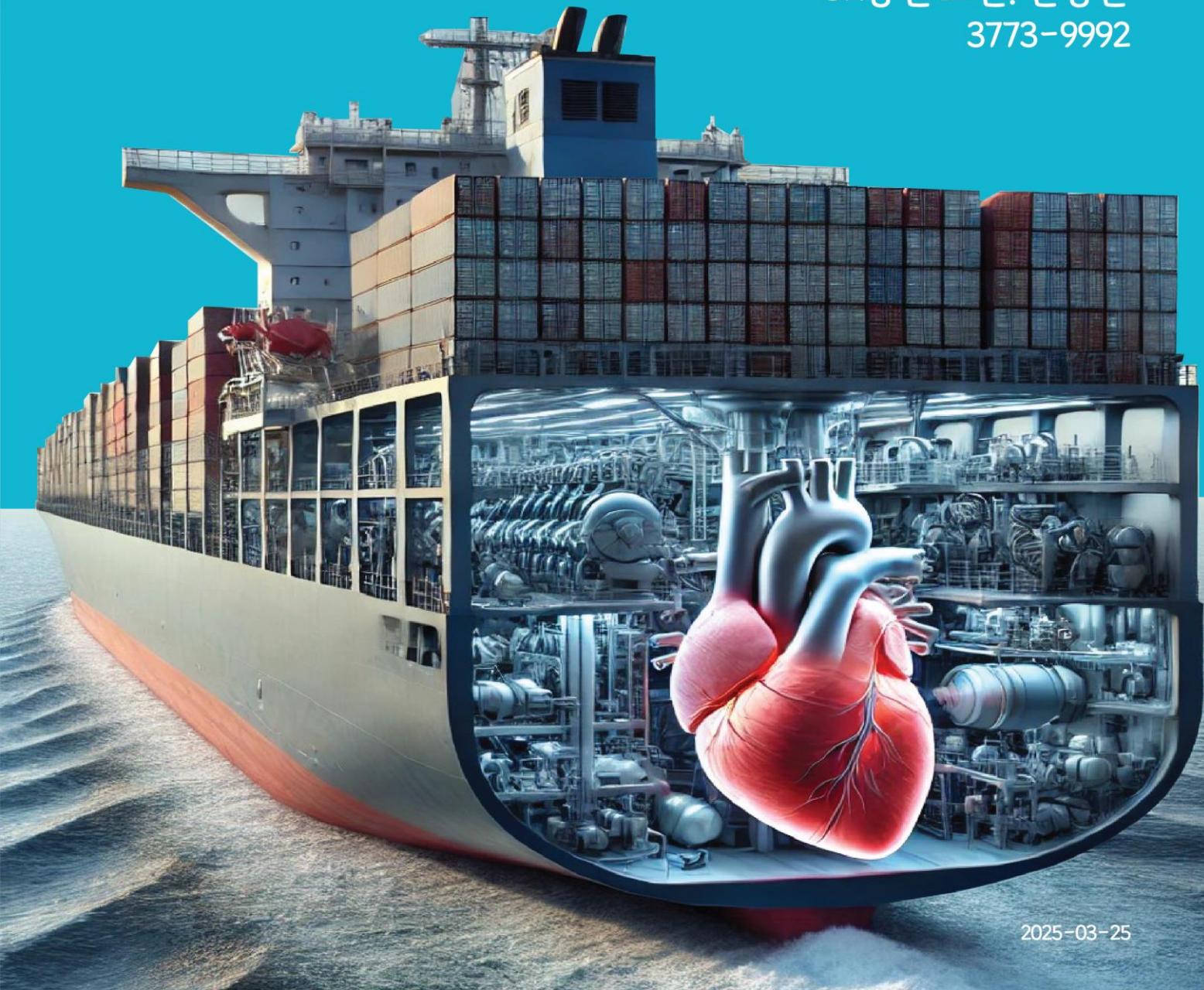




[조선]

