

EARNINGS REVIEW

28 Jan. 2026

최광식 조선 · 기계 · 방산 | gs.choie@daolfn.com

이준범 연구원 | junebum34@daolfn.com

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정주가	120,000	100,000	상향

Earnings

Stock Information

현재가 (01/27)	73,500원
예상 주가 상승률	63.3%
시가총액	28,317억원
비중(KOSPI내)	0.07%
발행주식수	38,526천주
52주 최저가/최고가	57,700 - 108,700원
90일 일평균 거래대금	310억원
외국인 지분율	1.5%
주요주주 지분율(%)	
케이에이치아이 (외 16인)	47.7
안다에이치자산운용 (외 1인)	24.9
대한조선우리스자주 (외 1인)	0.2

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	0.0	11.8	10.1
PBR(배)	0.0	2.6	2.1
EV/EBITDA(배)	0.5	7.7	5.8
배당수익률(%)	0.0	1.6	2.4

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	7.0			10.4
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(16.1)			(7.6)

DAOL 다올투자증권

대한조선 (439260)

4Q25 OPM 무려 27%! 2026년은 대체?

Issue

4Q25 OPM 무려 27.2%. 적정주가 상향

Pitch

반복건조의 생산성, 4Q23 수주 탱커의 P 상승으로 4Q25에 OPM 27.2%를 기록. 2023~2024에 중형 탱커 (원화)신조선가는 16~20% 올랐기에, 2024년 물량이 건조되는 2026년 OPM을 27.2%로 4Q25 수준으로 보는 것은 꽤 보수적. 백로그너머 2028 PER 9.2배로 저평가

Rationale

- 손익 30% 이상 변동공시로 확인한 4Q25 동사의 잠정실적은 매출액 3,504억원(YoY +6% QoQ +28%), 영업이익 953억원(+36%, +43%)으로 서프라이즈를 시현. 순이익 690억원(-29%, +5%)으로 법인세 증가 영향
- 영업이익률이 무려 27.2%를 기록했는데, 1) 수에즈막스와 아프리카막스 탱커 반복건조, 2) 신조선가 상승이 반영되었기 때문. 현재 건조의 중심은 4Q23 수주 일감. 당사 선포모텔에서는 연간으로 2023년 '대박 고가물량', 2024년 '초대박 고가물량'으로 구별해서 단순 접근하지만, 2023년 1월부터 12월까지 계속 신조선가는 올랐고, 이러한 효과가 반영되는 것으로 해석
- 2023~2025년 수주일감의 타겟 마진을 올려, 동사의 2026~2028년 이익예상을 상향. 이에 따라 백로그너머 2028년의 EPS를 20% 올리고, 적정PER 15배에 동사의 적정주가를 12만원으로 20% 상향
- 4Q25 OPM 27.2%(2025년 23.9%)를 기록했는데 2026년에 연간 OPM 27.2%(YoY +3.3%p) 예상치를 제시하는 것은 대단히 보수적. 수에즈막스 탱커의 2023~2024 신조선가 상승폭(중양값)이 원화로 +16~+20%에 달하기 때문. 인건비 등 원가 상승요인이 반영되더라도 더 잘 나올 가능성 높음. 향후 분기 실적에서 자주 자주 서프라이즈를 기대
- 최근 신조선가 85백만달러의 수에즈막스탱커가 무려 99백만달러에 리세일 매각되는 등, 탱커 운임과 중고선가 및 리세일 선가가 상승하는 호황. 2028년의 나머지 절반의 일감도 선별수주를 이어가고, 2028년 실적 예상치를 추가 상향할 가능성도 열려 있음

4Q25 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.12(P)	2025.12(E)	vs Chg	2025.12(E)	vs Con	2024.12(A)	YoY	2025.09(A)	QoQ
매출액	350.4	349.4	0.3	331.6	5.7	332.0	5.6	274.0	27.9
영업이익	95.3	80.9	17.8	80.4	18.5	69.9	36.3	66.5	43.3
지배주주순이익	69.0	58.9	17.1	69.0	0.0	97.8	(29.4)	65.8	4.8
OPM	27.2%	23.2%	4.0%p	24.3%	2.9%p	21.1%	6.1%p	24.3%	2.9%p
NIM	19.7%	16.9%	2.8%p	20.8%	-1.1%p	29.5%	-9.8%p	24.0%	-4.3%p

