대한조선 (439260)

1Q26P Review: 2028년까지 실적 우려는 없다

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

Meritz Research 2026. 4. 29

Not Rated

현재주가 (4.28) **91,900원**

영업이익 컨센서스 부합

1분기 매출액은 3,083억원(YoY +0.2%, QoQ -12.0%), 영업이익은 826억원(YoY +18.3%, QoQ -13.4%), 영업이익률은 +26.8%(YoY +4.1%p, QoQ -0.4%p)를 기록했다. 영업이익 컨센서스 816억원에 부합하는 실적이다. 1분기 내업1공장에서 발생한 중대재해로 인해, 약 100억원 정도의 매출 지연이 발생했다. 지연된 스케쥴은 4월까지 모두 따라잡은 상황이며 과태료 등 약 9억원의 비용도 1분기 중 모두 집행 완료했다.

2027년 숨고르기 후 생산성 향상으로 단납기 고선가 확보 가능성

조선소 중 가장 높은 영업이익률을 기록 중인 대한조선에 대한 기대치는 높을 수밖에 없다. 대한조선의 영업이익률은 2027년 이후 잠시 숨고르기를 할 수 있다. 1) 높은 가격의 셔틀탱커 일감 수행 이후 기저효과, 2) 2025년 하반기에 수주한 척당 8,500~8,600만 달러의 소폭 하락한 가격의 일감 반영 때문이다.

대한조선은 그럼에도 이미 높은 수익성을 더 개선시킬 방안 등을 소통하고 있다. 도크 회전율을 4.5주에서 4.0주로 단축시키며 연간 1척 분의 영업슬롯을 2028년부터 확보 가능하다. 기존 수에즈막스 12척 건조 CAPA에서 1척 분의 매출액 성장 및 영업레버리지 효과를 야기할 수 있다. 에너지안보 지도의 변화로 인해 탱커에 대한 단납기 수요가 지속 확대될 수 있는 가운데, 해당 일감의 가격 협상력이 증폭됨에 따라 전사 수익성에 대한 기여도는 커질 수 있다.

오버행, 주주환원, CAPEX 등... 케이조선 매각 상황을 먼저 주목

대한조선은 사실상 2029년까지의 수주잔고를 확보하는 등 미래 실적에 대한 우려는 지운 상황이다. 멀티플 리레이팅은 1) 최대주주와 2대주주의 락업 해제된 지분에 대한 오버행 이슈 해소, 2) 2026년 예상 지배주주순이익률 24.3%, 부채비율 30.3%의 우량한 상장사가 추진할 주주환원정책 확대 가능성, 3) 새로운 사업 기회를 포착한 CAPEX 투자에 따라 결정될 개연성이 있다.

다만, 이러한 결정의 주체인 최대주주와 유암코가 케이조선에 대한 매각을 원할히 마무리 짓는 선결 요건이 필요하다. 태광그룹-그린하버자산운용 컨소시엄은 케이조선 인수를 위한 최종 제안서를 제출한 상황이다.

표1 대한조선의 선종별 연간 인도량

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

주: 인도 스케쥴은 Clarksons 선표 리스트를 참고
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	86.7
PC	64.0	63.3	74.0		
기타	6.6				

주: 당해 인도 계획이 없을 경우, 차기연도의 값을 적용
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 대한조선의 선종별 매출액, 일감, 건조선가지표

(백만달러, 척, p)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**826.6**	**887.5**	**1,025.2**	**1,027.1**
컨테이너선	0	0	23	208
COT	591	821	1,002	819
PC	235	67	0	0
벌크선 및 기타	0	0	0	0
일감	**10.9**	**10.1**	**11.0**	**11.2**
컨테이너선	0	0	0	2
COT	7	9	11	9
PC	4	1	0	0
벌크선 및 기타	0	0	0	0
건조선가지표	**75.8**	**87.9**	**93.2**	**92**
YoY	6.1%	15.9%	6.1%	-1.6%

