

Company Update

Analyst 오지훈

02) 6915-5662

jihoonoh@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 (유지) 100,000원

현재가 (11/11) 57,700원

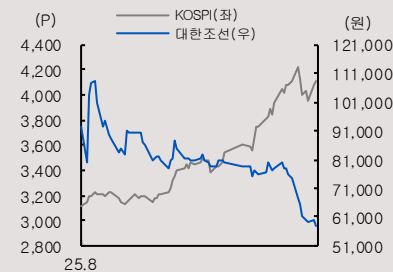
KOSPI (11/11)	4,106.39pt
시가총액	2,223십억원
발행주식수	38,526천주
액면가	5,000원
52주 최고가	108,700원
최저가	57,700원
60일 일평균거래대금	42십억원
외국인 지분율	0.8%
배당수익률 (2025F)	0.0%

주주구성	
케이에이치아이 외	15 47.70%
안다에이치자산운용	24.91%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-35%	0%	0%
절대기준	-26%	0%	0%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	100,000	100,000	-
EPS(25)	6,030	-	-
EPS(26)	6,559	-	-

대한조선 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

대한조선 (439260)

공포를 사야 할 때

3개월 뒤의 보호예수 해제 물량, 정말로 우려할 수준인가에 대해

대한조선의 IPO 청약배정 물량 중 6개월 보호예수 물량은 총 1,083,527주로 상장주식수의 2.8% 수준이다. 기관, 외국인 투자자 대부분은 3개월 이하 락업 조건으로 배정을 받았으며, 해당 물량인 3,313,817주가 11/3일 락업이 해제되었다. 6개월 락업 물량은 3개월 락업 물량의 1/3 수준에 불과하고, 상장주식수의 2.8%에 불과하기 때문에 **청약배정 물량에서의 추가적인 오버행 리스크는 제한적이라** 판단한다.

최근 과도한 주가 하락은 기존 주주 안다H자산 보유 지분 24.89%의 2026년 2월 1일 락업 해제에 대한 우려가 크기 때문이라 판단한다. 그러나, 당사는 세 가지 이유로 시장의 우려가 과도하다고 판단한다. 우선 안다H자산이 2026년 2월 1일 바로 보유 지분을 모두 매각할 가능성이 낮다고 추정한다. 안다H자산은 올해 10월 리캡을 통해 투자원본을 전액 회수 후 기존 투자자들에게 원금 상환을 마무리했다(그림 3). 더불어 대한조선 지분에 대한 근질권설정계약 기한이 기존 2026년 7월 21일에서 2027년 10월 1일로 연장되며 안다H자산은 대한조선 지분 매각까지 충분한 시간을 확보했기 때문이다.(그림 4) 마지막으로 안다H자산은 대한조선의 2대 주주로 해당 물량을 장내에서 소화하기보다는 블록딜 형태로 매각할 가능성이 더 높다. 따라서, 시장의 우려와 달리, 근시일 내 대규모 지분 매각으로 인한 오버행 리스크가 현실화될 가능성은 낮다고 전망한다.

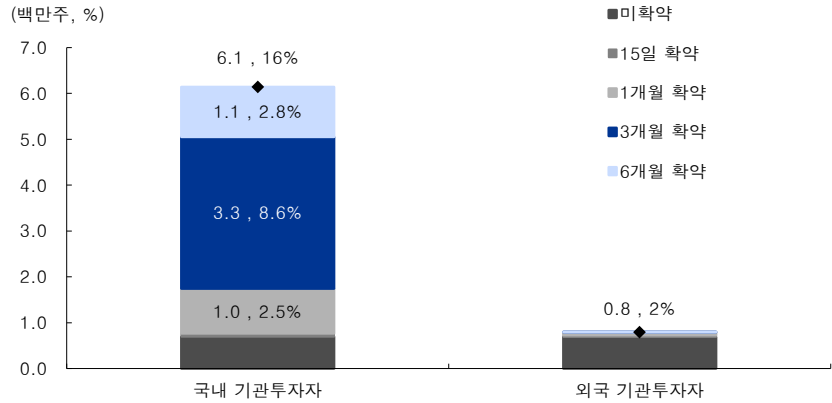
글로벌 조선사 중 실질적으로 가장 높은 수익성, 반면 가장 낮은 밸류에이션. 다운사이드보다 업사이드 리스크가 큰 구간

동사는 1) 글로벌 조선사 중 수익성은 가장 높은 반면 가장 낮은 밸류에이션을 받고 있으며, 2) 주력 선종인 탱커의 업황이 매우 좋아 내년 수주도 강력할 것으로 예상되고, 3) 향후 매력적인 주주환원정책이 제시될 가능성이 높다고 판단한다. 현재 주가 하락은 과도하다고 판단하며, 동사에 대한 강력 매수를 추천한다. 대한조선에 관한 추가적인 내용은 당사의 **11월 3일 발간 리포트**를 참고하길 바란다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	816	1,075	1,215	1,259	1,353
영업이익	36	158	276	323	347
세전이익	29	156	281	328	363
지배주주순이익	38	173	232	253	280
EPS(원)	3,640	12,457	6,030	6,559	7,255
증가율(%)	-233.2	242.2	-51.6	8.8	10.6
영업이익률(%)	4.4	14.7	22.7	25.7	25.6
순이익률(%)	4.7	16.1	19.1	20.1	20.7
ROE(%)	25.0	55.3	39.4	29.7	25.0
PER	0.0	0.0	9.6	8.8	8.0
PBR	0.0	0.0	3.1	2.3	1.8
EV/EBITDA	0.0	0.0	6.5	4.7	3.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 대한조선 기관투자자 의무보유확약기간별 신주 배정현황: **상장 후 6개월 뒤 락업이 해제되는 물량은 상장주식수의 2.8% 수준에 불과함. 3개월 확약 물량 8.6%의 1/3 수준**



자료: Dart전자공시, IBK투자증권

표 1. 주주 구성 및 의무보유확약기간: **안대H자산의 지분 24.9%가 상장 후 6개월 뒤 락업이 해제되지만...** (단위: 주, %)

