

대한조선 (439260)

시간차 공격: 2Q26F 신조선가 기록 경신 예상

2Q26F 동사 수주 SCC 신조선가 9천만 불 넘길 것

미국-이란 전쟁 이후 운임이 추가로 급등한 수에즈막스 원유운반선 (SCC) 업황은 아직 신조선가 지수 상승에 영향을 주지 않았으며 2Q26F 선가 추가상승 예상. 근거는 1) 통상 1-3개월 수준의 발주 리드타임, 2) 과거 러시아 PNG 공급이슈로 인한 LNGC 선가상승 사이클, 3) 대한조선과의 최근 컨퍼런스 콜 내용.

노드스트림을 기억하시나요? 그때도 그랬습니다

3Q22 러시아의 Nord Stream PNG의 유럽 공급이 중단되었을 때에도 운임(중고선가)신조선가의 상승 순서에 약간의 시차가 존재. LNGC 신조선가 상승에는 1개 분기 이상 소요되었으나, 프로젝트 기반이 아닌 Spot시장 노출도가 큰 SCC는 1개월 정도의 시차 존재할 것.

남들에겐 믹스 방어, 대한조선에겐 영업 레버리지

선종 전체의 신조선가 지수 상승이 아닌 유조선의 선택적 신조선가 상승은 LNGC, 컨테이너선을 주력으로 수주했던 대형 조선사들에게는 믹스 악화의 방어 효과를 부여하나, 유조선 매출만으로 높은 영업이익률을 기록한 동사에게는 영업 레버리지 근거.

1Q26F 매출 2,770억, 영업이익 710억 예상

3월중 사내협력사 중대재해 발생으로 인한 조업 차질로 분기 매출 150억 감소 예상. 셔틀 탱커 건조를 고려하여 선행공정 진행한 부분이 있어 인도일정에는 문제가 없을 것. 상반기 인도 예정인 SCC의 수주선가는 85백만 불이지만, 하반기에는 87-89백만 불 수주 물량의 매출비중이 상승하며 영업이익률 상승할 것이라 예상.

투자의견과 목표주가 유지, 에너지 불확실성 관점 Top pick

대형 조선업체는 한미 해양방산 협력이 주가의 가장 큰 동인이거나, 최근 격화되는 글로벌 에너지 수급 불확실성에서 시간차를 두고 확인될 핵심 수혜주라고 판단.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **156,000원 (M)**

직전 목표주가 **156,000원**

현재주가 (3/30) **81,300원**

상승여력 **92%**

시가총액	31,322억원
총발행주식수	38,526,312주
60일 평균 거래대금	290억원
60일 평균 거래량	339,107주
52주 고/저	108,700원 / 57,700원
외인지분율	3.79%
배당수익률	0.00%
주요주주	케이에이치아이 외 15 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(18.3)	21.3	0.0
상대	(3.3)	(3.1)	0.0
절대 (달러환산)	(22.4)	15.2	0.0

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	277	-10.0	-21.0	316	-12.4
영업이익	71	2.1	-25.3	82	-13.4
세전계속사업이익	71	-1.7	-18.9	87	-18.2
지배순이익	52	-14.1	16.3	68	-23.8
영업이익률 (%)	25.7	+3.0 %pt	-1.5 %pt	26.0	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	18.8	-0.9 %pt	+6.0 %pt	21.6	-2.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,075	1,228	1,302	1,513
영업이익	158	294	356	387
지배순이익	173	215	263	288
PER	-	10.5	11.9	10.9
PBR	-	2.4	2.6	2.3
EV/EBITDA	-	6.7	6.8	6.0
ROE	55.3	28.3	23.1	22.2

