

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	75,000원
현재주가(26/9/28)	45,550원
상승여력	64.7%

영업이익(26F,십억원)	355
Consensus 영업이익(26F,십억원)	365
EPS 성장률(26F,%)	8.3
MKT EPS 성장률(26F,%)	283.0
P/E(26F,x)	5.7
MKT P/E(26F,x)	6.8
KOSPI	7,080.92
시가총액(십억원)	1,733
발행주식수(백만주)	38
유동주식비율(%)	51.7
외국인 보유비중(%)	2.2
베타(12M) 일간수익률	0.36
52주 최저가(원)	43,450
52주 최고가(원)	106,700

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.0	-46.8	-42.1
상대주가	-8.4	-58.0	-71.6



[조선]
김주희
joohee.kim@miraeasset.com

대한조선

OPM 1등에 필요한 마지막 한 수

투자 의견 매수, 목표주가 75,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 매수, 목표주가 75,000원으로 커버리지 개시한다. 28년 예상 당기순이익 3,580억원에, Target P/E 8배의 보수적 배수를 적용했다(HD현대미포의 24MF P/E 22~24 avg. 20% 할인). 목표 멀티플은 Peer 시점 조정(MASGA 프리미엄 당시)만으로 2배 확장도 무리없다. 1) 외형 확장 계획의 구체화, 2) 내년 MSRA 획득을 통한 MASGA 수혜 가시화 및 3) 주주환원 확대를 확인하며 상향 여지 양호하다.

2H26 및 중장기 실적 전망: 독보적 수익성, 27년 숨 고르고 28년 재도약

25년 연간 OPM 23.9%, 2Q26 26.9%로 Peer 대비 10%pt 이상 낮은 원가율이 핵심이다. 1) 단일선형의 반복건조와, 2) 낮은 외주화를 등 통제가능 원가의 개선('21년 23.8%→'25년 16.7%) 및 3) 적절한 중국산 강재의 활용이 배경이다.

전사 OPM은 2H26 환영향(연간 10원당 OP +12억원)으로 26% 초반대로 소폭 둔화, 27년 27% 전후에서 변동하다 28년 28%에 도달할 전망이다. 27년 숨고르기는 25년 주주 선박들의 계약가 상승이 더뎠던 점, 믹스 영향(컨테이너선 2척)으로 반복 건조 효과가 소폭 완화할 추정에 인한다. 동사의 Suezmax 수주선가 상승은 1Q26 본격화했으며(25년 \$86m→1Q \$88.5m→2Q \$92m), 28년부터 기여할 물량이다.

백로그 너머의 업사이드는 1) 선종 다변화(VLGC), 2) MRO 진출 및 3) 중장기 증설로 모색한다. 공정개선(배치기간 4.5주→4주)과 선가 효과로 28년 연매출액 1.58조원으로 25년 대비 29% 확장을 추정한다. 함정 MRO를 위한 MSRA를 하반기 신청해 내년초 획득, 2030년 이후 시장 개화시 진입할 계획이다.

그대로인 오버행, 증설 또는 주주환원을 통한 자본 효율화에 기대

상반기 이후 멀티플 조정만 60%에 달한다(24MF P/E 2월 13.3x 현재 5.5x). 오버행 부담(안다 25%, ~'27/10)이 여전한 가운데 시장의 CAPA 상단에 대한 할인이 지속되는 것으로 판단한다. 가장 뜨거운 탱커 시장을 순수하게 반영하는 유일한 조선사로 투자 매력도는 여전하다. 현재 가용현금(2Q26말 순현금 7,660억원) 및 연간 현금창출력(27~28F 연간 FCF)3,000억원 대비 증설(드라이독 1기당 약 5,000억원) 기대감 역시 이르지 않다. 사측은 2분기 실적발표 중 3분기내 증설 혹은 주주환원 확대를 소통할 것으로 가이드했다. 현 절대적 저평가 해소의 촉매로 기대한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	1,075	1,228	1,330	1,385	1,580
영업이익 (십억원)	158	294	355	377	441
영업이익률 (%)	14.7	23.9	26.7	27.2	27.9
순이익 (십억원)	173	249	303	310	358
EPS (원)	12,457	7,310	7,915	8,152	9,407
ROE (%)	55.3	32.2	24.8	20.8	19.7
P/E (배)	-	9.2	5.7	5.6	4.8
P/B (배)	-	2.4	1.3	1.1	0.9
배당수익률 (%)	-	0.4	0.7	0.7	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대한조선, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation 및 실적 추정