구분	주주명	공모 후 보유주식		매각제한 물량		매각제한기간
		주식수	지분율	주식수	지분율	
최대주주 등	(주)케이에이치아이(최대주주)	17,771,846	46.13%	8,885,923	23.06%	상장 후 1년
				8,885,923	23.06%	상장 후 2년
	스토프코리아 등 4개사(계열회사)	500,000	1.30%	500,000	1.30%	상장 후 6개월
	이석문 등 19인(임원 및 친족)	156,000	0.40%	156,000	0.40%	상장 후 6개월
	소계	18,427,846	47.83%	18,427,846	47.83%	
1% 이상 소유주주	삼성증권(AH일반사모 제10호)	9,590,302	24.89%	9,590,302	24.89%	상장 후 6개월
	한국산업은행	478,672	1.24%	-	-	유통가능
	소계	10,068,974	26.14%	9,590,302	24.89%	
1% 미만 소유주주	소계	29,492	0.00%	26,000	0.00%	상장 후 6개월
공모주주	우리사주조합	65,385	0.17%	65,385	0.17%	상장 후 1년
	공모주주	9,934,615	25.79%	-	-	-
	소계	10,000,000	25.96%	65,385	0.17%	
총계		38,526,312	100.00%	30,044,148	72.89%	

자료: 대한조선, IBK투자증권

그림 2. **안대H자산은 투자원본을 리캡으로 전액 회수. 회수 자금을**
기존 투자자들에게 분배하며 원금 상환 마무리

안대H운용, 대한조선 770억 리캡...헤지펀드 첫 사례

회수금 즉시 분배 방침...운용 전략 다변화 전망

구동현 기자 공개 2025-10-13 15:23:00



1일 금융투자업계에 따르면 안대H자산운용은 이날 'AH프로젝트일반사모투자신탁제10호' 펀드 내 투자원본 770억 원을 리캡으로 전액 회수한다. 대한조선에 투자한 1250억 원 가운데 인수금융분을 제외한 결과다. 주관사는 NH투자증권으로, 금리는 연 5.3% 수준이다.

안대H자산운용은 조기 회수한 자금을 투자자들에게 즉시 분배할 방침으로, 향후 기민한 전략을 구사할 수 있게 됐다. 기존 투자자에 대한 원금 상환을 끝내면서 운용 부담을 덜었고, 남은 보유자금을 보다 여유롭게 활용해 매각 시점에서 추가 수익을 노릴 수 있는 기반을 마련했다는 평가다.

자료: 더벨, IBK투자증권

그림 3. 안대H자산의 대한조선 지분에 대한 근권권설정계약 기한
: 기존 26년 7월 21일에서 27년 10월 1일로 연장되며
충분히 여유 있음

나. 계약 내용										
연번	설명 (명칭)	보고자와의 관계	생년월일 또는 사업자등록번호 등	주식등의 종류	주식등의 수	계약 상대방	계약의 종류	계약체결 (변경)일	계약 기간	비율 비고
1	(주)안대에 이치자산 운용	본인	306-61-38984	의결권있 는 주식	9,590.30 2	한국에 학술계 원	의무보 유 및 반 환제한 에 관한 약관	2025년 07 월 23일	2025.0 7.23 ~ 2026.0 2.01	24.89 주 보호예 수 6개월
2	(주)안대에 이치자산 운용	본인	306-61-38984	의결권있 는 주식	9,590.30 2	삼성중 권(주)	신학계 약	2024년 10 월 30일	2024.1 0.30 ~ 2029.1 0.30	24.89 주
3	(주)안대에 이치자산 운용	본인	306-61-38984	의결권있 는 주식	9,590.30 2	하나중 권(주)	증권계 좌등근 권설정 계약	2025년 10 월 01일	2025.0 7.18 ~ 2025.1 0.01	24.89 대출 조기상 환에 따른 계약해 지
4	(주)안대에 이치자산 운용	본인	306-61-38984	의결권있 는 주식	9,590.30 2	NH투자 증권(주)	증권계 좌등근 권설정 계약	2025년 10 월 01일	2025.1 0.01 ~ 2027.1 0.01	24.89 주
합계(주식등의 수)					9,590.30 2	합계(비율)			24.89	-

자료: Dart전자공시, IBK투자증권

밸류에이션: 2025년 기준으로 PER 9.6배에 불과. 극심한 저평가

표 2. 대한조선 Valuation Table: 우선 보수적으로 PER 15배 부여, 향후 주주환원정책 가시화 후 주주환원 강도에 따른 멀티플 상향 조정 예정 (단위: 원, %, 배)

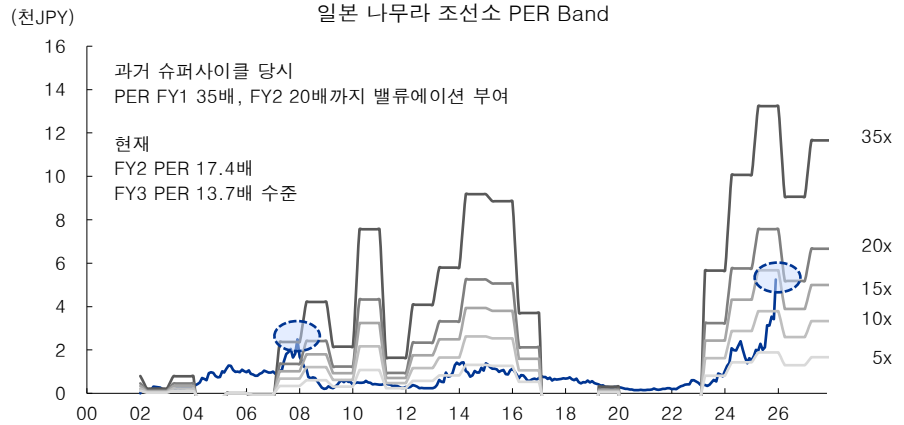
PER Valuation	2022 년	2023 년	2024 년	2025 년	2026 년	2027 년
주식수(백만주)	5	5	31	39	39	39
EPS	-3,475	3,640	12,457	6,030	6,559	7,255

현재 PER	12.3	11.3	10.2
Target PER	9.6	8.8	8.0
적정주가	90,447	98,381	108,826
Weight	33.3%	33.3%	33.3%
	99,217		

목표주가	100,000
종가(11월 11일)	57,700
상승여력	73.3%

자료: IBK투자증권

그림 4. 일본 나무라 조선소 PER Band: 동사와 사업 현황, 매출 및 수익성 규모가 가장 유사한 조선소도 FY2~FY3 PER 14~17배 받고 있음



