

조선

수에즈막스 유조선: 하이퍼 사이클 초입

수에즈막스 유조선 하이퍼 사이클 예상 – 슈퍼 사이클 + α

현재의 유조선 해운시장 호황의 장기화를 통해 유조선 신조 시장 호황을 보일 것이며, 이 중에서 가장 먼저, 가장 큰 폭의 수혜를 받는 선형은 수에즈막스 유조선 (SCC). SCC는 1) 더 큰 VLCC보다 선복 재배치 관점에서 유동적이며 2) 더 작은 Aframax보다 선박의 케이스케이딩 트렌드로 선복 성장률이 높고 3) 그림자 선대 퇴출구간 수혜폭이 가장 큼.

근거 1: 이벤트 없이도 유기적 회복 구간

COVID-19로 인한 컨테이너선 호황, 유조선 불황으로 유조선사들의 Capex 사이클은 지연됨. 1990년대 유조선 인도 사이클의 교체 발주 수요는 누적되어 FY24를 기점으로 증가하고 있었으며 그럼에도 전체적인 선대의 노후화는 지속되어 역사적 최고점에 도달. 당사 추정 기준 수에즈막스 유조선 평균선령 하락을 위해서는 연간 3백만 DWT 이상의 폐선과 6백만 DWT 이상의 신규 선복 인도가 필요.

근거 2: 지정학적 리스크로 인한 해운시장 대호황

러시아, 베네수엘라, 이란 3국 대상 유조선 운항 제재로 인한 선대 분절화로 실질적 가용선복 감소했으며, 미국-이란 갈등 심화로 호르무즈 해협 봉쇄 리스크 또한 부각되며 2월 기준 전년동기 대비 유조선 수익성 +175% 돌파. 수요지와 공급지의 대체가 일어나며 항로 재배치에 탄력적인 SCC의 수혜폭이 가장 클 것.

근거 3: 지정학적 리스크 완화되어도 단기 정상화 힘들 것

미국-이란 갈등 진전으로 인한 호르무즈 해협 봉쇄 리스크 소멸 (ton-mile 연장 이벤트 소멸) 되어도, 이는 당사 추정 운임 상승 기여도가 2-7%로 제한적. 오히려, 지속 확대되는 그림자 선대 퇴출 조치 (실질 선복 감소 트렌드)가 14-22% 수준의 기여. 그림자 선대 관련 제재가 소멸된다 해도 P&I 보험 재가입 절차에 상당한 시간 소요되며 그림자 선대의 적법한 선대 (compliant fleet)로의 복귀는 다소 요원함.

업종 비중확대 의견 유지, 수혜주의 부재가 대한조선의 호재

SCC뿐만 아니라 VLCC, 향후 조선업종 전체의 업황 관점에서 긍정적. 산업의 연관성 관점에서 원유 운송과 직접적으로 관련된 국내 Peer는 부재하며 (몇몇 해운사 존재하나, 유조선 운영 매출비중 제한적), 이에 따라 수주잔고 내 SCC의 비중이 가장 높은 대한조선을 최대 수혜주로 제시. 기존에 제시한 오버행 리스크보다 전방 산업의 호조로 인한 수혜가 부각될 것이며, 이에 따라 대한조선의 투자 의견을 Hold에서 Buy로, 목표주가를 78,000원에서 156,000원으로 상향.



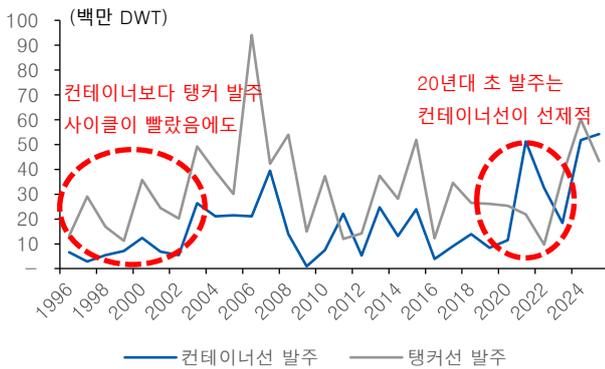
김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
대한조선	매수 (U)	156,000 (U)

유조선 선대 수급 병목의 역사적 배경

유조선 신조 시장은 역사적 사이클을 고려한다면 2020년 초반에 컨테이너선과 함께 교체 발주 수요가 “발생했어야” 했다. 그러나 COVID-19으로 인해 해운시장은 **항만 적체로 인한 컨테이너선의 호황, 물동량 감소로 인한 유조선의 불황**을 보였고 컨테이너 선사들의 Capex 사이클이 먼저 도래했다.