선박의 심장이 뛴다

SK증권 조선. 한승한
3773-9992



조선

선박의 심장이 뛴다

SK증권 리서치센터



Analyst
한승한

shane.han@skc.co.kr
3773-9992

선박엔진은 조선업 투자에 있어 선택이 아닌 필수

선박 엔진은 흔히 선박의 심장이라고도 불릴 만큼 선박에 없어서는 안 될 필수 기자재다. 선종 구분 없이 모든 선박에 장착되기에 선박 발주 사이클과 민감한 상관관계를 가지면서 마진 차이가 거의 없는 중국 조선소향 물량까지 확보되어 있기에 조선업 상승사이클 지속에 대한 컨빅션 있다면 선박엔진 업체 투자는 선택이 아닌 필수다. 단기적으로 중국의 DF 엔진 수급 불균형에 의한 성장, 중기적으로 친환경 규제에 따른 성장, 장기적으로 노후선대 교체사이클에 의한 성장이 예정되어 있다.

친환경 및 노후선대 교체사이클이 다가온다

점진적으로 강화되는 IMO 환경규제와 동시에 노후선대 교체 사이클까지 맞물리고 있다. 글로벌 노후선대와 DF 엔진 선대의 규모 및 비중은 역대 최고 수준을 매일 갱신 중이다. 트럼프 2 기 행정부 출범 이후 친환경 규제 강도가 약화될 것이라는 전망이 나오고 있으나, LNG에 대한 투자 확대는 결국 LNG D/F 선대 규모 확대를 촉진 시킬 수밖에 없다. 그동안 선속을 낮출 수 없는 컨테이너선 중심의 DF 엔진 발주가 주를 이뤘다면, 이제는 노후선대 및 컨벤셔널 엔진 비중이 압도적으로 높은 탱커와 벌크선의 교체 시기가 도래하고 있으며, 두 선종은 '25년 예상 CII 'D'와 'E'에 해당하는 선대 비중이 30%를 초과할 전망이다. 올해 4월에 열릴 MEPC 83에서 합의될 GHG 중기 조치 및 규제안은 DF 선대 비중 확대 속도를 높일 수밖에 없으며, 국내 DF 엔진 제작업체들의 구조적 성장으로 이어질 전망이다.

선박엔진 업체들의 지속적인 성장은 가능

중국 엔진 업체들의 DF 공급 쇼티지 현상은 약 2년 이상 지속될 것으로 추정되며, 아직 국내 조선소들의 본격적인 엔진 발주는 시작도 안 했다. 올해부터 본격적으로 발주가 될 북미향 LNGC 까지 고려하면 2~3년 내 안정적인 수주잔고 레벨 유지와 높은 가격 협상력을 통한 ASP 상승세는 이어질 전망이다. 이후 '27년부터 본격화될 IMO의 중기 규제에 따라 벌크선과 탱커의 노후선대 및 친환경 교체수요가 촉발되면서 중장기적 관점에서도 선박 엔진 업체들의 구조적인 성장은 이어질 수밖에 없다. 중국 조선소들의 연초부터 이어진 공격적인 엔진 계약 발주에 이어 역대 최고수준의 가동률과 수주잔고 레벨을 기록하고 있는 국내 엔진 업체들이 보수적 스탠스를 취해오던 이전과 달리 캐파 확장 의사결정을 내렸다는 점이 이를 방증하고 있다.