자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 3. 글로벌 조선 Peer Valuation Table: 대한조선은 금융수익 비중이 높은 중국의 양쯔장 조선을 제외하면 **글로벌 조선사 중 수익성이 가장 높은 반면 PER 멀티플은 가장 낮음. 극심한 저평가 구간이라 판단**

기업명	주가	시가총액	주가수익률 (%)			영업이익률 (%)			PER (배)			PBR (배)		
	(US\$)	(조원)	1M	3M	YTD	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F
한국 조선사														
HD현대중공업	364.9	47.4	3.7	15.1	87.1	12.1	14.5	16.2	34.6	24.0	19.1	7.1	5.6	4.6
HD한국조선해양	286.3	29.7	1.0	15.3	83.8	13.3	15.4	17.1	12.9	9.0	7.5	2.3	1.9	1.6
삼성중공업	18.1	23.3	18.1	38.3	134.1	8.1	11.5	13.0	34.9	20.0	15.7	5.3	4.2	3.3
한화오션	86.5	38.8	15.8	18.3	239.0	10.3	12.4	13.9	41.9	29.4	23.8	6.7	5.5	4.5
HD현대미포	143.5	8.4	4.2	10.6	56.5	8.6	11.1	12.9	30.1	17.7	13.9	3.7	3.1	2.7
대한조선	39.4	2.2	-26.5	-37.7	-	22.7	25.6	25.7	9.6	8.8	8.0	3.1	2.3	1.8
평균(대한조선 제외)			8.6	19.5	120.1	10.5	13.0	14.6	30.9	20.0	16.0	5.0	4.1	3.3
중국 조선사														
중국선박공업	4.9	53.9	-0.4	-8.1	-3.2	9.6	12.1	13.4	23.5	14.9	11.0	2.5	2.3	2.1
양쯔장 shipbuilding 홀딩스	2.6	15.0	-0.3	17.3	13.4	32.4	31.7	31.2	8.8	7.8	6.7	2.3	1.9	1.6
CSSC 엔지니어링	1.9	6.1	-4.7	-12.1	27.4	5.4	7.0	7.0	17.4	11.5	8.0	-	-	-
평균			-1.8	-1.0	12.5	15.8	16.9	17.2	16.6	11.4	8.6	2.4	2.1	1.9
일본 조선사														
가와사키중공업	69.3	17.0	9.9	-2.0	46.8	6.0	6.2	7.0	22.2	21.1	17.1	2.6	2.3	2.1
미쓰비 E&S	36.1	5.4	24.6	50.5	202.4	5.7	8.3	8.6	15.1	23.3	22.1	3.2	2.9	2.6
나무라 조선소	28.1	2.9	17.5	35.7	147.9	-	15.9	18.4	-	17.4	13.7	-	-	-
나이카이 조선소	98.9	0.3	97.5	86.0	267.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
평균			37.4	42.6	166.1	5.9	10.2	11.3	18.6	20.6	17.7	2.9	2.6	2.4
엔진/기자재														
바르질라	31.2	27.0	2.7	13.1	57.6	11.7	12.0	12.3	26.2	24.1	22.0	5.6	5.0	4.5
한화엔진	29.0	3.5	-10.7	8.8	130.5	8.6	12.0	15.1	36.4	23.5	17.3	7.0	5.7	4.4
HD현대마린엔진	57.5	2.9	-1.3	4.3	244.4	16.8	20.2	22.3	43.8	30.6	21.5	7.4	6.0	4.7
STX엔진	21.7	1.3	-17.3	9.3	58.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
HD현대마린솔루션	152.4	10.0	-0.7	12.6	38.2	17.7	19.2	20.7	36.2	27.8	22.5	11.6	9.8	8.3
다이하스디젤	18.3	0.9	-9.6	1.6	51.3	8.3	8.0	8.2	16.8	14.6	13.6	1.6	1.5	1.4
평균			-6.1	8.3	96.7	12.6	14.3	15.7	31.9	24.1	19.4	6.7	5.6	4.6
군함/MRO														
제너럴다이내믹스	349.5	138.2	5.0	11.0	32.6	10.3	10.8	11.2	22.8	20.3	18.6	3.8	3.7	3.5
미쓰비시중공업	28.1	138.8	7.4	12.0	95.1	7.9	8.3	9.4	54.0	51.4	40.0	5.9	5.5	5.1
HD현대중공업	364.9	47.4	3.7	15.1	87.1	12.1	14.5	16.2	34.6	24.0	19.1	7.1	5.6	4.6
한화오션	86.5	38.8	15.8	18.3	239.0	10.3	12.4	13.9	41.9	29.4	23.8	6.7	5.5	4.5
마자곤 도크 조선소	31.0	18.3	-4.4	1.7	23.1	19.7	17.1	18.0	40.3	40.0	32.8	13.5	10.8	8.9
헌팅턴잉글스	318.7	18.3	12.6	19.5	68.6	5.4	6.0	6.6	21.2	18.4	15.7	2.5	2.4	2.2
티센크루프	10.5	9.6	-7.5	22.0	203.5	1.8	2.7	3.2	28.3	11.0	7.9	0.6	0.6	0.5
밥콕	15.7	11.5	-2.8	24.5	138.6	7.4	8.1	8.4	24.6	22.2	19.8	10.2	9.1	6.5
핀칸티에리	24.0	11.4	-19.9	23.5	199.0	4.1	4.7	5.4	48.3	34.0	24.3	6.9	5.9	4.8
오스탈	4.4	2.7	-9.3	-2.2	116.5	5.5	6.2	6.6	41.9	33.1	26.8	2.2	2.1	1.9
평균			0.4	15.2	120.2	8.5	9.1	9.9	33.0	28.0	22.9	5.5	5.1	4.3

