

| 조선기자재 |

HD현대마린엔진(071970.KS)

바다를 가로지르는 선박의 심장

2024 Review: 당사는 24E 매출액 3,158억원(YoY+29.2%), 영업이익 332억원(YoY+80.4%)를 기록하며 성장을 가시화했다. 선박엔진 가동률이 40%에 불과함에도 영업이익률은 10%를 상회했다. 끝나지 않은 조선 슈퍼사이클과 엔진 쇼티지의 수혜로 **매출액과 영업이익 상승은 지속될 전망이다**, 캐피탈 물량 확대와 중국 수주 증가로 추가 성장 동력까지 확보한 상태다.

Investment Point 1. Q 성장의 물결, 파도를 일으키다

당사의 HD한국조선해양 편입에 따라 사실상의 Q 증가가 이루어져, **26E 한국 매출액 419억원, 리드타임 감소로 인한 생산량 11% 증가가 전망된다**. 이는 1)HD현대미포항 캐피탈 물량이 지속적으로 증가할 예정이며, 2)HD현대중공업의 엔진 제작 노하우를 이전받아 리드타임이 단축되기 때문이다. 추가 공장 증설로 물리적 CAPA 확장 여력까지 갖추고 있어, **당사는 엔진 시장의 주요 플레이어로 자리매김할 것으로 기대된다**.

Investment Point 2. 파도 타고 중국을 향해

Q 확대와 P 상승을 통해 **26E 중국 매출액 46억원(YoY +75.9%)**을 달성할 전망이다. 중국 내 엔진 쇼티지로 당사의 **중소형 선박 엔진 수주(Q)**는 매년 증가 중이다. 이는 1)엔진 리드타임 증가와, 2)경쟁사의 오버캐파 상태, 3)친환경 엔진 확대에 의해 가속화 되고 있다. **엔진 판가(P)** 역시 1)신조선가 상승과, 2)납기 프리미엄 부각으로 상승세다.

Investment Point 3. 바닷길 숨은 주역, 엔진부품

25E 당사의 엔진 부품 매출액 418억원(YoY +75.9%)을 전망한다. 터보차저 부문은 1) 국산화 전환, 2) LNG 추진선 수요 확대, 3) 기술 경쟁력을 기반으로 매출 확대가 전망된다. **크랭크샤프트** 부문은 과점 구조 속에서 계열사 내 공급 확대와 외부 수요 확대에 따른 안정적인 성장이 전망된다. **A/S** 부문은 장착 선박 수 증가 → AM 수요 확대 → 고정 고객 기반 매출 확보의 선순환 구조 형성이 기대된다.

PBR Valuation

당사의 Valuation은 **Implied PBR 기법**을 사용하였다. 1) 친환경 엔진 중심으로 높은 수주레벨과, 미래 기대이익을 마련한 점, 2) **고가 수주물량 26E 인식으로 이익성장 본격화가 전망되는 점**에서 기인한다. 엔진 산업의 특성을 고려하여, 현재 수주물량의 인식이 예상되는 26E BPS 11,921원에, PBR 3.62x 적용하였다. HD현대마린엔진, **목표주가 42,700원, Upside Potential 57.0%** 제시한다.

Investment Fundamentals

FYE Dec	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액	2,444	3,158	3,435	6,132	9,010
영업이익	184	332	377	706	1,215
순이익	316	758	329	599	1,073
EPS	1,108	2,458	970	1,766	3,163
PER	10.56	10.78	22.12	26.48	28.74
PBR	1.48	2.91	2.11	3.92	6.04
OPM	7	10.5	11	11.5	13.5
ROE	15.16	28	10	16	23

(단위:억원, 배.%)

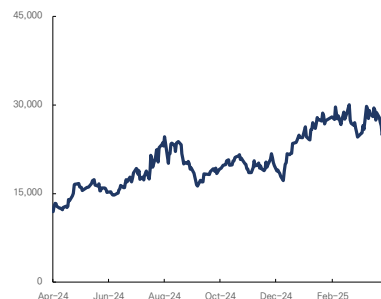
투자 의견 BUY
목표주가 42,700원
현재주가(04.01) 27,250원
상승여력 57%

Stock Data

KOSPI(4/1)	2521
KOSDAQ	691
시가총액	8,667억원
발행주식수(주)	33,921,495주
52주 최고/최저(원)	30,950/11,320
외국인지분율(%)	10.60%
주요주주(%)	에이치디한국조선해양 35.09%

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
	4%	39%	122%

Stock Price



Research Team 5

팀장	39기 채하진	hajin1233@naver.com
	39기 김혜림	hyelim6900@naver.com
	39기 이영서	lys03@cau.ac.kr
	40기 성시형	tlgud1214@naver.com
	40기 심희범	hb981224@naver.com
	40기 이정민	llee153@daum.net

CONTENTS

I. 기업분석	1
II. 산업분석	2
조선: 더 크게, 더 길게	2
엔진: 바닷길을 열다	6
Top Pick:HD현대마린엔진(071970.KS)	9
III. Investment Point	10
Investment Point 1: Q 성장의 물결, 파도를 일으키다	10
1)미포항 수주 → Q 증가	10
2)리드타임 감소 → Q 증가	12
Investment Point 2: 파도타고 중국을 향해	13
1)중국發 Q모멘텀	13
2)중국은 명품 VIP 라운지	14
3)친환경 엔진, 중국도 이제는 필수다	15
Investment Point 3: 바닷길 숨은 주역, 엔진부품	17
1)터보차저	17
2)크랭크샤프트	19
3)A/S	20
IV. 매출추정	22
V. 비용추정	25
VI. Valuation	26

1. 기업분석

기업개요

동사는 디젤엔진 및 이중연료엔진이 주를 이루고 있는 선박엔진과 선박엔진의 핵심부품인 크랭크샤프트와 터보차저의 자체생산 및 A/S를 제공하는 선박엔진 및 엔진부품 생산 기업이다.

① **선박 엔진:** 24년 매출액은 **2400억원(YoY +31%)**이며, 매출의 **76%**를 차지한다. 동사는 디젤엔진, LNG D/F, LPG D/F 생산을 통해 선박용 저속엔진 시장을 선도하고 있으며, MAN Energy Solutions사와의 기술제휴를 통해 우수한 품질의 선박용 디젤엔진 및 가스엔진을 전세계 메이저 조선소에 공급하고 있다.

② **엔진 부품:** 24년 매출액은 **676억원(YoY +12%)**이며, 매출의 **22%**를 차지한다. 선박의 핵심 부품인 터보차저, 크랭크샤프트를 자체 생산하고, 추가적으로 기타 부품 및 A/S를 제공하고 있다. 특히 크랭크 샤프트의 경우, 국내에서 과점 형태로 공급하고 있다.

동사는 고객의 요구에 맞춰 엔진을 설계하고 건조 및 인도한다. 선박 건조는 일반적으로 18~24개월이 걸리기에 수주잔고와 매출 인식 시점이 상이하며, 제작이 끝나고 선박업체에게 제품을 인도하는 날을 기준으로 매출을 인식한다.

▶ CHECK POINT. 선박 엔진 가격 결정 과정

동사의 선박 엔진 가격 구조는 **[엔진가격=선박가격*10%]**이다.

일반적으로 조선소에서 선박을 수주한 후 **약 3개월이 지나면 엔진 공급계약이 체결**되며, 선박 납품 일정보다 **약 6개월 전에 엔진의 납품이 이루어진다**. 즉, 엔진의 가격은 조선사 납품 시점의 신조선가를 반영하게 된다. 따라서 **현재는 2년 전의 신조선가를 기반으로 엔진 가격이 결정**되고, **선박 가격에 대한 후행적 영향**을 받는 구조이다.

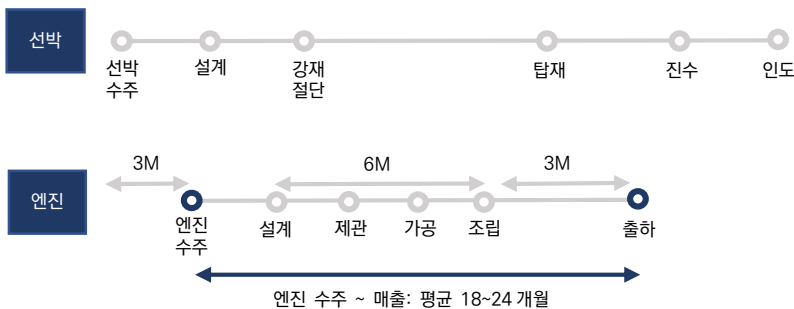
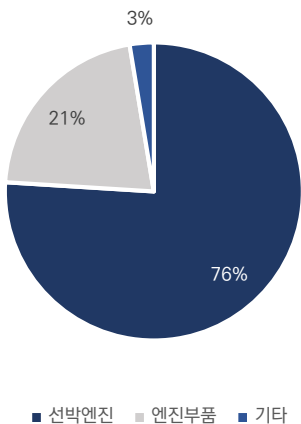
선박 엔진 76%
엔진 부품 22%

선박 엔진 가격
= 선박 가격*10%

2024년 사업부문별 매출 비중

(단위: %)

선박제작 및 엔진 탑재 프로세스



2. 산업분석

선박의 심장이라 불리는 엔진은 선박에 필수적인 핵심 기자재로, 선종과 관계없이 모든 선박에 장착된다. 이에 따라 선박 발주 사이클과 밀접한 상관관계를 형성하며, 조선업의 업황 변화에 직접적인 영향을 받는다. 만약 조선업 상승 사이클이 지속될 것이라는 확신이 있다면, 선박 엔진 업체에 대한 투자는 선택이 아닌 필수다. 엔진 시장을 면밀히 분석하기에 앞서, 우선 조선업의 현재 상황을 간략히 점검해 보자.

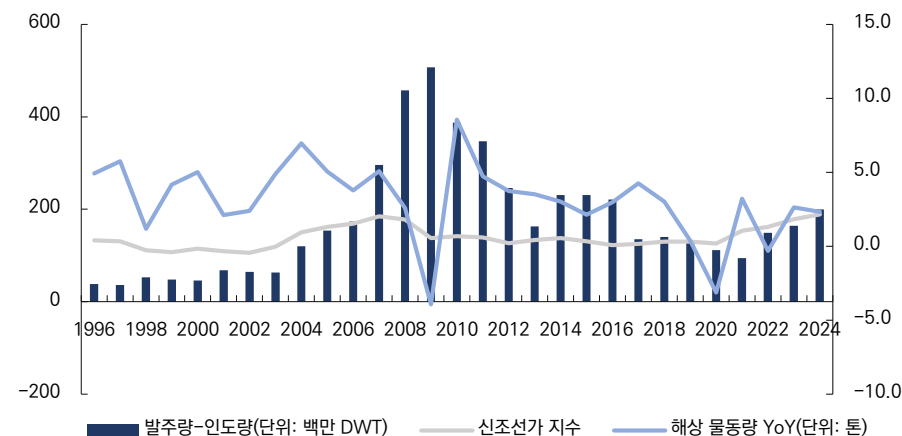
1. 조선: 더 크게, 더 길게

현재 조선업은 이전에 경험하지 못한 상승과 함정 발주가 동시에 맞물리는 상승사이클을 맞이하고 있다. 2021년 신조선시장의 호황이 시작되었고, 2024년부터 조선사들은 2022년 수주한 고가 선박 물량의 매출 인식이 시작되며 흑자 전환에 성공했다.

조선업 사이클은 크게 제1구간(73년~80년) ⇒ 제2구간(01년~08년) ⇒ 제3구간(21년~현재)으로 나눌 수 있다. 각 구간들은 과거와 비슷한 흐름을 보이지만, 근본적인 성장 동력은 다소 차별화된다. 1구간은 전후 경기회복과 원유 수요 증가에 따른 탱커선 발주가 사이클을 견인하였다. 2구간은 중국으로 흡수되는 화물 물동량 증가와 경기수요에 따른 결과이다.

현재의 3구간을 이끄는 주된 동력은 1) 환경 규제 강화 및 친환경 에너지 전환에 따른 LNG선 및 D/F엔진 탑재 선박 발주 확대, 2) 노후 선대 교체 사이클로 인한 신조 발주 증가, 3) 미국 함정 사업 확대 및 글로벌 다수의 수상함-잠수함 프로젝트 수주 기대감이 현실화 가능성이 높아지고 있다는 점이다.

조선업 사이클 분석



출처: Clarkson, RFS Team 5

▶ IMO 환경 규제

IMO의 환경 규제에 의해, 조선사들과 선박엔진사들은 친환경으로의 전환이 가속화되고 있다. IMO는 UN 산하의 국제해사기구로, 기후변화에 대응하기 위해 선박에서 배출되는 온실가스 감축을 위한 중장기적인 로드맵을 구체화하고 있다.

대표 규제로는 CII(Carbon Intensity Indicator)가 있으며, 실제 탄소배출량 측정을 통해 선박 별로 등급(A to E)을 부여한다. A to C의 등급을 부여 받았더라도, 매년 온실가스 감축 목표가 상향되기 때문에 우수 등급유지 또

IMO 온실가스 감축 목표
~30년 30% ~40년 80% ~50년 100%

A~C or 2연속 D: 운항 가능
3연속 D or E: SEEMP 제출 or 폐선

한 어려워지고 있다. 더불어 오는 4월 '제 83차 해양환경보호위원회(MEPC 83)'에서 탄소세(1톤당 18달러 ~150달러 예상)가 추가로 도입될 예정인만큼, 더욱 높아지는 강도의 규제와 불이익을 피하기 위해 A to C 등급을 매우 안정적으로 유지하는 것이 중요하다. 이를 위해 ①선속을 감속하는 단기 조치와, ②신조선 발주 혹은 친환경 엔진으로 교체하는 장기 조치가 동시에 이뤄지고 있다.