글로벌 컨테이너선과 탱커선 연간 발주량 비교



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

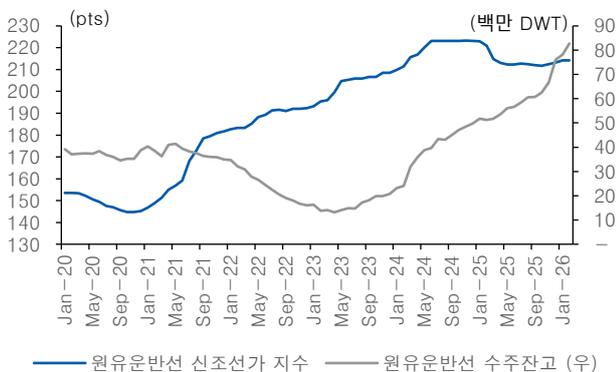
컨테이너 운임(SCFI 지수)과 유조선(탱커)의 운임 비교



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

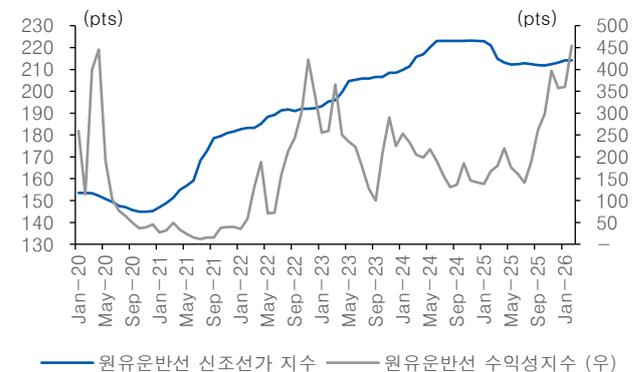
선제적 컨테이너선 교체 발주 모멘텀이 정상화된 이후, 유조선 선사들의 수익성 회복과 맞물려 점진적인 유조선 발주 회복세를 보이고 있었으나, 이는 주요 선사들의 Capex를 끌어올릴 만큼 충분하지 못했고 컨테이너선 발주 모멘텀으로 높아진 신조선가에 대한 부담이 존재했다. 즉 항 후 조선업체들의 수주 잔고를 받쳐줄 수는 있지만 선가를 끌어올릴 만한 경쟁적 발주는 없었다.

CC의 수주잔고는 24년부터 지속 상승했으나 신조선가는 횡보했고...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

...CC의 단기 수익성 회복이 신조선가를 끌어올리지는 못하고 있음



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

누구나 아는 호황: 지금 중요한 것은 지속성

유조선 조선해운 시장의 현주소는 (후술할 요인들로 인해) 호황이다. 긍정적 요인의 지속성에 따라, 향후 시장 방향성은 1) 높은 Spot운임과 중고선가 지속 이후 용선료와 신조선가 상승 혹은 2) 운임과 중고선가의 기존수준 회귀이다. 호황인 것은 모두가 알고, 결국 **지속성의 여부가 현 시점에 고민해야 할 투자 포인트**이다. 후술할 근거로 유조선 시장의 활황은 **매우 견조하게 지속될 것이다**.

유조선 슈퍼사이클은 조선해운 시장 내부적 변화가 아니라 **지정학적 변화**로부터 발생했다. 최근 유조선 운임 상승세의 주 요인은 1) 그림자 선대 제재 (장기적)와 2) 호르무즈 해협 봉쇄 리스크 (단기적)이다. 1번은 가용 선복을 축소하고, 2번은 ton-mile의 상승을 야기한다. 다만, 제재에 따른 가용 선복 감소가 시황 호조의 주요 원인이며, 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 ton-mile 상승은 보조적인 요인이라 판단한다. **단기 피크가 아닌 중장기 업사이클**을 예상하는 주요 근거다.

해상 원유 물동량의 수급 관점에서 민감도 분석

Clarksons에 따르면 2월 기준 글로벌 유조선 선대의 16%가 제재 대상이며, 이와 연관성이 있는 선박까지 대상으로 포함시 24% 정도가 Shadow fleet (그림자 선대)에 포함된다. 제재로 인한 적법한 범위의 **가용 선복이 16-24%가량 감소**하는 것이다.

호르무즈 해협은 글로벌 해상 원유 물동량의 30-40%가 통과한다. 봉쇄되거나 통과량이 감소할 경우, 걸프만, 브라질, 서아프리카 등 대서양권 원유로 조달을 전환하며 **ton-mile의 상승**이 일어난다. 다만 공급원과 수요지마다 상승치가 상이하므로 일정 범위를 상정한다.

이를 종합하여, 그림자선대 관련 최대 24%의 가용선복 감소, 글로벌 해상 원유 물동량의 35%가 호르무즈 해협 통과, 기존 통과 물량의 30%가 ton-mile 상승에 노출된다는 (2월 호르무즈 해협 원유 통과량 -24% 감소) 전제 하에 유조선 해운시장에 미치는 영향의 민감도는 아래와 같다. **중장기적 그림자 선대 제재가 현재의 유조선 시황을 만들어낸 일등 공신**이다.