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 1Q26P Review 테이블

(십억원)	1Q26P	1Q25	(% YoY)	4Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**308.3**	307.7	0.2	350.4	-12.0	315.4	-2.3	314.4	-1.9
영업이익	**82.6**	69.8	18.3	95.3	-13.4	85.8	-3.7	81.6	1.3
세전이익	**102.0**	72.5	40.6	106.1	-3.9	93.1	9.6	89.3	14.2
지배주주순이익	**77.4**	60.6	27.8	78.7	-1.7	69.8	10.9	69.8	10.9
영업이익률(%)	**26.8%**	22.7%		27.2%		27.2%		25.9%	
세전이익률(%)	**33.1%**	23.6%		30.3%		29.5%		28.4%	
순이익률(%)	**25.1%**	19.7%		22.5%		22.1%		22.2%	

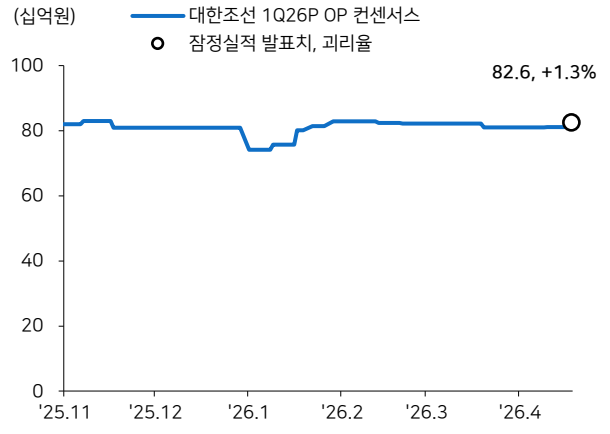
자료: Quantiwise, 대한조선, 메리츠증권 리서치센터

표6 대한조선 2026E 연간 실적 테이블

(십억원)	2026E	2025	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**1,278.8**	1,228.1	4.1	1,285.9	-0.6	1,309.3	-2.3
영업이익	**369.7**	294.1	25.7	357.5	3.4	352.5	4.9
세전이익	**413.2**	312.5	32.2	390.4	5.8	371.9	11.1
지배주주순이익	**310.8**	248.8	24.9	292.8	6.1	304.3	2.1
영업이익률(%)	**28.9%**	23.9%		27.8%		26.9%	
세전이익률(%)	**32.3%**	25.4%		30.4%		28.4%	
순이익률(%)	**24.3%**	20.3%		22.8%		23.2%	

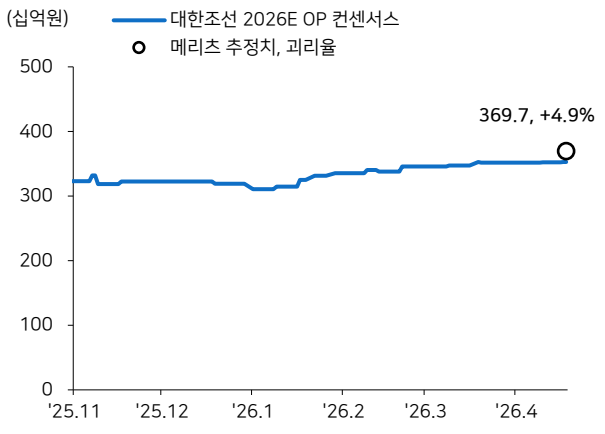
자료: Quantiwise, 대한조선, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q26P 영업이익, 컨센서스 부합



