

## 대한조선 439260

## NDR 후기: 꿈의 마진 30%에 가장 근접한 조선사

## 4Q25 Review: 영업이익률 27.2%로 사상 최대 실적 달성

동사는 25년 4분기 매출액 3,504억원(이하 YoY +5.6%), 영업이익 953억원(+36.3%, OPM 27.2%)을 기록해 컨센서스 영업이익을 18% 상회했다. 이는 1) 기존에 설정한 예상 원가가 실제 원가보다 높아 일회성이익이 반영된 점과 2) 수에즈막스 및 아프리카막스의 생산성과 매출 반영 선가가 높아진 점이 주요하다. 이번 분기 매출에 반영된 수에즈막스의 평균 선가는 약 86.7백만달러 수준이다. 협력사 인원이 24년 2,400명에서 25년 1,900명으로 감소한 영향도 외주비 절감으로 이어져 마진 개선에 영향을 미쳤다.

## 실적도 수주도 더 좋아질 2026년

26년에는 24년에 수주한 고선가 물량의 매출 인식이 시작되는 해로 매출에 반영되는 수에즈막스의 평균 선가는 88백만달러까지 상승할 전망이다(25년 85백만달러). 또한 셔틀 탱커 3척의 스틸 커팅이 본격적으로 시작돼 25년 4분기의 일회성이익을 감안해도 그 이상의 마진은 충분히 기대 가능하다. 고환율 기조가 유지될 시 30%까지도 열려있다는 판단이다.

수주 상황도 좋다. 현재 도크내 28년 2척, 29년 5~6척 정도의 여유가 있는 상황에서 향후 수주분은 최소 88백만달러(수에즈막스 기준) 이상으로 수주할 예정이다. 현재 지정학적 리스크로 탱커선 운임이 높은 수준에서 지속 중인 점과 대한조선의 공급자 우위를 감안 시 향후에는 과거 최고 선가(90백만달러) 이상의 수주도 충분히 기대 가능하다고 판단한다.

## 너무 튼튼한 펀더멘탈, 목표주가 123,000원으로 상향

투자의견 매수를 유지하고 목표주가를 123,000원으로 상향한다. 목표주가 상향은 26년 실적 추정치 상향에 기인하며 Target P/E 13배를 적용했다. 오버행 리스크가 여전히 부담스러운 상황이지만 튼튼한 펀더멘탈이 이를 상쇄하기엔 충분하다. 풍부해진 현금유입은 향후 도크의 효율성을 높이는 CAPEX 투자나 배당 등의 주주환원에 쓰일 예정이다. 1분기 내로 주주환원정책 여부가 확정될 예정으로 강도에 따라 추가적인 밸류에이션 상향도 가능하다고 판단한다.

## Financial Data

| (십억원)        | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 816   | 1,075 | 1,228 | 1,303 | 1,304 |
| 영업이익         | 36    | 158   | 294   | 357   | 351   |
| 영업이익률(%)     | 4.4   | 14.7  | 23.9  | 27.4  | 26.9  |
| 세전이익         | 29    | 156   | 303   | 365   | 361   |
| 지배주주지분순이익    | 38    | 173   | 267   | 365   | 361   |
| EPS(원)       | 3,640 | 5,656 | 6,930 | 9,474 | 9,359 |
| 증감률(%)       | 적지    | 55.4  | 22.5  | 36.7  | -1.2  |
| ROE(%)       | n/a   | 55.3  | 34.0  | 28.1  | 21.7  |
| PER(배)       | n/a   | n/a   | 10.3  | 7.5   | 7.6   |
| PBR(배)       | n/a   | n/a   | 2.5   | 1.9   | 1.5   |
| EV/EBITDA(배) | 6.1   | 0.5   | 7.8   | 5.5   | 4.6   |

자료: 대한조선, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김대성 조선  
02-709-2665  
rlarla6019@ds-sec.co.kr

2026.02.09

## 매수

|             |          |
|-------------|----------|
| 목표주가(상향)    | 123,000원 |
| 현재주가(02/06) | 71,300원  |
| 상승여력        | 72.5%    |

