의 도크 배치 기간을 4주로 조정하면서 연간 1척 정도 추가 건조

Q4 **2025년 10월에 컨테이너선 2척을 수주했는데, 탱커 반복 건조 효과를 넘어설 만큼 특이적 고수익성으로 봤기 때문인지? 아니면 2028년 하반기에 컨테이너선 반복건조를 위한 수주를 노리고 있다는 시그널인지?**

A4
- 2025년 상반기에 회사 IPO를 앞두고 일시적으로 시황이 어려워진 탓에 수에즈막스 탱커에 준하는 수익성이라고 판단하는 해당 컨테이너선 2척을 수주함
- 추가 컨테이너선 수주에 주력하기보다는 수에즈막스 탱커에 주력할 계획임. 반복건조에 따른 생산성 효과가 중요하기 때문임

Q5 **Petrobras향 추가 셔틀탱커 수주 기대감은? 2028년 이후에도 선가 상승을 이끌만한 프로젝트 기대감은?**

A5
- 셔틀탱커 뿐 아니라 VLGC, VLAC와 같은 가스선도 선형 개발을 통해 기회가 된다면 수주할 계획. 가스선 선형 개발 및 영업 전략에 대해 논의 중. 한 개의 도크 내에서 병렬 건조 방식 등을 통해 매출 극대화 논의 중

Q6 **주주환원 외에도 현금을 활용한 투자 계획은?**

A6
- 주주환원 외 CAPEX 계획은 적어도 2026년까지는 없음. 매출 성장이라는 목표를 우선적으로 고민 중. 현재 운영하고 있는 460 x 72 사이즈의 도크 생산성 극대화에 초점. VLGC같은 가스선 선형 개발 및 영업 전략을 논의 중. 향후 2029년 이후에는 병렬 건조 방식을 통해 2척의 완성과 2척의 후속선박 건조 체제 가동 기대

Q7 **2월 2일 락업 해제에 대해서 회사의 의견은?**

A7
- 대한조선이 2대주주간 소통은 없음. 다만, 투자 유치 당시 2대주주가 평가한 대한조선의 가치보다 현재 주가가 많이 낮아진 상황이므로 락업 해제일에도 대규모 오버행을 일으킨다고 보진 않음. 일정 물량 정도에 한하여 블록딜 가능성은 있음

Q8 **2026년 원자재 가격이나 강재 가격에서 변동 없는지?**

A8
- 중국산 강재가격 상승 우려가 있었으나, 실제로 2025년 강재 가격은 사업계획 대비 톤당 2만원 정도 하향 안정화 확인. 현재의 추세 변화는 없다고 판단. 2025년 수준의 강재가격을 2026년에도 전망
- 엔진과 같은 기자재는 엔진업체로부터 인상 요구가 있으나, 주력 엔진 조달 업체인 HD현대중공업과 우호적인 관계를 통해 아직까지는 적절한 가격 수준 내에서 조달 중

Q9 **외주인력은 현황은?**

A9
- 2025년 인건비를 전년대비 1%p 정도 절감했는데, 공정 안정화 효과임. 2024년말 협력사 2,400여명이었음. 2025년에는 1,900명 수준으로 줄어들었음. 이 만큼 인건비를 절감했음.
- 현재의 인력 수준으로 2026년에도 유지될 전망. 단, 셔틀탱커를 건조할 계획인데 오랜만에 건조하다보면 돌발 변수 가능성은 상존

