

대한조선 (439260)

선대 구축과 재편의 수혜가 오버행을 압도

그림자 유조선대 구축과 재편의 국내 유일무이 수혜주

글로벌 유조선 호황의 직접적 수혜주(유조선사)의 국내 부재가 동사의 투자 매력을 부각시키는 요인. 수에즈막스 유조선 (SCC)의 고운임 지속으로 인한 선사들의 기존 Capex 사이클 가속화로 인한 전방 산업으로부터의 수혜를 받을 수 있는, 연중 8척의 SCC를 수주한 사실상 Pure SCC 조선소로서 유일무이 수혜주.

오늘 당장 규제가 소멸되어도, 2030년까지는 이익 성장

러시아, 베네수엘라, 이란 3국 연관 그림자 선대 제재가 소멸되어도 P&I 보험 재가입을 통한 적법한 선대 합류에는 1년 이상이 소요될 것이라는 점을 감안한다면, 유조선 고운임 트렌드는 연중 지속되며 이에 따라 동사의 FY29-FY30F 납기 슬롯의 SCC 신조선가는 지속 상승할 것. 현재 협상 진행중인 물량의 경우 기존 Loyalty 고객에 한해 US\$88m 수준의 계약단가를 기록할 것이나, 연내 계약단가는 US\$90m 초과할 것.

오버행 리스크: 그때는 맞고, 지금은 틀리다

기존 Hold 의견의 가장 주된 근거는 2대주주 안다자산이 보유한 25% 지분에 대한 오버행 리스크. 블록딜을 통한 오버행 해소에 최소 1년 이상의 기간이 소요될 것임은 여전하나, 통상 3개월의 매각후 보호예수기간 설정을 고려한다면 올해 최대 3번 발생할 블록딜은 지속적 신조선가 개선세 도중에 발생하는 저가매수 기회.

투자의견 BUY로 상향, 목표주가 직전대비 100% 상향

목표주가는 FY26-28F 평균 순이익 (기준 FY26F 순이익)에 Target P/E multiple 20x (기준 12x) 부여하여 산출, 상승여력 확보에 따라 투자의견 상향. SCC 선가 상승은 예정되어 있으며, 중장기 영업이익률의 지속 상승을 보장하기에 이익 예상치와 Valuation multiple을 동반 상향. 주요 리스크는 1) 글로벌 지정학 리스크 완화, 2) 안다자산 블록딜이 있으나, 산업의 구조적 변화에 주는 영향은 매우 제한적일 것.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

BUY (U)

목표주가 **156,000원 (U)**

직전 목표주가 **78,000원**

현재주가 (3/3) **96,000원**

상승여력 **63%**

시가총액	36,985억원
총발행주식수	38,526,312주
60일 평균 거래대금	261억원
60일 평균 거래량	337,206주
52주 고/저	108,700원 / 57,700원
외인지분율	3.89%
배당수익률	0.00%
주요주주	케이에이치아이 외 15인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	32.8	30.8	0.0
상대	21.2	(8.9)	0.0
절대 (달러환산)	30.9	31.0	0.0

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	350	5.6	27.9	332	5.7
영업이익	95	36.3	43.2	80	18.5
세전계속사업이익	88	7.8	8.8	90	-2.3
지배순이익	45	-54.2	-32.0	69	-35.1
영업이익률 (%)	27.2	+6.1 %pt	+2.9 %pt	24.3	+2.9 %pt
지배순이익률 (%)	12.8	-16.7 %pt	-11.2 %pt	20.8	-8.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	816	1,075	1,228	1,327
영업이익	36	158	294	363
지배순이익	38	173	215	269
PER	-	-	10.5	13.8
PBR	-	-	2.4	3.0
EV/EBITDA	-	-	6.7	8.2
ROE	25.0	55.3	28.3	23.5

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

3월 3일 공시된 내업1공장 생산중단은 중대재해 발생에 따른 작업중지 조치이며, 원인파악 및 안전조치 완료에는 2주 정도 소요될 것이다. 그러나 동사는 이미 셔틀탱커 건조 작업에서 2주 가량의 선행공정을 진행하고 있었으며, 유사시 2공장 가동을 통해 손익에 부정적인 영향은 제한적일 것이라 예상한다.