투자 의견 매수, 목표주가 75,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 매수, 목표주가 75,000원으로 커버리지 개시한다. 28년 예상 당기순이익 3,580 억원, Target P/E 8배를 적용하였다. 중형선 포트폴리오를 공유하는 합병 이전 HD현대미포 의 24MF P/E, 시점은 MASGA 기대감 반영 이전(2022~2024년말)의 평균에서 20% 할 인했다. 목표 배수는 커버리지 가운데 가장 보수적으로 Peer 시점 조정만으로(MASGA 이 후 미포 avg. 18.5x) 2배 확장이 유효하다. 1) 외형 확장계획 구체화, 2) 함정 MRO사업 진 출을 통한 MASGA 수혜 현실화를 확인하며 순차적으로 상향이 가능하다.

동사 주가는 또한 수에즈막스 운임과 높은 상관성을 보인다. 전쟁을 기점으로 더티탱커 호 조가 지속되는 가운데, 동사의 퓨어한 사업 구조는 높은 투자 매력도로 이어진다. 전년말부 터 업황 동행이 유의미했으나, 6월 이후 연이은 수주성과와 호실적에도 주가 괴리는 심화했 다. 1) 풍부한 현금 보유액 및 창출력 대비 제한적인 자본 효율화, 2) 주주가치 체고 및 3) 아직 그대로인 오버행(2대주주 근질권 설정기한 26년 7월→27년 10월로 연장)이 복합적으 로 영향을 미쳤다. 회사는 3Q26 중 증설 계획의 구체화 또는 주주환원 확대안을 소통할 것으로 가이드했다. 이를 기점으로 절대적 저평가 해소를 기대해본다.

표 123. 목표주가 산출: P/E 밸류에이션

항목	단위	값	비고
적용 EPS	원	9,407	2028F
Target P/E	배	8.0	HD현대미포(24MF P/E 22~24 avg.) 20% 할인
목표주가	원	75,000	
현재주가	원	45,550	
목표시가총액	조원	2.9	
현재시가총액	조원	1.7	
상승여력	%	64.7	
Implied P/B (x)	배	1.4	
BPS	원	52,282	2028F

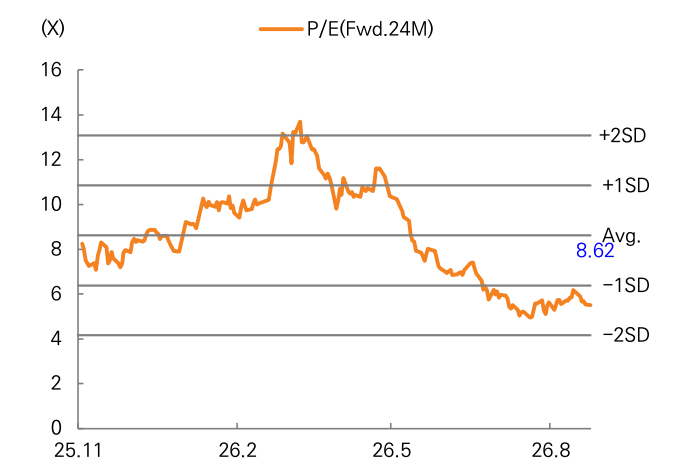
자료: 대한조선, 예프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 398. 대한조선 12M FWD PER 밴드차트



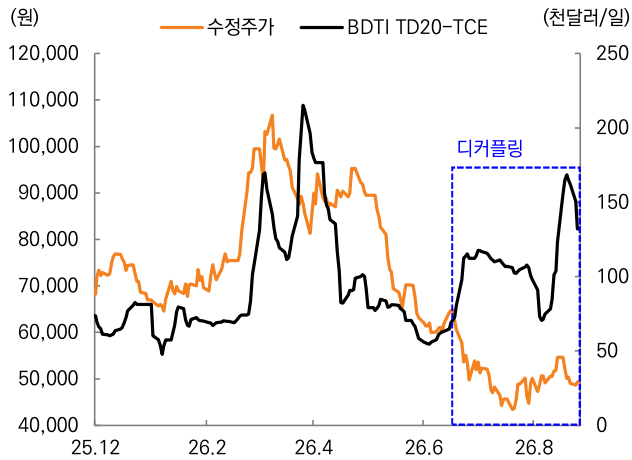
자료: 예프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 399. 대한조선 24M FWD PER 멀티플 추이