IMO 대표 규제

구분	기술적 규제(EEDI)	기술적 규제(EEXI)	운행상 규제(CII)
산출방식	단위 톤 마일 이동시 배출되는 탄소배출량을 이론적으로 계산한 값	단위 톤 마일 이동시 배출되는 탄소배출량을 이론적으로 계산한 값	IMO DCS 를 통해 측정된 연료 소모량을 토대로 실제 탄소배출량 측정하여 등급 산정
규제내용	Phase1. 08 년 대비 탄소배출량 10% 저감	EEDI Phase 2 가 적용되는 선박에 동일	매년 A to E Rating 부여
	Phase2. 08 년 대비 탄소배출량 20% 저감	Phase2. 08 년 대비 탄소배출량 20% 저감	A, B 등급 선박에 항만당국 인센티브 부여
	Phase3. 08 년 대비 탄소배출량 30% 저감	Phase3. 08 년 대비 탄소배출량 30% 저감	E 등급 혹은 3 년 연속 D 등급을 받을 시 (1)Corrective Action Plan 제출 or (2)폐선

출처: IMO, RFS Team 5

글로벌 선박별 25E D to E 등급 비중

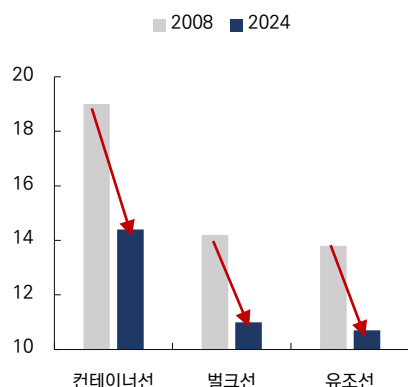
PCCs 69.3%, LNGC 42.9%, 유조선 34.5%, 벌크선 32.2%, VLGC 14.2% 컨테이너선 11.2%

탱커선, 벌크선 위주의
친환경 선박 발주 예상

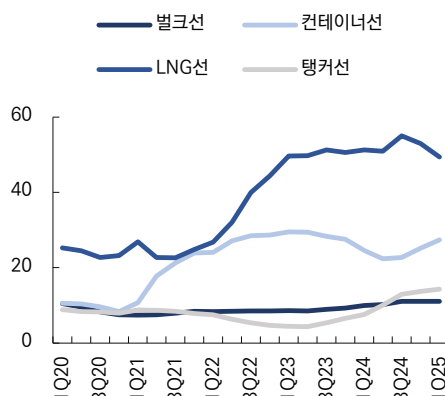
①단기 조치: 글로벌 선종들의 평균 선속은 08년에서 24년까지 약 15~30% 감속되었다. 하지만 이는 엔진 부담 가중과 해운 물류 지연을 야기한다. 따라서 선속을 감소시키는 방식은 임시방편에 불과하며, 탄소배출을 효과적으로 절감할 다른 대안이 요구된다.

②장기 조치: 위와 같은 필요성을 인지한 조선업계는 신조 발주를 장기적인 대응책으로 사용 중이다. 특히 친환경 비중이 가장 낮은 벌크선과 탱커선을 중심으로 신조발주가 이뤄질 것으로 판단된다. 실제로 기존 LNG 운반선과 컨테이너선의 경우 신조 발주 비중이 높기 때문에, 앞으로 탱커선과 벌크선의 신조 발주 비중이 점차 증가될 것으로 기대된다.

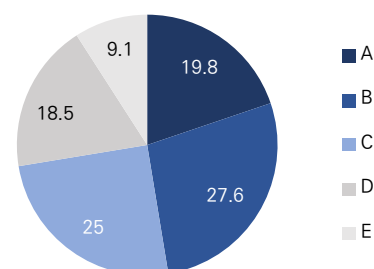
08년, 24년 선종별 평균 선속 비교 (단위: 노트) 글로벌 선종별 발주량 비중 추이 (단위: %) CII 등급별 글로벌 중고 선박 매매 비중 (단위: %)



출처: Clarkson's, RFS Team 5



출처: Clarkson's, RFS Team 5



출처: 해운수산부, 한국선급, RFS Team 5

▶ LNG 프로젝트

LNG 프로젝트는 완전한 신재생에너지로 전환하기 전, 탄소 배출 감축을 목적으로 LNG를 활용하는 프로젝트를 말한다. 현재 기본설계(FEED) 단계에 있는 LNG 프로젝트만으로 연간 261.6백만톤의 LNG 생산이 예정되어 있으며, 이를 운반하기 위해 총 415척의 LNG 운반선이 필요하다. 실제로 LNG선 발주는 2021년 전년 대비 42.7% 증가했으며, 2022년에는 149.9% 급증하는 등 가파른 성장세를 보였다. 이러한 흐름은 LNG 프로젝트뿐만

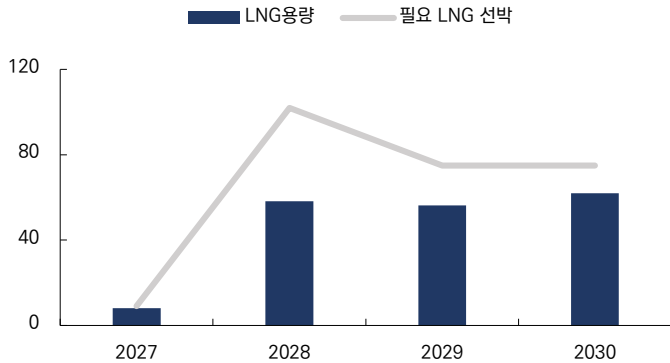
아니라 글로벌 친환경 정책에 따른 수요 증가로 인해 앞으로도 지속될 것으로 전망한다.

LNG 수출용량 및 요구 LNG선박 수 추이

(단위: 백만톤척)

FEED 단계에 있는 LNG 프로젝트

(단위: 백만톤척)



출처: Clarkson, RFS Team 5

국가	LNG 수출용량	상태	요구 선박 추정치
미국	159.8	FEED	314
아르헨티나	5	FEED	5
파푸아뉴기니	8.3	FEED	8
캐나다	22.5	FEED	22
호주	2	FEED	2
멕시코	7.8	FEED	32
모잠비크	7.6	FEED	10
오만	3.8	FEED	4
러시아	23.4	FEED	10
이스라엘	4.5	FEED	3
나이지리아	3	FEED	5
합	261.6	-	415

출처: Clarkson, RFS Team 5

▶ 노후선대 교체 사이클 도래

15년 이상 노후 선박 비중은 36.7%,
20년 이상 노후 선박의 비중은 11.1%

→ 역대 최고 수준

노후선 대비 수주잔고 ↓
친환경 선박 보급률 저조

→ 노후선 교체 수요 ↑

노후선 교체 수요가 본격적으로 시동을 걸고 있다. 2025년 2월 기준, 전 세계 운항 선대 중 15년 이상 된 노후 선박의 비중은 36.7%, 20년 이상 된 노후 선박의 비중은 11.1%로 역대 최고 수준을 기록했다. 선종별로 노후 선박 대비 수주잔고 비중을 살펴보면, 탱커선이 33.1%, 벌크선이 55.8%로 아주 낮은 수준이다. 이는 현재 확보된 수주잔고만으로는 노후 선박 대체가 충분하지 않음을 시사한다. 반면, 컨테이너선은 80%로 상대적으로 높은 편이다. 컨테이너선을 중심으로 이루어진 선박 교체에도 불구하고, 친환경 선박 보급률은 여전히 낮다. 2025년 2월 기준, 글로벌 선대 중 대체연료 추진 선박 비중은 11.6%에 불과하며, 현재 수주 잔고에 있는 선박이 모두 인도 된다고 가정해도, 글로벌 선대 내 친환경 선박 비중은 약 13%에 그친다. 이는 전체 선대의 87%가 여전히 교체 수요로 남아 있음을 의미한다.

특히, 노후 선대 중 친환경 연료 추진 선박의 비중이 극히 낮아 IMO 환경 규제를 충족하기 위한 선박 교체 수요가 지속적으로 증가할 전망이다. 이에 따라 기존 25~30년 주기의 선대 교체 사이클이 앞당겨질 가능성이 높으며, 지속적인 선박 발주가 이어질 요인은 충분하다.

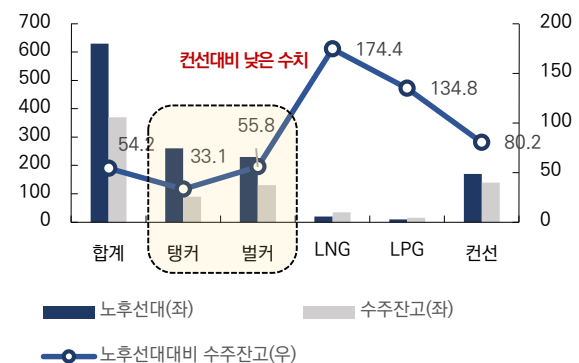
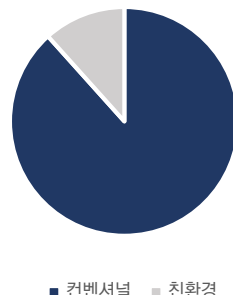
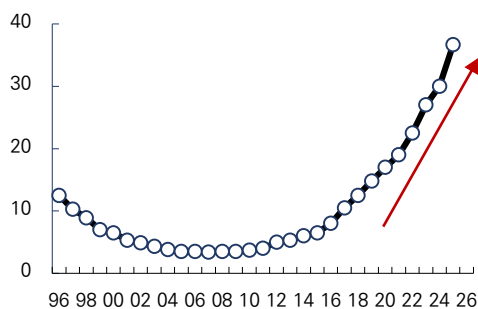
글로벌 노후선대 비중 추이(15년 이상)

(단위:척)

글로벌 선대 중 대체연료 선박 비중

(단위:%)

글로벌 선종별 노후선대 대비 수주잔고 비중 비교



출처: Clarkson, RFS Team 5

출처: Clarkson, RFS Team 5

출처: Clarkson, RFS Team 5

▶ 늘어나는 글로벌 함정·수상함·잠수함

미국 함정 예산 확대 및 글로벌 수상함·잠수함 프로젝트 본격화에 따라 특수선 중심의 신조 발주가 중장기적으로 증가할 가능성이 높다.

미국 함정 예산 확대

미국은 해군력 강화를 위해 전투함정 조달 예산을 지속적으로 확대하고 있으며, 2024년 기준 전투함정 건조 예산은 320억 달러(약 43조 원)로 전년 대비 4.6% 증가했다. Columbia급 전략잠수함, 차세대 공격잠수함(SSN-X), FFG(X) 차세대 호위함 등 대형 프로그램이 동시다발적으로 추진되며, **향후 함정 신조 발주 규모는 구조적으로 확대될 전망이다**. 특히 미국 의회가 추진 중인 **해군 준비태세 보장법(Navy Readiness Act)**은 자국 조선소의 건조능력 한계를 고려해, 우방국 조선소를 활용한 함정 생산을 가능하게 하는 내용을 담고 있다. 해당 법안이 통과될 경우 한국 조선사들은 미국 해군으로부터의 직접 수주 가능성이 열릴 수 있으며, 이는 **상선에 이어 특수선 분야에서도 대형 발주가 발생할 수 있는 기반 요인**이 된다.