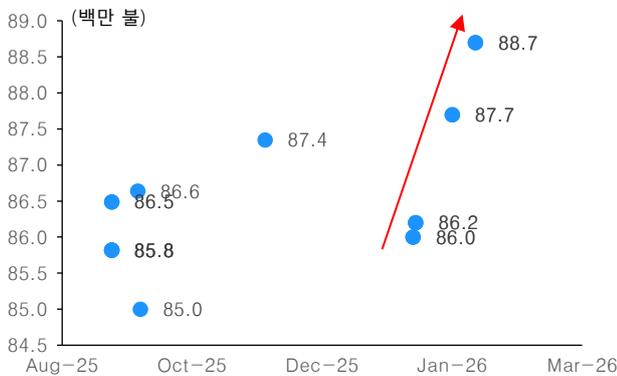
목표주가 산출 방식의 변경 (기존 FY26F 순이익에서 FY26-28F 평균 순이익)의 근거는 이익의 중장기 성장성이다. [커버리지 개시 자료](#) 작성 당시 FY27F 이익률의 성장에 대한 가시성 부족으로 단일 연도 순이익을 목표주가 산출에 사용하였으나, 현재의 SCC 호황으로 FY28-30F 동사의 이익률이 매년 증가할 수 있다는 점을 적정가치에 반영하기 위해 향후 이익의 성장성을 반영하여 목표주가 산출법을 변경한다.

Valuation: FY26-28F 평균 순이익에 Target P/E 20 배 적용 (단위: 십억원)

	FY26F	FY27F	FY28F
지배주주순이익	269	288	344
Target P/E			20
적정가치 (십억 원)			6,004
발행주식수 (천 주)			38,526
목표주가			156,000

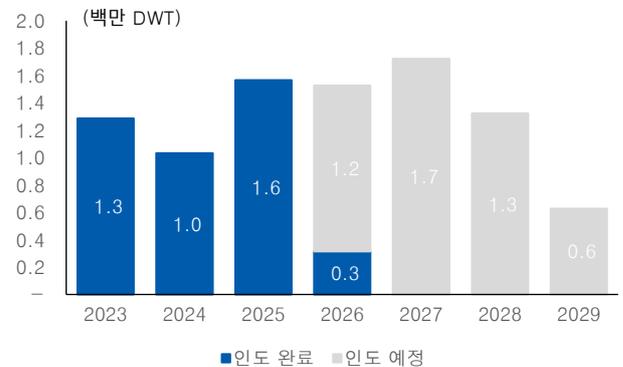
자료: 유안타증권 리서치센터

연중 SCC 계약단가 가파르게 상승



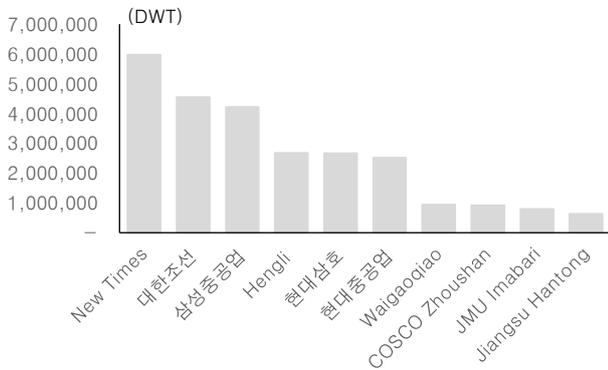
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

상반기 신규수주는 2H28F-FY29F 잔여 인도 물량을 채울 것



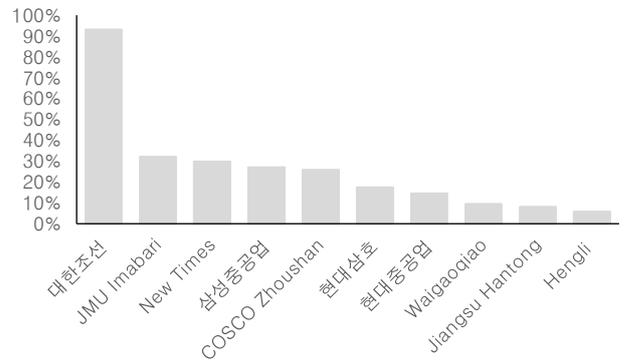
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

