대한조선(439260)

COVERAGE INITIATION

Analyst 백주호 juho4281@hmsec.com

탱커 시장 수혜와 수익성 개선

BUY **TP 128,000원**

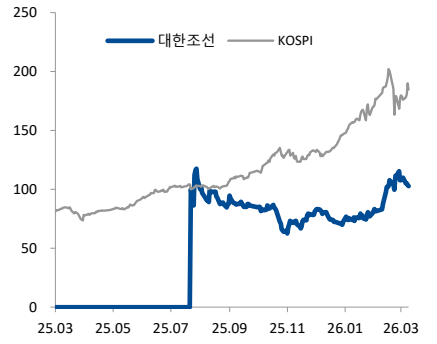
현재주가 (3/19)	94,900원
상승여력	34.9%
시가총액	3,656십억원
발행주식수	38,526천주
자본금/액면가	193십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	108,700원/57,700원
일평균 거래대금 (60일)	29십억원
외국인 지분율	3.65%
주요주주 지분율	
케이에이치아이외 15인	47.64%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	23.6	27.6	17.3
상대주가(%p)	21.7	-11.0	-29.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	7,209	8,120	128,000
Consensus	6,846	7,531	129,000
Cons. 차이	5.3%	7.8%	-0.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 투자의견 BUY, 목표주가 128,000원으로 커버리지 개시. 동사는 중형 탱커선 중심 조선사
- 탱커선 시장의 장기적 방향성은 긍정적. 1) 그림자 선단 제재 지속, 2) 노후 교체 수요, 3) 장금상선의 VLCC 중고선 매입에 따른 운임 상승 이루어져 왔기 때문. 미국의 러시아 그림자 선단 제재 완화는 원유 공급차질에 따른 일시적 제재 완화로 판단
- 수익성: 블록생산 내재화와 반복건조 효과, 고정비 낮은 인력구조를 바탕으로 4Q25 기준 OPM 27% 달성하며 높은 수익성 기록. 일일 연료 소비량(DFOC)에서도 중국대비 경쟁력 있어. 일 평균 41.4톤 가량 연료 소비하는 중국 대비 동사는 연료 소비량 낮아(2세대 기준 4톤, 3세대 기준 6톤) 연료비 절감으로 10% 가량의 선가차이를 7년 안에 회수 가능
- 주주환원: 주당 배당금 250원, 총 배당금 97억원. 자사주 취득은 400억원으로 자사주 취득 및 소각을 통한 주주환원 방향성. 향후 이익개선을 바탕으로 야드 증설 등 CAPEX 투자보단 주주환원 강화 기대

주요이슈 및 실적전망

- 4Q25 매출액은 3,504억원(yoy +6%, qoq+28%), 영업이익은 954억원(yoy +36%, qoq +43%, OPM 27.2%) 기록. 매출증가에 따른 고정비 감소와 생산성 향상. '26년 매출액 1.3조원, 영업이익 3,570억원 예상. 수에즈막스 대비 약 30% 고선가인 셔틀탱커 건조에 따른 수익성 개선 지속될 것. 수에즈막스 탱커 매출인식 선가는 '26년 기준 87백만 달러로 '25년 85백만 달러 대비 상승 전망. 3월 3일 중대재해로 인한 조업 중단으로 내업1공장 9일가량 생산중단, 1Q26 매출액 감소는 불가피하나 셔틀탱커 건조 작업을 2주가량 선행하여 진행해서 조업일수 감소 만회. 최근 동사 수에즈막스 수주건은 89.5$mil 기록. 수에즈막스 선가 상승 따른 잔여 슬랏(28년 2개, 29년 6개) 수주가 추가 실적 개선 결정

주가전망 및 Valuation

- 2027F EPS 8,543원에 Target P/E 15배 적용. 수주-매출 인식 시점 고려한 2027F EPS에 Target P/E는 HD현대미포 '05-'07년 평균 P/E 적용, 과거 반복 건조 바탕으로 높은 수익성 기록했던 HD현대미포와 유사하단 판단. 탱커선 시장은 노후교체 수요와 고운임속 장기적 성장 예상. 이란 전쟁 장기화는 리스크
- 2대주주 안다H자산의 지분(24.89%)과 기관 확약분(2.8%)이 26년 2월 락업 해제. 블록딜 후 낙폭 확대 시 매수 기회

