

대한조선 439260

대한민국 수익성 1등 조선사

탱커선 호황기를 온전히 누리며 리레이팅 기대

동사는 국내 최대 영업이익률(3Q25 24.3%)을 기록하고 있음에도 단일 선종 포트폴리오에 따른 탑라인 성장 가시성에 대한 의문으로 타조선사 대비 저평가 받고 있다. 당사는 1) 탱커선 시황이 VLCC·수에즈막스 중심으로 호황기에 진입할 가능성이 높고 2) 동사의 주력 선종인 수에즈막스급 탱커선에서 수주 점유율 확대가 기대되는 점을 근거로 탑라인 성장에 대한 의문은 충분히 해소 가능하다고 판단한다. 최근 원유 증산과 그림자 선대 공급 축소 영향으로 탱커선 운임이 급등함에 따라 대형선 중심의 발주가 확대되는 상황이다. 동사는 중국 선박과 차별화된 엔진 연비와 탱커선에 최적화된 인프라를 기반으로 높은 수주 점유율을 유지할 전망이다. 26년 1월이면 28년 도크도 완판될 예정으로 수주잔고도 풍부한 상황으로 한정된 생산능력(연간 10척) 기반의 높은 공급자 우위를 기대한다.

26년 영업이익률 25.6%로 역대 최대치 달성 전망

26년 매출액 1.3조원(+7.9% 이하 YoY), 영업이익 3,310억원(+19.3%, OPM 25.6%)을 전망한다. 24년 수주한 초고선가 물량의 매출 비중이 25년 19%→26년 64%까지 확대되는 점과 고선가 선종인 셔틀탱커 매출 비중이 32%까지 확대되는 점이 중요하다. 컨테이너선과 셔틀탱커는 건조 초기 단계인 만큼 반복 건조를 통한 숙련도 향상도 수익성에 우호적으로 작용할 전망이다. 향후 수주할 수에즈막스급 탱커선의 선가도 점차 상승할 예정으로 26년 이후 실적도 점진적으로 개선될 것을 기대한다.

목표주가 92,000원 투자의견 매수로 커버리지 개시

목표주가 92,000원 투자의견 매수로 커버리지 개시한다. 목표주가는 12MF EPS 7,659원에 Target P/E 12배를 적용해 산출했다. Target P/E는 대한조선과 선종 포트폴리오 및 수주잔고가 비슷했던 05~07년도 현대미포의 평균 12MF P/E를 적용했다. 오버행 리스크도 현 밸류에이션 레벨 감안 시 일부 선반영 됐다고 판단해 타 조선사와 밸류에이션 격차는 점차 좁혀 나갈 전망이다. 또한 향후 풍부한 현금 기반의 배당 정책을 도입할 예정으로 주주환원 정책 강도에 따라 멀티플 리레이팅 여지도 충분하다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	816	1,075	1,200	1,295	1,375
영업이익	36	158	278	331	360
영업이익률(%)	4.4	14.7	23.1	25.6	26.2
세전이익	29	156	287	339	369
지배주주지분순이익	38	173	236	273	297
EPS(원)	3,640	5,656	6,119	7,080	7,720
증감률(%)	적지	55.4	8.2	15.7	9.0
ROE(%)	n/a	55.3	30.7	22.3	19.8
PER(배)	n/a	n/a	11.0	9.5	8.7
PBR(배)	n/a	n/a	2.4	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	6.1	0.5	7.8	5.8	4.6

자료: 대한조선, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김대성 조선

02-709-2665

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.11.28

매수(신규)

목표주가(신규)	92,000원
현재주가(11/27)	67,300원
상승여력	36.7%

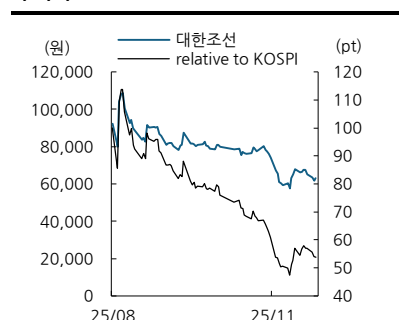
Stock Data

KOSPI	3,986.9pt
시가총액(보통주)	2,593십억원
발행주식수	38,526천주
액면가	5,000원
자본금	193십억원
60일 평균거래량	517천주
60일 평균거래대금	38,227백만원
외국인 지분율	1.1%
52주 최고가	116,000원
52주 최저가	57,300원
주요주주	
케이에이치아이(외 16인)	47.7%
안디에이치자산운용(외 1인)	24.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-16.1	-14.7
3M	-25.6	-50.7
6M	#N/A	#N/A

주가차트



[투자포인트] 저평가 요인은 탱커선 시황 개선으로 충분히 극복 가능

탱커선 호황기 진입과 함께 리레이팅 기대

저평가 요인

- 1) 단일 선종 포트폴리오
- 2) 오버행 리스크

동사는 12MF PER 9배 수준으로 커버리지 조선사 대비 현저히 낮은 밸류에이션을 기록하고 있다. 이는 탱커선 중심의 단일 선종 포트폴리오로 인해 중장기 탑라인 성장 가시성에 대한 의문이 존재하는 가운데 26년 2월 보호예수 해제에 따라 약 1,070만주가 유통 가능 물량으로 전환되는 오버행 리스크가 동시에 부각되고 있기 때문이다.

탑라인 성장 의문은

탱커선 호황기 진입에 따른
수주 점유율 확대로 해소
가능

당사는 저평가 요인 중 탑라인 성장에 대한 의문은 충분히 해소 가능하다고 판단한다. 1) 향후 탱커 시황이 대형선(VLCC·수에즈막스) 중심으로 호황기에 진입할 가능성이 높고 2) 동사의 주력 선종인 수에즈막스급 탱커에서 수주 경쟁력 및 점유율 확대가 기대되기 때문이다.

