

Company Update

Analyst 오지훈

02) 6915-5662

jjhoonoh@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 (유지) 100,000원

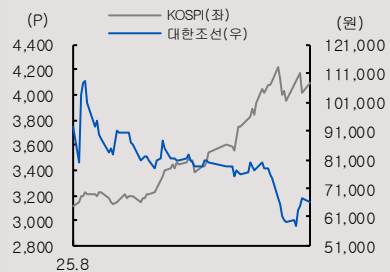
현재가 (11/17) 66,100원

KOSPI (11/17)	4,089.25pt
시가총액	2,547십억원
발행주식수	38,526천주
액면가	5,000원
52주 최고가	108,700원
최저가	57,700원
60일 일평균거래대금	44십억원
외국인 지분율	0.9%
배당수익률 (2025F)	0.0%

주주구성			
케이에이치아이 외	15	47.70%	
안다에이치자산운용		24.91%	
주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-20%	0%	0%
절대기준	-13%	0%	0%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	100,000	100,000	-
EPS(25)	6,626	6,030	▲
EPS(26)	7,194	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)

3Q25 Re: 한국 조선업 역사상 최고 수익성 달성

3Q25 Re: 계절적 비수기임에도 일회성 없이 OPM 24.3% 달성

대한조선의 3Q25 연결 영업실적은 매출액 2,740억원(QoQ -7.5%), 영업이익 665억원(QoQ +6.4%, OPM 24.3%)을 기록하며 **한국 조선업 역사상 최고 수익성**을 달성했다. 매출액은 하계휴가로 인해 조업일수가 감소하며 QoQ -7.5% 감소했지만, **수에즈막스 탱커** 매출인식 선가가 상승하며 수익성은 개선되었다. 당사는 매출인식 선가가 2Q25 83.4백만달러에서 3Q25 84.7백만달러로 상승한 것으로 추정한다.

강력한 수익성 개선은 지속될 것으로 추정한다. 2026년에는 1) 수에즈막스 탱커 매출인식 선가가 88.2백만달러까지 지속적으로 상승하고, 2) 고수익성의 셔틀탱커 비중이 확대되며 수익성 개선이 지속될 전망이다. 2027년에는 수에즈막스 탱커 대비 선가가 35% 더 비싼 컨테이너선의 스틸커팅이 시작되며 매출 성장과 수익성 개선이 동시에 이뤄질 전망이다.

3개월 보호예수 물량 오버행도 거의 마무리

대한조선의 신주 배정 물량 중 기관투자자 3개월 보호예수 물량은 331만주로 상장주식수의 8.6% 수준이다. 11월 3일 보호예수 해제 이후 기관의 누적 매도량은 230만주 수준으로 3개월 보호예수 물량에 대한 오버행도 거의 마무리되었다 판단한다. 6개월 보호예수 물량은 108만주로 3개월 보호예수 물량의 1/3 수준에 불과하기 때문에 추가적인 오버행 리스크는 제한적이라 판단한다.

2025년 실적 기준으로도 PER 10.0배에 불과함. 글로벌 조선사 중 실질적으로 가장 높은 수익성, 반면 가장 낮은 밸류에이션. 극심한 저평가 구간

동사는 1) 글로벌 조선사 중 수익성은 가장 높은 반면 가장 낮은 밸류에이션을 받고 있으며, 2) 주력 선종인 탱커의 업황이 매우 좋아 내년 수수도 강력할 것으로 예상되고, 3) 향후 매력적인 주주환원정책이 제시될 가능성이 높다고 판단한다. 현재 동사의 주가는 극심한 저평가 구간이라 판단하며, 강력 매수를 추천한다. 대한조선에 관한 자세한 내용은 당사의 **11월 3일 발간 리포트**를 참고하길 바란다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	816	1,075	1,204	1,249	1,342
영업이익	36	158	282	332	361
세전이익	29	156	311	346	387
지배주주순이익	38	173	255	277	310
EPS(원)	3,640	12,457	6,626	7,194	8,036
증가율(%)	0.0	242.2	-46.8	8.6	11.7
영업이익률(%)	4.4	14.7	23.4	26.6	26.9
순이익률(%)	4.7	16.1	21.2	22.2	23.1
ROE(%)	22.3	55.3	32.8	22.3	20.2
PER	0.0	0.0	10.0	9.2	8.2
PBR	0.0	0.0	2.3	1.8	1.5
EV/EBITDA	0.0	0.0	6.2	4.4	3.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

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

25년: 고수익성 셔틀탱커 스틸커팅 시작으로 수익성 개선

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

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

2025년 연간 영업실적은 매출액 1조 2,039억원(YoY +12.0%), 영업이익 2,815억원(YoY +78.1%, OPM 23.4%)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 +3.8% 성장에 그칠 것으로 예상한다. 2027년에는 척 당 115.5백만달러의 고단가 컨테이너선이 매출에 반영되며 매출액이 전년대비 +7.5% 성장할 것으로 추정한다. 당사는 현재 잔고에 2척의 컨테이너선을 보유 중인데, 추가적으로 2척에 대한 협상도 진행 중인 것으로 파악한다. 수익성은 일단 보수적으로 2026년 수준으로 추정했다.