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	816	36	38	47	3,640	흑전	0.0	0.0	6.1	25.0	N/A
2024	1,075	158	173	170	12,457	242.2	0.0	0.0	0.5	55.3	N/A
2025	1,228	294	245	306	7,209	-42.1	9.3	2.4	6.5	31.7	0.0
2026F	1,327	357	313	368	8,120	12.6	11.7	2.6	7.5	25.0	0.0
2027F	1,369	371	329	382	8,543	5.2	11.1	2.1	6.4	21.0	0.0

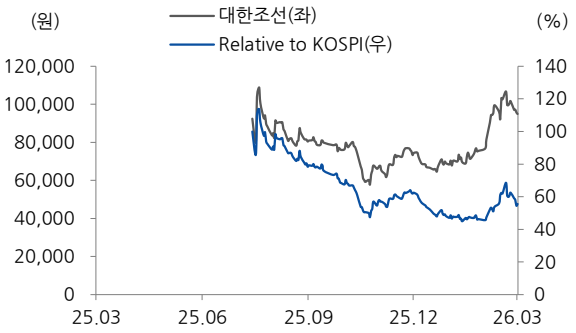
* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 대한조선 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target EPS (원)	8,543	- 2027F EPS
Target P/E (배)	15	- HD 현대미포 '05-'07년 평균 P/E
적정주가 (원)	128,139	- Target EPS * Target P/E
목표주가 (원)	**128,000**	
전일종가 (원)	94,900	- 2026.03.19 종가
상승여력 (%)	34.9	
투자의견	**BUY**	

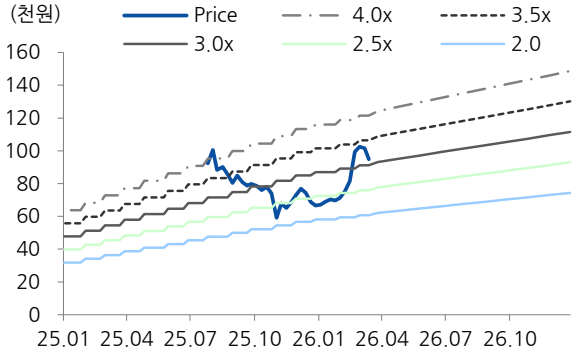
자료: 현대차증권

〈그림1〉 대한조선 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림2〉 대한조선 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈표2〉 대한조선 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	308	296	274	350	322	344	317	344	1,075	1,228	1,327	1,369
영업이익	70	62	67	95	82	96	84	95	158	294	357	371
지배순이익	61	44	66	75	71	84	74	84	173	245	313	329
영업이익률(%)	22.7%	21.1%	24.3%	27.2%	25.4%	28.0%	26.5%	27.7%	14.7%	23.9%	26.9%	27.1%
지배순이익률(%)	19.7%	14.8%	24.0%	21.4%	22.1%	24.5%	23.3%	24.3%	16.1%	20.0%	23.6%	24.0%
%yoy												
매출액	45.4%	16.8%	-1.5%	5.6%	4.7%	16.2%	15.6%	-1.8%	31.7%	14.2%	8.1%	3.2%
영업이익	192.6%	84.4%	118.9%	36.3%	17.4%	54.2%	26.1%	0.0%	340.3%	86.1%	21.5%	3.9%
순이익	178.1%	53.6%	166.9%	-23.2%	17.7%	92.7%	12.2%	11.2%	350.6%	42.0%	27.6%	5.2%
원달러/평균	1,453	1,401	1,386	1,467	1,465	1,465	1,440	1,420	1,361	1,427	1,448	1,400

자료: 현대차증권

〈그림3〉 대한조선 연도별/선종별 인도량

		선종별				
연도	인도대수	컨테이너	프로덕트 탱커	셔틀탱커	탱커	터그
2029	5				5	
2028	9	2			7	
2027	11			2	9	
2026	10		1	1	8	
2025	11		4		7	
2024	10	4	1		4	1
2023	13	2	5		6	
2022	2		1		1	
총합계	**70**	**8**	**12**	**3**	**46**	**1**

자료: Clarksons, 현대차증권

〈그림4〉 대한조선 2026년 수주 내역

선종	크기(DWT)	인도시점	계약일자	가격(백만달러)
Tanker	157,000	2029-10	2026-03-16	89.5
Tanker	157,000	2028-10	2026-02-06	88.7
Tanker	157,000	2028-12	2026-02-06	88.7
Tanker	157,000	2029-03	2026-01-28	87.7
Tanker	157,000	2029-05	2026-01-28	87.7
Tanker	157,000	2029-02	2026-01-14	86.2
Tanker	157,000	2029-04	2026-01-14	86.2
Tanker	157,000	2028-09	2026-01-13	86.0
Tanker	157,000	2028-11	2026-01-13	86.0