탱커선 시황은

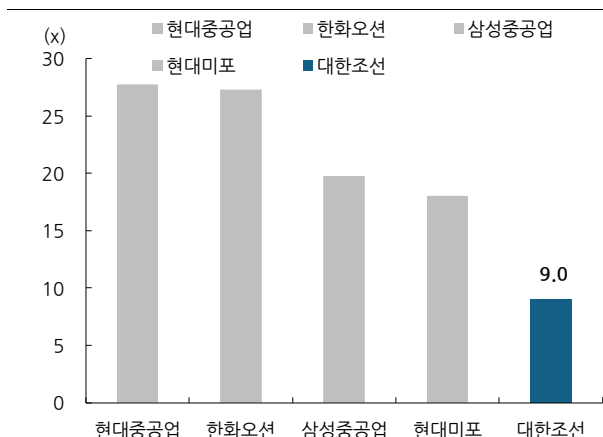
- 1) 탱커선 운임 상승
 - 2) 노후선 비중 확대
- 에 따라 호황기 진입 전망

향후 탱커선 시황은 VLCC·수에즈막스를 중심으로 운임 개선 → 발주 회복 → 선가 상승이 동반되는 국면으로 전환되며 호황기에 진입할 전망이다. 근거는 1) 원유 증산 흐름과 함께 그림자 선단의 노후화, 제재 강화가 맞물리며 운임 상방 압력이 확대될 가능성이 높고 2) 노후선 비중 확대에 따른 교체 수요가 점진적으로 가시화되고 있기 때문이다.

선복량 대비 수주잔고도
15% 수준으로 공급 부담
은 제한적

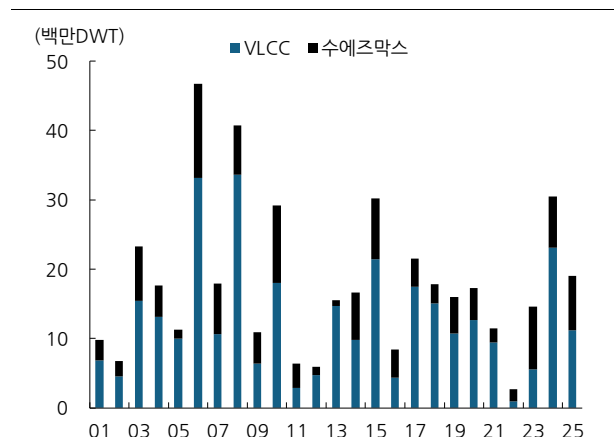
또한 선복량 대비 수주잔고 비중은 약 15% 수준으로 23년 저점(3.2%) 대비 유의미하게 회복됐으나 여전히 과거 호황기 대비 절대적인 수준은 낮아 신조 발주를 제약할 만큼의 공급 부담은 제한적이라고 판단한다.

그림1 타사 대비 현저히 낮은 대한조선 PER



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터 / 주1: PER은 12MF PER

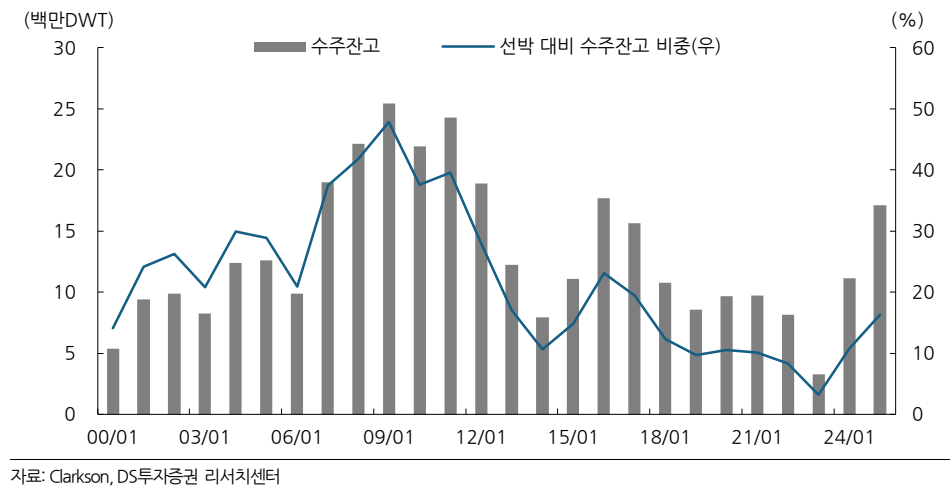
그림2 대형 탱커선 글로벌 발주량 연간 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

주1: 대형선은 VLCC, 수에즈막스 / 주2: 25년은 YTD 기준

그림3 탱커선(수에즈막스) 수주잔고 및 비중 추이



원유 증산 및 그림자 선대 규모 축소에 따라 대형선 운임은 3년만에 최대치 기록

운임 상승에는 원유 증산과
그림자 선대 공급 축소
영향이 주요

최근 탱커 운임은 VLCC·수에즈막스를 중심으로 뚜렷한 상승 흐름을 보이고 있으며 이에 따라 발주도 동반 확대되는 국면이다. 특히 두 선종 운임의 경우 3년만에 최대치를 기록 중이다. 여기에는 OPEC의 원유 증산 기대감과 그림자 선대 공급 축소 영향이 주요하다.

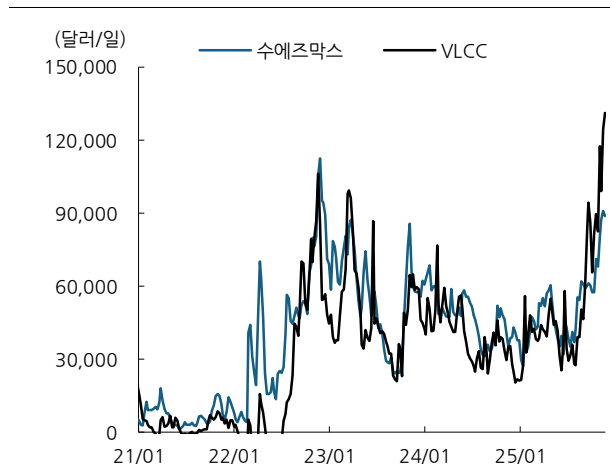
25년 4월부터 단계적
증산에 따라 운임 급등

OPEC는 2025년 4월부터 단계적 증산을 시작했다 4월 13.8만배럴을 시작으로 5~7월 41.1만배럴, 8~9월 54.7만배럴, 10~11월 13.7만배럴 등 증산을 이어오고 있으며 최근 12월 13.7만배럴 추가 증산에 합의하며 2025년 증산을 마무리할 예정이다. 이에 따라 탱커 운임은 2025년 5월부터 상승 전환했으며 11월 기준 VLCC 13만달러/일, 수에즈막스 9만달러/일 수준을 기록 중이다. 11월 증산 규모가 예상보다 낮은 수준으로 발표되며 일시적인 조정이 있었지만 여전히 공급 부족 구조가 완전히 해소되지 않은 가운데 다시 상승 추세에 돌입한 만큼 2026년에도 높은 운임 수준은 유지될 가능성이 높다.