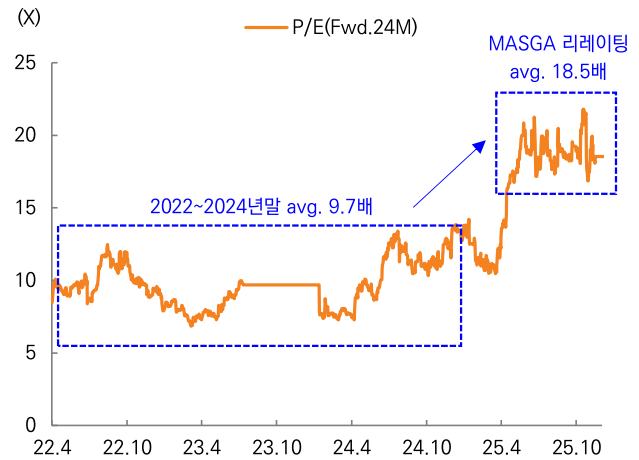
자료: 예프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 400. 대한조선 주가 vs. 수에즈막스 운임



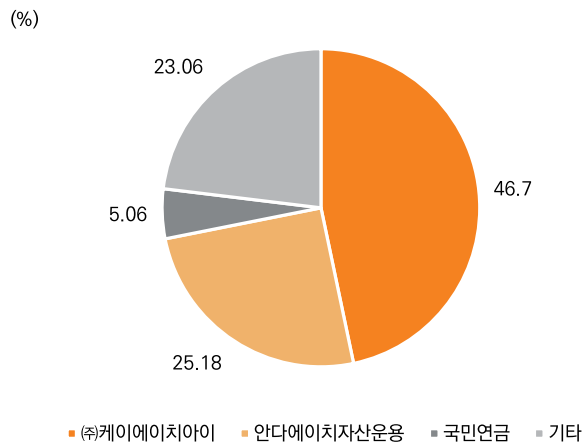
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 401. HD현대미포의 24MF FWD P/E 이력



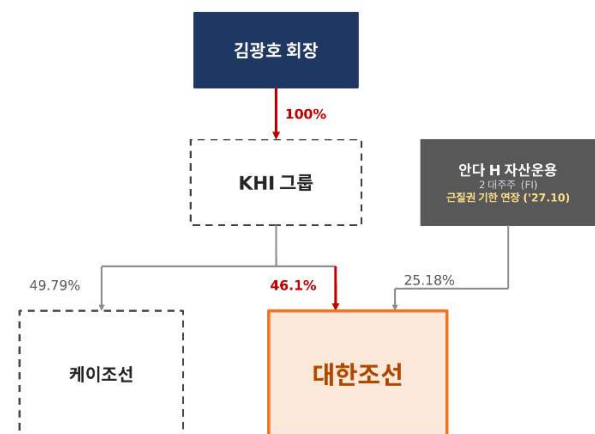
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 402. 대한조선 주주 현황



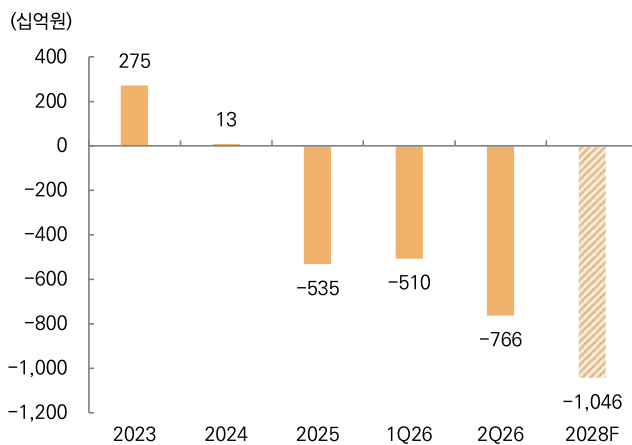
자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