표 1. 대한조선 3Q25 Review: 하계 휴가 때문에 매출액은 QoQ 감소했지만 매출 인식 선가 상승하며 무려 24.3% OPM 달성

단위:	회사 실적	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전 분기	
	2025.09(E)	2025.09(E)	vs Chg	2025.09(E)	vs Con	2024.09(A)	YoY	2025.06(A)	QoQ
매출액	274	289	-5.3%	289	-5.3%	n/a	n/a	296	-7.5%
영업이익	66	66	0.6%	66	0.6%	n/a	n/a	62	6.4%
지배주주순이익	66	47	40.4%	47	40.4%	n/a	n/a	44	50.7%
OPM	24.3%	22.9%	1.4%p	22.9%	1.4%p	n/a	n/a	21.1%	3.2%p
NPM	24.0%	16.2%	7.8%p	16.2%	7.8%p	n/a	n/a	14.8%	9.3%p

자료: IBK투자증권

표 2. 대한조선 실적 전망: 2026년은 고단가 셔틀탱커가 본격적으로 매출에 반영되며 수익성 개선 지속, 그러나 인도 척수가 감소하며 매출 성장 기동기는 소폭 둔화 추정. 반면 2027년은 고단가 컨테이너 매출 인식 증가로 매출 다시 성장, 수익성 일단 보수적으로 2026년 수준으로 추정

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	308	296	274	326	320	308	294	328	1,075	1,204	1,249	1,342
YoY	n/a	n/a	n/a	n/a	4.0%	4.1%	7.2%	0.4%	31.7%	12.0%	3.8%	7.5%
QoQ	n/a	-3.8%	-7.5%	19.0%	-1.9%	-3.7%	-4.7%	11.5%				
영업이익	70	62	66	83	83	81	79	89	158	282	332	361
OPM	22.7%	21.1%	24.3%	25.4%	25.9%	26.2%	26.9%	27.3%	14.7%	23.4%	26.6%	26.9%
YoY	n/a	n/a	n/a	n/a	18.9%	29.2%	18.8%	7.9%	339.9%	78.1%	17.9%	8.8%
QoQ	n/a	-10.4%	6.4%	24.6%	0.1%	-2.6%	-2.2%	13.2%				
세전이익	73	53	81	105	80	79	79	109	156	311	346	387
당기순이익	61	44	66	85	64	63	63	87	173	255	277	310

자료: IBK투자증권

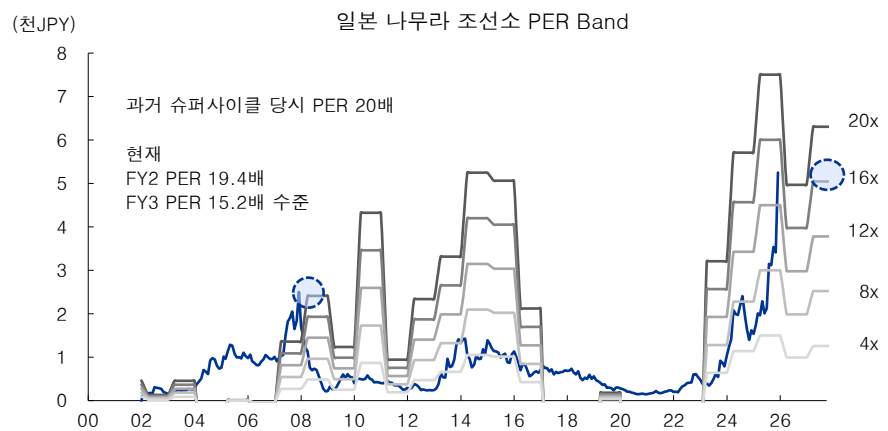
밸류에이션: 2025년 기준으로 PER 10.0배에 불과. 극심한 저평가

표 3. 대한조선 Valuation Table: 상승여력이 과도하게 나오기 때문에 일단 2025년 EPS 기준 15배 멀티플 부여. 2025년 실적 기준만으로도 상승여력 51.3% 존재. 2027년 기준 15배 멀티플도 보수적이라 판단. 향후 주주환원정책 가시화 후 멀티플 상향 조정 예정. 상승여력은 충분히 많이 남아있음 (단위: 원, %, 배)

PER Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	5	5	31	39	39	39
EPS	-2,732	3,640	12,457	6,626	7,362	8,320
현재 PER				10.0	9.2	8.2
Target PER				15.0	15.0	15.0
적정주가				99,396	107,911	120,547
Weight				100%	0%	0%
				99,396		
목표주가				100,000		
종가(11월 17일)				66,100		
상승여력				51.3%		