그림자 선대 평균 선령은 22년으로 26년부터 운항 가능 규모는 큰 폭 축소 전망

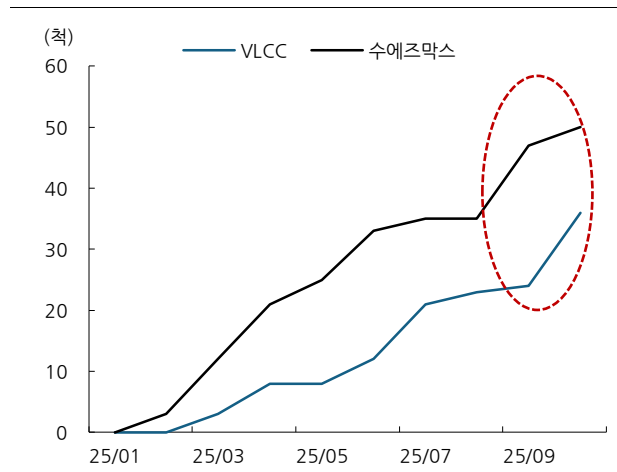
한편 최근 그림자 선대 규모가 감소하는 점도 공급 축소를 통해 운임 상방을 지지하는 요인이다. 그림자 선대는 장거리 수송에 유리한 대형선(VLCC·수에즈막스) 비중이 높는데 제재 대상 선박 특성상 정상적인 보험·금융 지원이 제한돼 상대적으로 저렴한 노후 선박 중심으로 구성돼 있다. 평균 선령이 22년 수준(탱커 평균 폐선령 22.7년)인 만큼 2026년부터 운항 가능 규모가 큰 폭으로 축소될 여지가 크다. 더불어 EU가 그림자 선단 블랙리스트를 590척까지 확대하는 등 국가 단위 제재가 강화되는 추세로 향후에도 공급 축소를 통한 운임 상승 압력은 점진적으로 강화될 전망이다.

그림4 탱커 주요 선종 운임 추이



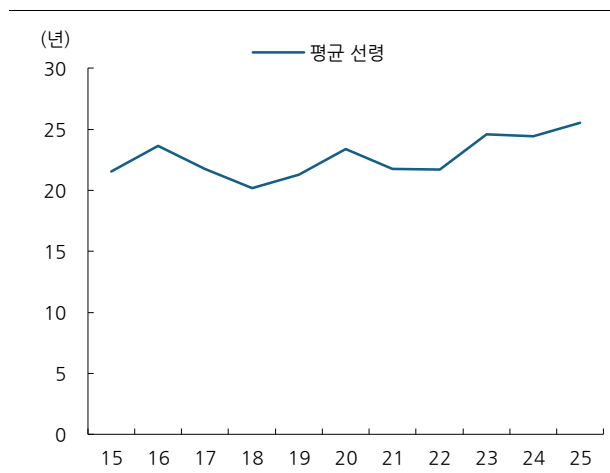
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림5 대형 탱커선 2025년 누적 발주 척 수 추이



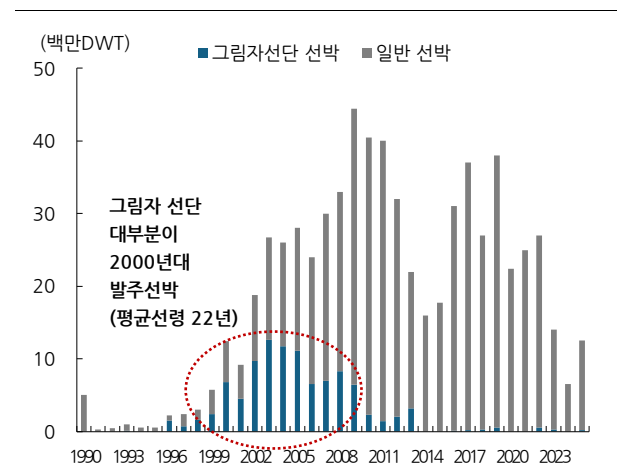
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림6 연도별 탱커선 평균 폐선령 추이



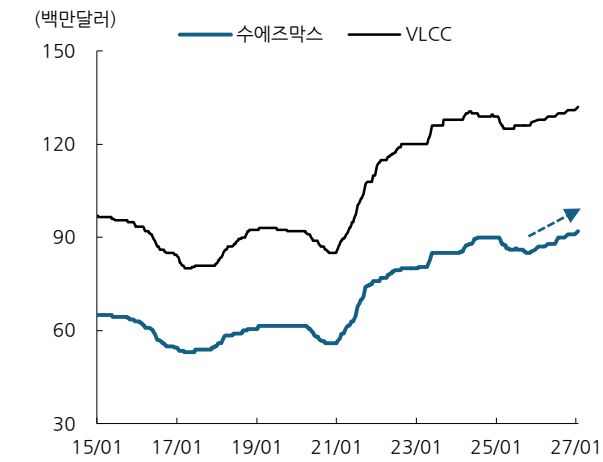
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림7 제재 선박 및 일반 선박 연간 인도량



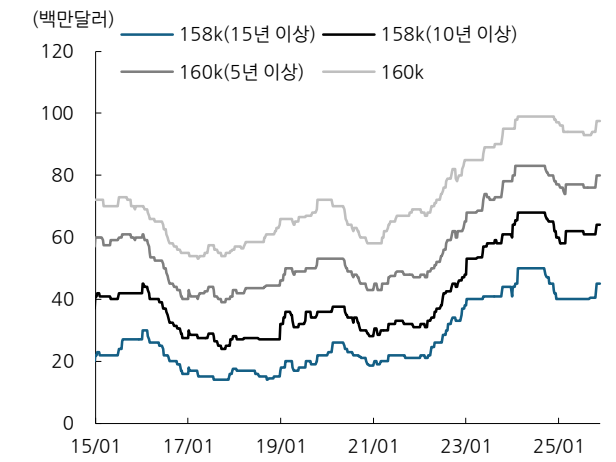
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림8 대형 탱커선 선가 추이 및 전망



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림9 탱커선(수에즈막스) 중고선가 추이



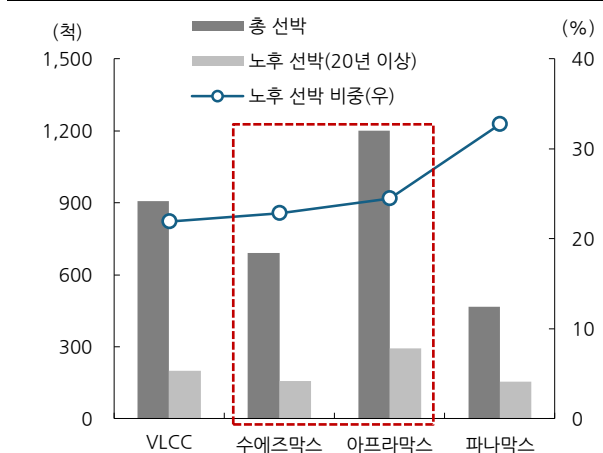
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