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익 컨센서스 대비 4.9% 상회 전망



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표7 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025E	2026E	2027E	2028E
환율(원/달러)	1,465.2	1,450.0	1,420.0	1,420.0	1,410.0	1,410.0	1,410.0	1,410.0	1,423.2	1,438.8	1,410.0	1,410.0
YoY	0.9%	3.3%	2.5%	-2.1%	-3.8%	-2.8%	-0.7%	-0.7%	4.9%	1.1%	-2.0%	0.0%
영업일수									243	245	246	240
건조선가지표(P)									75.8	87.9	93.2	91.7
YoY									6.1%	15.9%	6.1%	-1.6%
중국후판가격(달러/톤)	490.8	499.3	507.8	525.5	538.7	551.8	564.9	578.1	480.4	505.8	558.4	578.1
YoY	2.7%	5.2%	4.2%	9.0%	9.8%	10.5%	11.3%	10.0%	-7.6%	5.3%	10.4%	3.5%
매출액	**308.3**	**338.4**	**300.6**	**331.5**	**354.8**	**372.5**	**343.1**	**384.2**	**1,228.1**	**1,278.8**	**1,454.6**	**1,457.2**
YoY	0.2%	14.3%	9.7%	-5.4%	15.1%	10.1%	14.1%	15.9%	14.2%	4.1%	13.8%	0.2%
QoQ	-12.0%	9.8%	-11.2%	10.3%	7.1%	5.0%	-7.9%	12.0%				
영업이익	**82.6**	**101.1**	**86.9**	**99.1**	**108.0**	**115.0**	**101.3**	**118.1**	**294.1**	**369.7**	**442.4**	**385.0**
YoY	18.3%	61.9%	30.7%	4.0%	30.7%	13.7%	16.6%	19.1%	86.1%	25.7%	19.6%	-13.0%
QoQ	-13.4%	22.4%	-14.1%	14.1%	8.9%	6.5%	-11.9%	16.6%				
영업이익률	26.8%	29.9%	28.9%	29.9%	30.4%	30.9%	29.5%	30.7%	23.9%	28.9%	30.4%	26.4%
세전이익	**102.0**	**109.0**	**95.0**	**107.2**	**116.6**	**124.5**	**111.0**	**127.8**	**312.5**	**413.2**	**479.9**	**429.3**
YoY	40.6%	105.5%	17.6%	1.0%	14.3%	14.2%	16.9%	19.2%	99.8%	32.2%	16.1%	-10.5%
QoQ	-3.9%	6.9%	-12.9%	12.9%	8.8%	6.8%	-10.8%	15.1%				
지배주주순이익	**77.4**	**81.7**	**71.2**	**80.4**	**87.4**	**93.4**	**83.3**	**95.8**	**248.8**	**310.8**	**359.9**	**322.0**
YoY	27.8%	87.1%	8.2%	2.1%	13.0%	14.2%	16.9%	19.2%	44.1%	24.9%	15.8%	-10.5%
QoQ	-1.7%	5.6%	-12.9%	12.9%	8.8%	6.8%	-10.8%	15.1%				

자료: 대한조선, 메리츠증권 리서치센터

1Q26 Conference Call Q&A

Q1 **수에즈막스 탱커 신조선가 추가 상승 가능성은? 앞으로의 영업 전략 방향성은?**

A1
- 수에즈막스 탱커는 현재 척당 약 9천만달러 수준
- 우량 고객 및 단납기 수요 고객을 대상으로 선가를 유지 또는 상승시키는 방향으로 영업
- 수주 목표를 이미 채웠으니, 양보다는 질 위주로 수주 추진

Q2 **중대재해에 따른 매출액 감소 영향에 대하여 구체적인 설명은?**

A2
- 내업1공장에서 재해가 발생했고, 내업1공장은 약 8일정도 조업 중단 영향
- 기존의 분기 매출 체력을 감안해 표현하면, 해당 사고로 인해 약 100억원 정도의 매출 지연 발생
- 그외 추가로 9억원 정도의 비용을 사고 관련해 집행함
- 지연된 매출 스케쥴은 4월까지 모두 따라잡은 상황. 2026년 예정된 셔틀탱커 3척 본격 건조를 앞두고 2주 정도 선행작업을 수행했던 버퍼 효과 덕