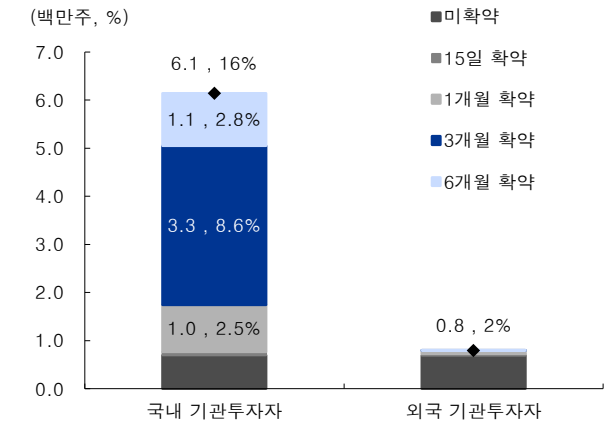
자료: IBK투자증권

그림 1. 동종사 일본 나무라 조선소 PER Band: 동사와 사업 현황, 매출 및 수익성 규모가 가장 유사한 조선소도 FY2~FY3 PER 19~15배 받고 있음



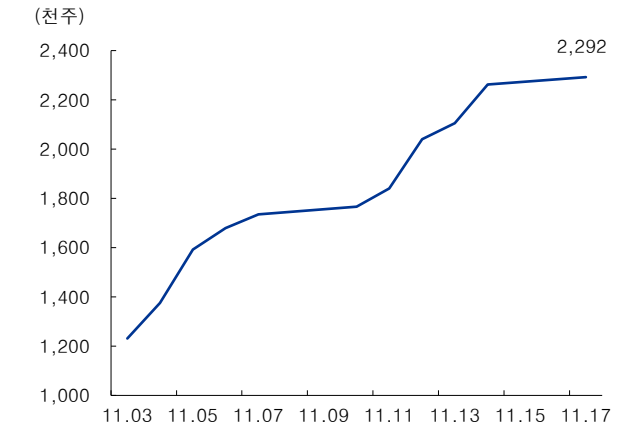
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 2. 대한조선 기관투자자 의무보유확약기간별 신주 배정현황:
상장 후 6개월 뒤 락업이 해제되는 물량은 상장주식수의 2.8%에 불과. 3개월 확약 물량 8.6%의 1/3 수준



자료: Dart전자공시, IBK투자증권

그림 3. 11월 3일 3개월 보호예수 해제 이후 기관 누적 매도량:
3개월 보호예수 물량 331만주 중 230만주(70%) 매도



자료: Quantwise, IBK투자증권

표 4. 주주 구성 및 의무보유확약기간: 안다H자산의 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
	스테코코리아 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
1% 이상 소유주주	소계	18,427,846	47.83%	18,427,846	47.83%	
	삼성증권(사일발사모 제10호)	9,590,302	24.89%	9,590,302	24.89%	상장 후 6개월
	한국산업은행	478,672	1.24%	-	-	유통가능
1% 미만 소유주주	소계	10,068,974	26.14%	9,590,302	24.89%	
	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 4. 안다H자산은 투자원본을 리캡으로 전액 회수. 회수 자금을
기존 투자자들에게 분배하며 원금 상환 마무리

안다H운용, 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 안다H자산운용은 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.

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

자료: 더벨, IBK투자증권

그림 5. 안다H자산의 대한조선 지분에 대한 근질권설정계약 기한
: 기존 26년 7월 21일에서 27년 10월 1일로 연장되며
충분히 여유 있음

나. 계약 내용

연번	성명 (영칭)	보고자와의 관계	생년월일 또는 사업자등록번호 등	주식들의 종류	주식들의 수	계약 상대방	계약의 종류	계약제결 (년/월/일)	계약 기간	비율	비고
1	(주)안다에 이치자산 운용	본인	306-81-38884	의결권있는 주식	9,590,302	한국에 이치자산 운용	의무보유 및 만환제한에 관한 약정	2025.07.23	2025.07.23 ~ 2029.02.01	24.89	보호예수 6개월
2	(주)안다에 이치자산 운용	본인	306-81-38884	의결권있는 주식	9,590,302	삼성증권(주)	신약계약	2024.10.30	2024.10.30 ~ 2029.01.30	24.89	주
3	(주)안다에 이치자산 운용	본인	306-81-38884	의결권있는 주식	9,590,302	하나증권(주)	중개계약	2025.10.01	2025.10.01 ~ 2027.01.01	24.89	대출 조가상환에 따른 계약해지
4	(주)안다에 이치자산 운용	본인	306-81-38884	의결권있는 주식	9,590,302	NH투자증권(주)	중개계약	2025.10.01	2025.10.01 ~ 2027.01.01	24.89	주
합계(주식들의 수)					9,590,302	합계(비율)				24.89	-