그림 403. 대한조선 지배구조



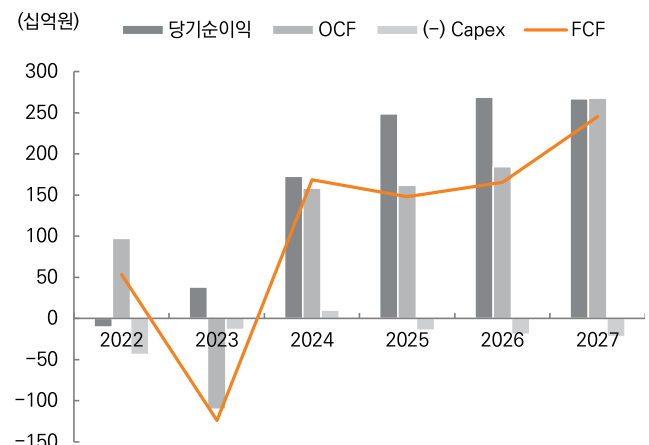
자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 404. 대한조선 순차입금 추이 및 전망



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 405. 대한조선 연간 자유현금흐름 추이 및 전망



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 추정

실적 전망: 독보적 수익성, 27년 숨 고르고 28년 재도약

25년 연간 OPM 23.9%, 2Q26 26.9%로 단일 조선사 기준 국내 최대 수익성을 시현하고 있다. Peer 대비 10%pt 이상 낮은 원가율이 배경이다. 1) 동일 선형의 반복건조를 통한 장점을 누리면서(설계비 절감, 설비 재배치 최소화 등), 2) 사외외주비 내재화를 통한 통제가능 원가의 개선(매출 대비 '21년 23.8%→'25년 16.7%) 및 3) 적절한 중국산 강재의 활용이 이끈다. 전사 OPM은 2H26 환영향(3Q 연간 10원당 OP 12억원)으로 26% 초반대로 소폭 둔화할 것으로 추정하나, 사실상 100% 헷지(재료비 50%, 선물환 50%) 구조로 단기 영향에서 통제가 가능할 전망이다. 전사 수익성은 27년 27% 초반대에서 머물다 28년 28%에 근접할 전망이다. 27년 인식할 25년 수주 선박들의 계약가 상승이 더뎠음을 반영했다. 믹스 측면에서 컨선 2척이 도크에 배치되는데, 주력선종 대비 고선가인 한편 반복건조 효과가 소폭 완화하며 수익성 효과를 상쇄할 것으로 추정한다.

1Q26부터 본격화된 Suezmax 업황 호조는(동사 수주선가 25년 \$86m→1Q \$88m→2Q \$92m) 28년부터 본격 기여한다. 증설 결정은 아직이나 공정개선(배치기간 4.5주→4주)과 선가 효과로 연간 외형은 28년 1조 5,800억원으로 25년 대비 29% 증가할 전망이다. VLGC는 잔여 CAPA 고려시 2030년 슬롯부터 마케팅, 실적 기여가 가능할 전망이다. 기존 선종 대비 약 25% 높은 선가, 현 생산능력 체제상 3척의 동시건조가 가능하다.

표 124. 대한조선 영업실적 추이 및 전망

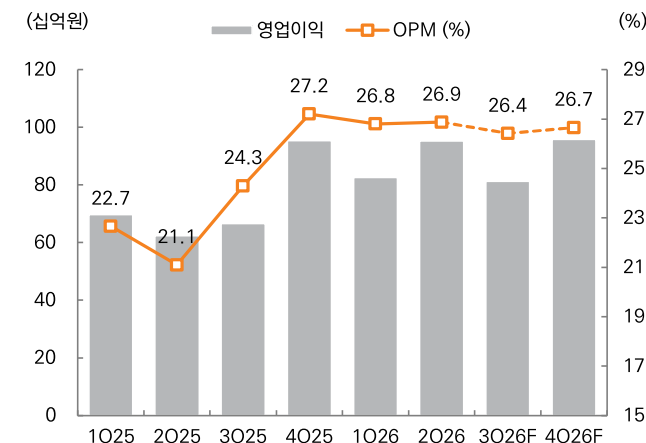
(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	308	296	274	350	308	354	308	359	1,228	1,330	1,385	1,580
매출액 YoY					0.2	19.7	12.4	2.5	14.2	8.3	4.2	14.1
매출원가	232	227	201	246	217	252	221	258	906	947	983	1,113
매출총이익	75	69	73	104	91	103	87	102	322	382	403	467
판관비	6	7	7	9	8	8	6	6	28	27	26	26
영업이익	70	62	67	95	83	95	81	96	294	355	377	441
OPM (%)	22.7	21.1	24.3	27.2	26.8	26.9	26.4	26.7	23.9	26.7	27.2	27.9
세전이익	73	53	81	106	102	104	87	106	312	399	410	473
법인세비용	12	9	15	27	25	25	21	26	64	97	99	114
순이익 (지배)	61	44	66	79	77	79	66	81	249	303	310	358