글로벌 수상함·잠수함
프로젝트 확대

글로벌 수상함·잠수함 프로젝트도 동시다발적으로 가시화되고 있다. 유럽, 호주, 인도, 사우디아라비아 등 주요국들이 함대 현대화 및 해양안보 강화를 위해 다수의 신형 전투함과 잠수함 건조 계획을 추진 중이며, **세계적인 지정학 리스크 확대에 따라 특수선 중심의 신규 발주 수요는 지속적으로 증가할 가능성이 높다.**

과거: 상선 발주 의존
↓
현재: 상선+특수선 동시 발주
↓
미래: 수익성 중심 다변화
(특수선 단가·납기 우위)

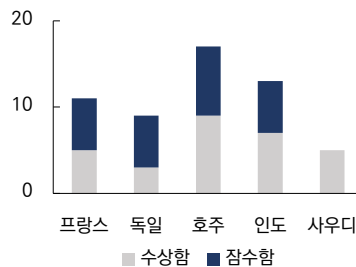
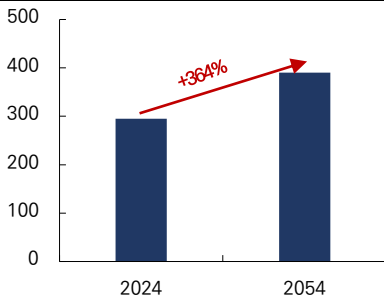
글로벌 주요국의 함정 건조 수요 확대는 국내 조선사에 특수선 분야의 신조 수주 기회를 확대시킬 수 있으며, 이는 기존 상선 중심 발주 구조에서 벗어나 **‘상선+특수선’의 이중 수요 기반이 형성되는** 새로운 사이클로 해석 가능하다. 특히 특수선은 납기 기간이 짧고 단가가 높아 조선소의 수익성 개선에도 긍정적 요인으로 작용할 것으로 판단된다

미 해군 2025 건조계획

(단위: 척)

국가별 수상함, 잠수함 발주 현황

해군 준비태세 보장법(Navy Readiness Act)



주요 취지	미국 내 조선소의 생산 능력 부족 상황에서, 해군 전력 유지를 위한 건조 역량 확보
핵심 내용	우방국 조선소(한국, 일본, 호주 등)에 전투함 건조를 외주 위탁할 수 있도록 허용
적용 대상	미국 해군의 일부 지원함 및 전투함 (LCS, FFG급, 보급함 등)
국내 조선소 영향	기술력 확보한 국내 조선소에 미국 해군 발주 수주 기회 열릴 가능성

출처: CBO, RFS Team 5

출처: 언론종합, RFS Team 5

출처: 언론종합, RFS Team 5

2. 엔진: 바닷길을 열다

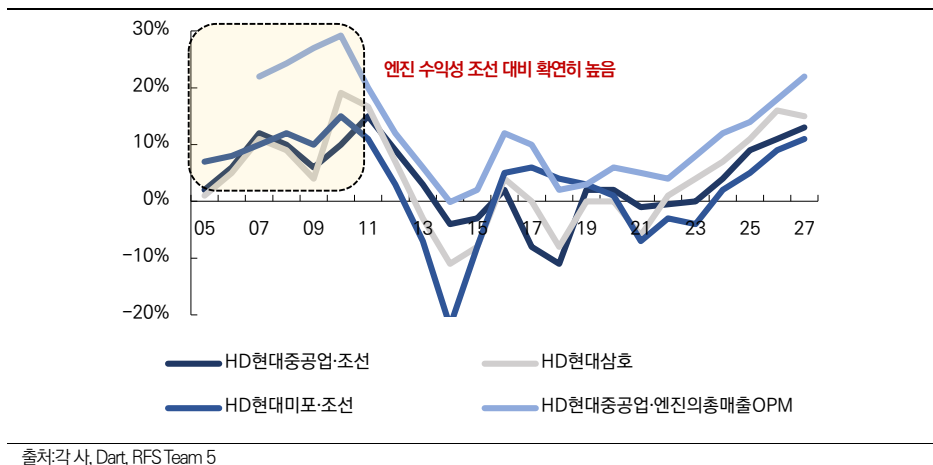
조선업의 거시적 흐름을 종합하면, 투자 기회는 **엔진 공급업체에 집중될** 가능성이 크다. 조선업의 부흥은 **상방이 열린 P의 상승이 주도했지만, 제한된 Q가 성장의 걸림돌이었다**. 반면, 엔진 업계는 조선업과 달리 **P와 Q의 동반 상승을 누릴 수 있는 구조적 사이클에 진입하고 있다**. 이에 따라, 조선과는 다른 방식으로 움직이는 엔진의 P와 Q를 살펴볼 필요가 있다.

P: 엔진 가격은 일반적으로 전체 선박 가격의 약 10%를 차지한다. 이에 따라 엔진 가격은 조선사 납품 시점의 신조선가를 반영하게 되며, **엔진사가 수주를 받은 이후 신조선가가 상승할 경우 엔진 ASP도 개선된다**. 이처럼 신조선가 지수와 엔진 가격은 높은 상관관계를 가진다. 현 시점에서 **달러 기준 신조선가는 소폭 하락세**를 보이고 있다.

그러나 **엔진 가격은 오히려 상승 중**이다. **엔진 쇼티지가 지속되기** 때문이다. 즉, 일반적으로 신조선가와 엔진 가격은 밀접하게 연동되지만, 현재 조선사의 ASP는 정체된 반면, 엔진 ASP는 상승세를 나타내고 있다. **엔진 사업이 조선업보다 더욱 매력적인 이유는 바로 여기에 있다. ①엔진 공급 부족으로 인한 가격 상승이 가능하며, ②신조선가 하락의 영향을 상대적으로 덜 받을 수 있기** 때문이다.

Q: 국내 조선사들은 **토지 부족과 인력 제한 등의 구조적 요인으로 인해 새로운 도크 신설이 사실상 불가능한 상황**이다. 이에 따라 조선업체들은 **한정된 Q 내에서 선가 상승의 수혜를 받아온 구조**다. 반면, **엔진사의 경우 Q 확대가 가능하며, 이에 따른 추가적인 수혜가 기대된다**.

과거 호황기, 조선보다 수익성이 높았던 엔진 부문



► Why 엔진 쇼티지?

1) CAPA가 있었는데, 없어요.

2008년 금융위기 이후 2010년까지 전 세계 선박 발주량이 전년 대비 165%가 증가하면서, 조선업과 선박 **엔진 산업 모두 호황을 맞이했다**. 그러나 2011년 이후 글로벌 경제성장률 둔화 → 해상 물동량 감소 → **선박 공급 증가율 둔화가** 이어지면서, **벨류체인**의 하단에 위치한 **선박 엔진 업계가 불황에 접어들었다**.

조선업 불황 → 엔진 CAPA 축소

국내 선박 엔진사들은 신조 시장의 침체로 건조량이 줄어들자, **2012년 대비 2024년 CAPA를 30~50% 축소**했다. 국내 주요 선박 엔진사인 동사와 한화엔진의 2013년 생산 실적은 2012년 대비 약 40% 감소했다. 실적 악화와 함께 시설 유지비를 절감시키기 위해 **국내 엔진사들은 CAPA 축소에 나설 수 밖에 없었다.**

조선업 호황 → 엔진 CAPA 확대

그러나 조선업이 다시 상승 사이클에 진입하면서 선박 발주량이 증가했고, 이에 따라 **높아진 선박 엔진 수요를 충족하기 위해 국내 엔진사들은 생산능력을 확대하기 시작했다.** 실제로 한화엔진은 2026년 9월까지 802억원의 신규 시설 투자 계획을 발표했으며, HD한국조선해양은 HD현대중공업의 중형 엔진 CAPA를 대형 엔진 생산에 활용하기 위해 동사를 인수하는 전략을 선택했다.

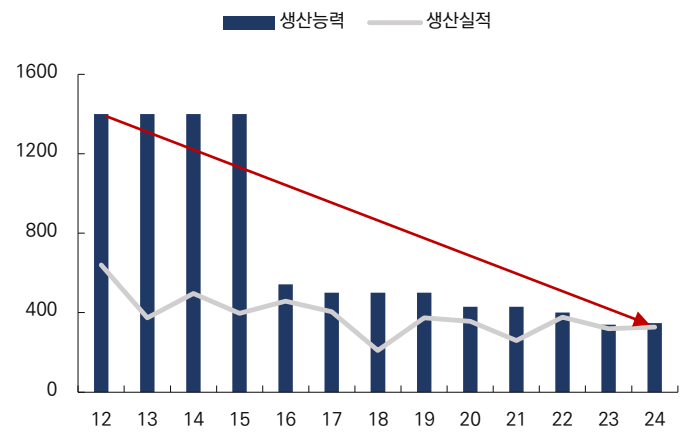
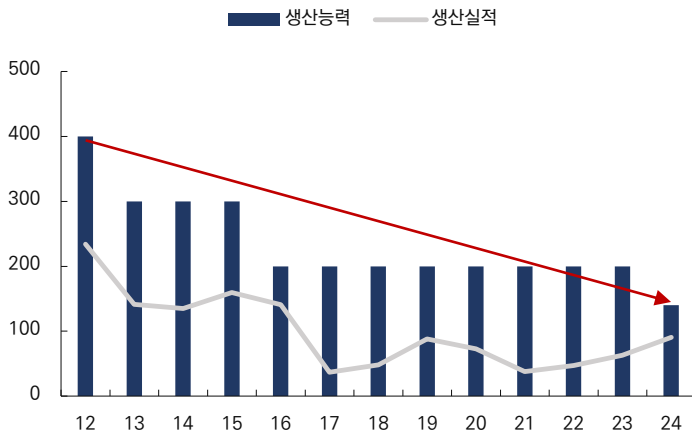
한화오션: 802억원 신규 시설 투자
HD한국조선해양: 동사 인수

HD현대마린엔진 생산능력 및 생산실적 추이

(단위: 만 마력)

한화엔진 생산능력 및 생산실적 추이

(단위: 만 마력)



출처: 전자공시, RFS Team 5

출처: 전자공시, RFS Team 5

2) 中-선박, 한국 도움이 필요해

[무기 없는 전쟁은 불가하다]

이러한 Q증가 흐름 속에서, **단연 눈에 띄는 건 중국의 질주다.** 대체로 저가 선박 및 단순 구조물 위주의 생산에 집중하는 중국 조선사들의 공격적인 ①건조 CAPA확대와, ②수주량 증가는 **‘엔진 쇼티지’를 심화**시키고 있다. ①24년 중국 민영 조선사들은 도크 증설을 결정하고 단납기 컨테이너선 수요를 선점하며 글로벌 발주를 대거 가져갔다. 그러나 **도크만 늘었을 뿐 엔진 생산 능력은 확대되지 않아 병목이 발생**하고 있다. 더불어 ②중국의 선박 수주량은 23년부터 꾸준히 상승하다 24년 하반기 급등(YoY+32%)하여, 현재 28~29년 인도예정물량까지 수주잔고가 대부분 차 있는 상황이다. 하지만 **외부 협력업체와의 체계적인 벨류체인 없이 수주가 진행된 만큼, 핵심기자재와 협력업체 확보에 분주해질 수밖에 없다.** 특히 **필수 기자재인 선박용 엔진**에 대한 수입의존도는 더욱 높아지고 있으며, 내년에도 선박 시황이 건조세를 유지할 가능성이 커짐에 따라 선박엔진 기업들의 수혜는 지속될 것으로 전망된다.

[중국 조선소의 해결책, K-엔진]

이러한 문제 해결할 대안으로 **‘한국산 엔진 수입’**이 주목받고 있다. 한국산 엔진은 ①친환경 엔진의 기술력과 ②품질 신뢰도에서의 우위를 바탕으로 중국 내 점유율을 확대하고 있다. 실제 중국의 한국산 선박엔진 수입액은 23년 5.81억 달러(YoY+95%)→24년 1~3분기 5.95억 달러(YoY+55%)로 급증하며, 단 3분기 만에 전년도 총 액을 초과했다. ①한국산 엔진의 고효율·고출력 기술과, 특히 **이중연료, 암모니아·수소 기반의**

건조량과 수주량 증대에
못 따라가는 엔진 생산 능력
→ 수급 불균형 ↑

오랜 운용 실적과 레퍼런스 기반의 신뢰

고출력·고효율 & 친환경 특화
엔진 기술 확보

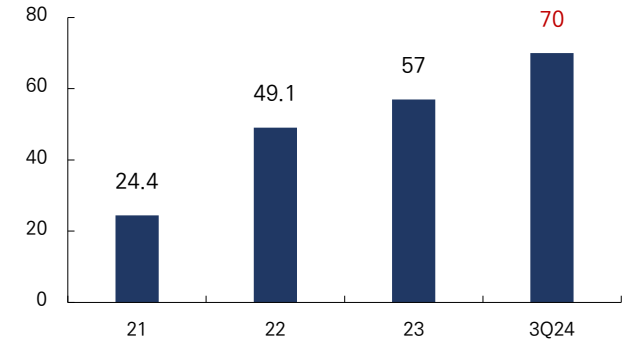
친환경 연료 엔진에서의 세계적인 경쟁력 때문이다. 이는 24년 친환경 선박 오더의 **70% 이상**을 수주한 중국 조선소들의 니즈에 정확히 부합한다. 한화엔진은 25년 3월, 작년 총 수주액의 45%에 해당하는 0.85조 원 규모의 단일 계약을 중국 조선소와 체결했다. 이는 중국 내에서 확보가 어려운 엔진에 대한 선점 계약으로 해석되며, 향후 국내 엔진업체들의 후속 수주도 기대된다. 또한 ②한국산 엔진에 대한 **발주사(선주)들의 강력한 수요**가 존재한다. 선박엔진은 일반적으로 조선소가 아닌 선주가 직접 선택하는 구조로, **글로벌 50% 이상**의 점유율로 납품 실적과 운용 신뢰도가 검증된 한국산 엔진에 대한 선호는 더욱 높아지고 있다. 고장 시 교체·수리가 어렵고 손해가 막대한 만큼, 선주 입장에서는 리스크를 줄일 수 있는 안정적인 선택이 필요하기 때문이다. 이처럼 선주들의 강한 선호는 한국산 엔진 수출을 더욱 더 가속화시킬 전망이다.

중국 선박용 엔진 수입금액 국별 순위

순위	국가	2023 년 1~12 월		2024 년 1~9 월	
		수입금액	전년 대비 수입증감률	수입금액	전년 동기비 수입 증감률
	총계	905	60.4	846	35.4
1	한국	581	95	595	55.7
2	일본	142	2.3	110	10
3	독일	81	122	47	22.2

출처 : Clarksons, RFS Team 5

중국 수주 선박 중 친환경 대체연료 선박 비율



출처 : Clarksons, RFS Team 5

3) D/F엔진, 쇼티지의 주범

D/F엔진의 리드타임이 긴 이유

- 1) 복잡한 기술요인
- 2) 시운전

D/F 엔진의 리드타임은 디젤 엔진보다 길다. 이는 ①기술적 복잡성과 ②시운전 과정에서의 병목현상 때문이다. 가공과 조립의 과정은 비슷하지만, D/F 엔진은 친환경 연료와 디젤 연료를 모두 사용할 수 있어야 하므로, 기존 디젤 엔진보다 더 많은 부품과 복잡한 제어 시스템이 필요하다. 이러한 설계 차이로 인해 **제조 공정 자체가 더 길어질 수밖에 없다**.