Note: K-IFRS 연결 기준

Source: 다올투자증권

Fig. 1: 대한조선 실적 조정: 2026~2028년 이익 상황

(십억원)

대한조선 연간	변경 후				변경 전				차이(변경 후/변경 전)			
	2025P	2026E	2027E	2028E	2025P	2026E	2027E	2028E	2025P	2026E	2027E	2028E
매출액	1,228	1,284	1,192	1,276	1,227	1,284	1,192	1,240	0%	0%	0%	3%
영업이익	294	350	294	374	280	298	270	307	5%	17%	9%	22%
세전이익	305	363	313	400	290	312	289	334	5%	16%	8%	20%
지배주주순이익	239	279	241	308	229	240	223	257	4%	16%	8%	20%
영업이익률	23.9%	27.2%	24.7%	29.3%	22.8%	23.2%	22.7%	24.8%	1.2%p	4.0%p	2.0%p	4.5%p
순이익률	19.5%	21.8%	20.2%	24.1%	18.7%	18.7%	18.7%	20.7%	0.8%p	3.1%p	1.5%p	3.4%p
분기	4Q25 1Q26 2Q26 3Q26				4Q25 1Q26 2Q26 3Q26				4Q25 1Q26 2Q26 3Q26			
	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26
매출액	350	308	314	295	349	308	314	295	0%	0%	0%	0%
영업이익	95	78	87	81	81	65	75	70	18%	20%	16%	16%
영업외	3	3	3	4	3	3	3	4				
세전이익	99	81	90	85	84	68	78	73	17%	19%	16%	16%
지배주주순이익	69	62	69	65	59	52	60	57	17%	19%	16%	16%
영업이익률	27.2%	25.5%	27.7%	27.6%	23.1%	21.2%	23.8%	23.7%	4.1%p	4.3%p	3.9%p	3.9%p
순이익률	19.7%	20.3%	22.1%	22.1%	16.9%	17.0%	19.1%	19.1%	2.8%p	3.3%p	3.0%p	3.0%p

Source: 다올투자증권

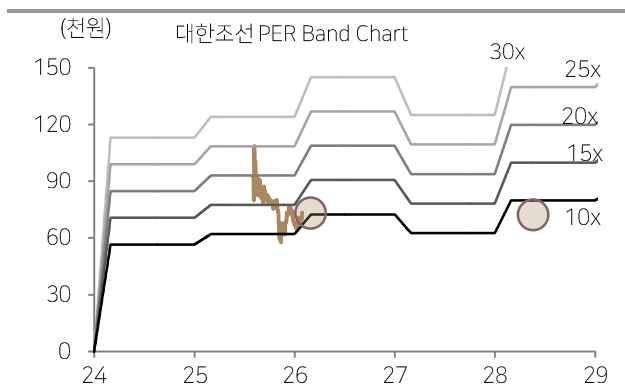
Fig. 2: 백로그너머 2028년 EPS에 적정PER 15배로 적정주가 120,000원 제시

(원, 배수)

PER Valuation	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년
EPS	7,280	5,656	6,206	7,253	6,257	7,995
PER(고)			18.7	9.2		
PER			12.7	9.9	11.7	9.2
PER(저)			9.2	9.0		
적정PER				15	15	적정 15
적정주가의 PER		21.2	19.3	16.5	19.2	15.0
현재PER		13.0	11.8	10.1	11.7	9.2
주당 적정가치				108,790	93,850	119,920
Weight				0%	0%	100%
주당 적정가치 백로그 너머				119,920		
적정주가				120,000		
증가(01월 27일)				73,500		
상승여력				63.3%		