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

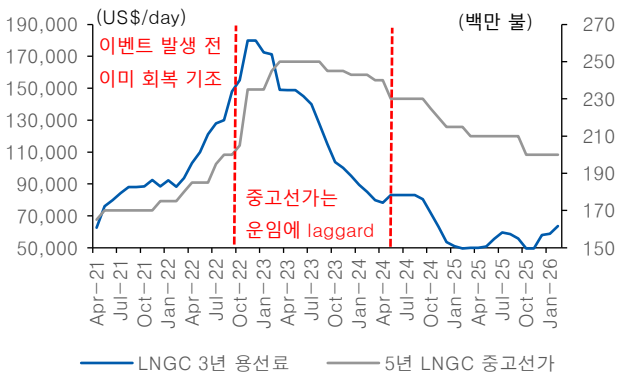
시간차 공격: 지금부터 시작이라고 보는 이유

미국-이란 전쟁 이후 운임이 추가로 급등한 수에즈막스 원유운반선 (SCC) 업황은 아직 신조선가 지수 상승에 영향을 주지 않았으며, 2Q26F부터 추가적인 선가 상승을 예상한다. 근거는 1) 통상 1-3개월 수준의 발주 리드타임, 2) 과거 러시아 PNG 공급이슈로 인한 LNGC 선가상승 사이클, 3) 대한조선과의 최근 컨퍼런스 콜 내용이다.

역사는 반복된다 – Nord Stream PNG 사례

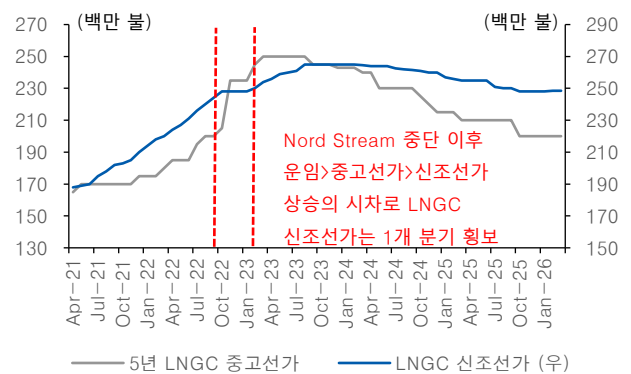
3Q22 러시아의 Nord Stream PNG의 유럽 공급이 완전 중단되었을 때, 회복 기조를 보이고 있던 LNGC 운임은 한 차례 추가 상승했다. 운임>중고선가>신조선가의 순으로 상승의 시차가 존재했고, LNGC 신조선가의 상승은 1Q23부터 발생했다.

러시아의 노드스트림 PNG 공급중단은 4Q22 운임, 중고선가를 올렸으나



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

신조선가 상승은 1Q23 부터 본격화 되었음



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

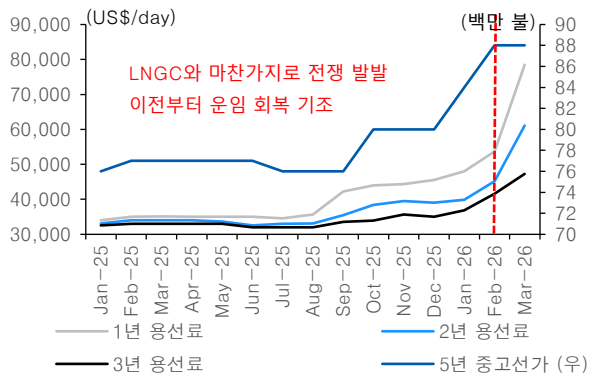
LNGC 신조 시장은 장기 공급계약에 기반한 프로젝트성 물량에 대한 의존도가 높아 3개월 이상의 시차가 존재했으나, 수에즈막스 유조선 (SCC) 신조 시장의 경우 1) Spot시장 의존도가 높고, 2) 표준화된 디자인으로 FEED과정이 필요 없으며 3) 계약 체결의 리드타임은 1-3개월 수준이다.

지금까지 나온 수주는 전쟁 이전 발주협의를 시작한 물량

미국-이란 공습이 2월 28일 발발하고 1개월이 지난 현재, 3월중 동사의 SCC 신조 수주단가는 지속 상승했다 (3월 16일 89.5백만불 달성). 그러나 이는 **미국-이란 전쟁 이전부터 발주협의를 진행중이던 계약**이며, 해당 계약은 오히려 미국의 베네수엘라 수출통제권 확보에서 발생한 수요와 연관이 있었다. 3월 17일 진행한 컨퍼런스 콜에서 이를 확인할 수 있다.