그림자 선대로 인한 선복 감소 효과와 호르무즈 해협발 ton-mile 효과의 비교 (유조선 운임 기여율)

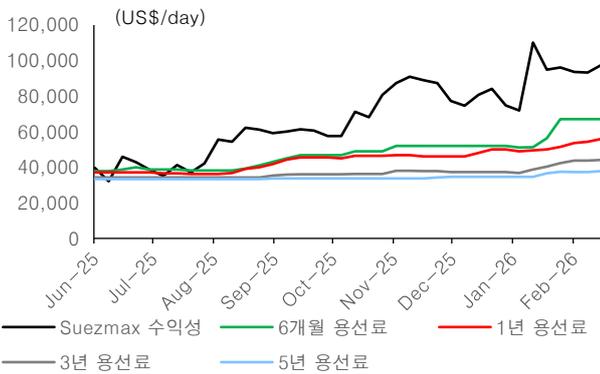
		그림자 선대에서 실제 탈락하는 선대의 비중				
		90%	80%	70%	60%	0%
ton-mile 상승치	30%	29%	27%	24%	22%	7%
	20%	27%	24%	22%	19%	5%
	10%	24%	22%	19%	17%	2%
	0%	22%	19%	17%	14%	0%

자료: 유안타증권 리서치센터

범위를 좁혀서 – 업종내 영향은 수에즈막스에 집중

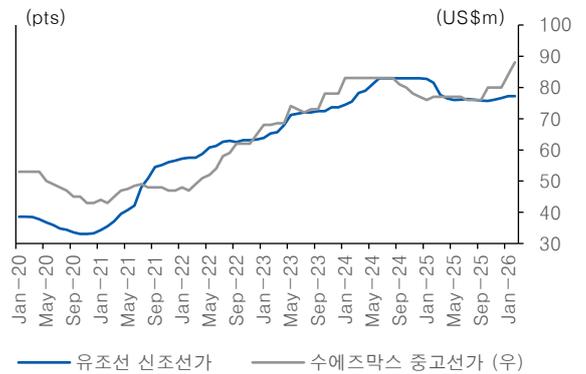
수에즈막스 원유운반선 (Suezmax Crude Carrier, SCC)는 선복 재배치 관점에서 초대형 원유운반선 (VLCC) 보다 유동적인 선형이기에 유조선 시황에 민감하게 반응한다. 따라서 VLCC와 Aframax를 배제한 수에즈막스에 초점을 맞춘 분석을 제시하며, 현재는 **중장기 SCC 신조 시장 업사이클의 초입**이다. 앞서 언급한 유조선 시황 호조가 지속된다면, 이는 결국 신조시장의 발주 모멘텀으로 귀결될 것이고, 그 규모에 대해 가늠해야 한다.

SCC 수익성 개선에 따른 용선료의 후행적 상승 초입



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

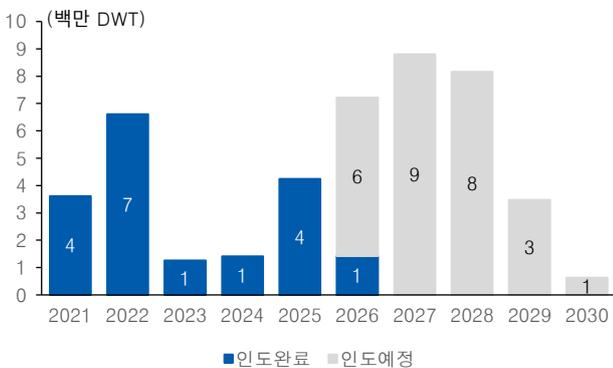
Spot 수익성 개선에 따른 중고선가 급등, 신조선가는 상대적 횡보



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

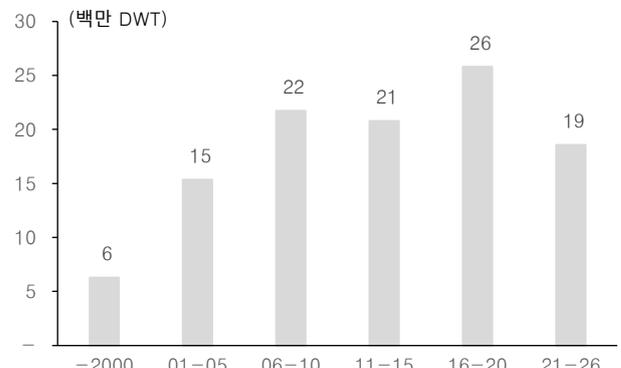
글로벌 SCC 선복량은 (서플 포함) 1.8억 DWT이며, 이 중 2,100만 DWT (20%)는 선령 20년 이상의 노후선이다. 3년 이내 폐선된 SCC (9척)의 인도 연도는 1998-2002년 (7척)이 가장 많았고, 이는 2035년까지 글로벌 SCC 선복의 20%가 폐선 대상 (~2009년 인도물량)임을 의미한다. 현재 글로벌 SCC 수주잔고는 2,700만 DWT로 07년 인도물량까지 대체할 수 있는 수준이나, 선복 규모의 성장을 감안한다면 추가 발주 여력이 존재한다.