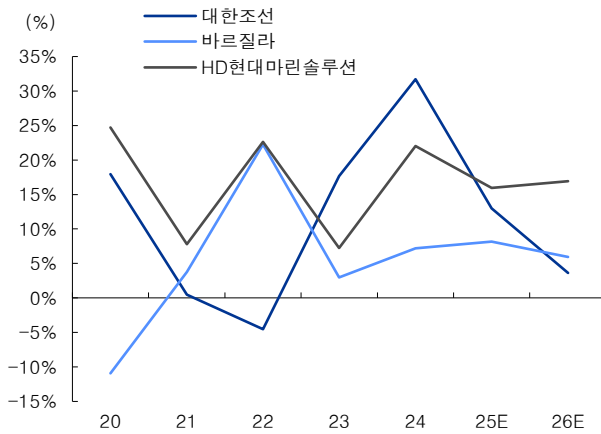
자료: Bloomberg, IBK투자증권

매력적인 주주환원정책이 제시될 가능성이 높다고 판단

대한조선의 배당여력 크게
증가할 것으로 판단

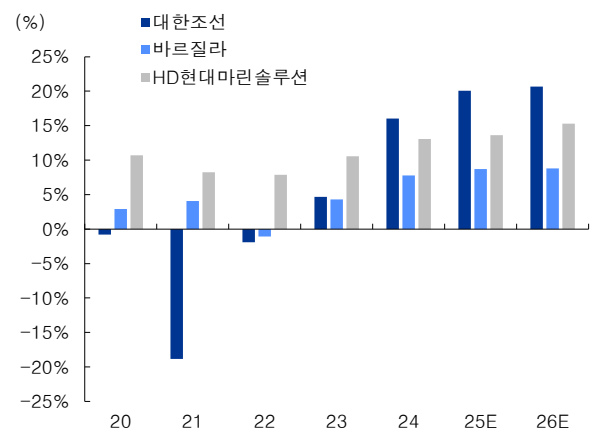
향후 잉여현금흐름이 누적됨에 따라 동사의 주주환원 여력이 크게 증가할 것으로 판단한다. 동사는 매출 성장률은 높지 않지만, 높은 영업이익률을 유지 중이다. 또한 2025년을 기점으로 차입금 대부분을 상환할 예정인 반면 CAPEX 투자율은 낮아 향후 영업현금창출능력은 더욱 증가할 것으로 전망한다. 현재까지 동사는 배당을 한 이력이 전무한데, 동사와 유사하게 높은 이익률을 기록하는 반면 CAPEX가 낮은 조선 기자재 업체들의 평균 배당성향은 50%를 웃도는 수준이다. 아직 동사의 주주환원정책이 구체화되지는 않았으나, 증가하는 영업현금창출능력에 걸맞은 주주환원정책이 제시될 가능성이 높다고 추정한다.

그림 5. 바르질라, HD현대마린솔루션, 대한조선 매출 성장률 추이 및 전망



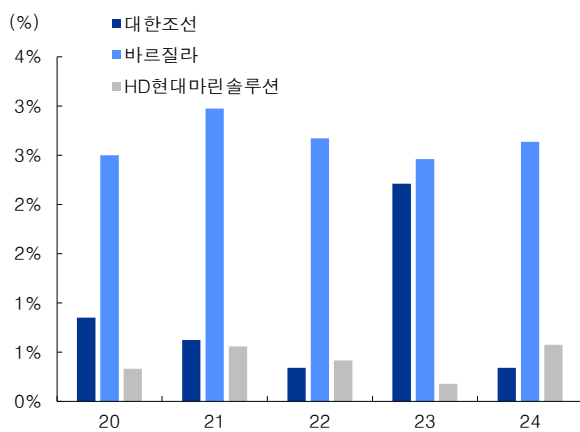
Note: 대한조선은 당사 추정치 사용, 그 외 기업은 블룸버그 컨센서스 사용
자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권

그림 6. 바르질라, HD현대마린솔루션, 대한조선 당기순이익률 추이 및 전망



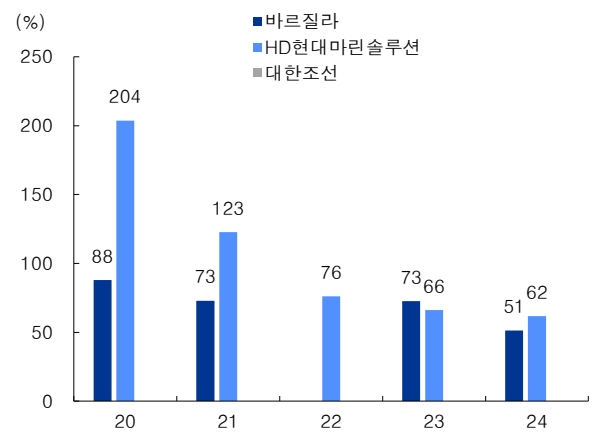
Note: 대한조선은 당사 추정치 사용, 그 외 기업은 블룸버그 컨센서스 사용
자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권

그림 7. 바르질라, HD현대마린솔루션, 대한조선 매출액 대비 CAPEX 추이



자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권

그림 8. 바르질라, HD현대마린솔루션, 대한조선 배당 성향 추이



자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권

향후 영업현금창출능력
대비 투자 및 재무 관련
현금 유출이 낮은 구도가
유지되며 배당 여력이
높아질 전망

동사의 공모자금 집행 계획을 검토하면, 조달 금액 중 약 40%가 차입금 상환에 투입
되어 향후 재무활동현금흐름상의 유출 부담이 유의미하게 경감될 전망이다.
2026~2027년 예정된 R&D 집행 규모는 240억~270억원으로 제시되나, 전체 현금흐름
대비 비중은 제한적이다. 운전자금은 강재 등 핵심 원자재 매입에 집중될 예정이며,
현재 가시화된 대규모 투자성 집행처는 부재하다. 이에 따라 영업현금창출력 대비
투자 및 재무 관련 현금 유출이 낮은 구도가 유지되며 현금흐름표상 잉여현금흐름의
누적 가능성이 높고, 배당 여력 또한 충분할 것으로 판단한다.