여전히 높은 노후선대 비중. 압력은 점차 강해질 전망

노후 선박 비중은
2030년까지 수주잔고
포함해도 30~40%까지
상승할 전망

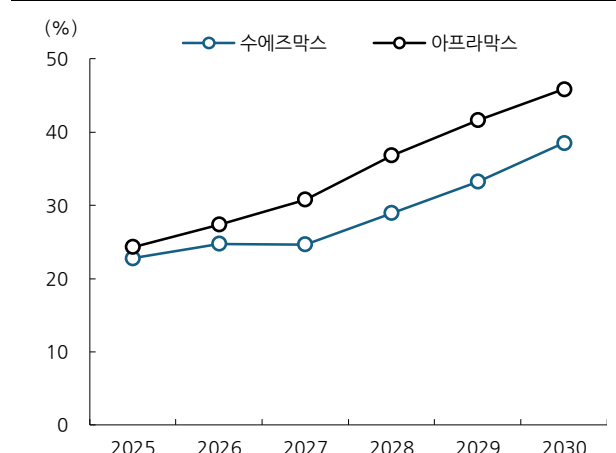
노후 선박(선령 20년 이상) 비중 역시 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. 24년 한 해 동안 신조 발주가 확대되며 노후선 대비 수주잔고 비중이 상승했음에도 노후선 비중은 여전히 20% 이상으로 구조적으로 높은 레벨이다. 특히 대한조선의 주력 선종인 수에즈막스·아프라막스급 탱커는 2030년까지 노후선 비중이 수주잔고를 포함 하더라도 각각 39%, 46%까지 상승할 전망이다. 즉, 탱커선의 평균 폐선 연령이 22.7년 수준임을 감안 시 탱커선의 교체 발주 수요는 단기뿐만 아니라 중장기적으로도 강세가 유지될 것으로 전망한다.

그림10 탱커선 크기별 노후선박 척 수 및 비중 현황



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림11 대한조선 주력 선종 향후 노후선박 비중 전망



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 / 주1: 노후 선박은 20년 이상 선령 선박
주2: 노후선박 비중은 수주 잔고 포함한 수치

고효율 연비 모델로 중국과의 선가 차이 극복

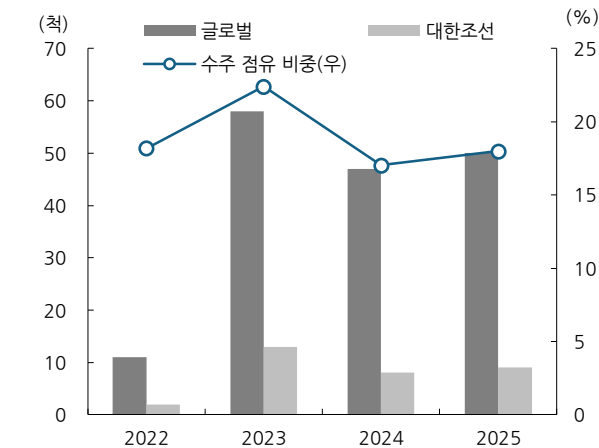
동사의 선박 모델 적용 시
7년 운항 기준 중국과의
선가 차이 10% 상쇄 가능

동사는 저항 감소 선형 설계와 추진기 최적화를 통해 연료 효율을 개선한 고효율 모델을 상용화했다. 현재 인도한 선박에 적용된 2세대 모델(DFOC=37) 기준으로 중국 경쟁사 대비 연료비 절감 효과를 계산하면 약 7년 운항 시 선가 격차(약 10% 수준)를 상쇄할 수 있는 것으로 추정된다. 탱커선 평균 수명(22~23년)을 고려하면 중국과의 선가 차이(10~20%)를 감안해도 충분히 경쟁력 있는 수준이다.

글로벌 수주 점유율
(수에즈막스)는 20% 수준
향후 신규 모델 출시에
따라 경쟁력 확대 기대

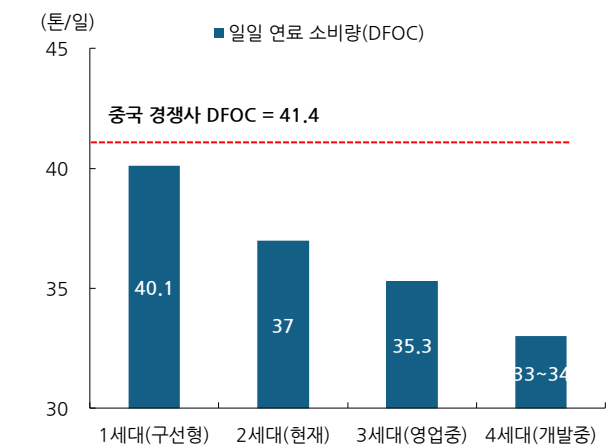
동사는 이러한 연비 기반 경쟁력을 바탕으로 글로벌 수에즈막스 탱커 발주에서 약 20%의 점유율을 안정적으로 확보하고 있으며 이는 글로벌 2위 수준이다. 또한 3세대 모델(DFOC=35.3)을 영업 중이고 4세대 모델 개발도 진행 중인 만큼 제품 경쟁력 고도화에 따라 중장기 수주 경쟁력은 점진적으로 강화될 전망이다.

그림12 대한조선의 수에즈막스급 수주점유율은 평균 20%



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림13 대한조선 건조 선박 모델 세대별 DFOC



자료: 대한조선, DS투자증권 리서치센터

대형사에겐 최후 순위지만 대한조선에겐 최선 순위인 수에즈막스급 탱커선

국내 대형 조선사에게
탱커선은 후순위 선종

국내 대형 조선사들의 수주 우선순위는 통상 마진이 높은 LNG선, 컨테이너선, 탱커선 순이다. 도크를 채우기 위해 탱커를 수주하더라도 VLCC 위주로 선별 수주하는 경향이 강해 수에즈막스급 이하 탱커는 국내 대형사 관점에서 사실상 후순위 선종으로 분류된다.