자료 : Quantwise, SK 증권

코스피 vs. 조선기자재 (1yr)



자료 : Quantwise, SK 증권

Contents

산업분석

1. 선박엔진 투자전략	3
2. 선박엔진 산업&주요 플레이어	5
3. 친환경 및 노후선대 교체 사이클	14
4. 선박엔진 업체들의 성장 지속 가능성	23

기업분석

HD 현대마린엔진 / 매수(신규편입) / 43,000 원(신규편입)	34
HD 현대마린솔루션 / 매수(신규편입) / 192,000 원(신규편입)	47
한화엔진 / 매수(유지) / 32,000 원(상향)	65

Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 25일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. 선박엔진 투자전략

최근 소폭이지만 연속된 신조선가지수의 하락세와 낮은 레벨의 운임, 그리고 글로벌 선박 발주량 감소 전망이 이어지면서 밸류에이션에 대한 부담과 공매도 재개 시점을 앞두고 이에 따른 조정을 걱정하고 있다. 하지만 당사는 트럼프 2 기 행정부의 중국 조선·해운업 제재 움직임에 따른 반사수혜, 북미향 LNGC 대규모 발주, 미국 함정 사업 및 글로벌 다수의 수상함&잠수함 프로젝트 수주 기대감이 현실화될 가능성 높다는 판단이며, 이에 따라 이전에 겪어보지 못한 상선과 함정이 동시에 맞물리는 상승사이클을 전망하면서 조선업에 대해 비중확대(Overweight) 의견을 유지하고 있다. 해당 보고서는 '조선주 대신 선박엔진 종목을 매수하자'가 아닌 선박 엔진업체의 매력도 또한 높다는 관점에서 작성한 것임을 먼저 알리고 시작한다'.

중국 DF 엔진 소티지, 국내 엔진
업체들의 역대 최고 수준의 가동률과
수주잔고 레벨, 그리고 캐파 확장

현재 국내 조선사들은 약 3년치 이상의 수주잔고 규모를 유지하면서 높은 선가 협상력을 통한 선별적 수주전략을 고수하고 있다. 이에 반해 작년까지 중국 조선사들은 공격적인 캐파 확장을 바탕으로 글로벌 컨테이너선을 싹쓸이 수주했다. 하지만 국내 선박엔진 제조업체들에게는 우려할만한 요인이 아니다. 선박 발주는 중국 조선소이지만 해당 선박의 필요한 엔진 제작 중 일부는 결국 한국 엔진 업체에게 발주가 이어질 수밖에 없다. 중국 조선소들의 DF 엔진 소티지 현상은 이제 공공연한 사실이다. 국내 엔진 업체들의 수주규모 및 수주잔고 레벨과 가동률 확대, 점진적인 ASP 상승, 그리고 캐파 확장이 이를 방증하고 있다.

IMO의 환경규제와 노후선대
교체사이클이 맞물리면서
중/장기적으로 탱커와 벌크선도 교체
수요 확대될 전망

올해 4월 MEPC 83에서 GHG 감축 중기 조치안이 합의되어, 올해 가을에 열릴 MEPC 특별 회의에서 채택되고 '27년부터 발효될 예정이다. 점진적으로 강화되는 IMO의 환경규제와 더불어 글로벌 노후선대 비중 및 규모 더불어 DF 엔진 선대 비중 및 규모는 역대 최고 수준을 매일 같이 갱신하고 있다. 컨테이너선 중심의 DF 엔진 발주가 탱커 및 벌크선, 그리고 기타 선종까지 확대되는 것은 시간의 문제일 뿐이다.

선속을 낮추거나 탄소배출 감축을 위한 장비 설치로 환경규제 층족은 임시방편이며, 결국 중/장기적으로 글로벌 선주 및 선사들의 DF 엔진 발주 비중은 점진적으로 확대될 수밖에 없는 구조이다. 중국의 DF 엔진 수급 밸런스가 붕괴된 상황에서 국내 엔진 제작 업체들의 구조적인 성장은 지속될 수밖에 없다는 판단이다.

선박엔진 Top-Pick: HD 현대마린엔진

선박엔진 업체들에 대한 비중확대(Overweight) 의견을 제시한다. Q 와 P 성장의 속도가 가장 빠르고 폭이 클 것으로 예상되며 주가 상승여력 측면에서 매력도가 가장 높은 HD 현대마린엔진을 최선호주(Top-Pick)으로 제시한다.