## Stock Data

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| KOSPI           | 5,089.1pt |
| 시가총액(보통주)       | 2,747십억원  |
| 발행주식수           | 38,526천주  |
| 액면가             | 5,000원    |
| 자본금             | 193십억원    |
| 60일 평균거래량       | 397천주     |
| 60일 평균거래대금      | 27,425백만원 |
| 외국인 지분율         | 0.0%      |
| 52주 최고가         | 116,000원  |
| 52주 최저가         | 57,300원   |
| 주요주주            |           |
| 케이에이치아이(외 16인)  | 47.7%     |
| 안디에이치자선운용(외 1인) | 24.9%     |

## 주가추이 및 상대강도

| (%) | 절대수익률 | 상대수익률 |
|-----|-------|-------|
| 1M  | 8.0   | -4.4  |
| 3M  | 18.4  | -8.0  |
| 6M  | -33.8 | -92.9 |

## 주가차트

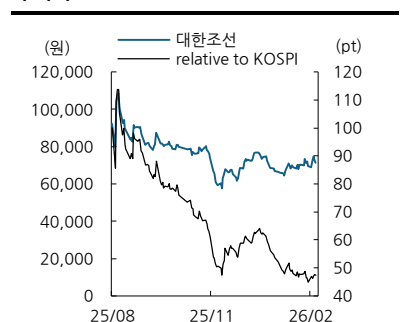


표1 대한조선 4Q25P 실적 Review

| (십억원, %) | 4Q25P | 3Q25 | 4Q24 | QoQ   | YoY    | 컨센서스 | Gap   |
|----------|-------|------|------|-------|--------|------|-------|
| 매출액      | 350   | 274  | 332  | 27.9  | 5.6    | 332  | 5.7   |
| 영업이익     | 95    | 67   | 70   | 43.2  | 36.3   | 80   | 18.5  |
| OPM      | 27.2  | 24.3 | 21.1 | 2.9   | 6.1    | 24.2 | 3.0   |
| 지배순이익    | 69    | 66   | 98   | 4.8   | (29.4) | 69   | 0.0   |
| NPM      | 19.7  | 24.0 | 29.5 | (4.3) | (9.8)  | 20.8 | (1.1) |

자료: 대한조선, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 대한조선 추정치 변경 테이블

|       | 변경전   |       | 변경후   |       | Gap   |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|       | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F |
| 매출액   | 1,295 | 1,375 | 1,303 | 1,304 | 0.6   | (5.2) |
| 영업이익  | 331   | 360   | 357   | 351   | 8.0   | (2.4) |
| OPM   | 25.6  | 26.2  | 27.4  | 26.9  | 1.8   | 0.7   |
| 지배순이익 | 273   | 297   | 273   | 297   | (0.1) | 0.1   |

자료: 대한조선, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 대한조선 실적 테이블

|       | 1Q25  | 2Q25 | 3Q25  | 4Q25P | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액   | 308   | 296  | 274   | 350   | 322   | 328   | 313   | 340   | 1,075 | 1,228 | 1,303 | 1,304 |
| YoY   | 45.4  | 16.8 | (1.5) | 5.6   | 4.7   | 10.8  | 14.2  | (3.0) | 31.7  | 14.2  | 6.1   | 0.1   |
| 매출총이익 | 75    | 69   | 73    | 96    | 90    | 93    | 92    | 101   | 180   | 314   | 376   | 373   |
| YoY   | 166.5 | 82.3 | 106.1 | 22.8  | 19.5  | 34.8  | 26.3  | 4.4   | 228.6 | 74.3  | 19.8  | (0.9) |
| 영업이익  | 70    | 62   | 67    | 95    | 85    | 89    | 88    | 96    | 158   | 294   | 357   | 351   |
| YoY   | 192.5 | 84.4 | 118.9 | 36.3  | 21.4  | 42.4  | 32.3  | 0.5   | 340.3 | 86.1  | 21.6  | (1.7) |
| OPM   | 22.7  | 21.1 | 24.3  | 27.2  | 26.3  | 27.1  | 28.1  | 28.2  | 14.7  | 23.9  | 27.4  | 26.9  |