표 4. 대한조선 공모자금 사용계획

(단위: 백만원)

구분	세부내용	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년	2030년	합계
시설자금	운영(공기구)	1,300	3,000	3,000	-	-	-	7,300
	작업 공간 효율화	2,600	-	-	-	-	-	2,600
	노후 설비 교체	5,000	3,000	2,100	-	-	-	10,100
	시설 보수공사	800	1,700	2,500	-	-	-	5,000
	R&D센터 건립	7,900	7,600	-	-	-	-	15,500
	소계	17,600	15,300	7,600	-	-	-	40,500
운영자금	강재	17,218	19,600	19,600	19,460	-	-	75,878
	기자재	2,100	8,600	8,600	8,200	-	-	27,500
	의장재	600	2,300	2,300	2,300	-	-	7,500
	소계	19,918	30,500	30,500	29,960	-	-	110,878
채무상환 자금	회사채 상환	41,000	-	-	-	-	-	41,000
	대출 상환	60,500	-	-	-	-	-	60,500
	수입신용장 상환	63,000	-	-	-	-	-	63,000
	소계	164,500	-	-	-	-	-	164,500
R&D 등	디지털 전환	1,000	5,800	6,300	3,800	900	200	18,000
	스마트 생산관리	1,000	3,400	3,600	2,100	800	200	11,100
	스마트 야드	1,900	11,600	13,900	7,200	2,500	700	37,800
	친환경 기술개발	1,200	3,400	3,300	2,500	1,800	900	13,100
	소계	5,100	24,200	27,100	15,600	6,000	2,000	80,000
총계		207,118	55,100	50,300	30,600	56,000	2,000	395,878

자료: 대한조선, IBK투자증권

실적: 2027년까지 강력한 이익창출능력 지속, 주주환원 지속 능력은 충분하다고 판단

25년: 고수익성 셔틀탱커
스틸커팅시작으로 수익성 개선

26년: 2개 선종 반복효과,
셔틀탱커 매출 비중 30%까지
상승하며 수익성 개선 지속.
다만 매출은 인도 척 수
감소로 소폭 상승에 그침

27년: 고단가 컨테이너선
스틸커팅으로 매출 크게
증가. 수익성은 일단
보수적으로 추정

2025년 연간 영업실적은 매출액 1조 2,151억원(YoY +13.0%), 영업이익 2,761억원(YoY +22.7%, OPM 22.7%)로 전망한다. 2Q25에는 환율 하락으로 수익성이 일부 둔화되었으나, 하반기 고단가 및 고수익성 제품인 셔틀탱커의 스틸커팅이 시작되고 환율 또한 우호적으로 작용하며 수익성이 다시 개선될 전망이다. 2026년에는 1) 믹스: 수에즈막스 탱커와 셔틀탱커 두 가지 선종만이 매출에 반영되며 반복건조 효과가 발생하고, 2) 단가: 수에즈막스 탱커 대비 가격이 약 1.5배 비싼 셔틀탱커의 매출 비중이 30% 이상까지 증가하며 영업이익률은 25.6%까지 개선될 것으로 추정한다. 다만 2026년에는 선박 인도 척수가 3척 감소하며 매출은 YoY +3.6% 성장에 그칠 것으로 예상한다. 2027년에는 척 당 115.5백만달러의 고단가 컨테이너선이 매출에 반영되며 매출액이 전년대비 +7.5% 성장할 것으로 추정한다. 동사는 현재 잔고에 2척의 컨테이너선을 보유 중인데, 추가적으로 2척에 대한 협상도 진행 중인 것으로 파악한다. 수익성은 일단 보수적으로 2026년 수준으로 추정했다.

표 5. 대한조선 실적 전망: 2026년은 고단가 셔틀탱커가 본격적으로 매출에 반영되며 수익성 개선 지속, 그러나 인도 척 수가 감소하며 매출 성장 기울기는 소폭 둔화 추정 반면 2027년은 고단가 컨테이너 매출 인식 증가로 매출 다시 성장, 수익성 일단 보수적으로 2026년 수준으로 추정

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	308	296	289	322	323	311	296	330	1,075	1,215	1,259	1,353
YoY	n/a	n/a	n/a	n/a	4.9%	4.9%	2.3%	2.5%	31.7%	13.0%	3.6%	7.5%
QoQ	n/a	-3.8%	-2.3%	11.4%	0.2%	-3.7%	-4.7%	11.5%				
영업이익	70	62	66	78	82	80	76	85	158	276	323	347
OPM	22.7%	21.1%	22.9%	24.1%	25.4%	25.8%	25.6%	25.7%	14.7%	22.7%	25.6%	25.7%
YoY	n/a	n/a	n/a	n/a	17.6%	28.2%	14.6%	9.1%	339.9%	74.7%	16.9%	7.6%
QoQ	n/a	-10.4%	5.8%	17.7%	5.4%	-2.3%	-5.4%	12.0%				
세전이익	73	53	57	99	77	76	73	102	156	281	328	363
당기순이익	61	44	47	81	59	59	56	79	173	232	253	280

자료: IBK투자증권

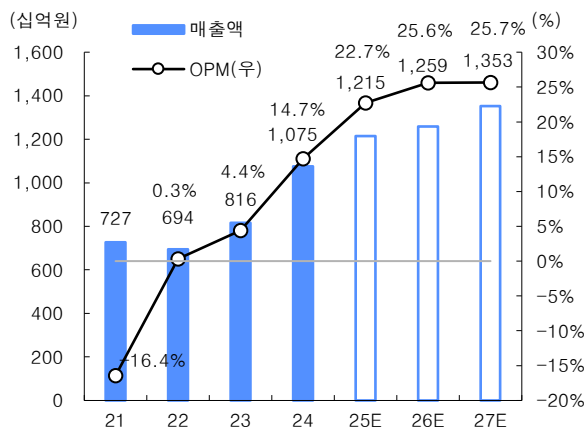
가격: 21년 대비 평균인도 선가 38~41% 상승. 향후 추가 선가 상승도 전망