구분		HD 현대마린엔진	HD 현대마린솔루션	한화엔진
매출액 (십억원)	2024	315.8	1745.5	1202.2
	2025E	435.1	2000.2	1435.8
	2026E	647.8	2317.8	1756.8
영업이익 (십억원)	2024	33.2	271.7	71.5
	2025E	54.6	343.3	109.5
	2026E	89.5	429.7	158.9
PBR	2024	2.7	9.4	3.9
	2025E	2.8	8.4	4.3
	2026E	2.3	7.2	3.4
PER	2024	10.9	31.7	24.0
	2025E	20.1	24.5	19.4
	2026E	13.0	19.7	16.3
ROE	2024	28.3	45.0	25.6
	2025E	14.7	34.8	19.5
	2026E	19.2	39.5	23.2
밸류에이션 방법	-	PBR	PER	PBR
'25년 추정 EPS	(원)	-	6,080	-
'26년 추정 EPS	(원)	-	7,588	-
'25년 추정 BPS	(원)	10,570	-	5,733
'26년 추정 BPS	(원)	12,813	-	7,237
Target Multiple	(배)	3.0	25.3	3.8
목표주가(Target Price)	(원)	43,000	192,000	32,000
현재주가 (2025-03-24)	(원)	27,850	140,700	23,600
상승여력	(%)	54.4	36.5	35.6
투자의견		매수(신규편입)	매수(신규편입)	매수

자료: Quantwise, SK 증권 추정

2. 선박엔진 산업&주요 플레이어

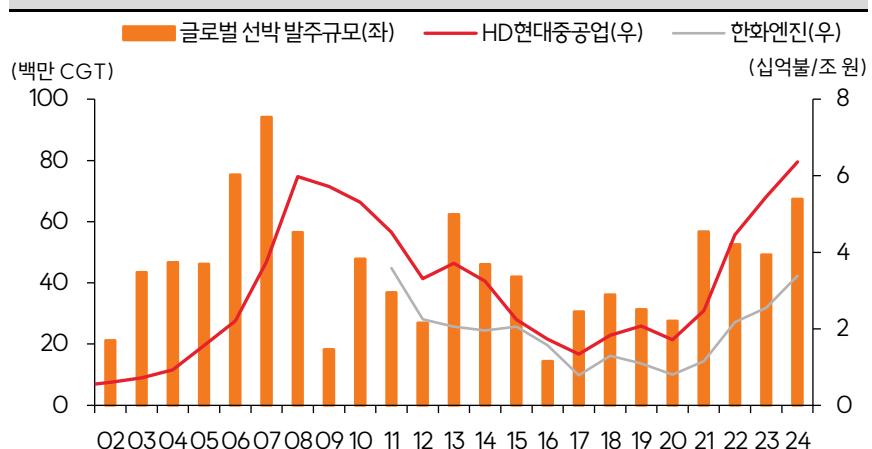
(1) 선박엔진 산업 및 특성

국내 선박엔진업체는 대표적으로 HD 현대중공업 내 엔진기계사업부와 한화엔진, 그리고 HD 현대마린엔진(구 STX 중공업) 등이 있다. 최근 5년 기준 글로벌 선박 엔진 시장에서 HD 현대중공업 엔진기계사업부는 약 35%, 한화엔진은 약 13%, HD 현대마린엔진은 약 2% 수준의 시장 점유율을 차지하고 있다.