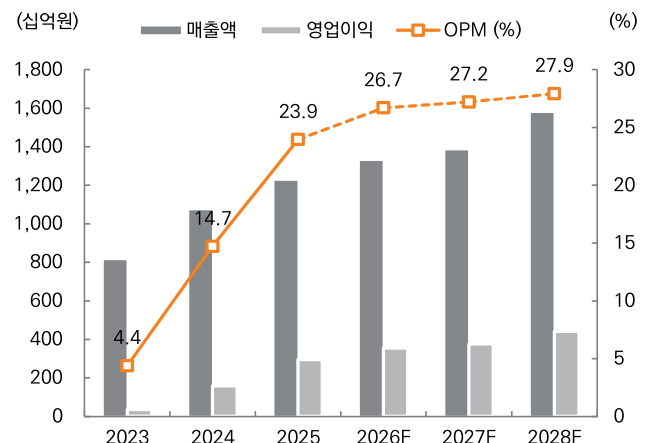
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 406. 대한조선 분기 영업이익 및 영업이익률 추경

그림 407. 대한조선 연간 영업이익 및 영업이익률 추경

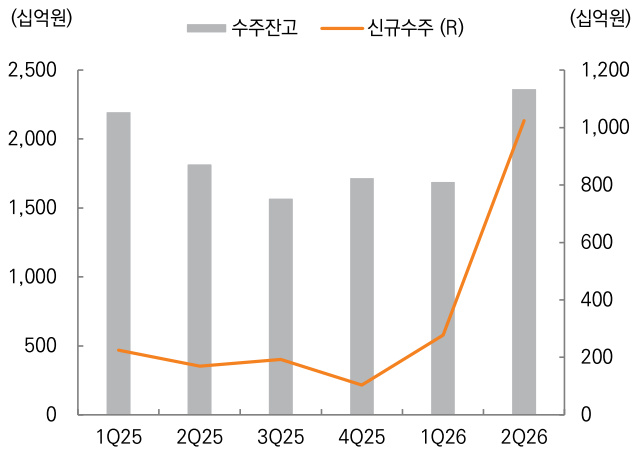


자료: 대한조선, 미래에셋증권 리서치센터 추경



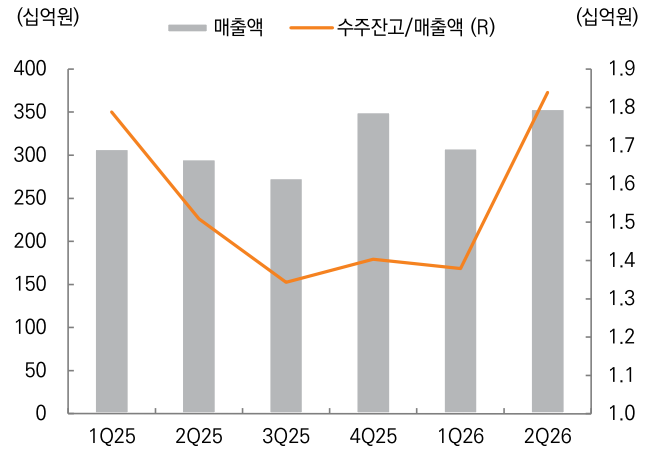
자료: 대한조선, 미래에셋증권 리서치센터 추경

그림 408. 대한조선 분기말 수주잔고 및 신규수주



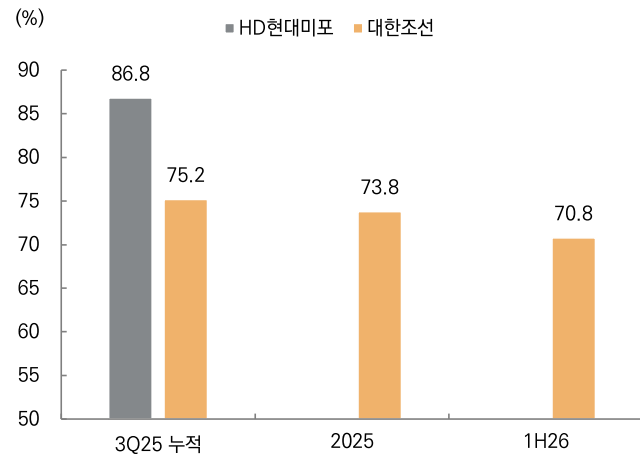
자료: 대한조선, 미래에셋증권 리서치센터

그림 409. 대한조선 분기 매출액 및 수주잔고/매출액 추이



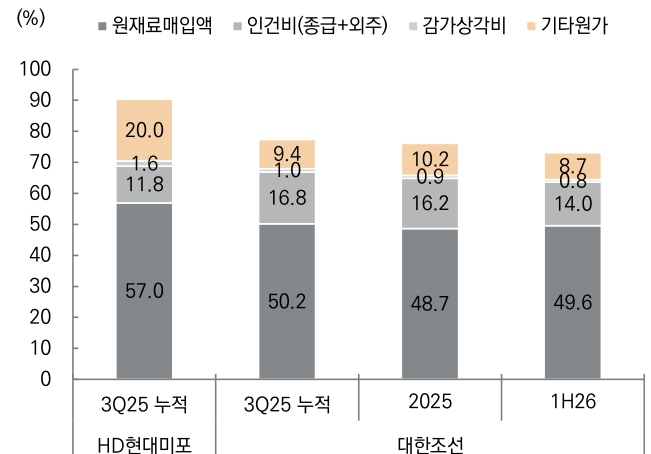
주: 3Q25까지 연율화, 4Q25부터 TTM