동사는 수에즈막스급
탱커선이 최선호 선종

반면 동사는 수에즈막스급 탱커가 가장 높은 수익성을 창출할 수 있는 최선호 선종이다. 과거부터 수에즈막스급 탱커에서 가장 많은 레퍼런스를 축적해 왔고 한때 단일 선종으로 집중 건조했던 경험이 있을 만큼 전문성이 높다. 이에 따라 탱커 건조 숙련도가 업계 최고 수준이며 생산 인프라와 공정 역시 탱커 건조에 최적화된 구조로 설계돼 있다.

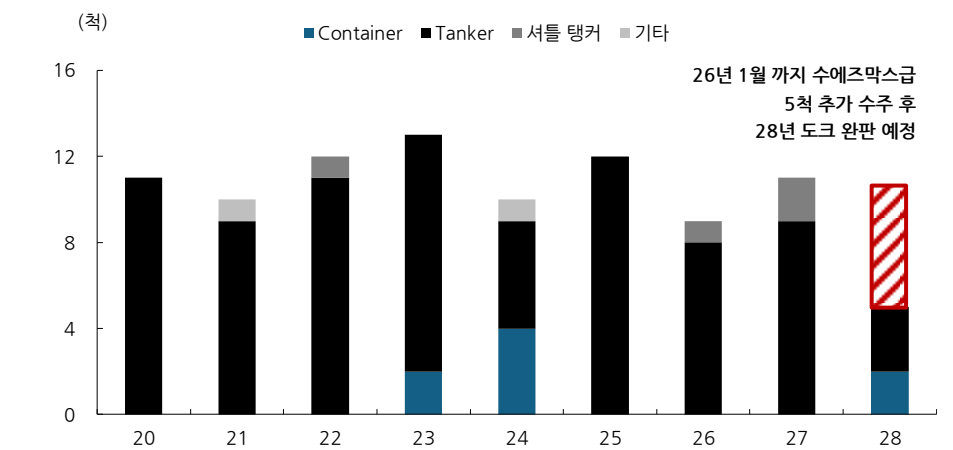
국내 수주 점유율 확대
수혜는 대한조선에 집중될
가능성이 높은 상황

최근 미국의 대중 제재 강화와 중국 조선소의 도크 포화로 한국 조선업 전반의 수주 점유율이 상승하는 흐름 속에서 특히 탱커선 수주 확대에 따른 수혜가 동사로 집중될 가능성이 높다고 판단한다. 국내 대형사들이 수에즈막스 이하 탱커를 전략적으로 제한하는 반면 동사는 해당 선종에서 가격·납기·품질을 기반으로 수주를 적극적으로 흡수할 수 있기 때문이다.

26년 1분기 중 28년
도크도 완판 예정
향후 공급자 우위를 통한
높은 선가 경쟁력 기대

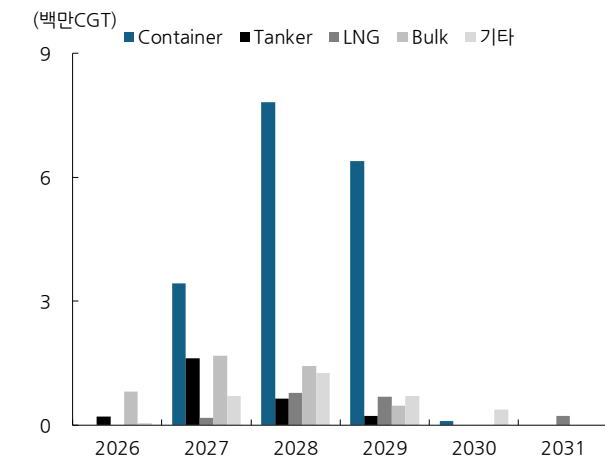
이에 따라 동사의 선가 경쟁력 역시 높은 수준을 유지할 전망이다 옵션 물량 및 현재 협상 중인 물량이 순차적으로 확정될 경우 26년 1월 중 28년 도크까지의 슬롯이 사실상 완판될 가능성이 높다. 결론적으로 수에즈막스급 탱커선의 글로벌 발주량과 동사의 수주 점유율 동시 확대가 기대되는 상황에서 수주잔고는 풍부한 상황이다. 동사는 연간 10척 수준의 건조 역량으로 한정된 CAPA를 보유하고 있기 때문에 향후 공급자 우위를 유지하며 높은 선가 경쟁력을 기대한다.

그림14 대한조선 연도별 인도 척 수 추이 및 전망



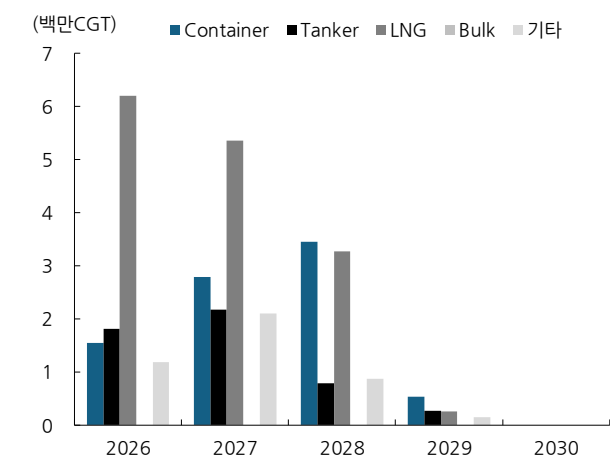
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림15 중국 수주잔고 연도별 인도량



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림16 한국 수주잔고 연도별 인도량



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

[리스크 분석] 오버행 우려 영향은 제한적일 전망

26년 2월 안다H 펀드 물량 959만주, 기관확약분 108만주 보호예수 종료 예정

26년 2월 안다H 펀드
물량 959만주, 기관확약분
108만주 보호예수
종료 예정

26년 2월 삼성증권이 보유한 안다H 펀드 지분 959만주(24.9%)와 수요예측 기관확약분 108만주(2.8%)의 보호예수 기간이 종료되며 시장에 유통 가능 물량으로 전환될 예정이다. 수요예측 기관 확약분은 전체 상장주식 수의 2.8%에 불과해 수급에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. 반면 안다H 펀드 물량은 전체의 약 25%에 달해 단기적으로 주가 변동성 확대 및 조정 가능성을 배제하기 어렵다.