믹스: 믹스가 단조로워지며 수익성 개선

셔틀탱커: 고수익성 선박 25년 하반기부터 매출 반영

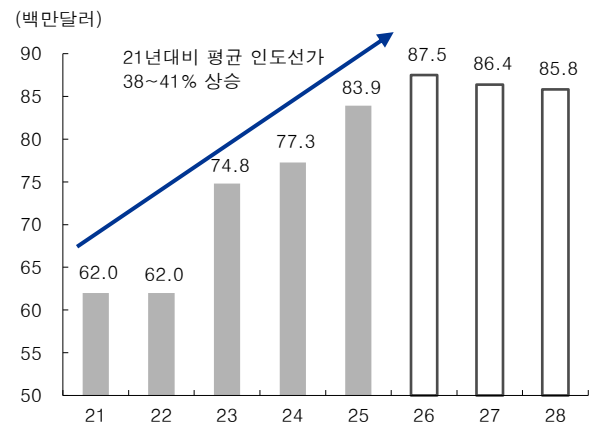
원가 통제와 더불어 가격과 믹스도 개선된다. **가격:** 선가상승분이 지속적으로 반영되는 중이다. 동사의 주력 선종인 수에즈막스 탱커의 평균 인도 선가는 21년 62백만달러에서 2026년 87.5백만달러로 41% 상승했다. 28년 평균 인도 선가는 26년 대비 1.9% 소폭 하락하지만, 현재 탱커 선복 부족으로 운임이 견조하기 때문에, 향후 수주하는 선박에 대해서는 다시 한번 선가 상승이 이뤄질 가능성이 높다고 판단한다. **믹스:** 믹스가 단조로워지며 수익성이 개선될 전망이다. 동사는 과거 연간 4~5가지 선종을 동시에 건조해왔다. 그러나 24~25년에는 3가지, 26년 이후로는 연간 2가지 선종만을 건조할 예정이기 때문에, 비효율이 감소하면서 수익성이 개선될 것으로 추정한다. **셔틀탱커:** 25년 하반기부터 셔틀탱커의 스틸커팅이 이뤄진 것으로 추정한다. 셔틀탱커는 FPSO (해양 원유 생산, 저장설비)로부터 원유를 선적하기 위해 위치를 유지할 수 있도록 특수장비를 탑재한 선박이다. 대한조선이 건조 중인 셔틀탱커는 수에즈막스급 탱커와 동일한 크기이지만 선가는 약 50% 더 비싸기 때문에 고수익성의 선박이 매출에 반영되며 수익성 개선에 기여할 것으로 예상된다.

그림 12. 대한조선 연간 실적 및 전망



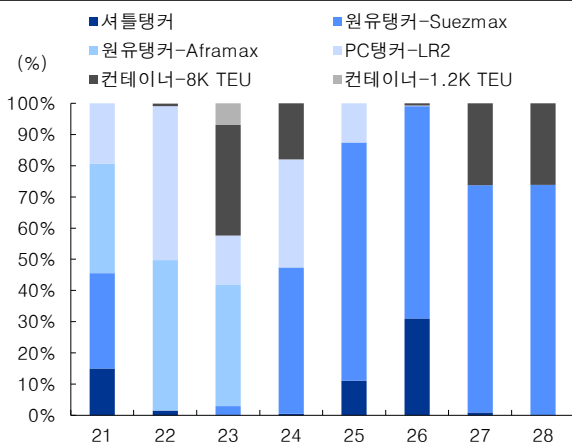
자료: Dart전자공시, IBK투자증권

그림 13. 대한조선 수에즈막스 탱커 평균 인도 선가 추정 내역



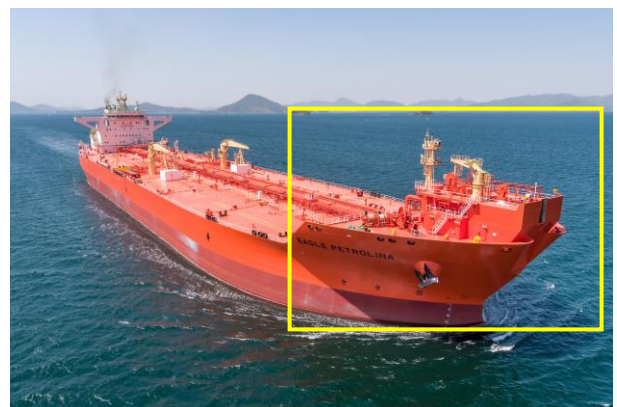
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 14. 대한조선 연간 매출 믹스 추정 내역: 믹스가 단조로워지며 수익성 개선에 기여 전망



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 15. 셔틀탱커: FPSO로부터 원유를 선적하기 위해 위치를 유지할 수 있도록 특수장비를 탑재. 대한조선이 건조 중인 셔틀탱커는 수에즈막스급과 동일한 크기이지만 선가는 약 1.5배 비쌌



자료: 언론보도 종합, IBK투자증권

업황: 폭발적으로 상승 중인 탱커 운임. 2026년 발주도 강력할 수밖에

대형 조선사와 유사하게
2028년 슬롯도 이미 절반
채움

동사는 대형 조선사들과 유사하게 2027년 슬롯을 이미 완판했고 2028년 슬롯도 절반 이상을 수주한 상태이다. 수에즈막스 탱커 특화 조선소라는 인식과 달리 수에즈막스, 아프리카막스, LR2, 컨테이너, 셔틀탱커 등 6개 선종으로 다변화된 포트폴리오를 구성하여 선별 수주가 가능한 위상을 확보했다. 풍부한 수주잔고와 2028년 물량의 얼마 남지 않은 슬롯은 실적의 가시성을 높이는 동시에 선가 협상력을 유지하게 해준다.

2030년까지 건조한 탱커
발주 전망

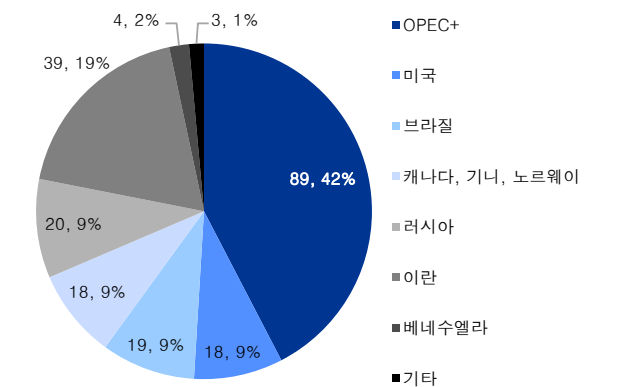
2030년까지 발주가 견조할 것이라는 전망하는 이유는 1) CII 강화, EU ETS/FuelEU 본격화 등 규제 강화로 인해 고효율 신조 수요가 구조적으로 확대되고, 2) 원유와 원유 제품 톤마일 증가와 러시아 제재, 항로 우회로 따른 효율 저하가 신조 필요 톤수를 상향시키며, 3) 아프리카막스, 수에즈막스 등 중대형 탱커의 고령화로 교체 수요가 누적되는 가운데 현재 오더북 비율이 여전히 역사 평균 대비 부담스럽지 않아 추가 발주 여지가 존재하기 때문이다. 더불어 셔틀탱커는 해양투자 재개와 FPSO 프로젝트 파이프라인 회복의 직접 수혜가 전망된다.