자료: Dart전자공시, IBK투자증권

표 5. 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	411.3	53.4	19.0	26.0	110.5	12.1	14.5	16.2	38.6	26.8	21.5	8.0	6.3	5.1
HD한국조선해양	298.1	30.8	5.3	15.1	91.0	13.3	15.4	17.1	13.5	9.3	7.8	2.4	2.0	1.7
삼성중공업	17.9	23.0	17.6	38.2	131.0	8.1	11.5	13.0	34.4	19.7	15.4	5.2	4.1	3.2
한화오션	89.7	40.1	22.1	22.9	250.7	10.3	12.4	13.9	43.4	30.4	24.6	7.0	5.7	4.6
HD현대미포	162.5	9.5	19.0	25.0	77.0	8.8	11.2	12.9	32.5	19.5	15.6	4.1	3.5	3.0
대한조선	45.2	2.5	-13.0	-25.2		23.4	26.6	26.9	10.0	9.2	8.2	2.3	1.8	1.5
평균(대한조선 제외)			16.6	25.4	132.0	10.5	13.0	14.6	32.5	21.2	17.0	5.3	4.3	3.5
중국 조선사														
중국선박공업	4.9	53.6	0.0	-10.0	-3.6	9.1	11.5	12.4	24.5	14.9	11.1	2.5	2.3	2.1
양쯔장 십빌딩 홀딩스	2.6	15.2	7.9	17.9	14.7	32.2	30.4	30.1	8.9	8.0	7.1	2.3	1.9	1.7
CSSC 엔지니어링	1.9	6.2	-0.6	-11.7	27.3		7.0	7.0	17.1	11.5	8.0	-	-	-
평균			2.4	-1.3	12.8	20.6	16.3	16.5	16.8	11.5	8.7	2.4	2.1	1.9
일본 조선사														
가와사키중공업	69.3	17.0	10.2	6.2	47.3	6.0	6.2	6.9	22.3	21.3	17.2	2.6	2.3	2.1
미쓰비 E&S	42.0	6.3	32.5	67.1	252.4	5.7	8.3	8.6	17.6	27.2	25.8	3.7	3.4	3.1
나무라 조선소	31.1	3.2	27.4	44.9	175.3	-	15.9	18.4	-	19.4	15.2	-	-	-
나이카이 조선소	107.2	0.4	59.4	77.3	299.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
평균			32.4	48.9	193.7	5.9	10.2	11.3	19.9	22.6	19.4	3.2	2.9	2.6
엔진/기자재														
바르질라	30.8	26.7	5.8	9.6	55.3	11.7	12.0	12.3	25.8	23.8	21.7	5.5	4.9	4.4
한화엔진	29.0	3.5	-8.8	10.0	129.7	8.6	12.0	15.1	36.1	23.6	17.2	7.0	5.7	4.4
HD현대마린엔진	56.0	2.8	-7.5	-1.4	234.6	16.8	20.2	22.3	42.6	29.7	20.8	7.2	5.8	4.5
STX엔진	21.5	1.3	-14.2	-13.5	56.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
HD현대마린솔루션	144.1	9.4	-6.9	7.0	30.4	17.7	19.2	20.7	34.2	26.3	21.3	11.0	9.3	7.8
다이하스디젤	18.5	0.9	-9.0	-2.9	54.1	8.3	8.0	8.2	17.1	14.9	13.9	1.7	1.5	1.4
평균			-6.7	1.4	93.4	12.6	14.3	15.7	31.2	23.6	19.0	6.5	5.4	4.5
군함/MRO														
제너럴다이내믹스	344.3	135.9	4.0	9.7	30.7	10.3	10.8	11.2	22.4	20.0	18.3	3.8	3.6	3.4
미쓰비시중공업	27.3	134.4	-1.6	7.9	89.8	7.9	8.3	9.4	52.5	50.4	38.9	5.8	5.5	4.9
HD현대중공업	411.3	53.4	19.0	26.0	110.5	12.1	14.5	16.2	38.6	26.8	21.5	8.0	6.3	5.1
한화오션	89.7	40.1	22.1	22.9	250.7	10.3	12.4	13.9	43.4	30.4	24.6	7.0	5.7	4.6
마자곤 도크 조선소	31.5	18.6	-0.8	2.7	25.5	19.7	17.1	18.0	41.1	40.8	33.4	13.8	11.0	9.1
헌팅턴잉글스	314.0	18.0	12.1	17.9	66.1	5.4	6.1	6.7	20.8	18.0	15.3	2.5	2.3	2.2
티센크루프	11.1	10.1	2.6	51.0	219.2	1.8	2.7	3.2	29.8	11.6	8.3	0.6	0.6	0.6
밥콕	15.6	11.4	3.5	18.9	136.4	7.4	8.1	8.4	24.4	22.0	19.7	10.1	9.1	6.4
핀칸티에리	22.0	10.4	-14.1	7.0	173.6	4.0	4.7	5.4	45.3	31.8	22.2	6.4	5.4	4.4
오스탈	4.4	2.7	2.4	0.9	120.0	5.5	6.2	6.6	42.6	33.6	27.3	2.2	2.1	2.0
평균			5.2	17.2	122.4	8.5	9.1	10.0	33.2	28.2	23.0	5.6	5.2	4.3