리드타임이 길어지는 또 다른 중요한 이유는 **시운전 과정에서의 병목현상**이다. 디젤 엔진은 하나의 연료만 테스트하면 되지만, D/F 엔진은 천연가스와 디젤 두 가지 연료를 모두 시운전해야 한다. 이에 따라 **기존 3개월 걸리던 시운전이 5~6개월까지 늘어나게 된다**. 특히 2024년에는 시운전동의 CAPA가 부족해 병목현상이 심화되었고, 대기 시간이 길어지면서 리드타임이 더욱 지연되는 상황이다.

이러한 리드타임 증가로 인해 동기간 제작되는 Q가 감소하는 **형국**이다. 현재 LNG와 LPG D/F 엔진의 시운전 설비를 갖춘 상태이며, 메탄올 D/F 엔진 시운전 준비도 진행 중이다. 그러나 향후 암모니아 D/F 엔진까지 상용화될 경우, 추가 시운전 라인에 투자가 없다면 **Q감소는 더욱 급격하게 진행될 것**이며, 이는 결국 엔진 쇼티지를 유발한다.

기존 디젤엔진	
설계	6개월
제관	
가공	
조립	3개월
시운전	
출하	

D/F 엔진	
설계	6개월
제관	
가공	
조립	5~6개월
시운전	
출하	

Top Pick: HD 현대마린엔진(071970.KS)

현재 글로벌 해운업의 패러다임은 친환경 규제 강화와 노후 선박 교체로 인한 선박 발주 증가와, 미국 함정 사업 확대 및 글로벌 수상함·잠수함 프로젝트들이 이끌고 있으며, 이에 따라 조선업은 과거보다 더 크고 긴 사이클을 앞두고 있다. 조선업의 상승 사이클 지속이 자명해진 현 시점에서, 국내 조선기자재 중에서도 특히나 엔진 산업에 주목할 필요가 있다. ①모든 선종에서 필수적으로 탑재되므로, 조선업 업사이클 시 가장 수혜를 볼 수 있으며, ②조선업과 달리 Q확장이 가능하고, ③엔진의 ASP 상승 폭이 조선의 ASP 상승보다 높기 때문이다.

따라서, 본 리서치팀은 다음과 같은 이유로 **국내 조선기자재 최선호주 HD현대마린엔진** 제시한다.

▶ 가동률 기준, Q 확대 롬이 타사 대비 높고 납기 경쟁력을 가지고 있다는 점

한화엔진은 생산 CAPA가 포화 상태이며 병목 현상에 직면한 반면, 동사는 **아직 충분한 가동률 여력을 보유하고 있다.** 현재 타 엔진사들은 3년 치 수주 잔고를 확보한 것과 달리, 동사는 2년 치 수주만 보유해 납기 경쟁력이 우위에 있다. 여기에 캡티브 물량과 중국 조선소 수주까지 더해지면, 영업이익률은 더욱 개선될 전망이다.

▶ 선박 엔진에 이어 엔진 부품 사업도 성장세에 들어왔다는 점

터보차저 국산화로 원가구조를 개선하고, LNG 운반선 발주 증가로 생산량이 확대될 전망이다. 크랭크샤프트는 과점 시장 내 구조적 우위를 확보해 단가 경쟁 부담이 낮다. 또한, **A/S부문**은 초기 납품 대비 마진이 2배 이상 높은 구조로, 장착 선박 증가에 따라 수익성이 더욱 강화될 전망이다. HD현대마린솔루션과의 협업 본격화도 기대 요인이다.

지속될 조선업 슈퍼사이클과 맞물려 엔진 산업이 본격적인 성장 국면에 진입하고 있다. 그 중심에서 가장 큰 수혜를 받을 기업은 단연 동사이다. ①**상방이 열린 Q 확대** ②**Q확대의 핵심 축인 중국** ③이에 더해 **추가적인 매출 성장을 견인할 엔진 부품사업까지,** 총 세 가지 투자포인트로 이전과는 완전히 달라질 동사의 새로운 여정을 하나씩 짚어보자.

3. Investment Point

Investment Point 1. Q 성장의 물결, 파도를 일으키다

국내 엔진 업체들이 이전까지 보수적 스탠스를 유지해온 것과 달리, 최근 CAPA 확장 결정을 본격화했다. 동사는 타사 대비 빠른 추가 생산능력 확보를 통한 매출 성장이 기대된다. 본 리서치팀은 동사의 폭발적인 Q 확대의 주요 원인을 1)캡티브 물량 확보가 가능해진 점과 2)HD그룹의 엔진 제조 노하우 전수로 인한 리드타임 단축으로 나눠 면밀히 분석하였다.

1-1) 미포항 수주 → Q 증가

(1)STX중공업, 이제 제 겁니다.

HD한국조선해양이 동사를 인수한 이유는 동사에게 HD현대미포항 중형 주기엔진 생산을 맡기고, HD현대중공업 엔진사업부의 대형 주기엔진 생산을 증대시키기 위한 일종의 시설투자였다. HD현대중공업 엔진 사업부의 가동률은 2023 129% → 3Q24 146%로 상승했으며, 고질적인 오버 CAPA 문제를 겪고 있다. 호황기 엔진 수요를 대응하기 위해 HD현대중공업은 지속적으로 CAPA 증설을 준비해왔으나, 신규 공장 증설 대신 중형 주기엔진 제작에 강점을 지닌 STX중공업의 인수를 결정했다. 이론상 모든 보어의 사이즈 엔진 제작이 가능하나 과거 STX 조선해양그룹 시절부터 중소형 선박의 주기엔진 생산을 주력으로 담당해왔기 때문에 HD현대미포의 주력 선종에 필요한 엔진 생산을 전담하는 데 최적이다.

이로 인해 HD현대중공업은 늘어난 여유 CAPA만큼 대형 엔진 수주를 확대할 수 있게 되었고, 동사는 HD현대미포의 캡티브 물량을 확보하면서 가동률이 상승하는 간접적인 증설효과를 누리게 되었다. 동사의 총 CAPA는 약 140만마력에 달하며, 현재 가동률은 40%이다. 목표 가동률은 25년 90% → 26년 100%로 예상되며, 향후 100% 이상의 가동률을 기대할 수 있다.

동사: 중형 주기엔진 생산
HD현대중공업: 대형 주기엔진 생산

중형 → 60보어 이하 엔진
대형 → 60보어 초과 엔진

목표 가동률

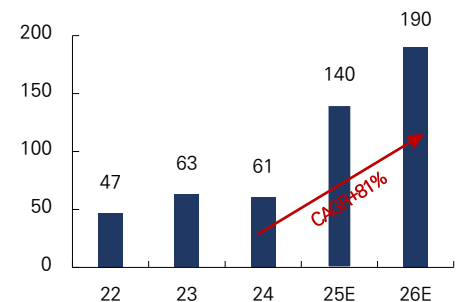
2025 90% → 2026 100%

HD현대중공업 엔진사업부와 동사의 소형~대형 엔진 나뉨

보어	35	40	50	60	70	80	90	95	기타
HHI			24%	23%	21%	11%	8%	9%	4%
EMD									
선종별	중형엔진기관	MR 탱커	LNGc	SuezMax	VLCC	포스트-파나막스 컨선	울트라막스 컨선		
HME	26%	17%	36%	15%	6%				

동사 엔진부문 생산개파 추이 및 목표

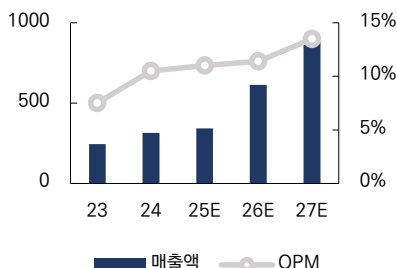
(단위:만마력)



출처: 각사, RFS Team5

출처: HD현대마린엔진, RFS Team5

동사 매출액 추이 및 전망



(2) 가동률, 이거 어디까지 올라가는 거에/요?

동사의 가동률이 급증하면서 26E 매출액 419억원(YoY+102%) 예상된다. 매출액 증가의 핵심 포인트는 가동률이다. 현재 동사는 선박용 엔진 가동률이 40% 수준에 불과해 타사 대비 추가적인 매출 확대 여력이 크다. HD현대미포항 캡티브 물량이 본격적으로 유입되면서 엔진 공급량이 점진적으로 증가할 전망이며, 그룹사 수주 엔진 물량의 제조 효율화를 통해 매출 성장률이 경쟁사를 상회할 것으로 판단한다.

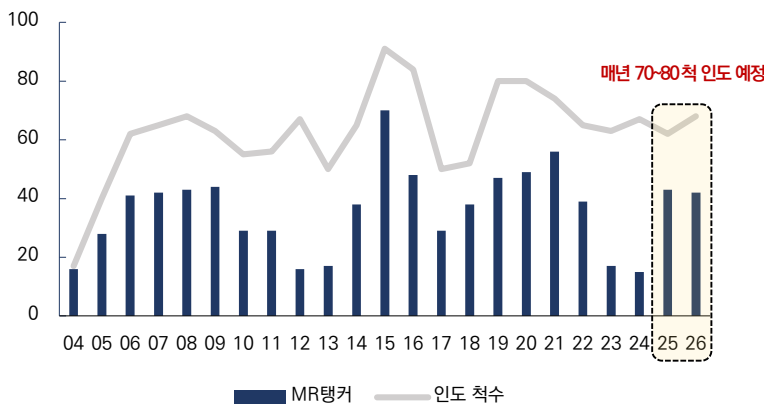
24년: 4~5척 분량
25년: 15~20척 분량

HD현대미포 매년 70~80척 인도
→ 캡티브항 엔진 물량 증가 예상

① 24~25년: 미포항 수주 시작으로 한국향 매출액 26E 한국향 매출액 413억원 예상된다. 이미 미포항 엔진 4~5척 분량 납품이 이루어졌으며, 2025년부터 연간 15~20척 수준으로 확대될 전망이다. 2025년 3월 13일, 1,035억 규모의 미포항 선박 엔진 공급 계약을 체결하였으며, 이는 최근 선가를 고려할 때 약 15척 내외의 규모로 추정된다. 올해까지는 OEM형태로 계약이 진행된다.

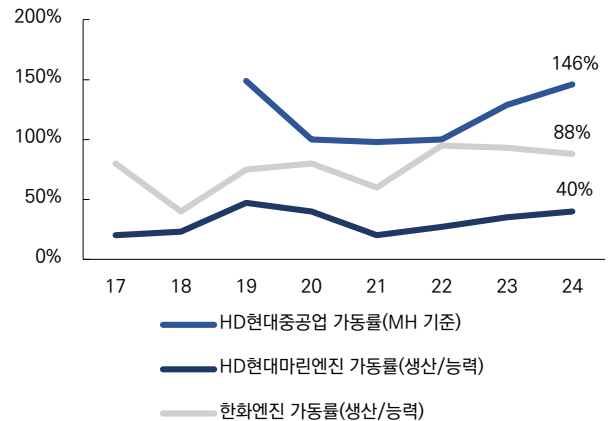
② 26년: 미포항 수주 폭발적 증가로 27E 한국향 매출액 1,754억원(YoY+324%) 전망한다. 2025년 OEM 계약 마무리 이후, 미포가 필요한 엔진에 대해 장기공급 계약 혹은 판매 계약을 체결하고 본격적으로 납품이 시작될 예정이다. 동사가 제작할 엔진은 주로 MR탱커, MGC 등을 위한 50보어 주기엔진이다. 미포의 연평균 인도 선박 척수를 고려할 때, 향후 캡티브항 선박 계약이 지속 확대될 가능성이 높다.

HD현대미포 인도 척수



국내 엔진 3사 가동률 추이 비교

(단위: %)



출처: Clarksons, RFS Team5

출처: 각사, RFS Team5

(3) CAPA 확장, 아직 끝나지 않았는데요.

사실상의 Q확대인 시설투자에 더불어
실제 Q 확장 추가적으로 가능

동사는 이미 140만 마력의 생산능력을 확보한 상태이며, 향후 필요에 따라 추가적인 확장이 가능하다. 이는 캡티브항 선박 및 중국 조선소향 물량 증가를 고려할 때, 생산 캐파 증설 가능성을 열어두고 있는 것으로 해석된다.

공장 증설, 시운전 베드 확대 가능

현재 동사는 창원 공장에서 선박 엔진을 제조하고 있으며, 기존 두 개의 공장 동 외에 추가로 한 개의 공장을 더 증설할 수 있는 부지를 보유하고 있다. 이는 향후 생산시설 확장에 필요한 물리적 여건이 충분함을 의미한다. 또한, 시운전 베드의 여유도 확보된 상태로, 엔진 생산 규모 확대에 대한 대응이 용이하다.

결국, 현 상황에서 필요에 따라 의사결정만 내리면, 동사는 이미 갖춰진 140만 마력의 생산 CAPA를 바탕으로 필요 시 즉각적인 증설이 가능하다. 이는 동사가 시장 변화에 맞춰 생산능력을 유연하게 조절할 수 있는 강점을 보유하고 있음을 시사하며, 향후 조선업 호황이 지속될 경우 타사 보다 더 빠르게 추가적인 성장 기회를 적극적으로 활용할 수 있는 기반이 마련된 셈이다.