Q3 **2026~27년까지는 고선가인 셔틀탱커 스케쥴이 있지만, 그 이후 수익성이 하향 안정화할 가능성은?**

- 대한조선은 과거 어려운 시기를 겪으면서 실행 예산을 상당히 보수적으로 잡는 경향이 있음
- 2026년은 무난하게 26% 수준의 영업이익률을 달성할 수 있을 전망
- 2027년에는 2025년 하반기에 수주했던 척당 8,500~8,600만달러의 탱커 일감에 대한 스케쥴이 있어서, 건조선가가 낮아지는 상황은 맞음
- 다만 높은 원/달러 환율 상황에서 헷지한 여력을 바탕으로 원화 결제하는 부분에서 원가 절감 효과를 성취해 내면 수익성 지지는 충분히 가능
- 2028~29년 스케쥴은 다시 선가가 상승하기 때문에, 결론적으로 고수익성 지속될 전망
- 시장에서 기대하는 영업이익률 30% 돌파 가능성에 대한 기대감 보다는 미-이란 전쟁 등 지정학 이슈가 야기한 원재료 가격 인상 시나리오에 대응하면서 높아진 수익성을 유지하는 목표에 집중하는 시기

Q4 **중국산 후판 비중은?**

A4
- IPO 시작할 당시 80%까지 높아졌다가 현재는 60%까지 낮아짐
- 중국산 강재의 경우 달러 기준 가격은 소폭 하향. 다만, 원/달러 환율 상승 때문에 가격이 상승해 보임

Q5 **주주환원 정책은?**

A5
- 상장 첫 해 20%의 주주환원율을 기록
- 주주환원율을 꾸준히 우상향시키는 목표

Q6 **도크 회전율 단축을 어떻게 달성할 수 있는지?**

A6
- 생산성 향상. PE의장에서 충분히 많은 작업을 수행하고 도크 작업을 진행하면 됨
- 현재 4.5주에서 4.2주로 단축시킨 상황. 앞으로 4주까지 단축
- 2028~29년에는 연 1척씩 슬롯을 더 확보할 수 있을 전망
- 이렇게 확보한 슬롯을 향후 선주사들의 단납기 요구에 투입할 예정

Company Data

대한조선 (439260)

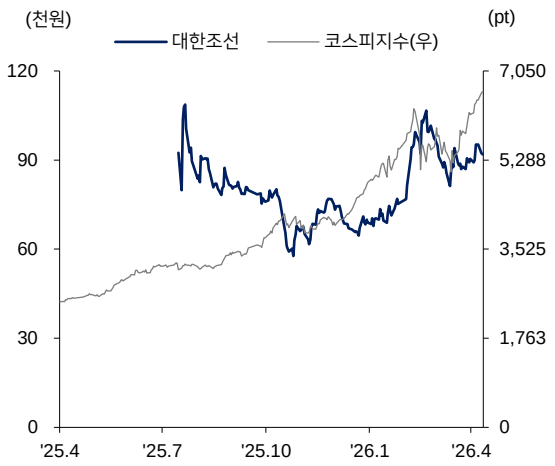
KOSPI	6,690.90pt
시가총액	34,751억원
발행주식수	3,809만주
유동주식비율	52.19%
외국인비중	2.61%
52주 최고/최저가	108,700원/57,700원
평균거래대금	289.1억원

주요주주(%)

케이에이치아이 외 15 인	47.64
안다에이치자산운용	24.89
국민연금공단	5.01

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.3	16.2	0.0
상대주가	-14.4	-29.1	0.0

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	1,075.3	158.1	172.7	12,457	242.2	14,854	0.0	0.0	0.5	55.3	197.6
2025	1,228.1	294.1	248.8	7,310	-41.3	28,354	9.2	2.4	6.9	32.2	40.8
2026E	1,278.8	369.7	310.8	8,127	11.2	36,587	11.1	2.5	7.0	25.0	30.3
2027E	1,454.6	442.4	359.9	9,449	16.3	45,786	9.5	2.0	5.2	22.9	27.9
2028E	1,457.2	385.0	322.0	8,454	-10.5	53,940	10.7	1.7	5.1	17.0	22.2