대한조선 (439260)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	**816.4**	**1,075.3**	**1,228.1**	**1,268.8**	**1,465.9**
매출액증가율(%)	17.7	31.7	14.2	3.3	15.5
매출원가	761.5	895.1	904.8	876.2	997.5
매출총이익	54.8	180.2	323.3	392.6	468.4
판매관리비	18.9	22.2	29.2	36.5	41.6
영업이익	**35.9**	**158.1**	**294.1**	**356.1**	**426.9**
영업이익률(%)	4.4	14.7	23.9	28.1	29.1
금융손익	-35.9	-163.5	35.5	9.5	14.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	28.5	161.8	-17.0	25.5	30.5
세전계속사업이익	28.5	156.4	312.6	391.1	471.7
법인세비용	-9.8	-16.2	67.4	97.8	117.9
당기순이익	**38.3**	**172.7**	**245.1**	**293.3**	**353.8**
지배주주지분 순이익	38.3	172.7	245.1	293.3	353.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**-110.3**	**158.3**	**138.4**	**316.6**	**328.9**
당기순이익(손실)	38.3	172.7	245.1	293.3	353.8
유형자산상각비	10.8	12.0	11.4	11.3	10.9
무형자산상각비	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1
운전자본의 증감	-139.8	-10.7	-134.3	11.9	-35.9
투자활동 현금흐름	**24.6**	**-4.7**	**-345.4**	**-2.8**	**-19.8**
유형자산의증가(CAPEX)	-18.1	-5.6	-9.9	-8.0	-4.0
투자자산의감소(증가)	5.8	-47.8	-2.7	2.7	-8.2
재무활동 현금흐름	**127.0**	**78.4**	**133.9**	**-11.5**	**6.5**
차입금의 증감	119.6	77.9	-333.9	-11.5	6.5
자본의 증가	-729.6	112.1	394.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	40.5	245.9	-78.3	302.3	315.6
기초현금	28.0	68.4	314.3	236.0	538.4
기말현금	68.4	314.3	236.0	538.4	853.9

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	427.0	901.9	1,125.4	1,395.7	1,808.5
현금및현금성자산	68.4	314.3	236.0	538.4	853.9
매출채권	0.3	20.8	22.0	20.9	24.3
재고자산	39.2	33.3	35.2	33.3	38.9
비유동자산	385.8	447.5	416.6	410.4	411.6
유형자산	361.1	353.1	354.1	350.8	343.9
무형자산	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1
투자자산	1.7	49.4	52.2	49.5	57.7
자산총계	**812.9**	**1,349.4**	**1,542.0**	**1,806.2**	**2,220.1**
유동부채	468.3	832.1	417.8	389.4	447.2
매입채무	59.0	95.9	101.2	96.0	111.8
단기차입금	189.6	286.1	23.7	15.7	11.7
유동성장기부채	2.3	20.2	0.0	0.0	0.0
비유동부채	173.1	63.9	30.7	30.0	32.3
사채	153.1	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**641.4**	**896.0**	**448.5**	**419.4**	**479.5**
자본금	52.6	152.6	192.6	192.6	192.6
자본잉여금	35.9	48.0	402.9	402.9	402.9
기타포괄이익누계액	43.6	40.8	40.8	40.8	40.8
이익잉여금	39.4	212.0	457.2	750.5	1,104.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**171.5**	**453.4**	**1,093.5**	**1,386.8**	**1,740.6**

Key Financial Data

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	77,556	77,586	36,117	32,933	38,050
EPS(지배주주)	3,640	12,457	7,209	7,614	9,184
CFPS	3,421	12,895	9,266	10,201	12,156
EBITDAPS	4,462	12,291	8,989	9,538	11,366
BPS	16,290	14,854	28,382	35,996	45,179
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	9.3	9.5	7.8
PCR	0.0	0.0	7.2	7.1	5.9
PSR	0.0	0.0	1.9	2.2	1.9
PBR	0.0	0.0	2.4	2.0	1.6
EBITDA(십억원)	47.0	170.4	305.7	367.5	437.9
EV/EBITDA	6.1	0.5	7.0	5.5	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.0	55.3	31.7	23.7	22.6
EBITDA 이익률	5.8	15.8	24.9	29.0	29.9
부채비율	374.0	197.6	41.0	30.2	27.5
금융비용부담률	1.9	2.0	0.7	0.2	0.2
이자보상배율(x)	2.4	7.4	33.5	114.9	140.7
매출채권회전율(x)	36.4	101.6	57.3	59.2	64.9
재고자산회전율(x)	23.6	29.7	35.9	37.0	40.6

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.