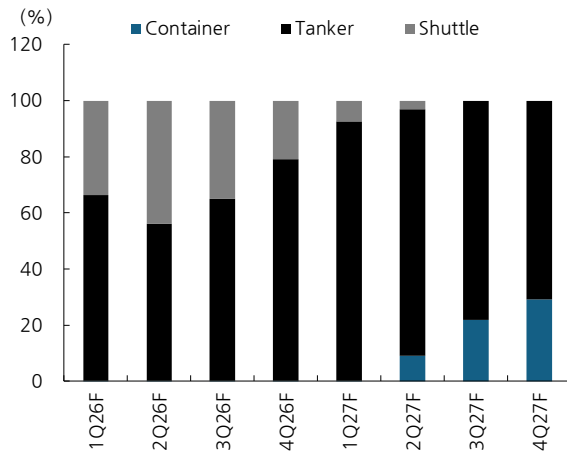
자료: 대한조선, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 대한조선 밸류에이션 테이블

|            | 단위    |            | 비고                           |
|------------|-------|------------|------------------------------|
| 지배 순이익     | (십억원) | 365        | 26F 지배순이익 적용                 |
| 주식 수       | (주)   | 23,738,406 |                              |
| Target EPS | (원)   | 9,462      | 26F EPS 적용                   |
| Target P/E | (x)   | 13         | 과거 현대 미포 05~07년도 12MF PER 평균 |
| 목표주가       | (원)   | 123,000    |                              |
| 현재주가       | (원)   | 71,300     | 전일 종가                        |
| Upside     | (%)   | 72.5       |                              |

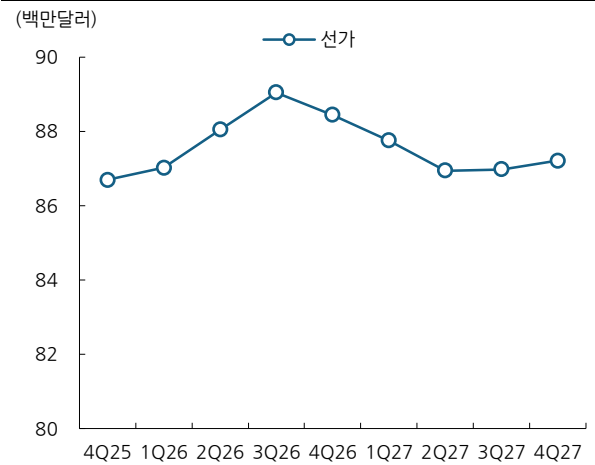
자료: 대한조선, DS투자증권 리서치센터

그림1 선종별 매출비중 추이 및 전망



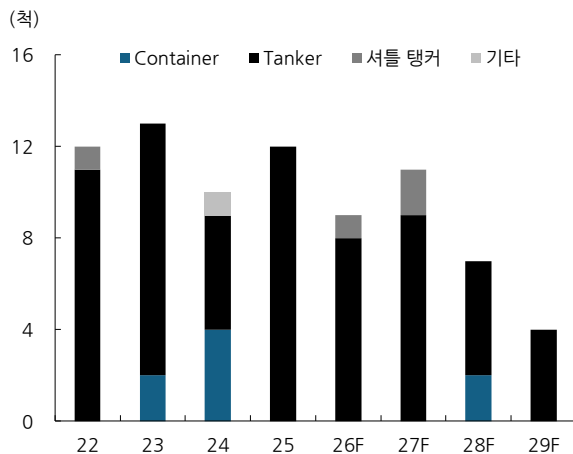
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 분기별 수에즈막스 평균 선가 추이(매출 반영 기준)



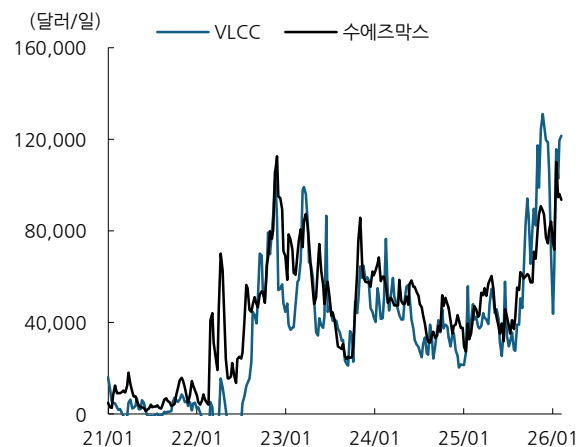
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 대한조선 연도별 인도 선박 현황