Investment Point 2. 파도 타고 중국을 향해

2-1) 중국發 Q모멘텀

중국 조선업황 회복
→ 중형선 수주 증가
→ 중속엔진 수요 구조적 증가

DF 엔진 리드타임 지연
→ 엔진 수급 불균형 심화

최근 동사의 중국 중심 수주 흐름은 중국 내 '엔진 쇼티지'가 본격화되고 있음을 시사한다. 특히 대형뿐만 아니라 **중소형 선박 발주도 증가**하고 있어, 소형~중형 선박용 주기엔진 제작에 특화된 동사의 구조적인 수혜가 기대된다. 실제 동사의 중국향 매출액은 23년 141억원→24년 303억원(YoY+114%)로 2배 이상 증가했다. 이러한 수주 확대 흐름 속에서, 동사의 **중국향 수주액은 26E 1,703억원, 27E 7,627억원을** 전망한다. 이는 중국 내 1)DF엔진 채택 확대에 따른 쇼티지 심화와, 동사가 2)국내 중형선박 엔진의 사실상 유일한 공급처임에 기인한다.

1)중국의 주요 중형 조선사인 Yangzijiang, Zhejiang Ouhua, CIMC Sinopacific 등은 최근 컨테이너선과 중형 탱커 중심으로 수주잔고를 빠르게 확대 중이다. 특히 친환경 선대 교체 수요가 몰린 컨테이너선 부문을 중심으로 **이중연료(DF) 엔진 채택이 급증**하고 있다. 그러나 수요가 급증하는 반면, 중국 조선소는 아직 DF 엔진을 안정적으로 제작할 기술과 역량이 부족하다. 이에 따라 중국의 선박엔진 수입 수요가 확대되고 있으며, 대표적으로 Yangzijiang의 DF엔진 탑재 중형선박 수주는 22년 4척→23년 10척→**24년 54척**으로 급증했다. 하지만 DF엔진은 기존 디젤엔진 대비 제작 난이도가 높고, 시운전부터 납품까지 소요 시간이 길어, 중국 조선소 내 **엔진 수급 불균형은 단기 내 해소되기 어려운** 상황이다.

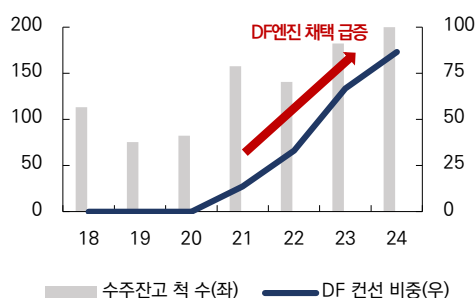
중속엔진 공급의 사실상 유일한 대안

2)이러한 가운데 중국 조선소들은 안정적인 엔진 확보에 나서고 있으며, 동사는 60보어 이하 중형 주기엔진 라인업을 기반으로 중형선박 조선소에 가장 매력적인 공급처로 부상하고 있다. 국내 엔진 3사(HD현대중공업, 한화엔진, 동산) 중에서 **중속엔진을 수주할 수 있는 업체는 현재 동사가 사실상 유일하다.** HD현대중공업과 한화엔진은 대형 저속엔진 중심의 포트폴리오를 보유하고 있으며, 중국향 대형엔진 수주 증가로 인해 오버캐파 상태다. 이들이 고부가가치 대형엔진 생산을 포기하면서까지 중형선박 엔진을 수주할 가능성은 낮기 때문에, 중형선박 엔진의 추가 수요는 사실상 동사에 집중될 수밖에 없는 구조다.

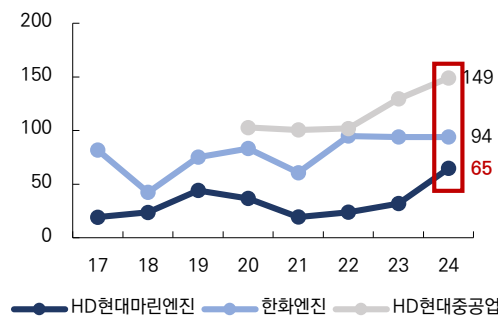
동사의 2H24 수주 플로우

공사일	상대방	공급지역	금액(억)
24.12.27	Taizhou Maple Leaf Shipbuilding	중국	126
24.11.11	Xiamen Xiangyu	중국	847
24.09.30	Nantong CIMC Sinopacific O&E	중국	287
24.09.26	JIANGSU NEW YANGZI	중국	1,121
24.09.23	Xiamen Xiangyu	중국	211
24.09.09	(주)케이조선	국내	273

중국 양쯔강조선(YZJ)의 수주 척 수 및 DF 컨선 비중



국내 주요 엔진 업체들의 기동률 추이



2-2) 중국은 명품 VIP 라운지

중국 내 '엔진 쇼티지'는 Q 확장 뿐만 아니라 **P상승**까지 야기한다. 이는 1)신조선가 상승에 따른 엔진 판가, 2)납기일에 정상 인도를 위한 거래처 확보경쟁에 기인하며, 동사의 **중국향 엔진 가격은 한국 대비 10% 높게 책정될** 것으로 전망된다.

(1) 오늘의 선가, 내년의 매출로 배송됩니다.

가격결정력 → 가격인상 여력

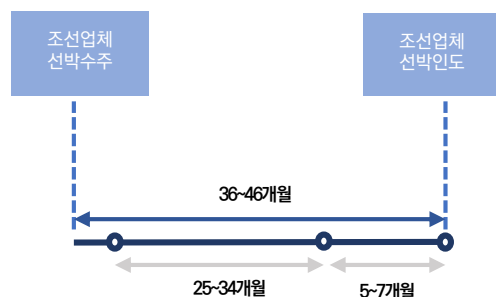
08~13년 호황기 당시, 중국향 엔진은 한국 조선사 납품 대비 **10~20%의 더 높은 가격과 더 많은 선수금을** 받고 수주된 바 있다. 최근에도 유사한 흐름이 관찰되고 있으며, **24년 하반기부터 중국향 평균판매단가 (ASP)가 한국 대비 높아지는** 추세다. 기본적으로 선박 엔진은 선가의 약 10%~15%를 차지하며, 신조선가와 높은 상관관계를 보인다. 선박 수주 후 ①조선사는 통상 5~6개월 내 엔진을 발주 → ②엔진사는 2~3년에 걸쳐 제작을 진행한다. → ③완성된 엔진은 선박 인도 약 5~7개월 전 조선소에 납품되며, 이때의 시세가 최종 납품가에 반영되는 구조다. 따라서 **엔진 수주 이후 신조선가가 상승하면, 해당 엔진의 납품 가격과 ASP도 함께 올라간다.** 실제 24년 상반기 매출에는 23년 상반기 신조선가(162.7억 원)가 반영되고 있으며, 25년 2월 기준 신조선가는 189억 원으로 약 **15% 상승**해 있다. 이를 고려할 때, 약 2년 후에는 해당 가격 상승분이 본격적으로 매출에 반영될 것으로 판단된다.

(2) 낮은 가동률이 단가를 결정한다.

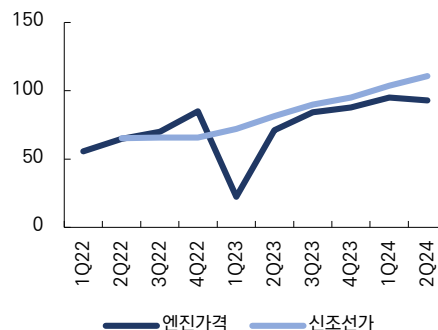
납기 프리미엄 반영에 따른 Q 확장과 P 상승

납기 대응력이 수주 경쟁력으로 직결되는 시장 환경에서, **납기 프리미엄이 반영된 ASP 상승이** 기대된다. 동사는 낮은 가동률을 유지하며 생산 유연성을 확보하고 있어, 이에 따른 수혜가 예상된다. 최근 ①DF 엔진 리드타임 지연이 심화되면서, 납기 준수가 가격 결정의 핵심 요소로 부상하고 있다. 이에 따라 중국 조선소들은 리스크를 최소화하기 위해 납기 대응력이 뛰어난 엔진사에 프리미엄을 지급하거나 장기계약을 확대하는 추세다. 특히 자금력이 부족한 민영 중형 조선소의 경우, ②**납기 지연 시 계약금의 0.5~1%/주 수준의 지체상금(LD) 부담을 감수해야 하기 때문에, 고단가를 감수하더라도 납기 안정성이 확보된 업체를 선호한다.** 현재 업계 선두인 한화엔진의 가동률이 약 98%로 사실상 생산 여력이 제한적인 반면, **동사는 50% 수준으로** 여유 있는 생산 능력을 보유하고 있다. 이는 신규 고객 유입 확대에 의한 Q확장과 P상승의 시너지 효과를 가져와 동사 매출의 쿼텀점프를 이뤄내 줄 전망이다.

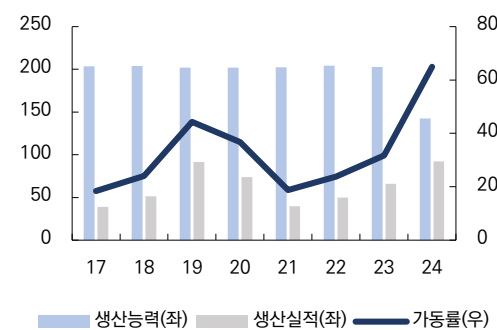
엔진사 수주에서 납품까지의 시계열



엔진 가격은 신조선가에 후행



동사의 생산개파&실적 및 가동률 추이



출처: 산업분석, RFS Team 5

출처: Clarkson, RFS Team 5

출처: Dart, RFS Team 5

2-3) 친환경 엔진, 중국도 이제는 필수다

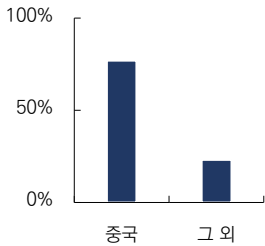
(1) D/F엔진 탑재 완

친환경 전환 흐름 속에서 **동사의 중국향 매출액 26E 1,892억원, 27E 5,873억으로 전망**한다. 이는 ①중국 내 친환경 엔진 수요 증가 속에서 현지 엔진사들이 이를 따라가지 못하는 상황에서, ②동사는 HD현대중공업의 D/F엔진 기술을 이전받아 경쟁력 강화할 수 있다는 점에 기인한다.

중국 조선사들의 D/F 엔진 수급 부족이 지속될 가능성이 높다. 동사의 중국향 주요 고객사인 Xiamen Xiangyu Shipbuilding과 Yangzijiang의 수주 잔고 중 D/F엔진 비중은 각각 34%, 44%에 달하지만, 중국 내 친환경 엔진 생산 CAPA는 부족한 상황이다. 1Q21부터 3Q24까지 발표된 글로벌 조선사들의 CAPA 확대 규모는 820만 CGT에 달하며, 이 중 77%가 중국에서 발생했다. 그러나 선박 건조 도크 확장 속도에 비해 D/F 엔진의 생산 CAPA와 기술력은 충분히 확보되지 않아, 공급 부족 현상이 최소 2년 이상 지속될 가능성이 높다.

동사는 이러한 수급 불균형을 기회로 활용할 예정이다. 현재 동사의 대형 엔진 수주 잔고 중 D/F연료 비중은 80%이며, 중형 엔진 또한 HiMSEN 기술 전수를 통해 D/F연료 비중이 점진적으로 확대될 전망이다. D/F엔진의 트렌드는 LNG→메탄올→암모니아 순으로 발전하는 가운데, 동사는 HHI EMD에게 메탄올 엔진 기술을 확보하고, HD한국조선해양과의 시너지를 통해 암모니아 엔진 경쟁력도 강화할 예정이다.

2024년 글로벌 조선사 CAPA 증설



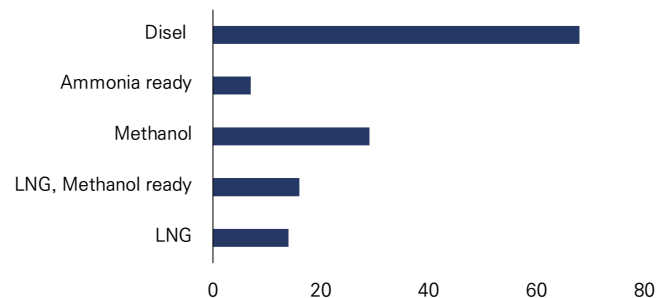
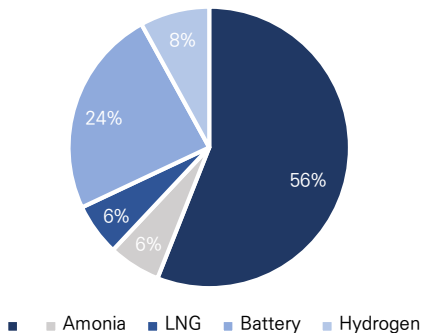
선박엔진 연료 패이즈

디젤→LNG→메탄올→암모니아

2050 넷제로 달성시 예상되는 선박 비중

(단위: %)

Yangzijiang사 수주잔고 친환경 선박 비중



출처: Clarkson's, RFS Team5

출처: Clarkson's, RFS Team5

글로벌 메탄올 D/F엔진 시장 점유율 1위

저압 예혼합 방식 대비 우월한 고압 직분사 방식 활용

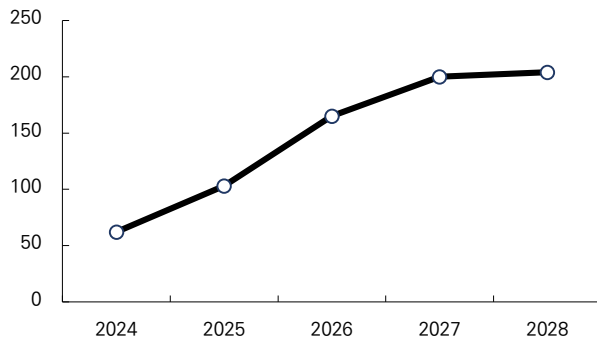
①**메탄올 엔진**: 동사의 **26년 중국향 메탄올 엔진 수주 9건을 예상**한다. 동사의 주요 고객사인 Yangzijiang의 수주잔고 내 친환경 선박 중 메탄올 기반 비중은 54%로, 이미 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 여기에 HiMSEN엔진은 글로벌 메탄올 D/F엔진 시장에서 점유율 1위(72%)를 기록하고 있어, 동사에 수주할 가능성이 높다고 판단한다. HiMSEN 엔진이 글로벌 1위로 자리 잡은 배경은 고압 직분사 방식을 활용했기 때문이다. 기존 대부분 엔진사들이 채택한 저압 예혼합 방식 대비 출력과 연료 효율성이 뛰어나며, 이에 따라 HD현대중공업이 대형엔진에 집중하는 가운데, 중형 엔진의 기술력과 점유율이 동사에게 이전될 것으로 기대된다.