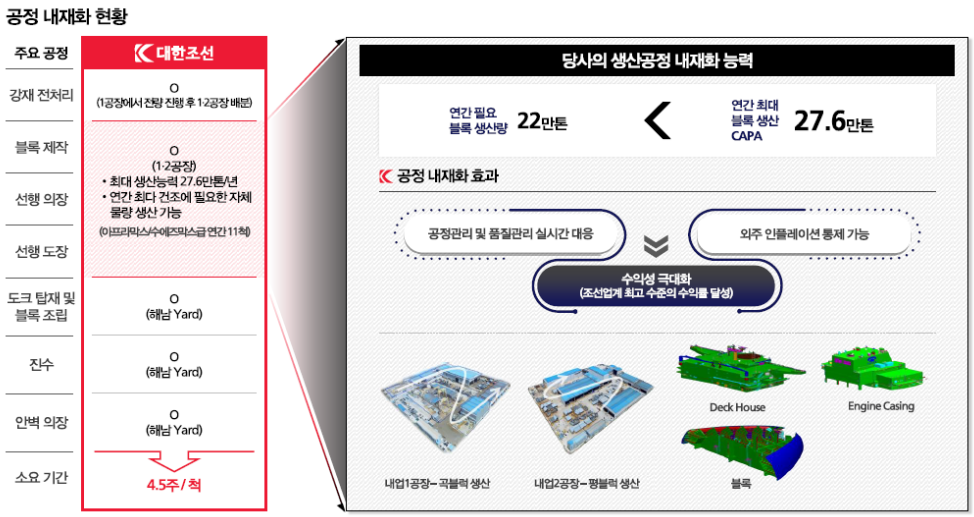
자료: Clarksons, 현대차증권

〈표3〉 대한조선 유통 가능 주식 수 및 보호예수물량

구분	주주명	공모 후 보유주식		매각제한물량		매각제한기간	보호예수해제일
		주식수	지분율	주식수	지분율		
최대주주 등	㈜케이에이치아이(최대주주)	17,771,846	46.13%	8,885,923	23.06%	상장 후 1 년	2026.08.01
				8,885,923	23.06%	상장 후 2 년	2027.08.01
	스태프코리아 등 4 개 계열회사	**500,000**	**1.30%**	**500,000**	**1.30%**	**상장 후 6 개월**	**2026.02.01**
	이석문 등 19 인(임원 및 친족)	156,000	0.40%	156,000	0.40%		
	소계	18,427,846	47.83%	18,427,846	47.83%		
1% 이상 소유주주	**삼성증권(AH 일반사모 제 10 호)**	**9,590,302**	**24.89%**	**9,590,302**	**24.89%**	**상장 후 6 개월**	**2026.02.01**
	한국산업은행	478,672	1.24%	-	-	유통가능	
	소계	10,068,974	26.14%	9,590,302	24.89%		
1% 미만 소유주주	소계	29,492	0.08%	26,000	0.07%	상장 후 6 개월	2026.02.01
공모주주	우리사주조합	2,000,000	5.19%	2,000,000	5.19%	상장 후 1 년	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%	30,044,148	77.98%		

자료: Dart, 현대차증권

〈그림5〉 대한조선 내업공장 CAPA 및 생산 내재화



자료: 대한조선, 현대차증권

〈그림6〉 대한조선 선종별 포트폴리오

자료: 대한조선, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	816	1,075	1,228	1,327	1,369
증가율 (%)	17.6	31.7	14.2	8.1	3.2
매출원가	762	895	907	941	968
매출원가율 (%)	93.4	83.3	73.9	70.9	70.7
매출총이익	55	180	321	386	401
매출이익률 (%)	6.7	16.7	26.1	29.1	29.3
증가율 (%)	161.9	227.3	78.3	20.2	3.9
판매관리비	19	22	27	29	30
판관비율(%)	2.3	2.0	2.2	2.2	2.2
EBITDA	47	170	306	368	382
EBITDA 이익률 (%)	5.8	15.8	24.9	27.7	27.9
증가율 (%)	261.5	261.7	80.0	20.3	3.8
영업이익	36	158	294	357	371
영업이익률 (%)	4.4	14.7	23.9	26.9	27.1
증가율 (%)	1,100.0	338.9	86.1	21.4	3.9
영업외손익	-8	-1	18	11	16
금융수익	11	25	62	13	18
금융비용	47	188	19	2	2
기타영업외손익	28	162	-25	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	29	156	313	368	387
세전계속사업이익률	3.6	14.5	25.5	27.7	28.3
증가율 (%)	흑전	437.9	100.6	17.6	5.2
법인세비용	-10	-16	67	55	58
계속사업이익	38	173	245	313	329
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	173	245	313	329
당기순이익률 (%)	4.7	16.1	20.0	23.6	24.0
증가율 (%)	흑전	355.3	41.6	27.8	5.1
지배주주지분 순이익	38	173	245	313	329
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-3	-0	0	0
총포괄이익	36	170	245	313	329