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림4 VLCC 및 수에즈막스 운임 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

표5 2026년 대한조선 수주 현황

| 선종     | 사이즈     | 수주 년도      | 인도 년도   | 선가(백만달러) |
|--------|---------|------------|---------|----------|
| Tanker | 157,000 | 2026-01-28 | 2029-05 | 87.7     |
| Tanker | 157,000 | 2026-01-14 | 2029-04 | 86.2     |
| Tanker | 157,000 | 2026-01-28 | 2029-03 | 87.7     |
| Tanker | 157,000 | 2026-01-14 | 2029-02 | 86.2     |
| Tanker | 157,000 | 2026-01-13 | 2028-11 | 86.0     |
| Tanker | 157,000 | 2026-01-13 | 2028-09 | 86.0     |

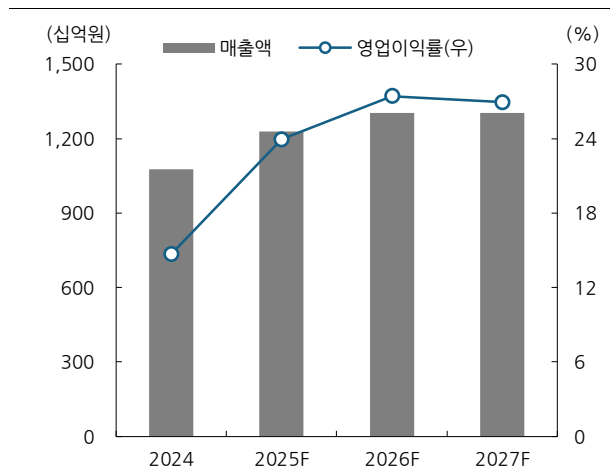
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

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<br>(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          |        |