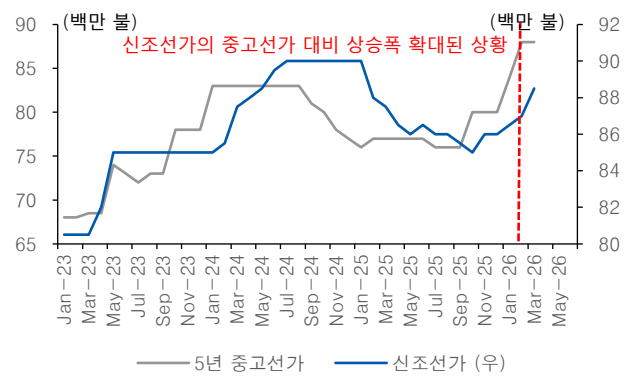
“89.5백만 불 수주 공시 건은 **단골 고객**이고, 선가 협의를 통해 최대한 유리한 쪽으로 가격이 책정된 것으로 보임...미국-이란 전쟁이 발발한지 2주정도 되었기 때문에 이와 **관련된 발주는 체감하지 못하고 있으며**, 오히려 베네수엘라 원유 수출통제권 수혜로 미국 상장 고객사로부터 3월 수주를 공시”

SCC 용선료와 중고선가는 전쟁 이전에도 회복 기조를 보여왔...



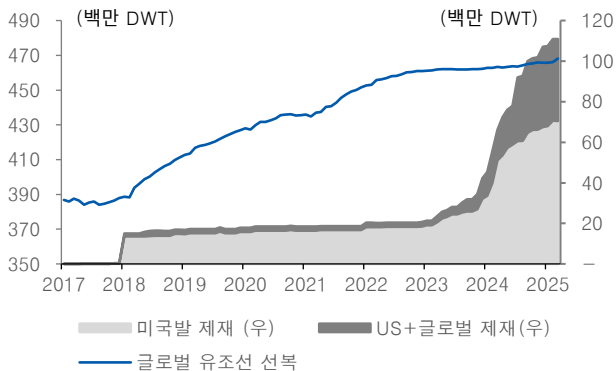
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

... 전쟁 발발 전후 중고선가의 선행적 상승 대비 신조선가는 낮은 상황



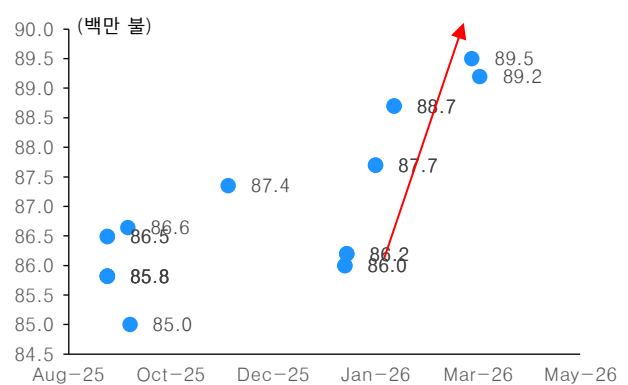
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

이는 전쟁과 별개로 글로벌 유조선 제재 선대의 확장에 기인하며...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