자료: Bloomberg, IBK투자증권

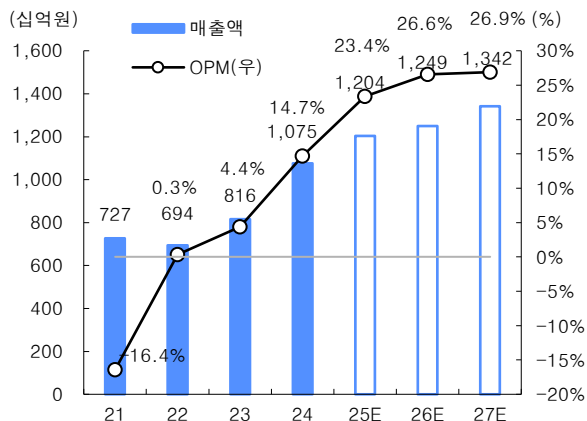
가격: 21년 대비
평균인도 선가 38~41%
상승. 향후 추가 선가
상승도 전망

믹스: 믹스가
단조로워지며 수익성
개선

셔틀탱커: 고수익성 선박
25년 하반기부터 매출
반영

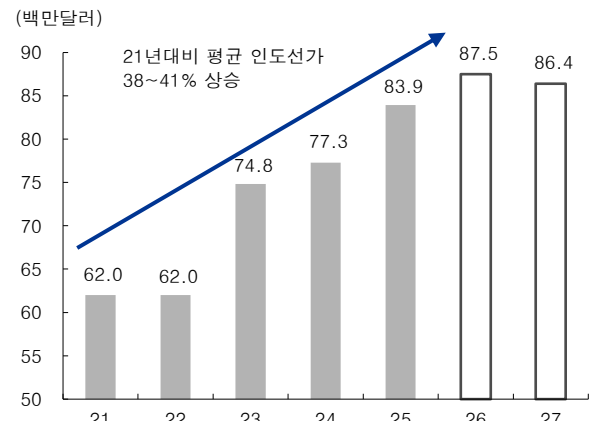
원가 통제와 더불어 가격과 믹스도 개선된다. **가격:** 선가상승분이 지속적으로 반영되는 중이다. 동사의 주력 선종인 수에즈막스 탱커의 평균 인도 선가는 21년 62백만달러에서 2026년 87.5백만달러로 41% 상승할 예정이다. 27년 평균 인도 선가는 26년 대비 1.3% 소폭 하락하지만, 현재 탱커 선복 부족으로 운임이 견조하기 때문에, 향후 수주하는 선박에 대해서는 다시 한번 선가 상승이 이뤄질 가능성이 높다고 판단한다. **믹스:** 믹스가 단조로워지며 수익성이 개선될 전망이다. 동사는 과거 연간 4~5가지 선종을 동시에 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 예상한다.

그림 9. 대한조선 연간 실적 및 전망



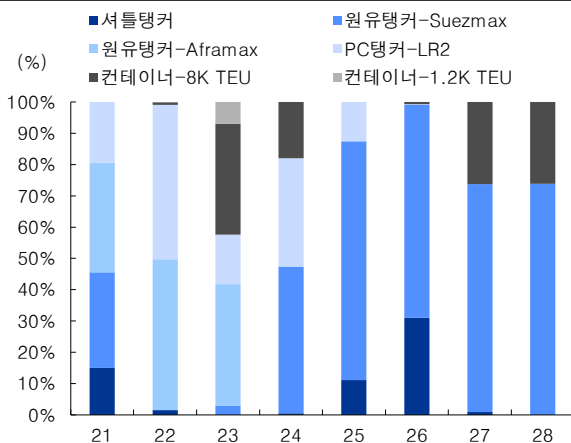
자료: Dart전자공시, IBK투자증권

그림 10. 대한조선 수에즈막스 탱커 평균 인도 선가 추정 내역



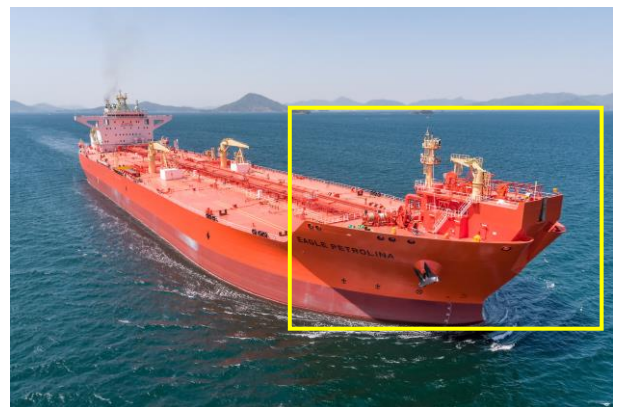
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 11. 대한조선 연간 매출 믹스 추정 내역: 믹스가 단조로워지며 수익성 개선에 기여 전망