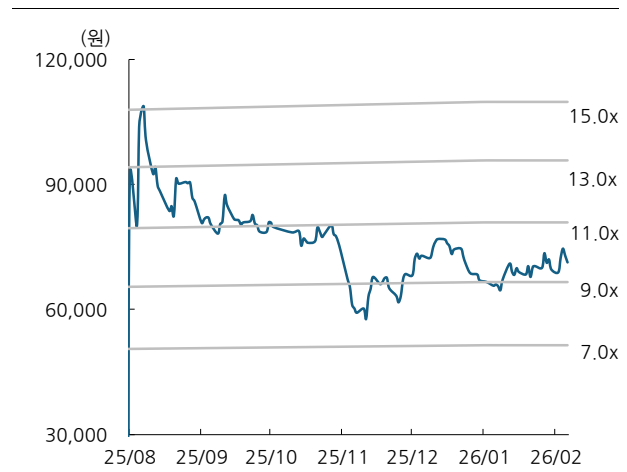
자료: DART, DS투자증권 리서치센터

그림5 대한조선 연간 실적 추이 및 전망



자료: 대한조선, DS투자증권 리서치센터

그림6 대한조선 12MF PER 밴드



자료: 대한조선, DS투자증권 리서치센터

## [ 대한조선 439260 ]

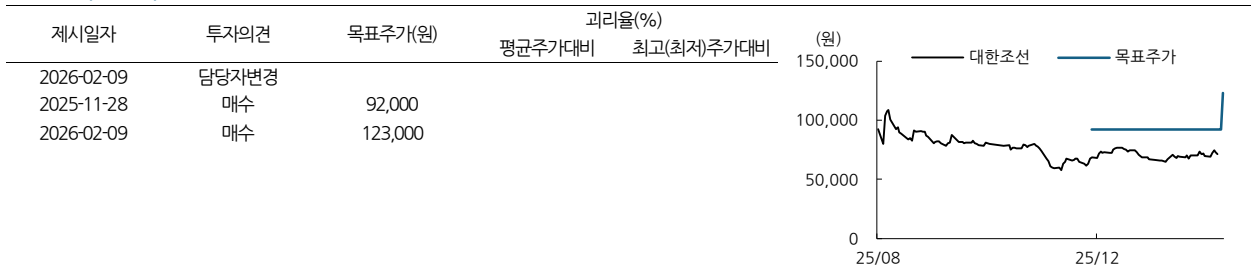
| 재무상태표 (십억원) |      |       |       |       |       | 손익계산서 (십억원)   |      |       |       |       |       |
|-------------|------|-------|-------|-------|-------|---------------|------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2023 | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |               | 2023 | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
| 유동자산        | 427  | 902   | 1,182 | 1,533 | 1,878 | 매출액           | 816  | 1,075 | 1,228 | 1,303 | 1,304 |
| 현금 및 현금성자산  | 68   | 314   | 402   | 731   | 1,055 | 매출원가          | 762  | 895   | 909   | 927   | 931   |
| 매출채권 및 기타채권 | 1    | 29    | 104   | 101   | 96    | 매출총이익         | 55   | 180   | 319   | 376   | 373   |
| 재고자산        | 39   | 33    | 37    | 36    | 35    | 판매비 및 관리비     | 19   | 22    | 25    | 19    | 22    |
| 기타          | 318  | 525   | 639   | 665   | 692   | 영업이익          | 36   | 158   | 294   | 357   | 351   |
| 비유동자산       | 386  | 448   | 379   | 374   | 370   | (EBITDA)      | 47   | 170   | 306   | 370   | 363   |
| 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 | 1,561 | 1,907 | 2,248 | 기타영업외손익       | 6    | -3    | 4     | 3     | 3     |
| 유동부채        | 468  | 832   | 411   | 396   | 381   | 세전계속사업이익      | 29   | 156   | 303   | 365   | 361   |
| 매입채무 및 기타채무 | 90   | 144   | 127   | 123   | 118   | 계속사업법인세비용     | -10  | -16   | 36    | 0     | 0     |
| 단기금융부채      | 208  | 391   | 48    | 28    | 8     | 계속사업이익        | 38   | 173   | 267   | 365   | 361   |
| 기타유동부채      | 171  | 298   | 235   | 245   | 255   | 중단사업이익        | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동부채       | 173  | 64    | 35    | 30    | 26    | 당기순이익         | 38   | 173   | 267   | 365   | 361   |
| 장기금융부채      | 154  | 50    | 16    | 11    | 6     | 지배주주          | 38   | 173   | 267   | 365   | 361   |
| 기타비유동부채     | 19   | 14    | 19    | 20    | 20    | 총포괄이익         | 82   | 170   | 267   | 365   | 361   |
| 부채총계        | 641  | 896   | 446   | 427   | 407   | 매출총이익률 (%)    | 6.7  | 16.8  | 26.0  | 28.9  | 28.6  |
| 지배주주지분      | 171  | 453   | 1,115 | 1,480 | 1,841 | 영업이익률 (%)     | 4.4  | 14.7  | 23.9  | 27.4  | 26.9  |
| 자본금         | 53   | 153   | 193   | 193   | 193   | EBITDA마진률 (%) | 5.8  | 15.8  | 24.9  | 28.4  | 27.9  |
| 자본잉여금       | 36   | 48    | 403   | 403   | 403   | 당기순이익률 (%)    | 4.7  | 16.1  | 21.7  | 28.0  | 27.6  |
| 이익잉여금       | 39   | 212   | 479   | 844   | 1,205 | ROA (%)       | n/a  | 16.0  | 18.3  | 21.0  | 17.4  |
| 비지배주주지분(연결) | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | ROE (%)       | n/a  | 55.3  | 34.0  | 28.1  | 21.7  |
| 자본총계        | 171  | 453   | 1,115 | 1,480 | 1,841 | ROIC (%)      | n/a  | 23.1  | 40.1  | 33.9  | 32.9  |