...즉 지금까지 보여준 선가 상승폭에 미국-이란 전쟁의 수혜분은 아직 반영되지 않음

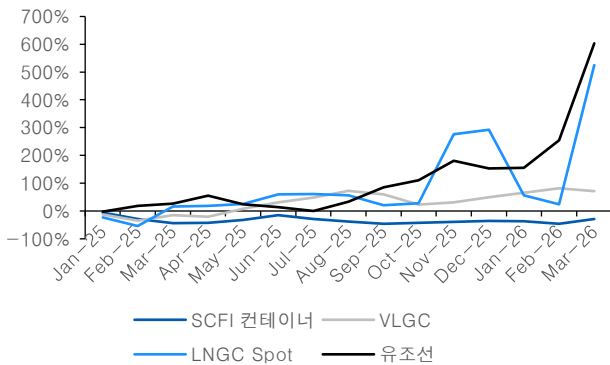


자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

유조선의 선택적 선가 상승은 대형 조선사에게는 애매한 호재

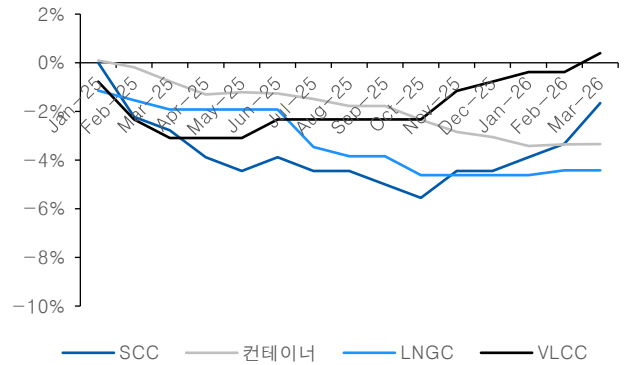
2024년 말 대비 운임 (혹은 수익성)의 상승률을 비교했을 때, Spot시장의 비중이 매우 낮은 LNGC를 제외하면 호조를 기록한 것은 유조선뿐이다. 이는 신조선가에도 고스란히 반영되어 LNGC와 컨테이너선의 신조선가는 지속 하락세를 보였으며, SCC와 VLCC는 올해 연중 회복세를 보이고 있다.

LNGC Spot 운임과 유조선 수익성만 24년말 대비 개선됨



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

신조선가의 회복 또한 유조선에 집중



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

대형 조선사의 입장에서 유조선 신조선가의 선택적 상승은 계륵이다. 통상적으로 상선의 선종별 영업이익률은 LNGC > 컨테이너 (≥VLGC) > 유조선 순서로 높은데, 유조선의 신조선가만 오른다면 이는 선종 믹스 관점에서 향후 수익성의 방어일 뿐, 개선이 아니다.

과거 LNGC, 컨테이너선의 선가 상승이 전체적인 신조선가 지수 상승을 견인한 양상과 달리, 수익성이 가장 낮은 선종인 유조선의 선가가 오른다고 해서 Clarksons의 신조선가 지수 자체가 반등을 보일 가능성은 다소 요원하다.

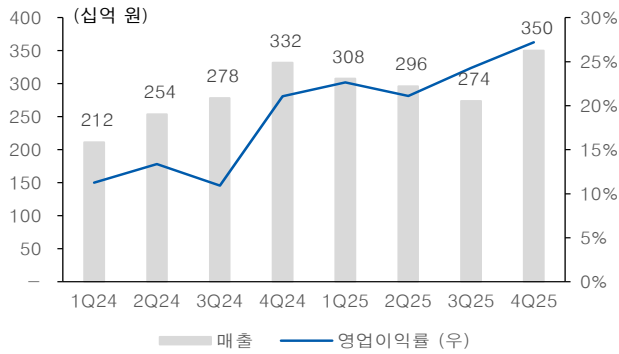
국내 대형 조선 3사의 유조선 매출비중 상승은 “선종 믹스” 관점에서는 악재

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
LNG	59%	61%	62%	60%	57%	52%	49%	45%
가스	8%	8%	9%	13%	15%	17%	18%	17%
컨테이너	28%	25%	22%	18%	16%	18%	20%	25%
유조선	4%	6%	7%	9%	12%	13%	13%	12%