글로벌 수에즈막스 탱커 수주잔고는 2,700 만 DWT...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

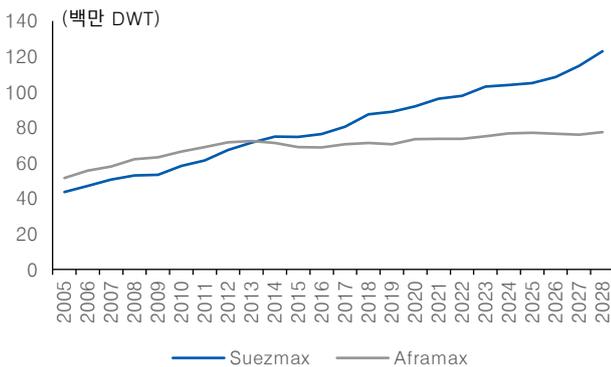
...이는 현존 SCC의 인도연도 분포 내 07년 인도물량까지 대체 가능



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

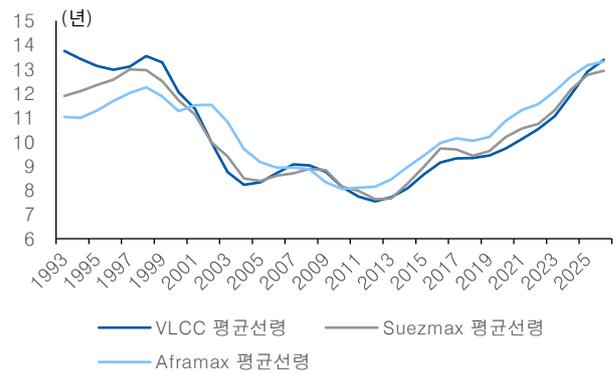
선박 규모의 성장 여력은 매우 크다. Suezmax보다 작은 선형인 Aframax 탱커의 경우 지난 10년간 글로벌 선박 규모는 6,900만 DWT에서 7,600만 DWT로 11% 성장에 그친 반면 Suezmax 탱커의 선박은 7,600만 DWT에서 1.08억 DWT로 42% 성장했다. 선박의 대형화(케스케이딩)를 고려한다면 이러한 트렌드는 지속될 것이다. 역사상 최고치에 근접한 탱커 선령 또한 교체 발주 수요를 뒷받침한다.

선박의 케스케이딩 현상으로 Suezmax는 Aframax 대비 견조한 선박 성장세



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

탱커 선종 전체적 선령 최고치 달성 임박



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

상승한 선령이 내려오기 위해서는 얼마나 많은 발주와 폐선이 나와야 할까?

SCC 평균선령은 지속 상승세를 보여 12.9년을 돌파했다. Clarksons의 평균 선령은 해당 선종의 교체 발주 사이클을 판단하기에 적절한 지표이며, 단순 노후 선대 비중 증가를 의미하기보다 **향후 가용 선박이 구조적으로 축소되는 국면**을 반영한다. 즉, 전체적 고령화 이후 폐선-신조 활동이 원활해질 것이다. **폐선은 윤임을 더 올리고, 신조는 시간이 걸린다.**

글로벌 선박 규모가 클수록 평균선령의 관성이 커지기 때문에, 향후 선령이 하락세로 전환하기 위해서는 폐선-신조 물량이 상당히 많이 필요하다. 아직 수주잔고가 확정되지 않은 2029년 이후 역사적 연평균 SCC 신조 발주량인 5백만 DWT의 인도량이 지속된다고 해도, 평균선령의 관성으로 선령은 아래와 같이 지속적으로 상승한다.

폐선이 없을 경우 글로벌 SCC 선박의 평균 선령은 지속 상승

(단위: 백만 DWT, 년)

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
기초 선박	103	107	114	123	131	136	141	146	151	156	161
인도 선박	4	7	9	8	5	5	5	5	5	5	5
평균 선령	12.9	13.0	12.9	13.0	13.5	13.9	14.4	14.9	15.3	15.8	16.3

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons, 주: 볼드체는 확정된 수주잔고이며, 29년 이후는 5백만 DWT로 가정

평균선령이 낮아지기 위해서 1) 노후선의 폐선 or 2) 신조의 인도가 유의미하게 증가해야 한다는 점을 감안하면, 아래와 같은 평균선령 변화 시나리오에 따라 SCC 신조 시장은 업사이클을 보일 것이다. 글로벌 SCC 평균선령이 낮아지기 위해서는, 연간 최소 3백만 DWT 이상의 폐선과 6백만 DWT 이상의 인도 (=발주)가 필요하다.