SCC 를 건조할 수 있는 조선소는 많지만... (SCC 수주잔고)



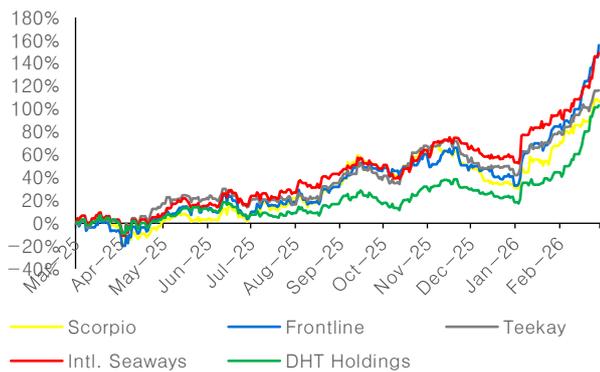
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

...SCC에 특화된 조선소는 대한조선 뿐 (회사별 수주잔고내 SCC 비중)



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

글로벌 유조선사의 주가는 시황을 실시간으로 반영하는 반면



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

국내 주요 해운업체들은 제한적 유조선 사업노출로 주가반응 미미



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

분기별 및 연간 실적예상

(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출	308	296	274	350	301	326	335	364	1,228	1,327	1,513	1,589
yoy	45.4%	16.8%	-1.5%	5.6%	-2.0%	10.2%	22.2%	4.0%	14.2%	8.0%	14.1%	5.0%
영업이익	70	62	67	95	79	89	92	103	294	363	387	459
yoy	192.5%	84.4%	118.9%	36.3%	13.3%	43.1%	38.5%	7.6%	86.1%	23.5%	6.4%	18.8%
영업이익률	22.7%	21.1%	24.3%	27.2%	26.2%	27.4%	27.6%	28.2%	23.9%	27.4%	25.6%	28.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

대한조선 (439260) 추정재무제표 (K-IFRS)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	816	1,075	1,228	1,327	1,513
매출원가	762	895	910	937	1,097
매출충이익	55	180	318	390	416
판관비	19	22	24	27	29
영업이익	36	158	294	363	387
EBITDA	47	170	306	375	398
영업외손익	-7	-2	0	5	8
외환관련손익	0	11	0	0	0
이자손익	-13	-16	-2	13	16
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	6	4	2	-8	-8
법인세비용차감전순손익	29	156	294	368	395
법인세비용	-10	-16	79	99	107
계속사업순손익	38	173	215	269	288
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	173	215	269	288
지배지분순이익	38	173	215	269	288
포괄순이익	36	170	212	266	285
지배지분포괄이익	36	170	212	266	285

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-110	158	186	247	264
당기순이익	38	173	215	269	288
감가상각비	11	12	12	12	12
외환손익	0	-12	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-140	-11	-54	-46	-48
기타현금흐름	-20	-3	13	13	13
투자활동 현금흐름	25	-5	-247	-36	-60
투자자산	2	0	-7	-5	-9
유형자산 증가 (CAPEX)	-18	-6	-10	-10	-10
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	41	1	-230	-21	-41
재무활동 현금흐름	127	78	1	-121	-121
단기차입금	118	144	-324	-5	-5
사채 및 장기차입금	2	-66	-76	0	0
자본	-730	112	400	0	0
현금배당	0	0	0	-116	-116
기타현금흐름	737	-112	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-1	14	12	9	0
현금의 증감	40	246	-49	100	83
기초 현금	28	68	314	265	365
기말 현금	68	314	265	365	449
NOPLAT	48	174	294	363	387
FCF	-128	153	176	237	254