자료: 유안타증권 리서치센터

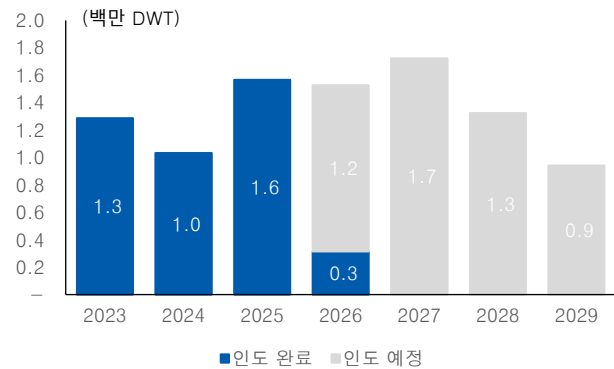
동사는 유조선 매출 비중이 글로벌 조선업체 중 압도적으로 높으며, 이미 영업이익률의 개선세가 뚜렷하게 나타나고 있다. FY26F 87~89백만 불 범위의 고선가 물량 매출인식을 통해 27% 수준의 연간 영업이익률을 기록할 것으로 예상하고 있는 상황에서, 9천만 불 이상의 수주 단가를 기록할 경우 동사의 FY29F 이후 영업이익률은 비약적으로 상승할 것이다.

대한조선 분기별 매출 및 영업이익률



자료: 유안타증권 리서치센터, 대한조선

대한조선 수주잔고



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

대한조선 분기별 및 연간 실적 예상

(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출	308	296	274	350	277	326	335	364	1,228	1,302	1,513	1,589
yoy	45.4%	16.8%	-1.5%	5.6%	-10.0%	10.2%	22.2%	4.0%	14.2%	6.0%	16.2%	5.0%
영업이익	70	62	67	95	71	89	91	105	294	356	387	459
yoy	192.5%	84.4%	118.9%	36.3%	2.1%	43.1%	36.0%	10.0%	86.1%	21.0%	8.6%	18.8%
영업이익률	22.7%	21.1%	24.3%	27.2%	25.7%	27.4%	27.1%	28.8%	23.9%	27.3%	25.6%	28.9%

자료: 유안타증권 리서치센터, 대한조선

대한조선 (439260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액	1,075	1,228	1,302	1,513	1,589
매출원가	895	910	919	1,097	1,097
매출총이익	180	318	383	416	492
판매비	22	24	27	29	32
영업이익	158	294	356	387	459
EBITDA	170	306	368	398	471
영업외손익	-2	0	5	8	12
외환관련손익	11	0	0	0	0
이자손익	-16	-2	13	16	20
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	4	2	-8	-8	-8
법인세비용차감전순이익	156	294	361	395	471
법인세비용	-16	79	97	107	127
계속사업순이익	173	215	263	288	344
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	173	215	263	288	344
지배지분순이익	173	215	263	288	344
포괄순이익	170	212	261	285	341
지배지분포괄이익	170	212	261	285	341

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	158	186	243	263	321
당기순이익	173	215	263	288	344
감가상각비	12	12	12	12	12
외환손익	-12	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-11	-54	-45	-50	-47
기타현금흐름	-3	13	13	13	13
투자활동 현금흐름	-5	-247	-29	-67	-30
투자자산	0	-7	-3	-10	-3
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-10	-10	-10	-10
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	-230	-16	-47	-16
재무활동 현금흐름	78	1	-121	-121	-159
단기차입금	144	-324	-5	-5	-5
사채 및 장기차입금	-66	-76	0	0	0
자본	112	400	0	0	0
현금배당	0	0	-116	-116	-154
기타현금흐름	-112	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	14	12	12	-3	12
현금의 증감	246	-49	106	73	145
기초 현금	68	314	265	371	443
기말 현금	314	265	371	443	588
NOPLAT	174	294	356	387	459
FCF	153	176	233	253	311