연간 SCC 선복량의 폐선과 인도 규모에 따른 글로벌 SCC 평균선령 변화 시나리오 (단위: 년)

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
2m DWT 폐선, 5m DWT 인도	12.9	12.7	12.4	12.3	12.5	12.8	13.1	13.4	13.7	14.0	14.3
2m DWT 폐선, 6m DWT 인도	12.9	12.7	12.4	12.3	12.4	12.6	12.8	13.0	13.2	13.5	13.7
2m DWT 폐선, 7m DWT 인도	12.9	12.7	12.4	12.3	12.3	12.4	12.5	12.6	12.8	13.0	13.2
3m DWT 폐선, 5m DWT 인도	12.9	12.6	12.2	11.9	12.0	12.2	12.3	12.5	12.6	12.8	13.0
3m DWT 폐선, 6m DWT 인도	12.9	12.6	12.2	11.9	11.9	12.0	12.0	12.1	12.2	12.3	12.5
3m DWT 폐선, 7m DWT 인도	12.9	12.6	12.2	11.9	11.8	11.8	11.7	11.8	11.8	11.9	12.0
4m DWT 폐선, 5m DWT 인도	12.9	12.5	11.9	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	11.6
4m DWT 폐선, 6m DWT 인도	12.9	12.5	11.9	11.5	11.4	11.3	11.2	11.1	11.1	11.1	11.1
4m DWT 폐선, 7m DWT 인도	12.9	12.5	11.9	11.5	11.3	11.1	10.9	10.8	10.7	10.6	10.6

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 폐선 선령은 26 년으로 가정

중국과의 수주 경쟁에 대해

신조 수주 관점에서 중국은 대체로 국내 조선업체보다 장납기 슬롯을 채운다. 이는 수주 잔고 확보 관점에서는 유리하나, 향후 신조 수요 상승시 수혜폭을 제한한다. 수주를 차곡차곡 쌓아가며 수익성 위주의 수주 전략을 펼치는 국내 조선사와 중국 peer의 경우 **향후 경쟁이 심화되지 않을 것이라 예상한다**. 수주 실적에 근간한 경쟁력을 비교할 때는 수주시점과 인도시점의 분포에 대해 항상 살펴봐야 한다. 특정 기간내 더 많은 수주를 해도 인도시점의 차이가 명확할 경우 이는 경쟁이 있었다고 판단하기 힘들다.

아래와 같이 국내 SCC 조선업체들은 2023년에 25-26년 인도물량을 채웠으나, 해외 업체들은 25-27년을 받았고 2024년에는 각각 26-27년, 26-28년과 같이 중국이 항상 장납기 슬롯을 먼저 채우는 전략을 보였다. **향후 SCC 발주수요 상승시 국내 조선업체의 선가 프리미엄 확대를 기대하는 근거이다**.

국내 조선업체들의 SCC 인도스케줄의 수주연도별 분류



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

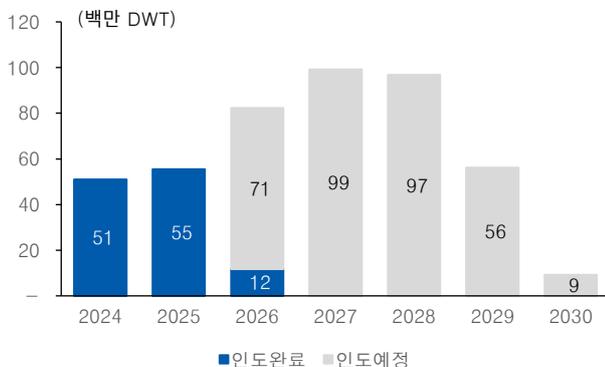
한국 제외 (중국+일본) 조선업체들의 SCC 인도스케줄의 수주연도별 분류



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

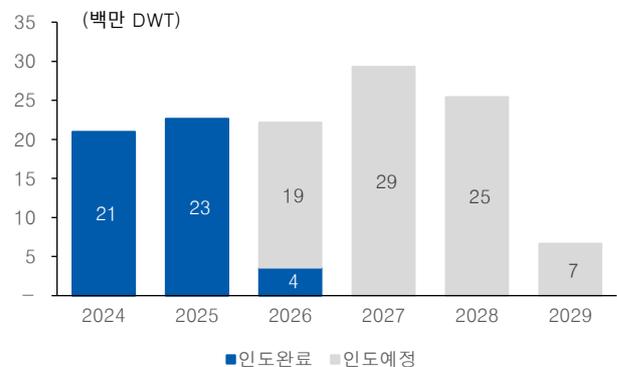
선종 구분 없는 국가별 수주잔고를 비교해도, 국내 조선업체는 2029년 인도물량을 올해 본격 수주하는 반면, 중국은 이미 29년 수주잔고의 절반 이상을 채운 상태이다.