오버행 리스크 일부
주가에 선반영 됐으므로
락업 해제 이후 주가
조정폭은 제한적일 것

다만 고무적인 점은 안다H는 대한조선 투자 건과 관련해 투자원본 770억원을 리캡을 통해 전액 회수한 상태란 점이다. 이에 따라 즉각적인 매도 압력이 크지 않은 것으로 판단한다. 또한 현 밸류에이션 레벨을 감안하면 오버행 우려가 상당 부분 주가에 선반영된 것으로 보이며 이에 따라 락업 해제 이후 주가 조정폭은 제한적일 가능성이 높다. 펀더멘털 성장성을 고려할 때 현 주가는 과도한 저평가 구간으로 판단되며 단기 수급 충격이 발생하더라도 오히려 비중 확대의 기회로 판단한다.

표1 대한조선 유통 가능 주식 수 및 보호 예수 물량 현황

구 분		보유주식		공모후보통주지분율(%)	보호예수기간
		보통주	우선주		
보호예수	[최대주주] 케이에이치아이	8,885,923	0 주	23.1	24 개월
	[최대주주] 케이에이치아이	8,885,923	0 주	23.1	12 개월
	[기타주주] 삼성증권 (AH 일반사모 제 10 호)	9,590,302	0 주	24.9	6 개월
	[기타주주] 계열회사 및 임원	682,000	0 주	1.8	6 개월
	우리사주조합	65,385	0 주	0.2	12 개월
	수요예측 기관확약분	1,083,527	0 주	2.8	6 개월
	수요예측 기관확약분	3,313,817	0 주	8.6	3 개월
	수요예측 기관확약분	1,037,856	0 주	2.7	1 개월
	수요예측 기관확약분	117,734	0 주	0.3	15 일
	보호예수 물량합계	33,662,467	0 주	87.4	
유통가능	[기타기준주주]	482,164	0 주	1.3	
	공모시 기관투자자	1,381,681	0 주	3.6	
	공모시 일반투자자	3,000,000	0 주	7.8	
	유통가능 주식합계	4,863,845	0 주	12.6	
공모후 상장주식수		38,526,312	0 주	100	

자료: DART, DS투자증권 리서치센터

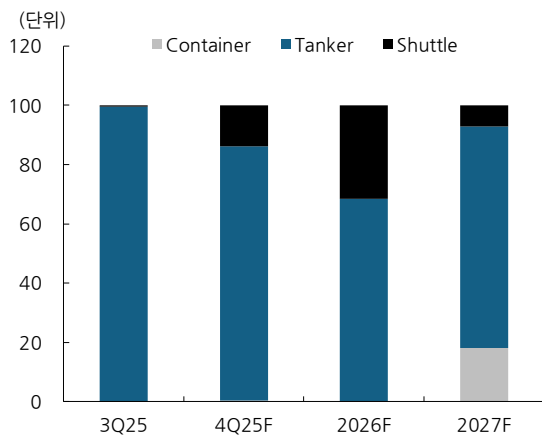
실적 전망 및 밸류에이션

탐라인과 마진 모두 우상향 곡선을 그릴 것으로 전망

서틀탱커 매출 비중과
24년 수주 물량 비중
확대로 실적 개선 기대

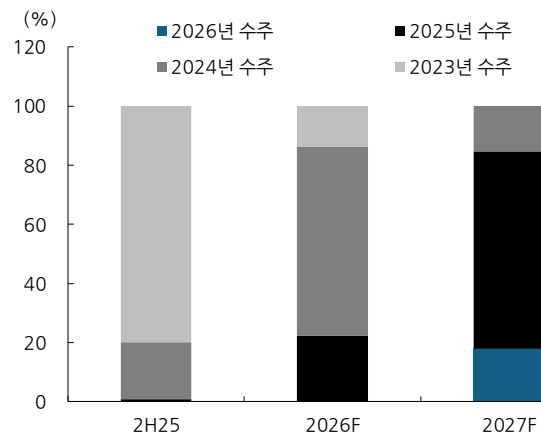
26년 매출액 1.3조원(+7.9% 이하 YoY), 영업이익 3,310억원(+19.3%, OPM 25.6%)을 전망한다. 24년 수주한 초고선가 물량의 매출 인식 비중이 25년 19%에서 26년 64%까지 확대되는 점과 고선가 선종인 서틀탱커 매출 비중이 32%까지 상승하는 점이 실적 개선의 핵심 요인이다. 여기에 수에즈막스급 탱커선 건조 물량이 향후에도 견조한 만큼 반복 건조를 통한 숙련도 향상도 수익성에 우호적으로 작용할 전망이다. 또한 최근 근로자 임금협상을 통해 향후 3년간 임금이 현 수준에서 동결될 예정인 점도 비용 측면에서 긍정적이다. 탱커선 원가에서 후판이 약 20~30%를 차지한다는 점을 감안하면 후판가격이 안정화 국면을 유지하는 전제 하에서 마진 개선 흐름은 중장기적으로도 지속될 가능성이 높다.

그림17 선종별 연간 매출비중 추이 및 전망



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림18 수주 연도별 연간 매출비중 추이 및 전망



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 대한조선 실적 테이블

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	308	296	274	322	317	324	304	350	1,075	1,200	1,295	1,375
YoY	45.4	16.8	(1.5)	(3.0)	3.1	9.4	11.1	8.6	31.7	11.6	7.9	6.2
매출총이익	75	69	73	87	89	92	90	103	180	305	374	413
YoY	166.5	82.3	106.1	10.8	17.9	33.1	22.8	19.0	228.6	69.1	22.9	10.2
영업이익	70	62	67	79	79	82	79	91	158	278	331	360
YoY	192.5	84.4	118.9	12.9	13.3	31.6	18.4	15.6	340.3	75.7	19.3	8.7
OPM	22.7	21.1	24.3	24.5	24.9	25.4	25.9	26.1	14.7	23.1	25.6	26.2

자료: 대한조선, DS투자증권 리서치센터

목표주가 92,000원 투자의견 매수로 커버리지 개시

목표주가 92,000원
투자의견 매수

목표주가 92,000원 투자의견 매수로 커버리지 개시한다. 목표주가는 12MF EPS 7,659원에 Target P/E 12배를 적용해 산출했다. Target P/E는 대한조선과 선종 포트폴리오 및 수주잔고가 비슷했던 05~07년도 현대미포의 평균 P/E를 적용했다.