모든 선종에 쓰이는 선박 엔진은 선박
발주 규모와 높은 상관관계

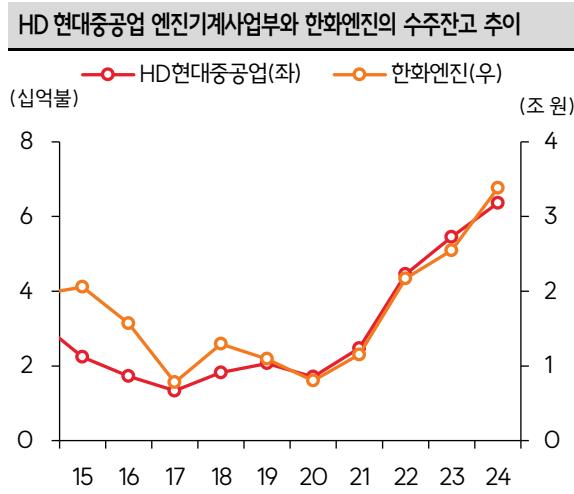
선박엔진은 선박의 심장이라고 할 수 있을 정도로 조선 기자재 중에서 가장 핵심 부품이다. 선종 구분 없이 모든 선박에 필수로 쓰이는 핵심기자재이기 때문에 선박엔진 산업은 글로벌 선박 발주와 높은 상관관계를 갖고 있으며, 이에 따라 글로벌 선박 발주규모와 국내 선박엔진 업체들의 수주규모는 매우 비슷한 방향성을 나타낸다. 선박 엔진 제조업체들의 수주잔고가 증가하면 후방 산업인 선박엔진에 들어가는 부품 제작 업체들의 수주잔고도 증가하는 구조다.

글로벌 선박 발주 규모 및 국내 주요 엔진 업체 수주잔고 추이

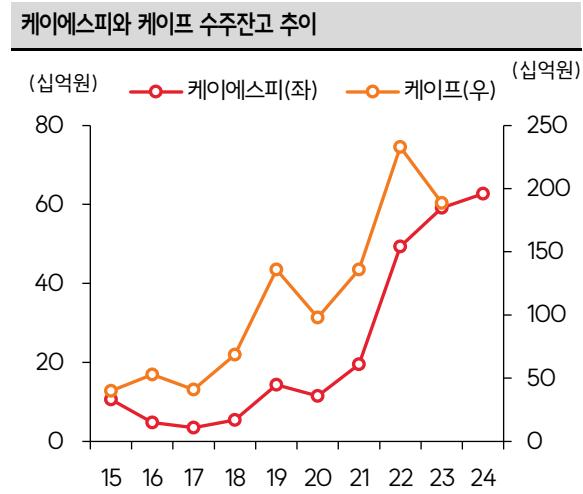


자료: Clarksons, 각 사, SK 증권

주: HD 현대중공업은 십억불 단위, 한화엔진은 조 원 단위



자료: 각 사, SK 증권



자료: 각 사, SK 증권

엔진 수주부터 납품까지 평균적으로 18개월 소요. 최근 소요 시간 늘어나는 추세

조선사들의 선박 수주 후 선박엔진 업체에게 발주하기까지 평균적으로 3 개월 이상의 리드타임이 소요된다. 엔진 계약 이후 선수금 입금이 완료되면 '설계-제관-가공-조립' 공정과 테스팅 베드를 포함한 시운전 단계를 거쳐 납품까지 평균적으로 약 18 개월이 소요된다. 이전까지는 엔진 수주부터 엔진 납품까지 평균적으로 18 개월정도 가 소요됐지만, 최근 들어 국내 조선사들의 수주잔고 레벨이 높아지며 인도예정 물량이 많아졌을 뿐만 아니라 DF 엔진의 테스팅 베드 및 공장 내 시운전 단계에서의 소요 시간이 늘어남에 따라 길게는 24 개월까지 늘어나는 추세다.