중국 상선 수주잔고의 연도별 인도규모



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

국내 상선 수주잔고의 연도별 인도규모

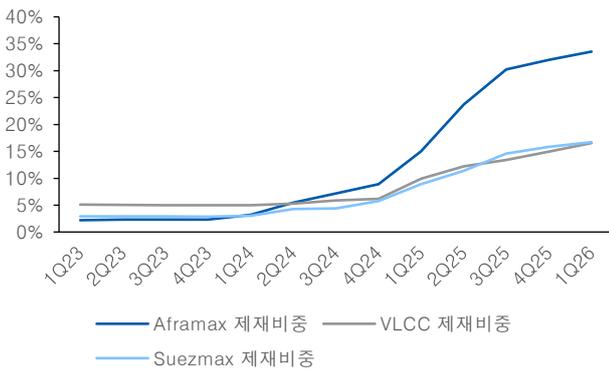


자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

유조선 제재 – 길게, 강하게 갑니다

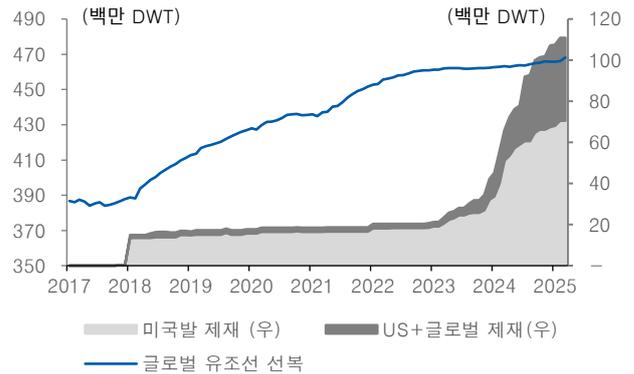
앞서 언급한 업종 수혜가 주요국가의 유조선 선대 제재에 기반한다면 필연적으로 발생하는 질문은 “미국과 이란의 갈등이 완화되면 단기간에 정상화될 제재인가” 여부인데, 결론부터 말하자면 그렇지 않다.

선형별 제재 선대의 글로벌 선복량 대비 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

미국 제재뿐만 아니라, 유럽발 제재도 지속 강화중



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

Aframax 제재비중은 30%를 초과했으나, 기술한 내용처럼 케이스케이딩 심화에 따라 향후 발주 모멘텀에 대해서는 보수적이며, 오히려 SCC로 교체발주가 나올 것이라 예상된다. 미국-이란 갈등으로 인해 최근 제재 선대가 급증한 것은 사실이나, 글로벌 유조선대 제재 확대 트렌드는 이보다 훨씬 심화된 복합 요인에 기인한다.

이란 제재는 2018년 트럼프 1기 당시 포괄적 공동행동계획 (JCPOA) 탈퇴 이후 과거 제재를 부활시키며 대이란 원유 제재가 복원되었고, 23-현재 미국의 해외자산통제국 (OFAC)이 개별 선박에 대한 제재를 확대하며 중국향 이란 원유 운송을 집중적으로 단속하고 있다.

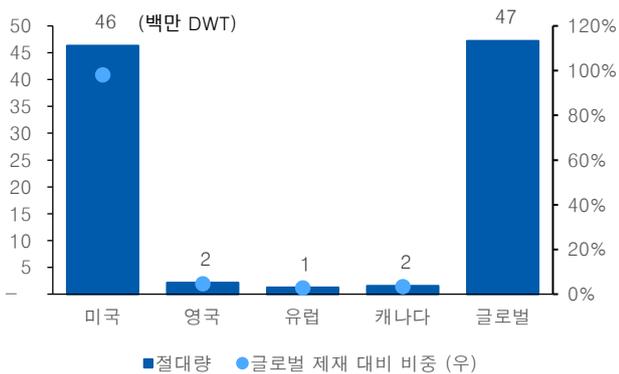
러시아 제재는 러-우 전쟁으로 시작돼 22년 말 EU의 해상 원유 금수조치로 인해 그림자 선대가 확대되었고, 24년 본격적으로 개별 선박에 대한 제재와 환적 단속을 강화했다. 여기에 추가적으로 EU는 러시아 원유 운송에 대한 전면 해운 서비스 금지를 논의하고 있다 (20차 제재 패키지에서는 합의 지연되었으나, 점진적 방향으로 논의).

베네수엘라 제재는 미국이 베네수엘라 원유 판매를 허용된 채널로 관리하기 위해 기존의 중국-인도향 그림자 선대 운송을 통제하며 확대되었다. 이는 특히 중국-인도향 장거리 항로 (VLCC) 그림자 선대 수요가 US-EU향 중거리 항로 (Suezmax)로 이관되는 효과를 보인다.

다시 눈을 좁혀서: 왜 VLCC 보다 SCC 가 최대 수혜인가

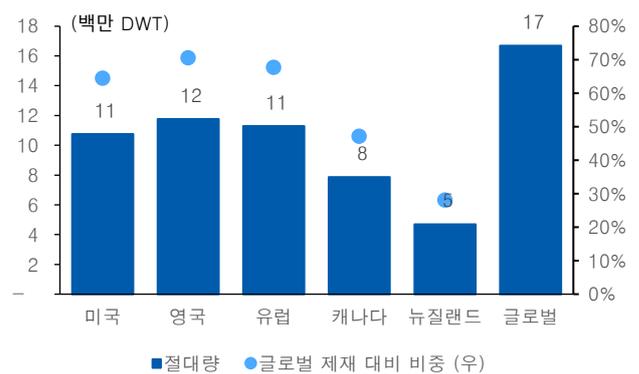
SCC 대비 선체가 큰 (=영업 레버리지가 큰) VLCC보다 SCC의 수혜폭이 더 클 것이다. 앞서 언급한 선대 조정의 유연성 (VLCC < SCC), 케스케이딩 수혜 (Aframax < SCC) 외에도 그림자 선대 제재로 인한 수혜 관점에서 SCC를 선호하는 이유는 제재 주체의 교차비중 관점에서 SCC가 유리한 점이 있기 때문이다.