그림 16. 원유 해상재고 추이: 최근 10년 최고치 갱신



Note: 원유 해상 재고 = 해상 운송 중 + 해상 저장 중인 원유의 합계
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 17. 2025년 9월 이후 증가한 원유 해상 재고의 출처: OPEC+의 감소
완화가 운임의 폭발적인 상승 초래



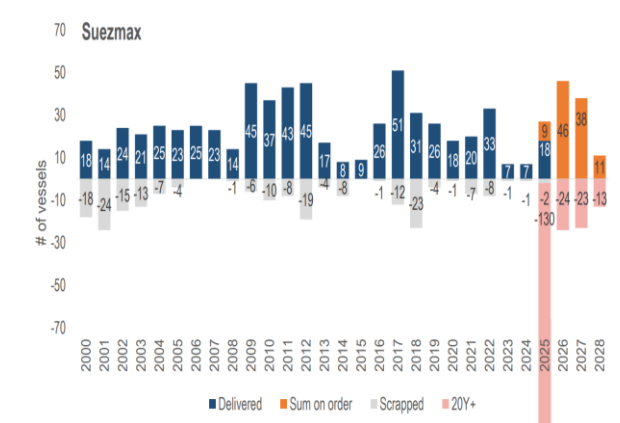
단위: 백만배럴, %
자료: Kpler, IBK투자증권

그림 18. 수에즈막스 탱커 운임 추이: 10년 평균 운임의 26배 수준



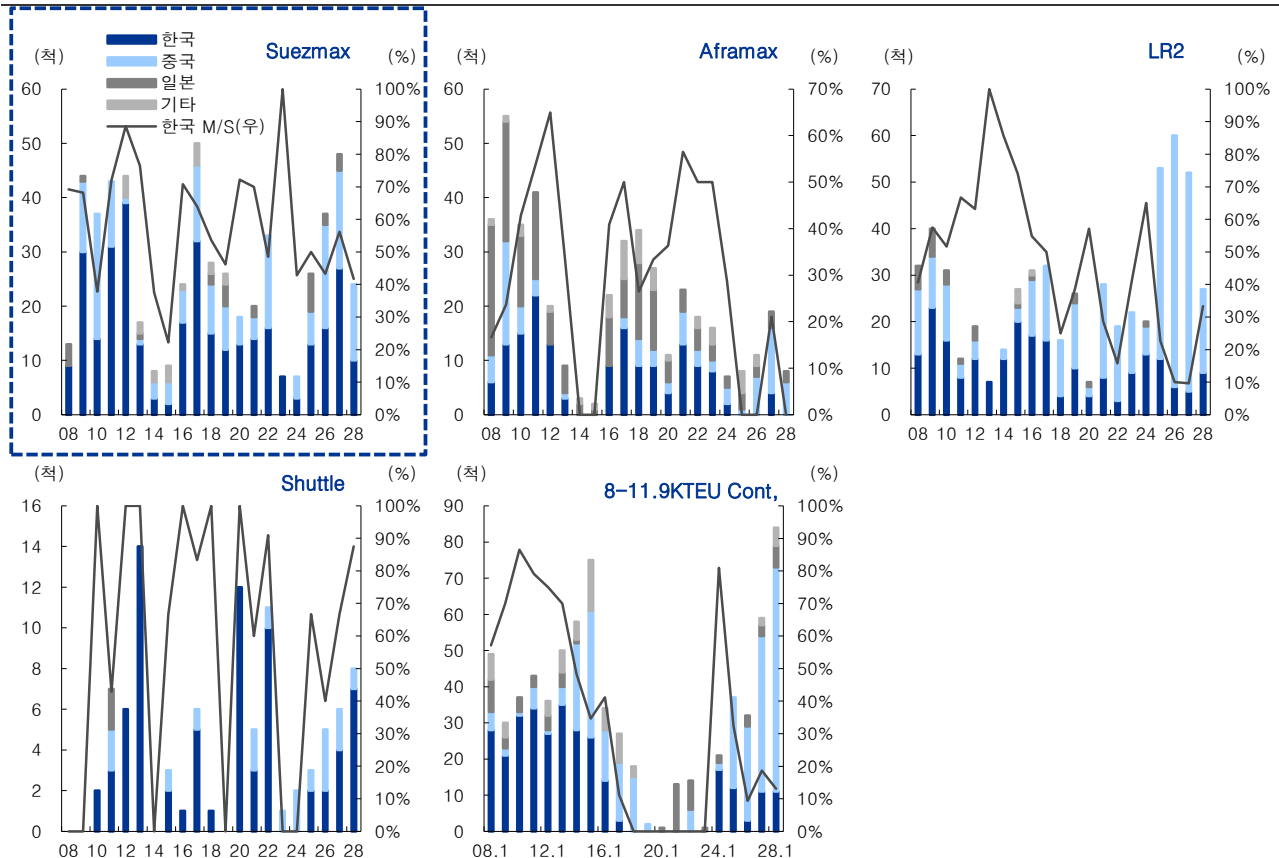
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 19. 수에즈막스 탱커 선대 현황: 2025년에 선령 20년 이상 선박 130척