②**암모니아 엔진**: 동사의 **26년 중국향 암모니아 엔진 수주 8건을 예상**한다. 암모니아 엔진은 고독성과 높은 비용 문제로 개발이 가장 늦었지만, Net Zero를 달성하기 위한 핵심기술로 주목받고 있다. HiMSEN은 암모니아 엔진 개발에 성공한 상태이며, HD한국조선해양 또한 암모니아 스크러버 기술을 보유하고 있어,

온실가스 저감률 90-95%, but 미상용화

동사와의 시너지는 메탄올 엔진보다 더욱 클 전망이다.

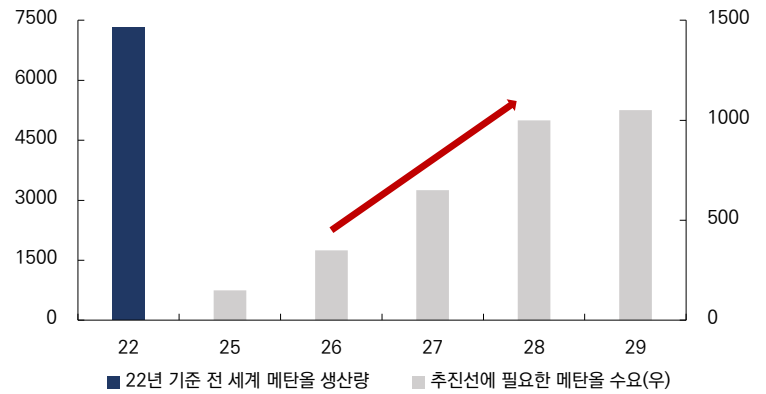
메탄올 추진선 예상 건조량 추이



출처: Clarksons, RFS Team5

선박 연료 중 메탄올 증가 추이

(단위: 메트릭톤M)



출처: Clarksons, RFS Team5

Investment Point 3. 바닷길 숨은 주역, 엔진부품

엔진 부품은 동사 수익성의 핵심이다. 전체 매출의 21.4%를 차지하는 동 사업부는 40% 수준의 낮은 엔진 가동률에도 불구하고 OPM 10.5%를 가능하게 한 주된 요인이다. 향후 **국산화 확대**와 **수요 증가**에 힘입어 **외형 성장과 이익률 개선**을 동시에 견인할 **핵심 축**으로 부상할 전망이다.

3-1) 터보차저

터보차저 부문은 **국산화 전환**과 **LNG 추진 선박 수요 확대**에 따른 2025E 매출액 418억원(YoY +75.9%) **전망**한다. 동사는 2024년 10월 스위스 Accelleron과의 생산 계약을 체결하며 기존 수입 구조였던 터보차저 부품의 국산화를 본격화했다. 2025년 현재 초도품 제작이 완료 단계에 있으며, 연내 본격적인 납품이 시작될 예정으로 관련 매출이 가시화될 전망이다.

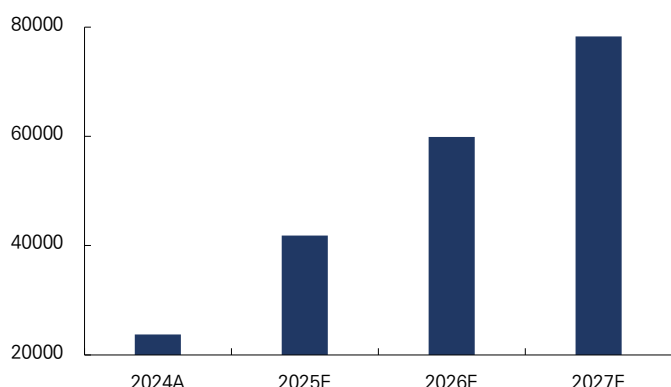
터보차저는 연소 효율 개선과 출력 유지에 필수적인 고기술 장비로, **선박 엔진의 핵심 부품** 중 하나다. 배기가스를 재활용해 압축공기를 엔진에 공급함으로써 연료 소모를 줄이고 엔진 성능을 극대화하는 역할을 수행하며, 2행정 엔진과 4행정 엔진 모두에 **필수적으로 탑재**된다. 그간 HD현대중공업은 독일 KBB와 스위스 Accelleron 등 해외 제조사로부터 수입해왔으나, 안정적인 납기와 원가 경쟁력 확보를 위해 국산화 필요성이 꾸준히 제기되어 왔다.

2024.10 생산 계약 체결
↓
2025 현재 초도품 제작 완료
↓
2025 중 납품 개시 예정

터보차저 연도별 매출액 추이 및 전망

(단위: 백만원)

동사의 2행정&4행정 터보차저



생산 기종	제품명
2ST	주기 엔진용
4ST	보기 엔진용

출처: HD현대마린엔진, RFS Team 5

출처: HD현대마린엔진, RFS Team 5

동사는 터보차저 국산화 전환을 통해 **안정적인 매출 기반 확보**와 함께 **원가구조 개선 효과**까지 실현할 것으로 전망된다.

4행정 터보차저

: 수입 물량 대체

2행정 터보차저

: 수입 물량 대체 + 자가생산 물량 이관

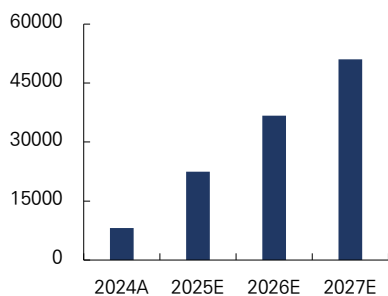
①HiMSEN 엔진 4행정 터보차저: 수입 물량 대체를 통한 2025E 매출액 224억원 전망한다. 동사는 HD현대중공업의 힘센 엔진 수입 물량을 국산화 생산하여 신규 매출을 확보할 예정이다.

②대형 엔진 2행정 터보차저: 2행정 대형엔진용 터보차저 국산화를 통한 2025E 매출액 194억원 전망한다. 기존 수입 물량을 동사가 대체하여 생산할 예정이며, HD현대중공업의 자가 생산 물량까지 동사의 대규모 장으로 이관됨에 따라 추가 매출이 창출될 전망이다.

생산량 측면에서도 대규모 증가가 전망된다. 2024년 기준 약 153대인 터보차저 생산실적은 국산화 완료 이후 2027년까지 약 700대로 증가할 것으로 예상되며, 이에 따라 현재 21.9% 수준인 가동률도 빠르게 상승할 것으로 판단된다. 생산량 확대에 따른 고정비 분산과 운영 효율화로 **외형뿐 아니라 수익성 면에서도 뚜렷한 개선이 예상**된다.

4행정 매출액 추이 및 전망

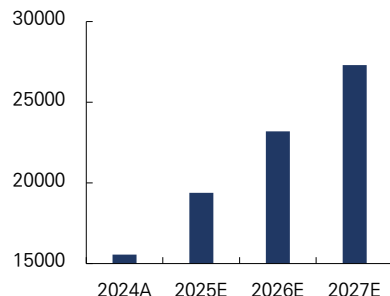
(단위: 백만원)



출처: HD현대마린엔진, RFS Team 5

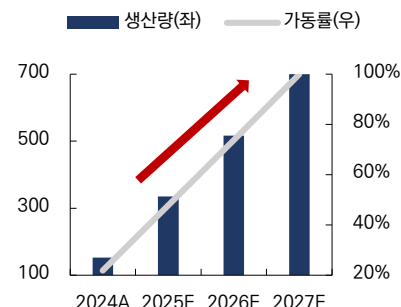
2행정 매출액 추이 및 전망

(단위: 백만원)



출처: HD현대마린엔진, RFS Team 5

터보차저 생산량&가동률 추이 및 전망 (단위: 백만원 %)



출처: HD현대마린엔진, RFS Team 5

LNG 추진선 확대



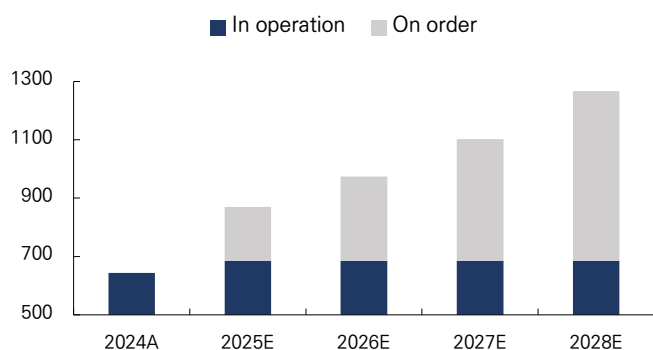
터보차저 수요 증가

LNG 추진선 확대에 따른 구조적 수요 증가 또한 터보차저 사업 성장의 핵심 동력으로 작용하고 있다. LNG 연료는 디젤 대비 연소 온도와 압축비가 낮아 출력 손실 가능성이 존재하며, 이를 보완하기 위해 고성능 터보차저가 필수적으로 요구된다. 디젤 엔진 또한 출력 증대와 연비 개선을 위해 터보차저가 기본 탑재되며, 엔진 연료 유형에 관계없이 해당 부품의 수요는 지속적이다. 현재는 LNG 운반선 및 컨테이너선을 중심으로 LNG 추진선 발주가 활발하지만, IMO 규제 강화에 따라 향후 벌크선·탱커 등 범용 선종까지도 확대될 가능성이 높다. 이러한 변화는 HD현대중공업의 엔진 수주 확대 → 동사의 터보차저 납품량 증가로 자연스럽게 연결되는 구조다.

LNG 추진선 전망

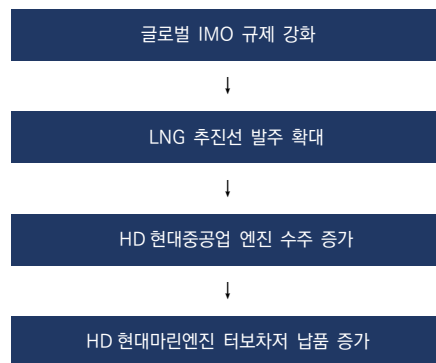
(단위: 대)

터보차저 납품 확대 구조



출처: DNV, RFS Team 5

출처: RFS Team 5



일괄생산체계

&

90% 이상 자체 기술 보유

동사는 세계 유일의 소재-가공-조립-시운전 일괄생산체계를 보유하고 있으며, 90% 이상의 기술 내재화를 바탕으로 품질과 납기 대응 측면에서 차별화된 경쟁력을 확보하고 있다. 국산화 전환 초기임에도 그룹사 내 안정적인 수요 기반을 확보하고 있으며, 향후 외부 고객사 대응을 통한 추가 성장도 가능하다. 국산화 생산, LNG 선박 수요 증가, 기술경쟁력이라는 세 가지 축을 기반으로, 터보차저 사업부는 동사의 중장기 실적 개선을 견인할 핵심 성장축으로 부상할 것으로 전망된다.

3-2) 크랭크샤프트

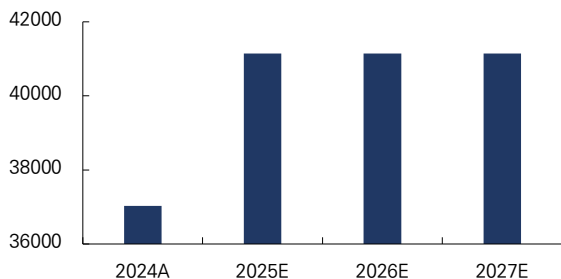
크랭크샤프트 부문은 과점적 시장 구조 속에서 수요 증가가 지속되고 있으며, 동사의 공급 확대와 점유율 상승이 동시에 기대됨에 따라 2025E 매출액 411억원(YoY +11%) 전망한다. 국내 시장은 소수 업체 중심의 안정적 구조를 형성하고 있으며, 최근 한화엔진의 생산능력 확대, 중국 조선소의 DF엔진 수요 증가 등으로 인해 관련 수요는 견조하게 증가 중이다. 이에 따라 동사의 크랭크샤프트 공급량과 시장 내 존재감 모두 빠르게 확대될 것으로 예상된다.