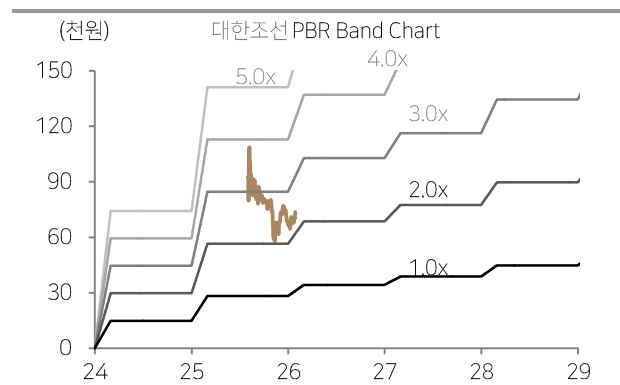
Source: 다올투자증권

Fig. 3: 대한조선 PER: 2028년 PER 9배대



Source: 다올투자증권

Fig. 4: 대한조선 PBR



Source: 다올투자증권

Fig. 5: 대한조선 실적 예상: 2028년을 선별수주로 나머지 절반도 잘 채울 것으로 기대

(십억원)

대한조선	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E	2027E	2028E
가이드스 매출													
잔고에서 확보된 매출										1,205	1,167	1,169	511
매출액	308	296	274	350	308	314	295	366	1,075	1,228	1,284	1,192	1,276
YoY	45%	17%	-2%	6%	0%	6%	8%	4%		14%	5%	-7%	7%
영업이익	69.7	62.5	66.6	95.3	78.4	87.1	81.4	102.7	158.1	294.1	349.6	293.9	373.6
금융/기타영업외	2.8	-9.4	14.2	3.3	2.7	3.1	3.5	3.9	-1.7	10.9	13.3	19.1	26.4
순차입금	-112.5	-149.0	-275.2	-576.3	-623.6	-670.9	-718.1	-765.4	16.2	-576.3	-765.4	-941.4	-1,231.6
이자손익	-1.3	-0.8	0.3	2.1	4.3	4.6	5.0	5.4	-16.0	0.2	19.3	25.0	32.1
외환거래손익	1.3	-8.4	4.3	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	8.1	-3.2	0.1	0.1	0.1
세전사업이익	72.5	53.0	80.8	98.6	81.2	90.2	84.9	106.6	156.4	305.0	362.9	313.0	400.0
지배주주지분 순이익	60.6	43.7	65.8	69.0	62.5	69.5	65.4	82.1	172.7	239.1	279.4	241.0	308.0
영업이익률	22.7%	21.1%	24.3%	27.2%	25.5%	27.7%	27.6%	28.1%	14.7%	23.9%	27.2%	24.7%	29.3%
지배주주순이익률	19.7%	14.8%	24.0%	19.7%	20.3%	22.1%	22.1%	22.4%	16.1%	19.5%	21.8%	20.2%	24.1%

Source: 다올투자증권

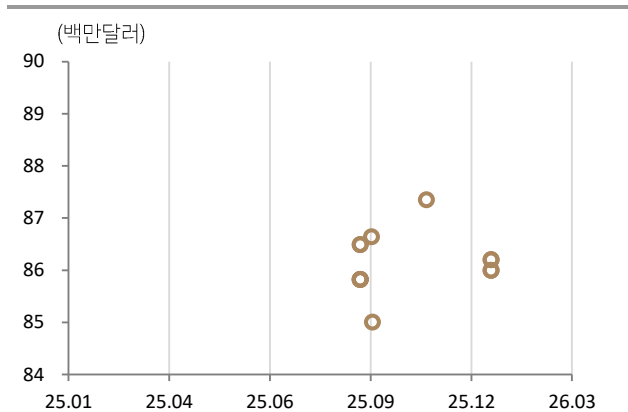
Fig. 6: 대한조선 선평모델: 2026년에 2024년 수주일감 건조 확대로 수익성 개선 기대

(백만달러)

매출(건조) 추정 ↓ 수주년도	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28
2021년	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2022년	187	195	71	66	66	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2023년	2	2	112	224	197	213	204	204	128	0	0	0	0	0	0	0	0
2024년	0	0	0	0	0	0	0	0	45	132	220	220	88	0	0	0	0
2025년	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	87	215	215	144	158	144
2026년 수주	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
선종 비중	189	196	183	290	263	213	204	204	172	132	220	307	303	215	144	158	144
탱커	40	111	183	224	197	213	204	204	172	89	134	221	260	215	87	43	86
서플탱커	0	0	0	0	0	0	0	0	0	43	85	85	43	0	0	0	0
컨테이너선	147	84	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	58	116	58
기타	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
P-MIX 비중																	
고가물량(2022년)	99%	99%	39%	23%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
대박 고가물량(2023년)	1%	1%	61%	77%	75%	100%	100%	100%	74%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
초대박 고가물량(2024년)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	26%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
선종 비중																	
탱커	21%	56%	100%	77%	75%	100%	100%	100%	100%	68%	61%	72%	86%	100%	60%	27%	60%
서플탱커	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	32%	39%	28%	14%	0%	0%	0%	0%
컨테이너선	78%	43%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	40%	73%	40%
기타	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