선박제작 및 엔진 탑재 프로세스

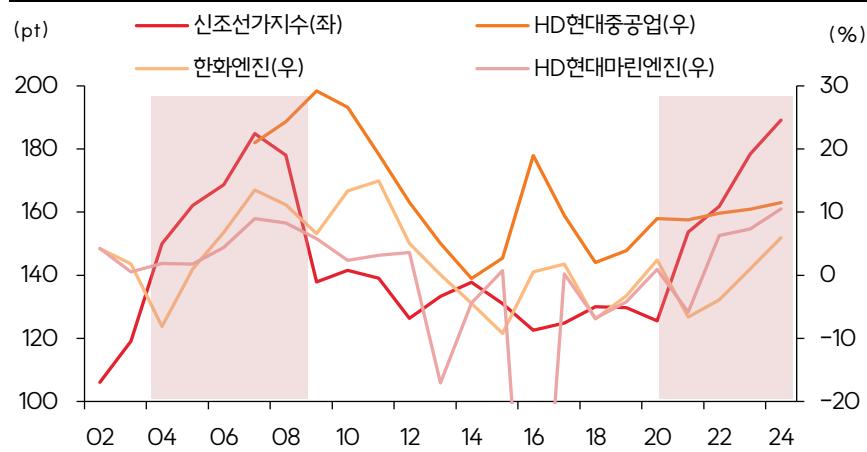


자료: 한화엔진, SK 증권

엔진은 선가의 약 10% 내외를 차지하며, 선가와 높은 상관관계

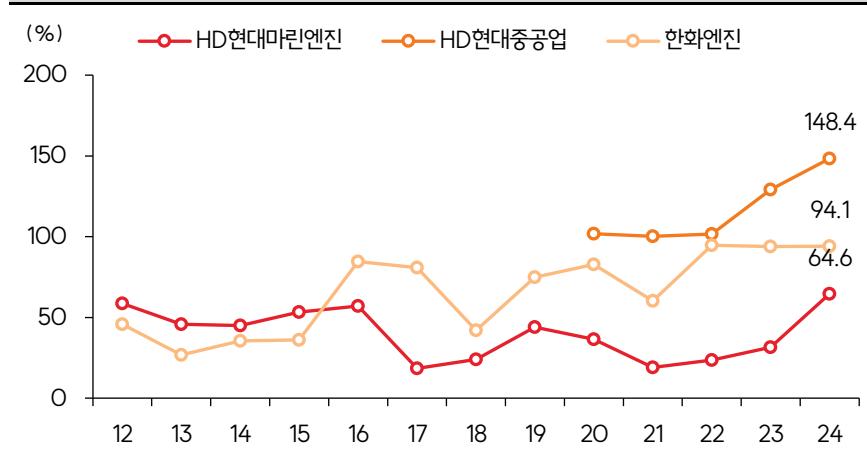
선박 엔진 가격은 평균적으로 선박 가격의 약 10%를 차지하기 때문에 선가에 연동되는 높은 상관관계를 나타낸다. 선박 발주 규모가 확대되는 상승사이클 구간에서는 선박 엔진 업체들의 가격 협상력이 높아지기 때문에 선가 상승 구간에 수주했던 물량이 납품되는 시점부터 선가 상승분이 이익에 반영되며 점진적인 실적 개선세가 나타난다. 가동률 또한 상승사이클 구간에서 상승하며, 하락사이클 구간에서는 낮은 상대적으로 낮은 수준을 보인다.