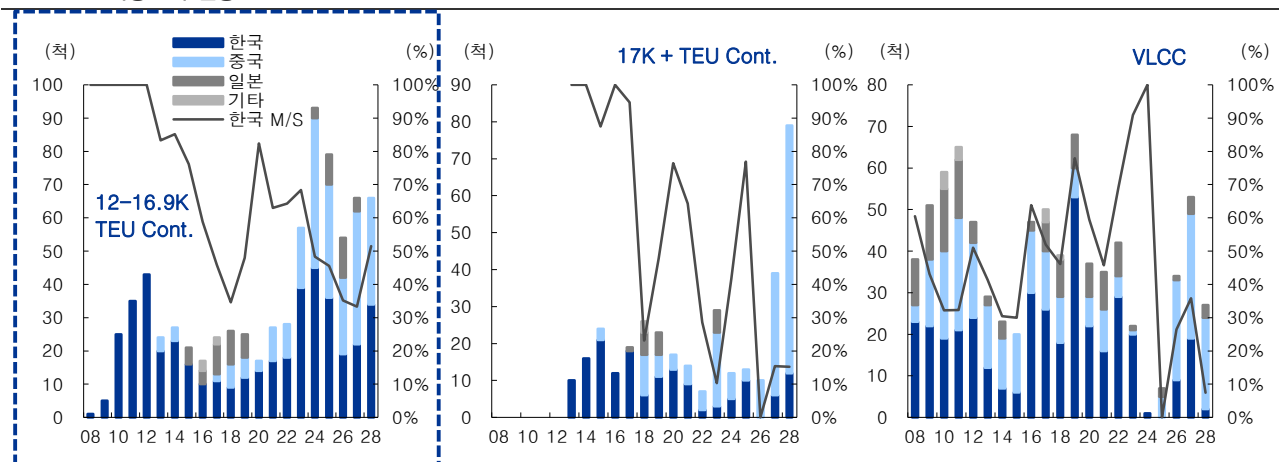
자료: Frontline, IBK투자증권

그림 20. 대한조선 주력 선종 수에즈막스 탱커의 한중일 인도 추이 및 한국 인도 기준 M/S: 시장의 우려와 다르게 **한국의 수에즈막스 탱커 인도 점유율은 2014, 2015년을 제외하고는 꾸준히 40% 이상을 기록 중**. 중국은 초대형선 건조에 집중하며 VLCC 다음으로 큰 선종인 수에즈막스 탱커에서 한국은 비교 우위를 가짐. **시장의 우려하는 것 대비 중국과의 경쟁 강도 낮음**



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 21. 국내 대형 조선 주력 선종 한중일 인도 추이 및 한국 인도 기준 M/S(LNGc 제외): 중국은 17K+ TEU 컨테이너와 VLCC 등 초대형선에 집중



자료: Clarksons, IBK투자증권

종목명 (439260)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	816	1,075	1,215	1,259	1,353
증가율(%)	17.7	31.7	13.0	3.6	7.5
매출원가	762	895	914	912	979
매출총이익	55	180	301	348	374
매출총이익률 (%)	6.7	16.7	24.8	27.6	27.6
판매비	19	22	25	25	27
판매비율(%)	2.3	2.0	2.1	2.0	2.0
영업이익	36	158	276	323	347
증가율(%)	1,002.3	340.3	74.7	16.9	7.6
영업이익률(%)	4.4	14.7	22.7	25.7	25.6
순금융손익	-36	-163	57	-16	-10
이자손익	-13	-16	-2	8	15
기타	-23	-147	59	-24	-25
기타영업외손익	28	162	-52	21	26
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	29	156	281	328	363
법인세	-10	-16	49	75	83
법인세율	-34.5	-10.3	17.4	22.9	22.9
계속사업이익	38	173	232	253	280
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	173	232	253	280
증가율(%)	-466.8	350.6	34.6	8.8	10.6
당기순이익률 (%)	4.7	16.1	19.1	20.1	20.7
지배주주당기순이익	38	173	232	253	280
기타포괄이익	-2	-3	0	0	0
총포괄이익	36	170	232	253	280
EBITDA	47	170	294	349	379
증가율(%)	255.6	262.7	72.3	18.8	8.7
EBITDA마진율(%)	5.8	15.8	24.2	27.7	28.0

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,640	12,457	6,030	6,559	7,255
BPS	16,290	14,854	18,837	25,396	32,651
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	0.0	9.6	8.8	8.0
PBR	0.0	0.0	3.1	2.3	1.8
EV/EBITDA	0.0	0.0	6.5	4.7	3.6
성장성지표(%)					
매출증가율	17.7	31.7	13.0	3.6	7.5
EPS증가율	-233.2	242.2	-51.6	8.8	10.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	25.0	55.3	39.4	29.7	25.0
ROA	4.6	16.0	18.1	18.8	17.0
ROIC	10.5	40.1	57.5	64.2	72.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	374.0	197.6	67.2	51.1	43.2
순차입금 비율(%)	162.0	-1.8	-45.2	-59.0	-69.5
이자보상배율(배)	2.4	7.4	25.2	178.8	15,748.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	36.4	101.6	23.4	13.8	13.1
재고자산회전율	23.6	29.7	41.0	48.0	48.8
총자산회전율	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	427	902	818	1,092	1,434
현금및현금성자산	68	314	327	576	872
유가증권	0	0	2	2	2
매출채권	0	21	83	99	108
재고자산	39	33	26	27	29
비유동자산	386	448	396	386	367
유형자산	361	353	362	351	329
무형자산	2	1	1	1	1
투자자산	2	49	10	10	11
자산총계	813	1,349	1,213	1,478	1,801
유동부채	468	832	460	472	513
매입채무및기타채무	59	96	70	71	78
단기차입금	190	286	0	0	0
유동성장기부채	2	20	0	0	0
비유동부채	173	64	27	28	30
사채	153	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	641	896	488	500	543
지배주주지분	171	453	726	978	1,258
자본금	53	153	193	193	193
자본잉여금	36	48	48	48	48
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	44	41	41	41	41
이익잉여금	39	212	444	697	977
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	171	453	726	978	1,258
비이자부채	296	590	488	500	543
총차입금	345	306	0	0	0
순차입금	277	-8	-328	-577	-874

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-110	158	296	243	281
당기순이익	38	173	232	253	280
비현금성 비용 및 수익	-2	6	26	-3	-10
유형자산감가상각비	11	12	17	26	32
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-140	-11	47	-15	-4
매출채권등의 감소	44	-21	-61	-16	-9
재고자산의 감소	-9	6	7	-1	-2
매입채무등의 증가	-9	36	-26	2	6
기타 영업현금흐름	-6	-10	-9	8	15
투자활동 현금흐름	25	-5	-58	-25	-47
유형자산의 증가(CAPEX)	-18	-6	-23	-15	-10
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	1	0	0	-1
기타	43	0	-35	-10	-36
재무활동 현금흐름	127	78	-214	31	62
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	40	0	0
기타	127	78	-254	31	62
기타 및 조정	-2	15	-12	0	1
현금의 증가	40	246	12	249	297
기초현금	28	68	314	327	576
기말현금	68	314	327	576	872

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	129	90.8
Trading Buy (중립)	11	7.7
중립	2	1.4
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