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 12. 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

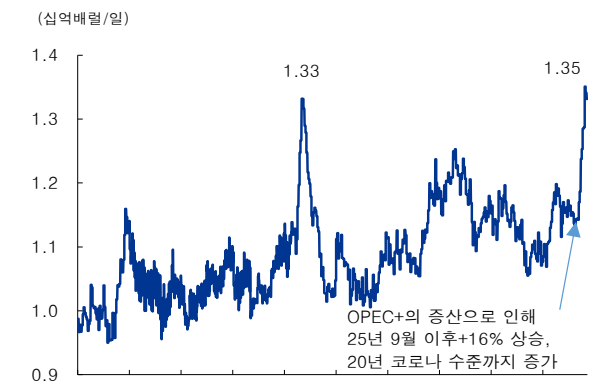
대형 조선사와 유사하게
2028년 슬롯도 이미
절반 채움

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

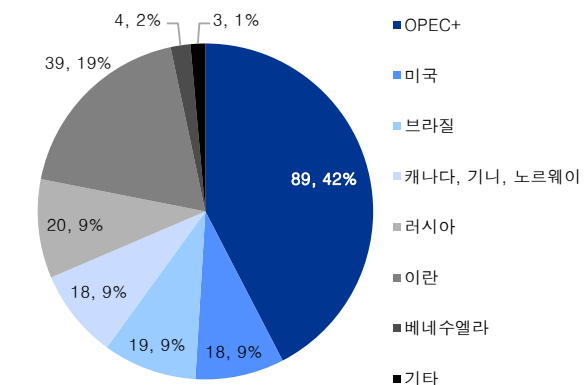
2030년까지 발주가 견조할 것이라는 전망하는 이유는 1) CII 강화, EU ETS/FuelEU 본격화 등 규제 강화로 인해 고효율 신조 수요가 구조적으로 확대되고, 2) 원유와 원유 제품 톤마일 증가와 러시아 제재, 항로 우회로 따른 효율 저하가 신조 필요 톤수를 상향시키며, 3) 아프리카막스, 수에즈막스 등 중대형 탱커의 고령화로 교체 수요가 누적되는 가운데 현재 오더북 비율이 여전히 역사 평균 대비 부담스럽지 않아 추가 발주 여지가 존재하기 때문이다. 더불어 셔틀탱커는 해양투자 재개와 FPSO 프로젝트 파이프라인 회복의 직접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