자료: 유안타증권

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

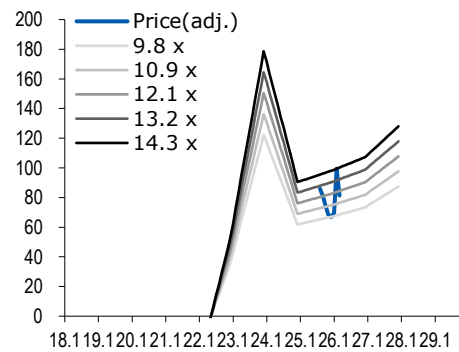
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
유동자산	902	1,041	1,193	1,399	1,591
현금및현금성자산	314	265	371	443	588
매출채권 및 기타채권	29	29	31	36	38
재고자산	33	38	40	47	49
비유동자산	448	452	454	462	464
유형자산	353	351	349	348	346
관계기업 등 자본관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	49	56	60	70	73
자산총계	1,349	1,493	1,647	1,860	2,055
유동부채	832	396	404	445	451
매입채무 및 기타채무	144	132	130	136	132
단기차입금	286	26	21	16	11
유동성장기부채	20	0	0	0	0
비유동부채	64	31	32	35	36
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	896	427	436	480	487
지배지분	453	1,066	1,210	1,380	1,567
자본금	153	193	193	193	193
자본잉여금	48	408	408	408	408
이익잉여금	212	427	575	747	937
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	453	1,066	1,210	1,380	1,567
순차입금	80	-501	-629	-754	-921
총차입금	440	41	36	31	26

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
EPS	12,457	6,312	6,834	7,477	8,925
BPS	14,854	27,657	31,419	35,824	40,678
EBITDAPS	12,291	8,997	9,550	10,343	12,227
SPS	77,586	36,086	33,794	39,277	41,241
DPS	0	0	3,000	3,000	4,000
PER	-	10.5	11.9	10.9	9.1
PBR	-	2.4	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	-	6.7	6.8	6.0	4.7
PSR	-	1.8	2.4	2.1	2.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	31.7	14.2	6.0	16.2	5.0
영업이익 증가율 (%)	340.3	86.1	21.0	8.6	18.8
지배순이익 증가율 (%)	350.6	24.4	22.6	9.4	19.4
매출총이익률 (%)	16.8	25.9	29.4	27.5	31.0
영업이익률 (%)	14.7	23.9	27.3	25.6	28.9
지배순이익률 (%)	16.1	17.5	20.2	19.0	21.6
EBITDA 마진 (%)	15.8	24.9	28.3	26.3	29.6
ROIC	38.4	45.9	53.2	54.9	61.9
ROA	16.0	15.1	16.8	16.4	17.6
ROE	55.3	28.3	23.1	22.2	23.3
부채비율 (%)	197.6	40.1	36.0	34.8	31.1
순차입금/자기자본 (%)	17.6	-47.1	-51.9	-54.6	-58.7
영업이익/금융비용 (배)	7.4	23.0	173.0	215.8	301.1

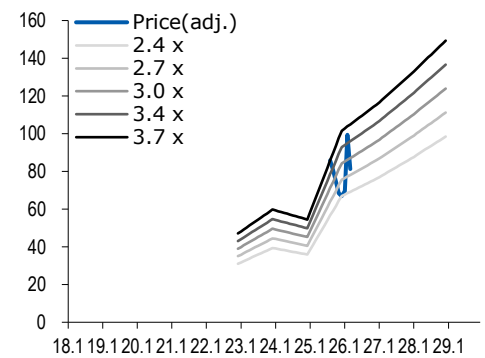
P/E band chart

(천원)

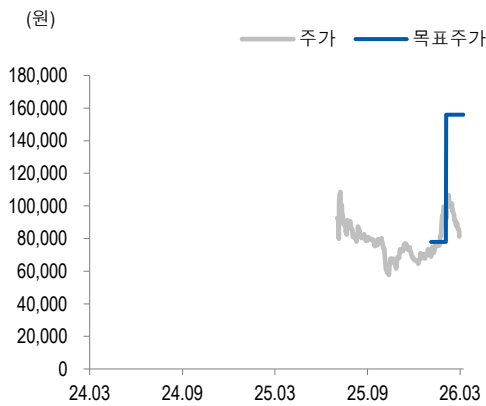


P/B band chart

(천원)



대한조선 (439260) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-03-31	BUY	156,000	1년		
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)	94.8
Hold(중립)	5.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-03-30

※ 해외 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.