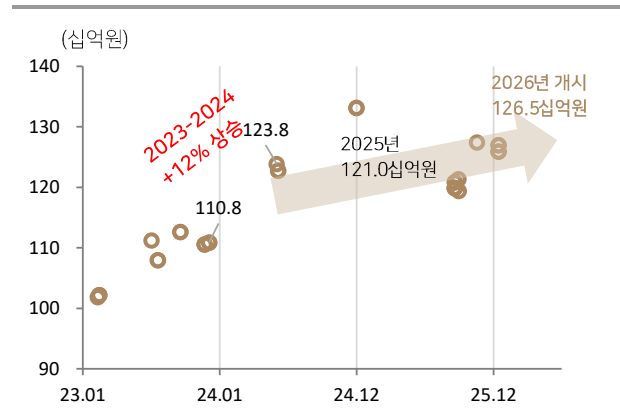
Source: 다올투자증권

Fig. 7: 대한조선의 수주 달러 선거



Source: 다올투자증권

Fig. 8: 대한조선의 전자공시 원화선거: 2023-2024 +12% 나 상승



Source: 다올투자증권

대한조선 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	427.0	901.9	1,229.1	1,461.9	1,621.6
현금성자산	75.6	360.5	536.5	773.9	939.1
매출채권	1.1	29.5	88.7	91.9	90.4
재고자산	39.2	33.3	122.9	112.7	106.3
비유동자산	385.8	447.5	379.9	380.8	381.9
투자자산	23.1	93.0	24.6	25.6	26.6
유형자산	361.1	353.1	354.0	354.2	354.3
무형자산	1.7	1.4	1.3	1.1	1.0
자산총계	812.9	1,349.4	1,608.9	1,842.8	2,003.5
유동부채	468.2	832.1	486.7	486.8	475.1
매입채무	89.5	143.8	137.8	151.5	147.7
유동성이자부채	208.2	390.7	48.3	31.7	20.8
비유동부채	173.1	63.9	34.8	35.4	36.1
비유동이자부채	154.2	49.5	15.6	15.6	15.6
부채총계	641.4	896.0	521.5	522.2	511.2
자본금	52.6	152.6	192.6	192.6	192.6
자본잉여금	35.9	47.9	402.9	402.9	402.9
이익잉여금	39.4	212.0	451.1	684.3	856.0
자본조정	43.6	40.8	40.8	40.8	40.8
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	171.5	453.4	1,087.4	1,320.6	1,492.3
투하자본	458.2	533.1	614.8	594.0	589.5
순차입금	286.8	79.7	(472.6)	(726.6)	(902.7)
ROA	n/a	16.0	16.2	16.2	12.5
ROE	n/a	55.3	31.0	23.2	17.1
ROIC	n/a	23.1	40.2	44.5	38.2

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	816.4	1,075.3	1,228.1	1,283.5	1,192.1
증가율 (Y-Y,%)	적지	31.7	14.2	4.5	(7.1)
영업이익	35.9	158.1	294.1	349.6	293.9
증가율 (Y-Y,%)	적지	340.3	86.1	18.9	(15.9)
EBITDA	47.0	170.4	306.2	363.4	307.7
영업외손익	(7.4)	(1.7)	10.9	13.3	19.1
순이자수익	(12.7)	(9.7)	15.3	19.3	25.0
외화관련손익	(0.2)	10.7	(8.8)	0.1	0.1
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	28.5	156.4	305.0	362.9	313.0
당기순이익	38.3	172.7	239.1	279.4	241.0
지배기업당기순이익	38.3	172.7	239.1	279.4	241.0
증가율 (Y-Y,%)	적지	350.6	38.5	16.9	(13.7)
NOPLAT	26.0	114.6	230.6	269.2	226.3
(+) Dep	11.1	12.3	12.1	13.8	13.8
(-) 운전자본투자	91.4	8.6	154.2	(21.2)	(4.9)
(-) Capex	18.1	5.6	10.4	13.7	13.7
OpFCF	(72.4)	112.7	78.2	290.4	231.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	16.3	3.5
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	113.5	23.0
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	97.8	21.8
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	93.9	11.8
영업이익률(%)	4.4	14.7	23.9	27.2	24.7
EBITDA마진(%)	5.8	15.8	24.9	28.3	25.8
순이익률(%)	4.7	16.1	19.5	21.8	20.2