주주환원 정책 강도에
따라 추가적인 멀티플
리레이팅 여지 충분

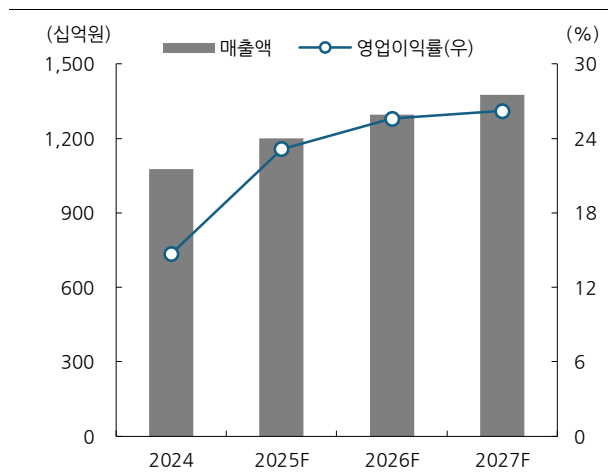
동사가 국내 조선사 대비 할인받는 핵심 요인은 탱커선 중심의 단일 선종 포트폴리오에 따른 성장 가시성 제약이다. 다만 동사는 탱커선에 최적화된 생산 인프라와 공정 내재화를 기반으로 국내 최고 수준의 영업이익률을 기록할 만큼 경쟁력이 뚜렷하다. 이에 따라 향후 탱커선 업황의 호황기 진입이 예상되는 만큼 현재의 밸류에이션 격차는 점진적으로 축소될 여지가 크다고 판단한다. 또한 향후 배당 정책을 도입할 예정으로 주주환원 정책 강도에 따라 추가적인 멀티플 리레이팅 여지도 충분하다.

표3 대한조선 밸류에이션 테이블

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	269	12MF 지배순이익 적용
주식 수	(주)	23,738,406	
Target EPS	(원)	7,657	12MF EPS 적용
Target P/E	(x)	12	과거 현대 미포 05~07년도 12MF PER 평균
목표주가	(원)	92,000	
현재주가	(원)	67,300	전일 종가
Upside	(%)	36.7	

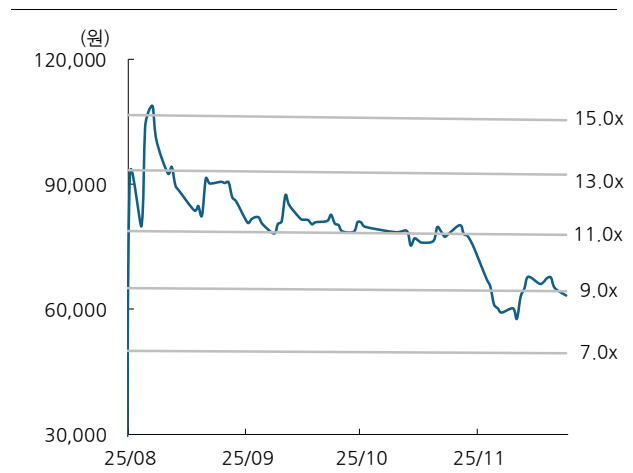
자료: 대한조선, DS투자증권 리서치센터

그림19 대한조선 연간 실적 추이 및 전망



자료: 대한조선, DS투자증권 리서치센터

그림20 대한조선 12MF PBR 밴드



자료: 대한조선, DS투자증권 리서치센터

기업개요

대한민국 수익성 1등 조선사

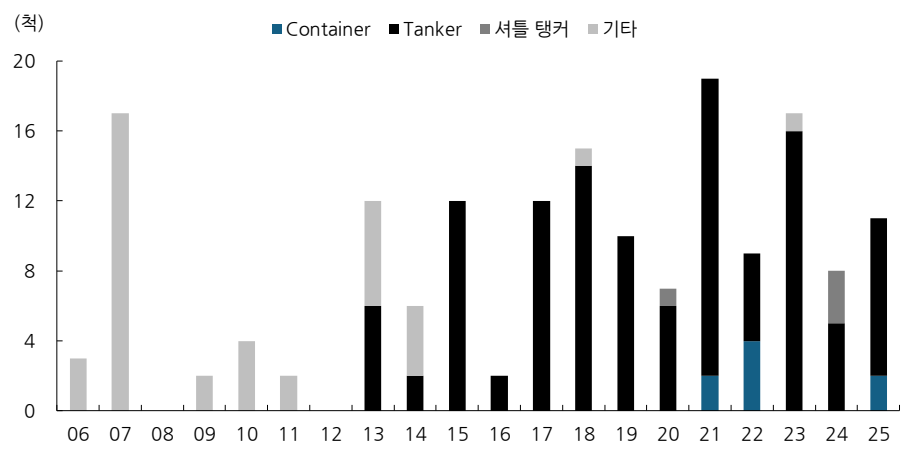
탱커선 주력 조선소로
현재는 4선종 이상으로
포트폴리오 다변화 중

대한조선은 2004년에 설립된 탱커선 특화 조선사로 2025년 8월 1일 IPO를 통해 코스피에 상장했다. 설립 초기에는 벌크선 중심으로 건조 레퍼런스를 축적했으나 2013년 이후 중대형 탱커로 주력 선종을 전환하며 수에즈막스·아프라막스급 탱커선 중심의 경쟁력을 본격적으로 강화해 왔다. 현재는 탱커선 건조에 최적화된 인프라와 인력 구조를 기반으로 고선가 선종인 셔틀탱커, 중형 컨테이너선 등으로 수주 영역을 확장하며 선종 다각화를 진행 중이다. 또한 도크 운영 과정에서 발생하는 여유 슬롯을 활용해 소형 LNG 병커링선 건조 계획 중으로 단일 선종 포트폴리오를 구축했던 과거와 달리 4선종 이상의 포트폴리오를 보유할 것으로 기대한다.

내업 1,2공장을 통한
블록 제작 100% 내재화가
높은 영업이익률의 배경

대한조선이 타 조선사 대비 압도적인 영업이익률을 시현하는 배경은 해남조선소의 건조 공정과 별개로 영암 내업 1·2 공장을 활용해 블록 제작 및 선형 의장 등 핵심 공정을 100% 내재화한 원가 구조에 있다. 동사의 연간 건조 역량을 감안한 필요 블록 생산량은 약 22만톤 수준인 반면 내업 1·2 공장 기준 연간 최대 블록 생산 CAPA는 27.6만톤이다. 이에 따라 외주 의존도를 낮춘 고정비 레버리지 효과를 극대화할 수 있다. 향후 도크의 잔여 공간을 활용해 소형 선박을 추가 건조하더라도 여전히 블록 생산 CAPA가 여유 있는 상황이기 때문에 100% 내재화와 수익성 최적화는 충분히 유지 가능할 전망이다.