그림 13. 원유 해상재고 추이: 최근 10년 최고치 갱신



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

그림 14. 2025년 9월 이후 증가한 원유 해상 재고의 출처: OPEC+의 감산 완화가 운임의 폭발적인 상승 초래



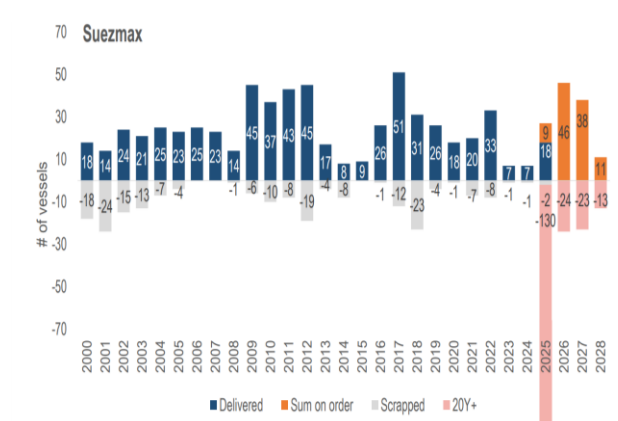
단위: 백만배럴, %
자료: Kpler, IBK투자증권

그림 15. 수에즈막스 탱커 운임 추이: 10년 평균 운임의 26배 수준



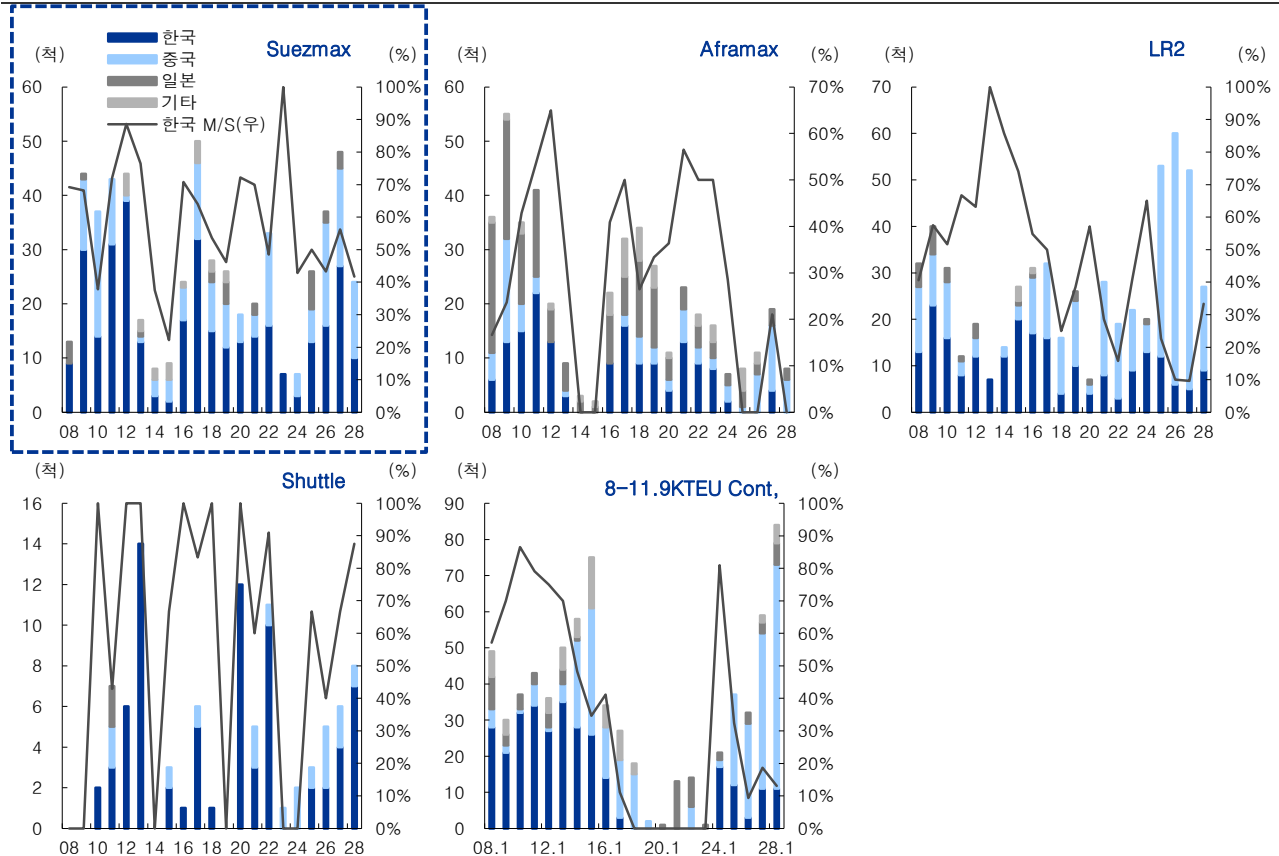
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 16. 수에즈막스 탱커 선대 현황: 2025년에 선령 20년 이상 선박 130척



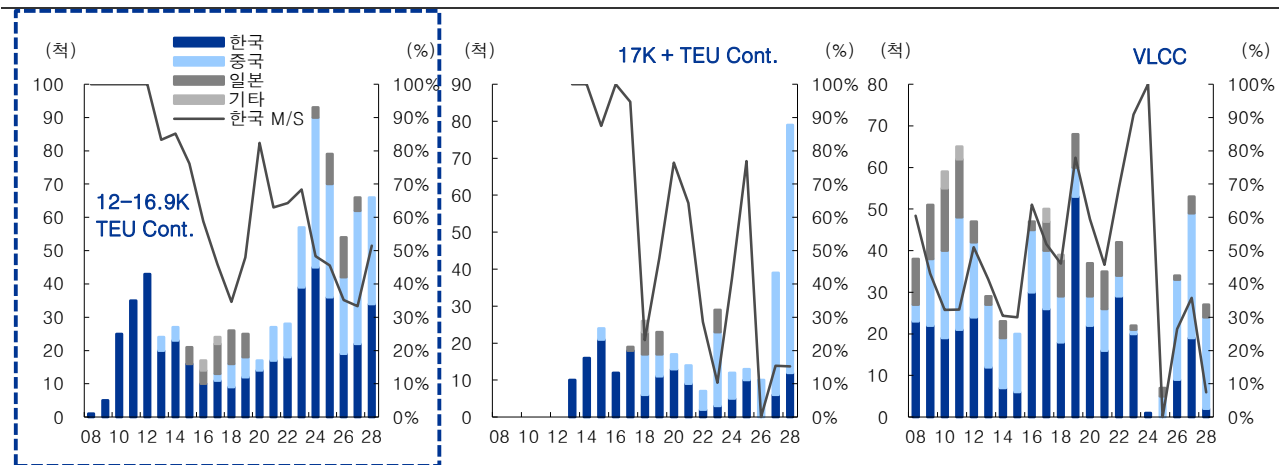
자료: Frontline, IBK투자증권

그림 17. 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 18. 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