자료: 대한조선, 미래에셋증권 리서치센터

그림 410. 대한조선 vs. HD현대미포 매출원가율 비교



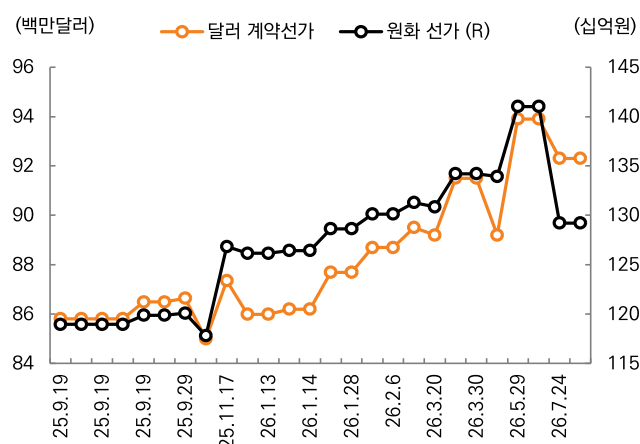
자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

그림 411. 대한조선 vs. HD현대미포 비용의 매출액 대비 비중



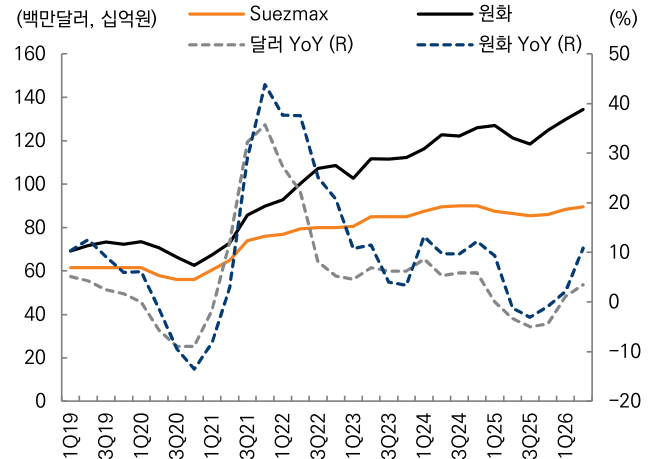
자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

그림 412. 대한조선 척당 수주선가 추이 (달러)



주: 원화 선가는 수주 분기 평균환율의 곱
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 413. 글로벌 수에즈막스 신조선가 성장률 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