신규 진입 장벽
+
기존 공급사 고정 구조
→ 수익 안정성

크랭크샤프트는 선박 엔진의 피스톤 상하 운동을 회전운동으로 바꾸어 추진력을 발생시키는 핵심 부품으로, 고강도 재료·고정밀 가공·내구성 확보가 필수인 고부가가치 제품이다. 기술 장벽이 높고 납기 안정성이 요구되는 제품 특성상, 조선소 및 엔진사 입장에서는 검증된 공급처에 대한 의존도가 높다. 일단 고객 엔진 모델에 맞춰 승인된 업체는 교체가 어려워, 공급선이 한 번 확보되면 장기 거래로 이어지는 구조다.

크랭크샤프트 연도별 매출액 추이 및 전망

(단위: 백만원)



동사의 크랭크샤프트



생산 기종	생산 제품	
2-ST	MAN 디젤/터보	S,K Type
		G Type
	Win-GD	DF Engine

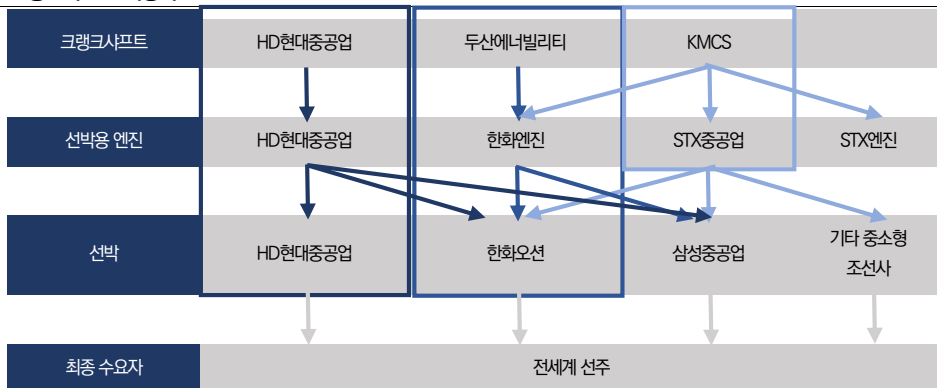
출처: HD현대마린엔진, RFS Team 5

출처: HD현대마린엔진, RFS Team 5

국내 크랭크샤프트 시장은 HD현대(HD현대중공업·HD현대크랭크샤프트), 두산에너빌리티, 일부 외국계 사업자 등 소수 업체가 과점하고 있다. 이 중 HD현대중공업은 전량 자사 엔진용으로 자체 소비하며 외부 판매를 하지 않기 때문에, 실질적인 외부 공급 시장은 두산에너빌리티와 HD현대크랭크샤프트가 양분하고 있다. 외국계 업체의 시장 점유율은 미미한 수준이다.

이 같은 과점 구조는 기존 공급업체에게 안정적인 수요 확보와 가격 결정력이라는 구조적 우위를 제공한다. 신규 진입이 어려운 승인 기반 구조 덕분에 고객 락인 효과가 강하며, 경쟁 강도가 약해 단가 경쟁 부담도 제한적이다. 특히, 조선 경기 회복기에는 수요가 기존 업체로 집중되는 경향이 강해 단가 점유율 확대와 중장기 매출 안정성 모두 확보할 수 있는 환경이다.

크랭크샤프트 시장 구조



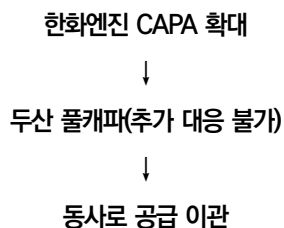
국내 크랭크샤프트 시장 점유율

기업	점유율
HD 현대중공업	60~70%
두산에너빌리티	20~30%
HD 현대크랭크샤프트	10~20%
기타 (외국 사업자)	0~5%

출처: 공정거래위원회, RFS Team 5

출처: 공정거래위원회, RFS Team 5

동사는 과거 STX엔진향 공급을 중심으로 사업을 전개해왔으나, **HD현대그룹의 인수 이후 계열사 내 공급 비중이 자연스럽게 확대**되고 있다. 여기에 더해 한화엔진향 공급도 점진적으로 증가하는 추세다. 현재 **한화엔진의 크랭크샤프트 조달 중 약 20%를 동사가 담당**하고 있으며, 이는 향후 증설에 따라 더욱 확대될 가능성이 높다.

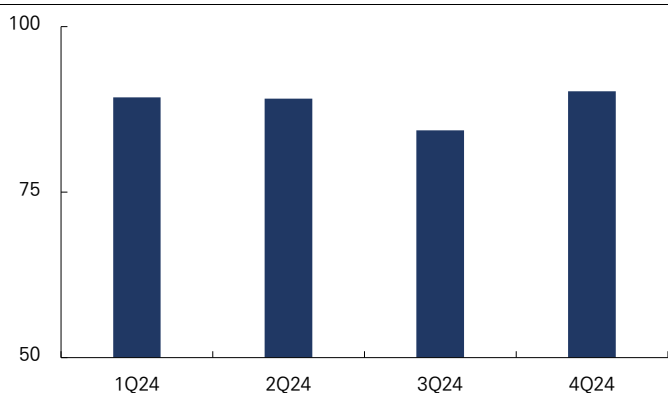


2025년 2월, 한화엔진이 발표한 802억 원 규모의 생산 CAPA 증설은 동사에 중요한 수혜 요인이다. 한화엔진은 기존에 대부분의 크랭크샤프트를 두산에너지빌리티로부터 조달해왔으나, 두산은 이미 풀캐파 상태로 추가 수요 대응이 제한적이다. 이에 따라 **향후 증설분의 대부분을 동사가 공급할 것으로 예상된다**.

중국 양쯔장(YZJ) 조선소 등 **글로벌 DF엔진 수요 증가**도 동사에 긍정적이다. 대형엔진 수주 증가로 인해 크랭크샤프트 수요는 구조적으로 확대되고 있으며, 중국산 제품에 대한 품질 불신이 여전한 상황에서 국내 생산업체에 대한 선호도가 유지되고 있는 점 역시 동사에게 유리한 시장 환경이다

크랭크샤프트 가동률 추이

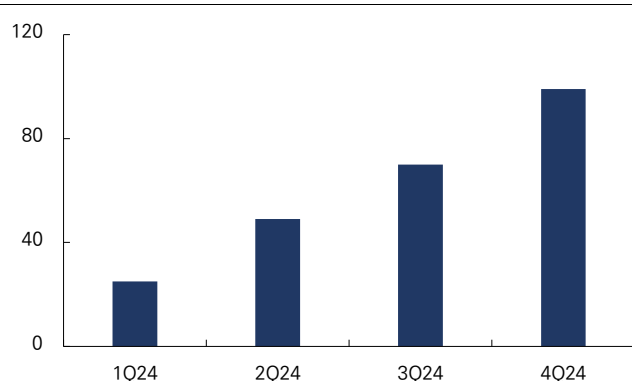
(단위: %)



출처: HD현대마린엔진, RFS Team 5

크랭크샤프트 생산량 추이

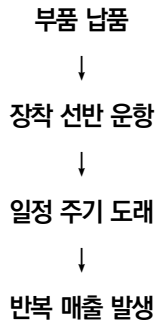
(단위: 대)



출처: HD현대마린엔진, RFS Team 5

계열사 및 외부 고객사의 물량 증가에 따라 동사의 생산설비 가동률도 상승하고 있으며, 이는 사실상 설비 증설 없이 생산능력을 확대하는 효과로 작용하고 있다. 고정비가 높은 부품 제조업 특성상 가동률 상승은 단가 경쟁력 확보와 함께 영업 레버리지 효과를 유도해 수익성 개선으로 이어질 가능성이 높다. 결과적으로, 동사는 외형 성장뿐 아니라 수익성의 질적 개선이 가능한 구조를 확보하게 된다. 동사는 **외부고객 점유율 확대, 그룹 계열 수요 확대, 가동률 상승**이라는 3중 구조를 기반으로 크랭크샤프트 부문에서 안정적인 성장을 지속할 것으로 판단된다.

3-3) A/S



A/S 부문은 **부품사업 확대 기반의 고수익 반복수익의 구조 형성 기대에 따른 2025E 매출액 92억원(+YoY 36.4%) 전망한다**. A/S는 부품 납품 이후 자연스럽게 연결되는 고수익 사업영역으로, 동사는 핵심 부품의 납품 확대와 그룹 내 캡티브 선대를 기반으로 A/S사업 확장의 기반을 확보한 상태다. A/S는 엔진의 교체 주기(약 3~5년)를 기준으로 일정 주기마다 반복적으로 발생하는 부품 교환, 수리, 정비 등으로 구성된다. 초기 납품 대비 영업마진이 2배 이상 높은 사업으로 알려져 있으며, **부품 장착 선박의 누적이 늘어날수록 예측 가능성과 수익성이 동시에 증가하는 구조다**.

HD현대마린솔루션과의 A/S 협업이 현재 본격화되진 않았으나, HD현대그룹 내에서 동사가 공급한 터보차저 및 크랭크샤프트가 지속적으로 장착되고 있는 만큼 선대 누적에 따라 자연스럽게 A/S 수요가 형성될 것으로 전망한다. 특히 HD현대미포조선의 경우, 동사의 엔진으로 전환하고 있으며 이는 동사의 부품 공급 확대와 동시에 A/S 잠재고객층이 누적되고 있음을 의미한다.

또한 A/S 시장은 단순 부품만 공급하는 구조가 아니라, 정비 이력, 기술지원, 품질보증까지 요구되는 고신뢰 서비스 시장이다. 이러한 특성상, 처음 부품을 납품한 업체가 사후관리까지 담당하는 경우가 일반적이며, 이는 부품과 A/S의 수직계열화가 가능하다는 점에서 동사의 수익성 개선 여지를 더욱 키울 것으로 판단된다. 터보차저 및 크랭크샤프트의 물량 확대가 본격화되는 2025~2026년 이후, 장착 선박 수 증가 → A/S 수요 확대 → 고정 고객 기반 매출 확보라는 선순환 구조 형성이 기대된다.

4. 매출추정

1) 선박 엔진

▶ 선박엔진 판매 대수

동사의 선박엔진 판매량(Q)는 리드타임을 고려해 (1)수주건수 Q와 (2)매출인식 기준 Q로 구분된다. 구체적으로는 재무제표 및 수주공시를 참고하여 ①한국판매(미포+기타)와 ②중국판매로 구분해 지역별 판매 비중을 추정하였다. 다만 하나의 수주공시에 여러 개의 엔진주문이 포함된 경우가 많아 정확한 판매대수(Q) 산정에는 한계가 있다. 이에 엔진가격이 신조선가의 약 10~15% 수준에서 형성된다는 업계 보고서를 참고해, 한국 판매 기준 엔진 단가(P)를 6,896,838,933원으로 설정하고 판매대수(Q)를 역산하였다.

(1) 수주건수 Q

선박엔진 수주건수 table

(단위: 척)	2024	2025E	2026E
1) 미포 수주	0	15	18
2) 중국 수주	54	71	71
3) 기타(삼중, 케이조선, 한조)	14	10	4
합계	68	96	93

출처: RFS Team5

①미포: 동사의 그룹 계열사인 HD현대미포항 수주의 경우 IR자료상 연간 15~20건으로 제시되어 있어, 보수적으로 적정 평균 Q를 가정해 추정하였다.

②중국: 일반적으로 엔진수주는 선박수주 후 5~6개월 뒤에 체결된다. 이를 반영해 25년의 경우2H24 중국 선박 수주 증가율(YoY+32%)을 24년→25년 엔진수주 Q증가율로 적용했다. 26년의 경우 24년 중국의 공격적인 선박수주로 인해 도크 CAPA가 29년까지 포화된 점 을 고려할 때 추가 수주는 불가능 할 것으로 판단하였다.

③기타: 삼성중공업, 케이조선 등과의 거래가 포함되며, 동사의 가동률과 미포 및 중국 수주건수Q를 고려해 보수적으로 추정하였다.

(2) 인식년도 기준 Q

동사의 선박엔진 평균 리드타임이 약 22개월로, 실제 인도 시점에 매출로 인식된다. 이에 따라 수주 기준 Q 외에도 매출 추정을 위한 인식년도 기준 Q를 별도로 산정하였다. 25년은 현재 시점에서 추가 계약이 체결되더라도 해당 연도 내 매출 인식이 어려운 만큼, 기존 수주잔고만을 기준으로 Q를 추정하였다. 25년 수주건수 Q는 26년과 27년에 각각 1:3의 비율로 나누어 매출이 인식된다고 가정하였으며, 26년 수주건수 Q 역시 동일 논리로 27년과 28년에 분할 인식되는 것으로 가정하였다.

26년: 25년 추정Q에 1/4 + 24년추정Q에 3/4

27년: 26년 추정Q에 1/4 + 25년추정Q에 3/4

(3) 선박엔진 부문 매출 추정

앞서 추정한 **인식년도 기준 판매량(Q)**을 바탕으로, 수주 지역별 P를 추정해 Q와 P를 곱해주었다. 이 또한 (1)**국내**판매 매출(미포+기타)과 (2)**중국**판매 매출로 나누어 추정을 진행하였다.