대한조선 (439260)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**1,075.3**	**1,228.1**	**1,278.8**	**1,454.6**	**1,457.2**
매출액증가율(%)	31.7	14.2	4.1	13.8	0.2
매출원가	895.1	906.3	872.7	971.8	1,029.3
매출총이익	180.2	321.9	406.1	482.9	427.9
판매관리비	22.2	27.8	36.4	40.5	42.9
영업이익	**158.1**	**294.1**	**369.7**	**442.4**	**385.0**
영업이익률(%)	14.7	23.9	28.9	30.4	26.4
금융손익	-163.5	11.9	7.5	10.8	14.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	161.8	6.5	35.9	26.8	30.2
세전계속사업이익	156.4	312.5	413.2	479.9	429.3
법인세비용	-16.2	63.7	102.4	120.0	107.3
당기순이익	**172.7**	**248.8**	**310.8**	**359.9**	**322.0**
지배주주지분 순이익	172.7	248.8	310.8	359.9	322.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	**158.3**	**162.0**	**333.0**	**341.2**	**347.4**
당기순이익(손실)	172.7	248.8	310.8	359.9	322.0
유형자산상각비	12.0	11.4	11.3	10.9	10.6
무형자산상각비	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
운전자본의 증감	-10.7	-135.3	10.7	-29.8	14.7
투자활동 현금흐름	**-4.7**	**-325.9**	**-3.8**	**-15.7**	**-0.3**
유형자산의증가(CAPEX)	-5.6	-8.8	-8.0	-4.0	-6.0
투자자산의감소(증가)	-47.8	11.1	2.1	-5.8	2.8
재무활동 현금흐름	**78.4**	**67.6**	**-12.0**	**-3.1**	**-14.6**
차입금의 증감	77.9	-383.2	-2.3	6.5	-3.2
자본의 증가	112.1	391.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	245.9	-99.0	317.2	322.4	332.5
기초현금	68.4	314.3	215.3	532.5	855.0
기말현금	314.3	215.3	532.5	855.0	1,187.5

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	901.9	1,123.3	1,406.6	1,823.3	2,109.5
현금및현금성자산	314.3	215.3	532.5	855.0	1,187.5
매출채권	20.8	99.1	93.7	108.6	101.3
재고자산	33.3	35.9	34.0	39.4	36.7
비유동자산	447.5	414.8	409.2	407.9	400.4
유형자산	353.1	353.8	350.5	343.5	339.0
무형자산	1.4	1.5	1.3	1.1	1.0
투자자산	49.4	38.3	36.2	42.0	39.1
자산총계	**1,349.4**	**1,538.1**	**1,815.9**	**2,231.2**	**2,509.8**
유동부채	832.1	410.6	388.4	450.2	419.8
매입채무	95.9	73.2	69.3	80.3	74.9
단기차입금	286.1	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	20.2	0.2	0.2	0.2	0.2
비유동부채	63.9	35.1	34.0	37.2	35.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**896.0**	**445.7**	**422.3**	**487.3**	**455.4**
자본금	152.6	192.6	192.6	192.6	192.6
자본잉여금	48.0	398.9	398.9	398.9	398.9
기타포괄이익누계액	40.8	40.0	40.0	40.0	40.0
이익잉여금	212.0	460.8	762.0	1,112.4	1,422.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**453.4**	**1,092.4**	**1,393.5**	**1,743.9**	**2,054.5**

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	77,586	36,086	33,438	38,190	38,258
EPS(지배주주)	12,457	7,310	8,127	9,449	8,454
CFPS	12,895	9,083	10,908	12,608	11,181
EBITDAPS	12,291	8,982	9,969	11,905	10,388
BPS	14,854	28,354	36,587	45,786	53,940
DPS	0	250	250	300	300
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	9.2	11.1	9.5	10.7
PCR	0.0	7.4	8.3	7.2	8.1
PSR	0.0	1.9	2.7	2.4	2.4
PBR	0.0	2.4	2.5	2.0	1.7
EBITDA(십억원)	170.4	305.7	381.2	453.5	395.7
EV/EBITDA	0.5	6.9	7.0	5.2	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	55.3	32.2	25.0	22.9	17.0
EBITDA 이익률	15.8	24.9	29.8	31.2	27.2
부채비율	197.6	40.8	30.3	27.9	22.2
금융비용부담률	2.0	0.7	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	7.4	36.5	708.6	785.8	668.6
매출채권회전율(x)	101.6	20.5	13.3	14.4	13.9
재고자산회전율(x)	29.7	35.5	36.6	39.7	38.3

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.