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	427	902	1,256	1,553	1,904
현금성자산	68	314	363	671	1,002
단기투자자산	7	46	49	48	49
매출채권	0	21	22	22	22
재고자산	39	33	35	35	36
기타유동자산	312	487	514	505	521
비유동자산	386	448	415	407	402
유형자산	361	353	352	345	339
무형자산	2	1	1	1	1
투자자산	2	49	52	51	53
기타비유동자산	21	45	10	10	9
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	813	1,349	1,671	1,960	2,306
유동부채	468	832	547	523	540
단기차입금	190	286	14	-0	-0
매입채무	59	96	101	99	103
유동성장기부채	2	20	0	0	0
기타유동부채	217	430	432	424	437
비유동부채	173	64	31	31	31
사채	153	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	1	49	15	15	15
기타비유동부채	19	15	16	16	16
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	641	896	577	554	571
지배주주지분	171	453	1,093	1,406	1,735
자본금	53	153	193	193	193
자본잉여금	36	48	403	403	403
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	44	41	41	41	41
이익잉여금	39	212	457	770	1,099
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	171	453	1,093	1,406	1,735

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	-110	158	277	325	336
당기순이익	38	173	245	313	329
유형자산 상각비	11	12	11	11	10
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-12	3	0	0
운전자본의 감소(증가)	-140	-11	5	2	-3
기타	-19	-4	13	-1	0
투자활동으로인한현금흐름	25	-5	-347	-2	-7
투자자산의 감소(증가)	6	-48	-3	1	-2
유형자산의 감소	0	0	1	4	4
유형자산의 증가(CAPEX)	-18	-6	-9	-8	-8
기타	37	49	-336	1	-1
재무활동으로인한현금흐름	127	78	124	-15	2
차입금의 증가(감소)	-7	49	-34	0	0
사채의증가(감소)	9	-132	-21	0	0
자본의 증가	-730	112	395	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	855	49	-216	-15	2
기타현금흐름	-1	14	-5	0	0
현금의증가(감소)	40	246	49	308	331
기초현금	28	68	314	363	671
기말현금	68	314	363	671	1,002

(단위:원, 배, %)

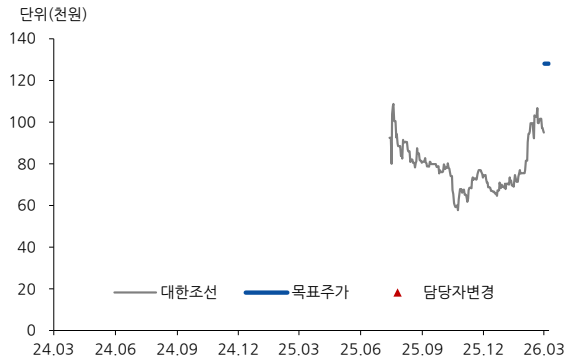
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	3,640	12,457	7,209	8,120	8,543
EPS(지배순이익 기준)	3,640	12,457	7,209	8,120	8,543
BPS(자본총계 기준)	16,290	14,854	28,383	36,502	45,045
BPS(지배지분 기준)	16,290	14,854	28,383	36,502	45,045
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	0.0	0.0	9.3	11.7	11.1
P/E(지배순이익 기준)	0.0	0.0	9.3	11.7	11.1
P/B(자본총계 기준)	0.0	0.0	2.4	2.6	2.1
P/B(지배지분 기준)	0.0	0.0	2.4	2.6	2.1
EV/EBITDA(Reported)	6.1	0.5	6.5	7.5	6.4
배당수익률	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	242.2	-42.1	12.6	5.2
EPS(지배순이익 기준)	흑전	242.2	-42.1	12.6	5.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	25.0	55.3	31.7	25.0	21.0
ROE(지배순이익 기준)	25.0	55.3	31.7	25.0	21.0
ROA	4.6	16.0	16.2	17.2	15.4
안정성 (%)					
부채비율	374.0	197.6	52.8	39.4	32.9
순차입금비율	167.0	17.5	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	2.4	7.4	33.7	146.7	157.4

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.03.20	BUY	128,000		

▶ 최근 2년간 대한조선 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 백주호의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.