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금	(110.3)	158.3	200.5	110.2	260.3
당기순이익	38.3	172.7	239.1	279.4	241.0
자산상각비	11.1	12.3	12.1	13.8	13.8
운전자본증감	(139.8)	(10.7)	133.1	21.2	4.9
매출채권감소(증가)	46.6	(28.5)	(59.1)	(3.2)	1.5
재고자산감소(증가)	(9.1)	5.8	(89.7)	10.1	6.5
매입채무증가(감소)	(12.5)	48.5	(4.8)	13.6	(3.8)
투자현금	24.6	(4.7)	(282.4)	(15.5)	(15.6)
단기투자자산감소	43.0	0.1	(271.8)	(0.7)	(0.8)
장기투자증권감소	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(18.1)	(5.6)	(10.4)	(13.7)	(13.7)
유무형자산감소	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)
재무현금	127.0	78.3	291.3	142.0	(80.2)
차입금증가	127.0	78.8	(103.6)	188.2	(10.9)
자본증가	0.0	0.0	400.0	(46.2)	(69.3)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	46.2	69.3
현금 증감	40.5	245.9	204.2	236.7	164.5
총현금흐름(Gross CF)	36.0	178.7	80.0	89.0	255.5
(-) 운전자본증가(감소)	91.4	8.6	154.2	(21.2)	(4.9)
(-) 설비투자	18.1	5.6	10.4	13.7	13.7
(+) 자산매각	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)
Free Cash Flow	(79.2)	163.3	(69.3)	94.7	244.7
(-) 기타투자	0.0	(1.0)	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(79.2)	164.3	(69.3)	94.7	244.7

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	3,640	5,656	6,206	7,253	6,257
BPS	32,580	14,854	28,225	34,278	38,734
DPS	0	0	1,200	1,800	1,900
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	11.8	10.1	11.7
PBR	n/a	n/a	2.6	2.1	1.9
EV/ EBITDA	6.1	0.5	7.7	5.8	6.3
배당수익률	n/a	n/a	1.6	2.4	2.6
PCR	n/a	n/a	35.4	31.8	11.1
PSR	n/a	n/a	2.3	2.2	2.4
재무건전성 (%)					
부채비율	374.0	197.6	48.0	39.5	34.3
Net debt/Equity	167.2	17.6	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	610.5	46.8	n/a	n/a	n/a
유동비율	91.2	108.4	252.5	300.3	341.3
이자보상배율	2.8	16.2	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.9	2.1	0.7	0.2	0.2
자산구조					
투하자본(%)	82.3	54.0	52.3	42.6	37.9
현금+투자자산(%)	17.7	46.0	47.7	57.4	62.1
자본구조					
차입금(%)	67.9	49.3	5.5	3.5	2.4
자기자본(%)	32.1	50.7	94.5	96.5	97.6

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 88.7% HOLD : 11.3% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우

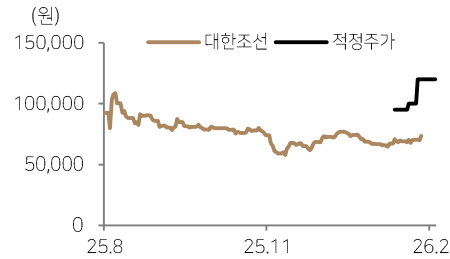
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

대한조선 (439260)



일자	애널리스트	2026.01.12	2026.01.20	2026.01.28
투자의견	변경	BUY	BUY	BUY
적정주가		95,000원	100,000원	120,000원

	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	2026.01.12	95,000원	69,283원	71,000원	-27.1	-25.3
	2026.01.20	100,000원	69,760원	70,400원	-30.2	-29.6
	2026.01.28	120,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 01월 27일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.