그림21 대한조선 선종별 연간 인도 선박 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림22 대한조선 선종 포트폴리오

선종	세부명	설립기(-2012)	성장기(2013~2021)	도약기(2022~)	누적간조척수
벌크선	180K 벌크선	2006			33
	207K 벌크선	2010			7
탱커선	LR2 석유제품운반선(115K)	2013			46
	AFRAMAX(115K) 원유운반선	2015			25
	SUEZMAX(157K) 원유운반선		2018		15
	154K DP2 셔틀탱커		2020		1
컨테이너선	8,000 TEU 컨테이너선			2022	4
	1,000 TEU 컨테이너선			2022	2
친환경 선박	LNG 이중연료 추진 선박 (AFRAMAX 원유운반선)			2021	4
	메탄올/암모니아 이중연료 추진 선박			2022	

자료: 대한조선, DS투자증권 리서치센터

그림23 대한조선 내업공장 내재화 현황



자료: 대한조선, DS투자증권 리서치센터

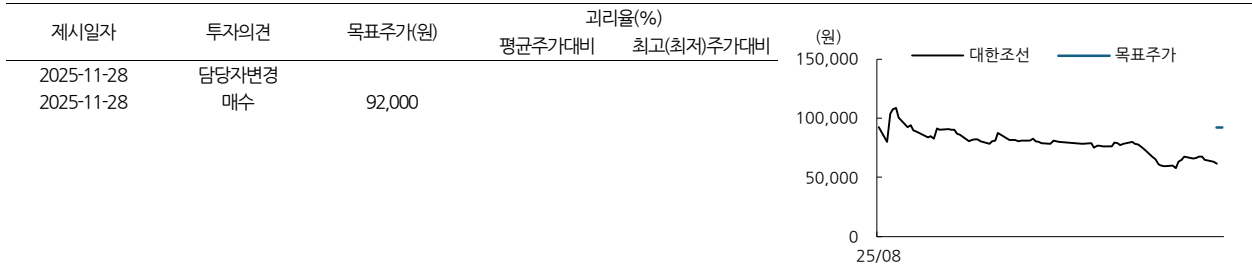
[대한조선 439260]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	427	902	1,141	1,413	1,698	매출액	816	1,075	1,200	1,295	1,375
현금 및 현금성자산	68	314	372	607	867	매출원가	762	895	895	921	963
매출채권 및 기타채권	1	29	95	103	102	매출총이익	55	180	305	374	413
재고자산	39	33	34	37	36	판매비 및 관리비	19	22	27	43	52
기타	318	525	639	665	692	영업이익	36	158	278	331	360
비유동자산	386	448	378	374	371	(EBITDA)	47	170	289	343	372
관계기업투자등	0	0	0	0	0	금융손익	-13	1	6	5	6
유형자산	361	353	353	348	343	이자비용	15	23	9	2	1
무형자산	2	1	1	1	1	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	813	1,349	1,519	1,787	2,068	기타영업외손익	6	-3	4	3	3
유동부채	468	832	400	400	388	세전계속사업이익	29	156	287	339	369
매입채무 및 기타채무	90	144	117	127	125	계속사업법인세비용	-10	-16	51	66	72
단기금융부채	208	391	48	28	8	계속사업이익	38	173	236	273	297
기타유동부채	171	298	235	245	255	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	173	64	35	30	26	당기순이익	38	173	236	273	297
장기금융부채	154	50	16	11	6	지배주주	38	173	236	273	297
기타비유동부채	19	14	19	20	20	총포괄이익	82	170	236	273	297
부채총계	641	896	435	430	414	매출총이익률 (%)	6.7	16.8	25.4	28.9	30.0
지배주주지분	171	453	1,084	1,357	1,654	영업이익률 (%)	4.4	14.7	23.1	25.6	26.2
자본금	53	153	193	193	193	EBITDA마진률 (%)	5.8	15.8	24.1	26.5	27.1
자본잉여금	36	48	403	403	403	당기순이익률 (%)	4.7	16.1	19.7	21.1	21.6
이익잉여금	39	212	448	721	1,018	ROA (%)	n/a	16.0	16.4	16.5	15.4
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	n/a	55.3	30.7	22.3	19.8
자본총계	171	453	1,084	1,357	1,654	ROIC (%)	n/a	23.1	35.3	34.9	37.4

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-110	158	252	269	294	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	38	173	236	273	297	P/E	n/a	n/a	11.0	9.5	8.7
비현금수익비용가감	-2	6	41	13	13	P/B	n/a	n/a	2.4	1.9	1.6
유형자산감가상각비	11	12	12	12	12	P/S	n/a	n/a	2.2	2.0	1.9
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	6.1	0.5	7.8	5.8	4.6
기타현금수익비용	-13	-6	24	1	1	P/CF	n/a	n/a	9.4	9.1	8.4
영업활동 자산부채변동	-140	-11	-11	-17	-16	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	47	-29	-66	-8	2	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-9	6	-1	-3	1	매출액	n/a	31.7	11.6	7.9	6.2
매입채무 증가(감소)	-12	48	-26	10	-2	영업이익	n/a	340.3	75.7	19.3	8.7
기타자산 부채변동	-165	-37	81	-16	-16	세전이익	n/a	448.5	83.5	18.1	9.0
투자활동 현금	25	-5	-281	-9	-9	당기순이익	n/a	350.6	36.5	15.7	9.0
유형자산처분(취득)	-18	-6	-9	-7	-7	EPS	n/a	55.4	8.2	15.7	9.0
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	43	1	-272	-1	-1	부채비율	374.0	197.6	40.1	31.7	25.0
기타투자활동	0	0	0	-1	-1	유동비율	91.2	108.4	284.9	353.3	437.8
재무활동 현금	127	78	91	-25	-25	순차입금/자기자본(x)	167.2	17.6	-30.1	-43.3	-52.7
차입금의 증가(감소)	127	79	-304	-25	-25	영업이익/금융비용(x)	2.4	6.9	32.4	153.9	446.6
자본의 증가(감소)	0	0	400	0	0	총차입금 (십억원)	362	440	64	39	14
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	287	80	-326	-587	-873
기타재무활동	0	0	-5	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	40	246	58	235	260	EPS	3,640	5,656	6,119	7,080	7,720
기초현금	28	68	314	372	607	BPS	32,580	14,854	28,139	35,220	42,939
기말현금	68	314	372	607	867	SPS	77,555	35,226	31,140	33,613	35,691
NOPLAT	26	115	228	267	290	CFPS	3,421	5,854	7,171	7,410	8,045
FCF	-79	163	-16	260	285	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 대한조선, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

대한조선 (439260) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	-10% 이하의 추가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

기준일 2025.09.30

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.