글로벌 VLCC 선복 내 제재 물량과 제재 주체 국가별 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

글로벌 SCC 선복 내 제재 물량과 제재 주체 국가별 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

VLCC 제재의 경우 미국이 글로벌 제재 선복량의 98%를 차지하는 반면, 유럽권 국가의 제재 대상 선복량은 글로벌 선복의 5% 미만이다 (제재의 교차비중이 매우 낮다). 반면 SCC는 미국과 유럽권 국가의 글로벌 제재 선복량이 모두 60% 이상을 기록하고 있어, 미국-EU 교차 제재를 받고 있는 선복의 비중이 높다.

제재 풀리면 말짱 도루묵인가? – 절대 그렇지 않다

조선해운업 관점에서 **최악의 시나리오** (미국-이란 지정학 갈등 급진전으로 인한 제재 소멸)를 상정해도 **호황은 1년 이상 지속될 것이다**. 현재 그림자 선대 제재는 러시아 및 기타 제재 프로그래밍과 중첩된 구조를 보일 뿐만 아니라, **제재 소멸된 선박들의 해운 서비스 복귀 과정에는 시차가 존재한다**.

그림자 선대의 가장 큰 문제점은 P&I 보험의 부재이다. 선박의 제재 기록 자체가 P&I 보험 재가입 절차를 어렵게 만들고, 정상 해운시장으로의 복귀를 지연시킨다. P&I 보험 재가입을 위해서는 실소유주, 선적 기록, AIS 조작여부, Class 재등록 등의 사실상 이전 기록 재설정 작업이 필요한데, 짧게는 수 개월에서 길게는 1년 이상의 기간이 소요된다.

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.

투자 의견 BUY로 상향, 목표주가 직전대비 100% 상향

목표주가는 FY26-28F 평균 순이익 (기존 FY26F 순이익)에 Target P/E multiple 20x (기존 12x) 부여하여 산출, 상승여력 확보에 따라 투자 의견 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 셔틀탱크 건조 작업에서 2주가량의 선행공정을 진행하고 있었으며, 유사시 2공장 가동을 통해 손익에 부정적인 영향은 제한적일 것이라 예상한다.

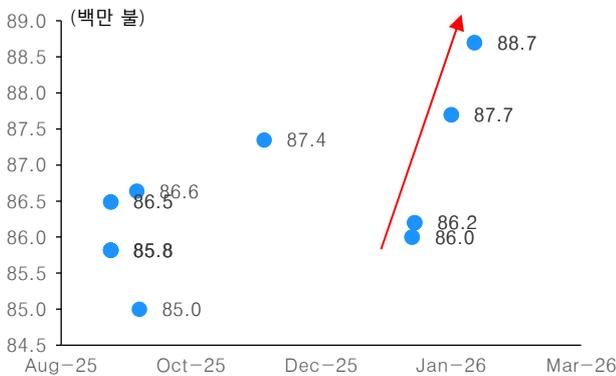
목표주가 산출 방식의 변경 (기존 FY26F 순이익에서 FY26-28F 평균 순이익)의 근거는 이익의 중장기 성장성이다. [커버리지 개시 자료](#) 작성 당시 FY27F 이익률의 성장에 대한 가시성 부족으로 단일 연도 순이익을 목표주가 산출에 사용하였으나, 현재의 SCC 호황으로 FY28-30F 동사의 이익률이 매년 증가할 수 있다는 점을 적정가치에 반영하기 위해 향후 이익의 성장성을 반영하여 목표주가 산출법을 변경한다.

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

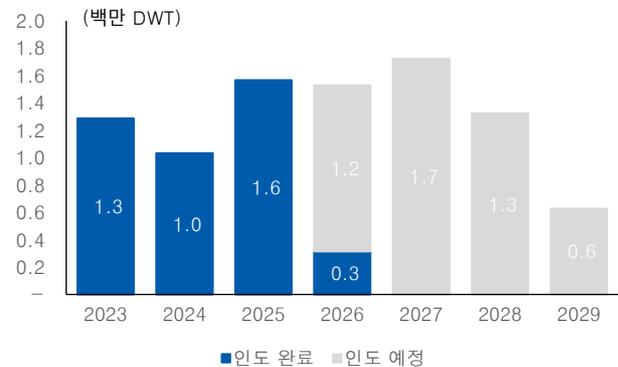
자료: 유안타증권 리서치센터

연중 SCC 계약단가 가파르게 상승



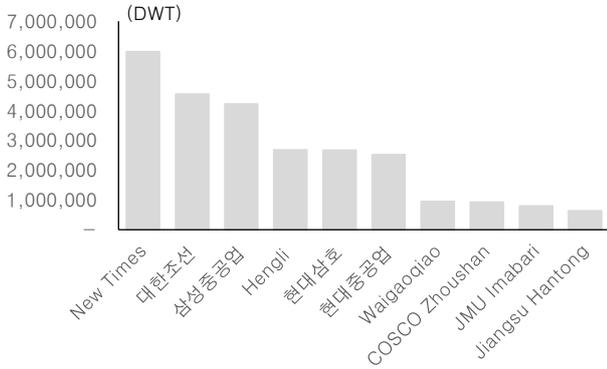
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarkson

상반기 신규수주는 2H28F-FY29F 잔여 인도 물량을 채울 것



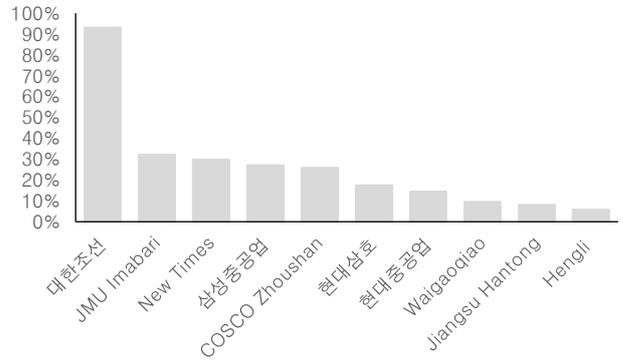
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarkson

SCC 를 건조할 수 있는 조선소는 많지만... (SCC 수주잔고)



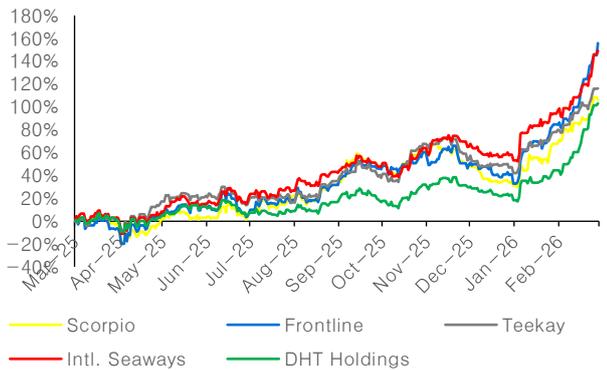
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

...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)

손익계산서 (단위: 십억원)					
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
판매비	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
법인세비용차감전순이익	29	156	294	368	395
법인세비용	-10	-16	79	99	107
계속사업순이익	38	173	215	269	288
중단사업순이익	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 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
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

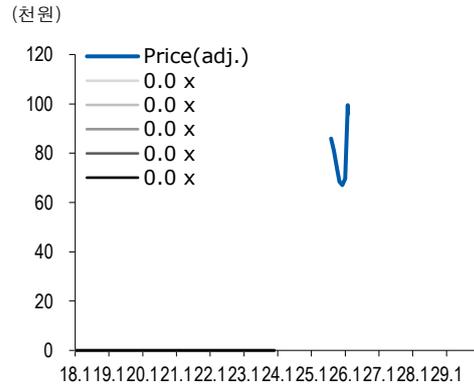
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
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

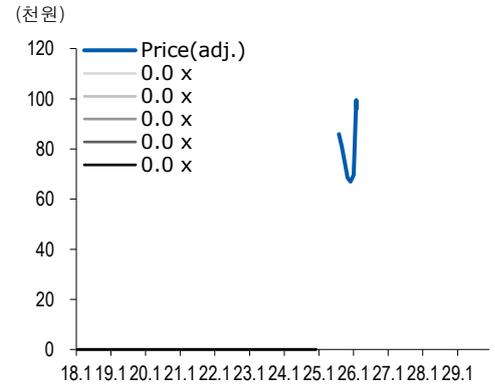
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,640	12,457	6,312	6,971	7,478
BPS	16,290	14,854	27,657	31,556	35,963
EBITDAPS	4,462	12,291	8,997	9,738	10,343
SPS	77,555	77,586	36,086	34,434	39,277
DPS	0	0	0	3,000	3,000
PER	-	-	10.5	13.8	12.8
PBR	-	-	2.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	-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

재무비율 (단위: 배, %)					
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

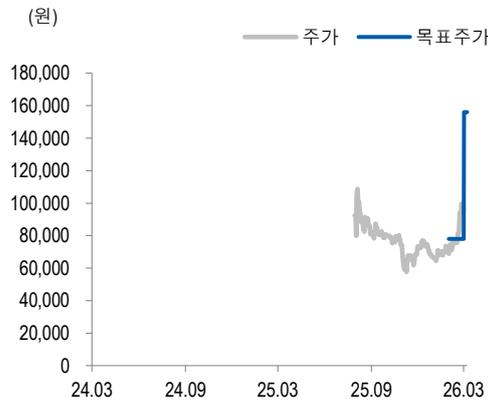
P/E band chart



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 대법인의 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.