자료: 유안타증권

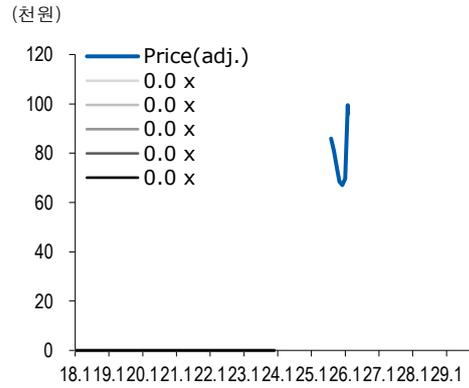
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	427	902	1,041	1,203	1,404
현금및현금성자산	68	314	265	365	449
매출채권 및 기타채권	1	29	29	31	36
재고자산	39	33	38	41	47
비유동자산	386	448	452	455	462
유형자산	361	353	351	349	348
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	2	49	56	61	70
자산총계	813	1,349	1,493	1,658	1,866
유동부채	468	832	396	410	445
매입채무 및 기타채무	90	144	132	131	136
단기차입금	190	286	26	21	16
유동성장기부채	2	20	0	0	0
비유동부채	173	64	31	33	35
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	153	0	0	0	0
부채총계	641	896	427	442	480
지배지분	171	453	1,066	1,216	1,386
자본금	53	153	193	193	193
자본잉여금	36	48	408	408	408
이익잉여금	39	212	427	580	752
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	171	453	1,066	1,216	1,386
순차입금	287	80	-501	-629	-759
총차입금	362	440	41	36	31

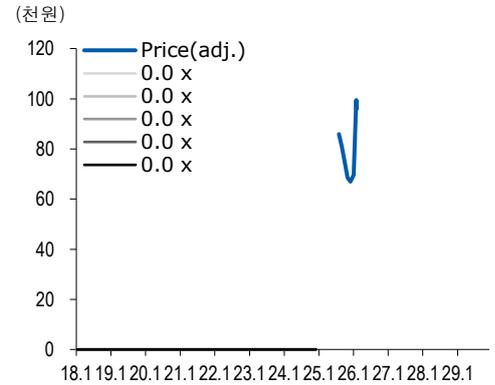
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,640	12,457	6,312	6,971	7,478
BPS	16,290	14,854	27,657	31,556	35,963
EBITDAPS	4,462	12,291	8,997	9,738	10,343
SPS	77,555	77,586	36,086	34,434	39,277
DPS	0	0	0	3,000	3,000
PER	-	-	10.5	13.8	12.8
PBR	-	-	2.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	-	-	6.7	8.2	7.4
PSR	-	-	1.8	2.8	2.4

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	17.7	31.7	14.2	8.0	14.1
영업이익 증가율 (%)	1,002.3	340.3	86.1	23.5	6.4
지배순이익 증가율 (%)	흑전	350.6	24.4	25.0	7.3
매출총이익률 (%)	6.7	16.8	25.9	29.4	27.5
영업이익률 (%)	4.4	14.7	23.9	27.4	25.6
지배순이익률 (%)	4.7	16.1	17.5	20.2	19.0
EBITDA 마진 (%)	5.8	15.8	24.9	28.3	26.3
ROIC	12.8	38.4	45.9	54.1	54.6
ROA	4.6	16.0	15.1	17.0	16.4
ROE	25.0	55.3	28.3	23.5	22.2
부채비율 (%)	374.0	197.6	40.1	36.4	34.7
순차입금/자기자본 (%)	167.2	17.6	-47.1	-51.7	-54.8
영업이익/금융비용 (배)	2.4	7.4	23.0	176.5	215.8

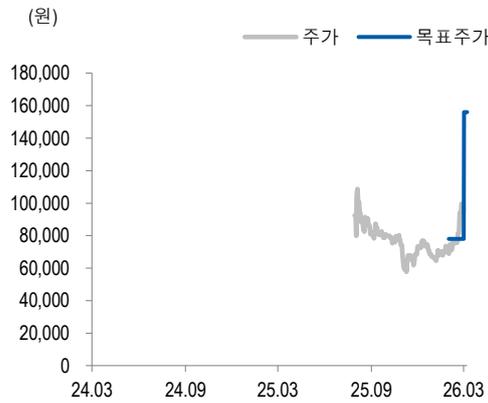
P/E band chart



P/B band chart



대한조선 (439260) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-03-04	BUY	156,000	1년		
2026-02-02	HOLD	78,000	1년	5.27	27.56

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-03-04

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김용민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.