대한조선 (439260)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	816	1,075	1,204	1,249	1,342
증가율(%)	na	31.7	12.0	3.8	7.5
매출원가	762	895	898	892	954
매출총이익	55	180	306	357	388
매출총이익률 (%)	6.7	16.7	25.4	28.6	28.9
판매비	19	22	24	25	27
판매비율(%)	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0
영업이익	36	158	282	332	361
증가율(%)	na	340.3	78.1	17.9	8.8
영업이익률(%)	4.4	14.7	23.4	26.6	26.9
순금융손익	-36	-163	91	-7	-1
이자손익	-13	-16	-1	17	25
기타	-23	-147	92	-24	-26
기타영업외손익	28	162	-61	22	26
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	29	156	311	346	387
법인세	-10	-16	56	69	77
법인세율	-34.5	-10.3	18.0	19.9	19.9
계속사업이익	38	173	255	277	310
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	173	255	277	310
증가율(%)	na	350.6	47.9	8.6	11.7
당기순이익률 (%)	4.7	16.1	21.2	22.2	23.1
지배주주당기순이익	38	173	255	277	310
기타포괄이익	-2	-3	0	0	0
총포괄이익	36	170	255	277	310
EBITDA	47	170	299	358	393
증가율(%)	na	262.7	75.5	19.7	9.7
EBITDA마진율(%)	5.8	15.8	24.8	28.7	29.3

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,640	12,457	6,626	7,194	8,036
BPS	16,290	14,854	28,646	35,840	43,877
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	0.0	10.0	9.2	8.2
PBR	0.0	0.0	2.3	1.8	1.5
EV/EBITDA	0.0	0.0	6.2	4.4	3.2
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	31.7	12.0	3.8	7.5
EPS증가율	0.0	242.2	-46.8	8.6	11.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	22.3	55.3	32.8	22.3	20.2
ROA	4.7	16.0	17.3	16.0	15.1
ROIC	8.6	40.1	63.2	70.4	80.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	374.0	197.6	44.7	35.9	31.9
순차입금 비율(%)	162.0	-1.8	-63.9	-71.0	-77.3
이자보상배율(배)	2.4	7.4	25.8	189.9	16,380.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	101.6	22.9	13.7	13.1
재고자산회전율	0.0	29.7	40.4	47.5	48.8
총자산회전율	0.0	1.0	0.8	0.7	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	427	902	1,201	1,491	1,863
현금및현금성자산	68	314	704	978	1,305
유가증권	0	0	2	2	2
매출채권	0	21	84	98	107
재고자산	39	33	26	26	29
비유동자산	386	448	396	385	367
유형자산	361	353	362	351	329
무형자산	2	1	1	1	1
투자자산	2	49	10	10	11
자산총계	813	1,349	1,597	1,876	2,229
유동부채	468	832	466	468	509
매입채무및기타채무	59	96	71	71	77
단기차입금	190	286	0	0	0
유동성장기부채	2	20	0	0	0
비유동부채	173	64	28	28	30
사채	153	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	641	896	494	496	539
지배주주지분	171	453	1,104	1,381	1,690
자본금	53	153	193	193	193
자본잉여금	36	48	403	403	403
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	44	41	41	41	41
이익잉여금	39	212	467	744	1,054
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	171	453	1,104	1,381	1,690
비이자부채	296	590	494	496	539
총차입금	345	306	0	0	0
순차입금	277	-8	-705	-980	-1,307

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-110	158	328	268	311
당기순이익	38	173	255	277	310
비현금성 비용 및 수익	-2	6	34	-12	-20
유형자산감가상각비	11	12	17	26	32
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-140	-11	46	-14	-3
매출채권등의 감소	44	-21	-62	-14	-9
재고자산의 감소	-9	6	7	0	-2
매입채무등의 증가	-9	36	-25	0	6
기타 영업현금흐름	-6	-10	-7	17	24
투자활동 현금흐름	25	-5	-63	-17	-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	-40	-2	-36
재무활동 현금흐름	127	78	137	23	62
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	395	0	0
기타	127	78	-258	23	62
기타 및 조정	-2	15	-12	0	1
현금의 증가	40	246	390	274	327
기초현금	28	68	314	704	978
기말현금	68	314	704	978	1,305

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												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -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

대한조선	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2025.11.03	매수	100,000	-37.42	-32.20
	2025.11.18	매수	100,000		