대한조선 (439260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,228	1,330	1,385	1,580
매출원가	906	947	983	1,113
매출총이익	322	383	402	467
판매비와관리비	28	27	26	26
조정영업이익	294	355	377	441
영업이익	294	355	377	441
비영업손익	18	44	33	32
금융손익	-1	9	11	16
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	312	399	410	473
계속사업법인세비용	64	97	99	114
계속사업이익	249	303	310	358
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	249	303	310	358
지배주주	249	303	310	358
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	248	303	310	358
지배주주	248	303	310	358
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	306	367	389	453
FCF	153	218	337	354
EBITDA 마진율 (%)	24.9	27.6	28.1	28.7
영업이익률 (%)	23.9	26.7	27.2	27.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	20.3	22.8	22.4	22.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,123	1,255	1,550	1,924
현금 및 현금성자산	215	534	845	1,154
매출채권 및 기타채권	102	102	100	109
재고자산	36	46	45	49
기타유동자산	770	573	560	612
비유동자산	415	563	557	570
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	354	351	350	348
무형자산	1	5	4	3
자산총계	1,538	1,818	2,108	2,494
유동부채	411	421	412	449
매입채무 및 기타채무	124	128	125	136
단기금융부채	43	44	43	47
기타유동부채	244	249	244	266
비유동부채	35	52	51	54
장기금융부채	14	23	23	23
기타비유동부채	21	29	28	31
부채총계	446	473	463	503
지배주주지분	1,092	1,345	1,644	1,991
자본금	193	193	193	193
자본잉여금	399	399	399	399
이익잉여금	461	714	1,013	1,360
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,092	1,345	1,644	1,991

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	162	218	315	332
당기순이익	249	303	310	358
비현금수익비용가감	60	75	86	97
유형자산감가상각비	11	11	11	11
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	49	63	74	85
영업활동으로인한자산및부채의변동	-135	-97	6	-24
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-73	4	2	-9
재고자산 감소(증가)	-3	-10	1	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-16	-5	-2	7
법인세납부	-8	-70	-99	-114
투자활동으로 인한 현금흐름	-326	183	41	17
유형자산처분(취득)	-9	0	22	22
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	18	-134	5	-19
기타투자활동	-335	318	14	14
재무활동으로 인한 현금흐름	68	-81	-12	-8
장단기금융부채의 증가(감소)	-383	10	-1	4
자본의 증가(감소)	391	0	0	0
배당금의 지급	0	-10	-11	-11
기타재무활동	60	-81	0	-1
현금의 증가	-99	318	311	310
기초현금	314	215	534	845
기말현금	215	534	845	1,154

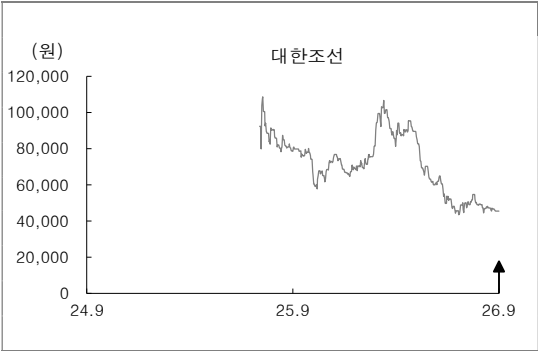
자료: 대한조선, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	9.2	5.7	5.6	4.8
P/CF (x)	7.4	4.6	4.4	3.8
P/B (x)	2.4	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA (x)	7.8	3.3	2.4	1.3
EPS (원)	7,310	7,915	8,152	9,407
CFPS (원)	9,083	9,871	10,420	11,946
BPS (원)	28,354	35,324	43,175	52,282
DPS (원)	250	300	300	350
배당성향 (%)	3.9	3.8	3.7	3.7
배당수익률 (%)	0.4	0.6	0.6	0.7
매출액증가율 (%)	14.2	8.3	4.2	14.1
EBITDA증가율 (%)	79.4	20.2	5.9	16.5
조정영업이익증가율 (%)	86.1	20.7	6.1	17.1
EPS증가율 (%)	-41.3	8.3	3.0	15.4
매출채권 회전율 (회)	20.5	13.5	14.2	15.7
재고자산 회전율 (회)	35.5	32.5	30.4	33.6
매입채무 회전율 (회)	10.7	12.8	13.2	14.5
ROA (%)	17.2	18.0	15.8	15.6
ROE (%)	32.2	24.8	20.8	19.7
ROIC (%)	44.1	42.7	41.2	47.9
부채비율 (%)	40.8	35.1	28.2	25.2
유동비율 (%)	273.6	298.2	376.5	428.6
순차입금/자기자본 (%)	-18.1	-37.6	-49.7	-56.6
조정영업이익/금융비용 (x)	36.5	262.0	116.4	124.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
대한조선 (439260)				
2026.09.29	매수	75,000	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.