선박엔진 매출 Table

(단위: 백만원)	2024	2025E	2026E
확정계약에서 인식되는 매출	247,519	329,129	0
추정수주에서 인식되는 매출	0	170,352	762,790
계	247,519	499,481	762,790

출처: RFS Team5

①**국내**: 엔진산업 보고서에 따르면 선박엔진 가격은 통상 신조선가의 10~15% 수준에서 형성된다. 이를 바탕으로 **25년** 한국향 선박엔진 단가(P)를 6,896,838,933원으로 추정하였다. 이후 **26년**과 **27년**은 신조선가 상승률(1Q24: 183.17, YoY +10.6% → 1Q25: 187.63, YoY +2.4%)을 반영하여, 각각 10.6%, 2.4%의 증가율을 적용하였다. 이는 선박엔진 가격이 신조선가 흐름을 약 2년 후행하여 반영하는 점을 고려한 수치다.

②**중국**: 중국향 선박엔진 가격은 한국 대비 **10%**의 프리미엄을 적용해 보수적으로 추정하였다. 이는 ①최근 한화엔진의 대형 중국 수주 사례에서 중국향 단가가 한국 대비 10~20% 높다는 업계 분석과, ② 08~13년 호황기 당시 중국향 엔진이 한국 대비 약 20% 높은 단가와 더 많은 선수금을 기록한 과거 사례에 기인한다.

2) 엔진 부품

엔진 부품 제품별 매출 추정

(단위: 백만원)	2024	2025E	2026E	2027E
2ST 터보차저	15,583	19,383	23,205	27,300
4ST 터보차저	8,182	22,440	36,720	51,000
크랭크샤프트	37,070	41,140	41,140	41,140
A/S	6760	9,218	11,229	13,271
엔진 부품 총매출	67,595	92,181	112,294	132,711

출처: RFS Team5

동사의 **엔진 부품 매출액** 25년 922억원(YoY +36%), 26년 1123억원(YoY +22%)을 전망한다. 엔진 부품 사업부는 크게 ▲터보차저(2행정 및 4행정), ▲크랭크샤프트(2행정), ▲A/S부문으로 구성된다.

① **터보차저**: 25E 418억원(YoY +75.9%) → 26E 599억원(YoY +43.3%) → 27E 783억원(YoY +30.7%)으로 전망된다. 동사가 2026년까지 가동률 100%를 목표로 하는 점을 고려해 보수적으로 2027년 가동률 100%를 적용하였다.

가격은 공개된 정보가 제한적인 점을 감안해, **2023년 및 2024년 생산 실적과 매출액을 기반으로 간접 추정**하였다. 최대 생산능력은 ▲2행정 터보차저 100개(2024 가동률 57%), ▲4행정 터보차저 600개(2024 가동률 16%)이며, 2024년부터 생산량이 균등하게 증가하여 2027년 가동률 100%에 도달할 것으로 보았다. 단, 가격의 경우 계열사인 HD현대중공업항 납품이 중점이기 때문에 변동은 없다고 가정하였다.

② **크랭크샤프트**: 25E 411억원(YoY +11%)으로 전망된다. 가격은 동사의 자회사인 HD현대크랭크샤프트의 매출액을 생산량으로 나누어 추정하였다. 현재 **가동률이 90%** 수준으로, 선박 엔진사 발주량 확대에 따라 2025년 가동률 100% 달성이 무리 없을 것으로 판단된다. 단, 가격의 경우 HD한국조선해양으로의 인

수 조건에서 크랭크샤프트 가격 상한이 있기 때문에 가격 변동은 없다고 가정하였다.

③ A/S: 25E 92억원(YoY +36.4%) → 26E 112억원(YoY +21.8%) → 27E 133억원(YoY 18.2%)으로 전망된다. 본 사업부문은 사후처리 성격을 강한 만큼, 엔진 공급 확대에 비례하여 성장이 이루어질 것으로 예상된다. 또한, 엔진 부품 사업에서 터보차저와 크랭크샤프트가 핵심 품목임을 고려해, 엔진 부품 총매출의 10%를 A/S 매출로 할당하였다.

5. 비용추정

비용추정 Table

단위: 백만원	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	177,461	244,368	315,794	343,485	613,220	900,990
매출원가	148,932	202,009	246,194	267,918	502,840	738,812
매출총이익	28,468	42,359	69,600	75,567	110,380	162,178
판매비와관리비	17,348	23,980	36,407	37,897	40,346	40,681
인건비	7,137	9,498	11,189	11,557	11,937	12,330
유무형자산상각비	598	601	676	672	674	674
판매비	(589)	5,044	8,303	9,548	11,103	11,026
관리비	5,501	5,928	9,326	9,523	9,589	9,607
기타	4,700	2,908	2,908	6,596	7,042	7,044
영업이익	11,121	18,397	33,194	37,670	70,034	121,497
금융수익	5,710	6,280	14,741	16,300	17,787	17,529
금융비용	11,086	10,764	7,975	8,545	8,526	8,533
기타수익	9,761	7,772	4,447	6,657	6,257	6,355
기타비용	24	3,304	16,704	16,623	21,505	21,164
법인세비용차감전순이익	15,482	18,362	27,702	35,459	64,046	115,684
법인세비용	562	(16,517)	(48,215)	2,574	4,650	8,399
계속영업이익	14,920	35,004	75,917	32,885	59,397	107,285
중단영업이익	(776)	(3,363)	(142)	-	-	-
당기순이익	14,144	31,642	75,775	32,885	59,397	107,285

출처: HD현대마린엔진, Dart, RFS Team 5

(1) 매출원가

선박 엔진 및 엔진 부품의 주요 원재료는 후판이며, 주로 중국에서 수입된다. 2024년부터 중국산 후판 가격이 급락하면서 2025년 매출원가율은 2024년과 동일한 78%로 적용하였다. 그러나 정부가 중국산 후판에 최대 38%의 반덤핑 관세 부과를 예비 판정함에 따라, 2026년과 2027년 매출원가율 상승 가능성이 존재할 것으로 판단했다. 이에 따라 2026년과 2027년의 매출원가율을 중국산 후판 가격 하락 이전인 2022년 수준과 유사하게 적용하여 추정하였다.

(2) 판매비와 관리비

인건비 항목은 명목임금상승률 3.29%를 반영하여 추정하였다.

(3) 법인세

전자 공시에 유효세율에 대한 정보가 부재하여 합리적 추정이 불가능하다고 판단하였다. 따라서, 3Q24의 평균유효세율 7.26% 적용하였다.

(4) 중단영업이익

중단영업손익은 기업이 특정 사업부문을 매각, 철수 또는 중단할 때 발생하는 손익을 의미한다. 동사가 속한 HD한국조선해양그룹은 2023년 '한국해양선박데크하우스' 및 '한국해양서비스'를 청산하였으며, 2024년에는 'STX에너지솔루션'을 청산하면서 중단영업손익이 발생하였다. 그러나 향후 추가적인 자회사 청산 계획이 확인되지 않은 만큼, 2025년 이후에는 중단영업손익이 발생하지 않을 것으로 추정하였다.

6. Valuation

26E BPS 11,921원, Target PBR 3.62배 적용하여 목표가 43,200원 상승여력 59%, BUY의견 제시한다.

Implied PBR Valuation 기법을 활용하여 목표 주가를 산정하였다. 동사는 26E~27E 실적에 반영될 수주 물량을 확보하고 있는 상황이며, 특히 25년부터 고마진 D/F 물량이 본격적으로 실적에 기여할 전망이다. 또한, 현재 엔진이 조선 대비 높은 ASP를 확보하고 있고, 한국 조선소보다 높은 가격을 받는 중국항 수주 물량이 증가하고 있다. 이에 따라 25E 수주 물량은 26~27E에 이익 반영된다. 따라서, 현재 시점에서의 목표 주가는 25E 인도물량이 반영되는 2~3년 후의 미래, 즉 26E~27E의 예상 실적을 기반으로 산정하였다. 따라서 해당 년도의 이익체력을 반영할 수 있는 2026년 예상 BPS를 산출하여 Target PBR을 산정하였다. Valuation Table은 아래와 같다.

Implied PBR Valuation

구분	2026E	단위	비고
2026년 BPS 추정치	11,921	원	㉑
목표 PBR	3.62	배	㉒
이론 PBR	3.62	배	㉓ = (㉑ - ㉔) / (㉕ - ㉔)
ROE	16%	%	㉔
COE	6.6%	%	㉕ = ㉖ + (㉗ - ㉖) × ㉘
무위험수익률	2.8%	%	㉖
시장기대수익률	7%	%	㉗
조정 베타	0.9		㉘
장기성장률	3%	%	㉙
목표주가	43,207	원	㉚ = ㉑ × ㉒
현재주가	27,250	원	
상승여력	59%	%	

출처: RFS Team 5

예상 포괄손익계산서 (요약)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,158	3,435	6,162	9,010
매출원가	2,462	2,679	5,053	7,388
매출총이익	696	756	1,109	1,622
판매비와관리비	364	379	403	407
조정영업이익	332	377	706	1,215
영업이익	332	377	706	1,215
비영업손익	(122)	(126)	(153)	(232)
금융손익	67	78	93	90
관계기업등 투자손익	-	-	-	-
세전계속사업손익	277	355	646	1,157
계속사업법인세비용	(482)	26	47	84
계속사업이익	759	329	599	1,073
중단사업이익	(1)	-	-	-
당기순이익	758	329	599	1,073
지배주주	758	329	599	1,073
비지배주주	-	-	-	-
총포괄이익	758	329	599	1,073
지배주주	758	329	599	1,073
비지배주주	-	-	-	-
EBITDA	339	384	713	1,222
FCF	(345)	(432)	(364)	741
EBITDA 마진율 (%)	11%	11%	12%	14%
영업이익률 (%)	11%	11%	11%	14%
지배주주귀속 순이익률 (%)	24%	10%	15%	21%

예상 현금흐름표 (요약) (십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동으로 인한 현금흐름	1,014	300	813	1,459
당기순이익	758	329	599	1,073
비현금수익비용가감	89	1,326	60	365
유형자산감가상각비	7	7	7	7
무형자산상각비	-	-	-	-
기타	82	1,319	53	358
영업활동으로인한자산및부채의변동	165	(1,355)	154	21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	104	5	(227)	(236)
재고자산 감소(증가)	24	(1,084)	(217)	-
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	37	(276)	620	230
법인세환급(납부)	2	-	-	-
투자활동으로 인한 현금흐름	(241)	(134)	(131)	(65)
유형자산처분(취득)	(55)	(712)	(7)	(7)
무형자산감소(증가)	3	(2)	1	-
장단기금융자산및부채의 감소(증가)	(70)	(70)	(70)	(70)
기타투자활동	(119)	650	(55)	12
재무활동으로 인한 현금흐름	(514)	(527)	(36)	(66)
장단기차입금의 증가(감소)	-	-	-	-
자본의 증가(감소)	840	352	598	1,066
배당금의 지급	-	-	-	-
기타재무활동	(1,354)	(879)	(634)	(1,132)
현금의 증가	259	(361)	646	1,328
기초현금	339	598	237	883
기말현금	598	237	883	2,211

예상 재무상태표 (요약)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,939	2,773	3,862	5,440
현금 및 현금성자산	598	237	883	2,211
매출채권 및 기타채권	289	283	510	746
재고자산	867	1,951	2,168	2,168
기타유동자산	1,185	302	301	315
비유동자산	2,011	2,773	2,940	2,809
관계기업투자등	491	550	716	586
유형자산	1,513	2,217	2,217	2,217
무형자산	7	6	7	6
자산총계	4,950	5,546	6,802	8,249
유동부채	1,809	1,879	2,596	2,996
매입채무 및 기타채무	506	230	850	1,108
단기금융부채	-	-	-	-
기타유동부채	1,303	1,649	1,746	1,888
비유동부채	47	220	162	143
장기금융부채	-	-	-	-
기타비유동부채	47	220	162	143
부채총계	1,856	2,099	2,758	3,139
지배주주지분	3,094	3,446	4,044	5,110
자본금	848	848	848	848
자본잉여금	943	966	965	958
이익잉여금	1,303	1,632	2,231	3,304
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	3,094	3,446	4,044	5,110

예상 주당가치 및 valuation (요약)	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	10.78	22.12	26.48	28.74
P/CF (x)	8.05	52.88	19.51	21.14
P/B (x)	2.91	2.11	3.92	6.04
EV/EBITDA (x)	21.64	8.97	5.67	4.18
EPS (원)	2,458	970	1,766	3,163
CFPS (원)	3,291	884	2,397	4,301
BPS (원)	9,120	10,159	11,922	15,064
DPS (원)	-	-	-	-
배당성향 (%)	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-
매출액증가율 (%)	29	9	79	46
EBITDA증가율 (%)	15	13	85	71
조정영업이익증가율 (%)	81	14	87	73
EPS증가율 (%)	122	(57)	82	79
매출채권 회전율 (회)	10.09	10.70	15.54	13.62
재고자산 회전율 (회)	3.59	2.44	2.99	4.16
매입채무 회전율 (회)	11.17	9.33	11.41	9.20
ROA (%)	16	5	11	16
ROE (%)	28	10	16	23
ROIC (%)	17	11	17	24
부채비율 (%)	60	61	68	61
유동비율 (%)	59	50	57	66
순차입금/자기자본 (%)	(6)	5	(1)	-
조정영업이익/금융비용 (x)	5,875	6,685	12,692	21,544