| 현금흐름표 (십억원) |      |      |       |       |       | 주요투자지표 (원, 배) |        |        |        |        |        |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |               | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
| 영업활동 현금흐름   | -110 | 158  | 282   | 362   | 357   | 투자지표 (x)      |        |        |        |        |        |
| 당기순이익(손실)   | 38   | 173  | 267   | 365   | 361   | P/E           | n/a    | n/a    | 10.3   | 7.5    | 7.6    |
| 비현금수익비용가감   | -2   | 6    | 41    | 13    | 13    | P/B           | n/a    | n/a    | 2.5    | 1.9    | 1.5    |
| 유형자산감가상각비   | 11   | 12   | 12    | 12    | 12    | P/S           | n/a    | n/a    | 2.2    | 2.1    | 2.1    |
| 무형자산상각비     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | EV/EBITDA     | 6.1    | 0.5    | 7.8    | 5.5    | 4.6    |
| 기타현금수익비용    | -13  | -6   | 24    | 1     | 1     | P/CF          | n/a    | n/a    | 8.9    | 7.3    | 7.4    |
| 영업활동 자산부채변동 | -140 | -11  | -13   | -15   | -16   | 배당수익률 (%)     | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    |
| 매출채권 감소(증가) | 47   | -29  | -74   | 3     | 4     | 성장성 (%)       |        |        |        |        |        |
| 재고자산 감소(증가) | -9   | 6    | -4    | 1     | 1     | 매출액           | n/a    | 31.7   | 14.2   | 6.1    | 0.1    |
| 매입채무 증가(감소) | -12  | 48   | -16   | -4    | -5    | 영업이익          | n/a    | 340.3  | 86.0   | 21.6   | -1.7   |
| 기타자산 부채변동   | -165 | -37  | 81    | -16   | -16   | 세전이익          | n/a    | 448.5  | 93.9   | 20.3   | -1.2   |
| 투자활동 현금     | 25   | -5   | -281  | -9    | -9    | 당기순이익         | n/a    | 350.6  | 54.6   | 36.7   | -1.2   |
| 유형자산처분(취득)  | -18  | -6   | -9    | -7    | -7    | EPS           | n/a    | 55.4   | 22.5   | 36.7   | -1.2   |
| 무형자산 감소(증가) | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 안정성 (%)       |        |        |        |        |        |
| 투자자산 감소(증가) | 43   | 1    | -272  | -1    | -1    | 부채비율          | 374.0  | 197.6  | 39.9   | 28.8   | 22.1   |
| 기타투자활동      | 0    | 0    | 0     | -1    | -1    | 유동비율          | 91.2   | 108.4  | 287.9  | 386.6  | 492.5  |
| 재무활동 현금     | 127  | 78   | 91    | -25   | -25   | 순차입금/자기자본(x)  | 167.2  | 17.6   | -31.9  | -48.0  | -57.6  |
| 차입금의 증가(감소) | 127  | 79   | -304  | -25   | -25   | 영업이익/금융비용(x)  | 2.4    | 6.9    | 34.4   | 166.0  | 435.6  |
| 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     | -356   | -711   | -1,060 |
| 기타재무활동      | 0    | 0    | -5    | 0     | 0     | 주당지표(원)       |        |        |        |        |        |
| 현금의 증가      | 40   | 246  | 88    | 329   | 324   | EPS           | 3,640  | 5,656  | 6,930  | 9,474  | 9,359  |
| 기초현금        | 28   | 68   | 314   | 402   | 731   | BPS           | 32,580 | 14,854 | 28,951 | 38,425 | 47,784 |
| 기말현금        | 68   | 314  | 402   | 731   | 1,055 | SPS           | 77,555 | 35,226 | 31,878 | 33,822 | 33,849 |
| NOPLAT      | 26   | 115  | 259   | 259   | 255   | CFPS          | 3,421  | 5,854  | 7,982  | 9,804  | 9,685  |
| FCF         | -79  | 163  | 14    | 354   | 349   | 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 | 업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견 |
| 중립 | -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우 | 중립   |                            |
| 매도 | -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우      | 비중축소 |                            |

## 투자의견 비율

기준일 2025.12.31

| 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.