신조선가지수와 주요 엔진 업체들의 영업이익률 추이



자료: Clarksons, 각 사, SK 증권

주요 엔진 업체들의 가동률 추이



자료: 각 사, SK 증권

(2) 2 행정과 4 행정, 그리고 시장 주요 플레이어

선박 엔진: 2 행정 vs. 4 행정

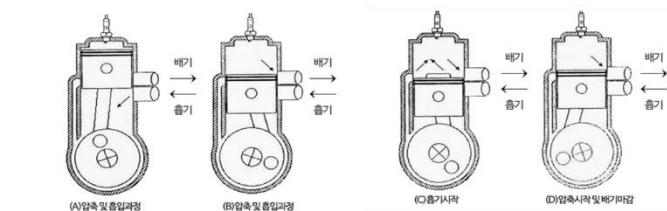
2 행정: 주로 대형선박의 주기엔진

4 행정: 대형 선박의 보기엔진 혹은
중소형 선박의 주기엔진

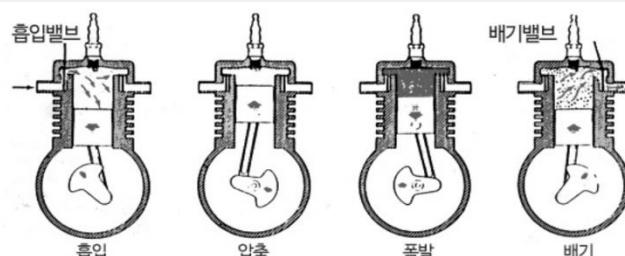
선박 주요 플레이어를 알기에 앞서 선박엔진이 2 행정과 4 행정으로 나뉜다는 점을 먼저 짚고 넘어가고자 한다. 선박엔진 산업은 **2 행정 선박 엔진(2-Stroke Engine)** 시장과 **4 행정 선박 엔진(4-Stroke Engine)**으로 구분할 수 있다. **2 행정 엔진**은 주로 대형 선박 메인 엔진으로 사용되며, 연료 효율 및 기술적인 문제 때문에 일반적으로 60~250RPM의 저속 엔진이 대부분을 차지한다. **4 행정 선박 엔진**은 주로 대형 선박에서 전력을 공급하는 보조 엔진 혹은 중형 선박에서의 메인&보조 엔진으로 쓰이거나, Feeder, 페리, 여객선, 소형 화물선 등과 같은 소형 선박의 메인&보조 엔진으로도 사용되기도 한다.

2 행정은 크랭크축이 1 회전할 때 압축, 폭발, 배기, 흡기 및 소기과정을 피스톤의 2 행정으로 1 사이클이 완료된다. 이에 반해 4 행정은 1 사이클을 완료하는데 흡입, 압축, 폭발, 배기의 각 과정이 완전히 구분이 되며, 크랭크축이 2 회전하는 동안 1 사이클이 완료된다.

2 행정과 4 행정 엔진 사이클



2행정 사이클



4행정 사이클

자료: SK 증권

2행정과 4행정 엔진 비교

구분	2행정(2-Stroke) 엔진	4행정(4-Stroke) 엔진
작동원리	한 사이클(2행정)에서 1회 폭발	한 사이클(4행정)에서 1회 폭발
구조	구조 단순, 대형 피스톤 크랭크축 회전 1회당 폭발 1회 발생	구조 복잡, 작은 피스톤 크랭크축 회전 2회당 폭발 1회 발생
회전 속도	저속	중속&고속
출력	초대형 선박용 고출력 엔진	중소형 선박 및 보조 엔진
연료 효율	높음	낮음
유지보수	상대적으로 낮음(장기 운항 가능)	상대적으로 높음
사용 용도	대형 선박의 추진용 메인 엔진	중소형 선박의 메인&보조 엔진 및 대형 선박의 보조 엔진

자료: SK 증권

선박 엔진 산업에서 라이센서(Licensor)와 라이센시(Licensee)를 구분하는 것은 중요하다. 선박 엔진 제조 및 원천 기술에 대한 라이센스를 보유한 기업을 일반적으로 '라이센서(Licensor)'라고 부르며, 라이센스를 제공받아 OEM 형태로 생산하는 기업을 '라이센시(Licensee)'라고 한다.

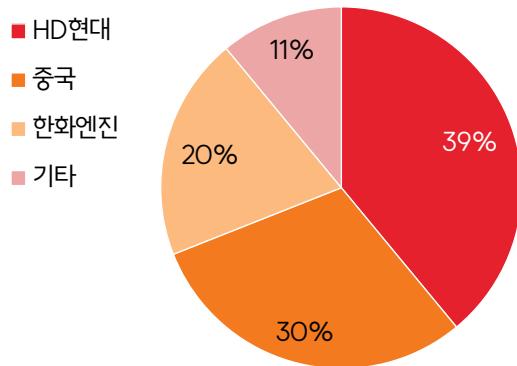
국내 라이센서:
한화엔진, HD 현대마린엔진,
HD 현대중공업(2행정)

국내 라이센시:
HD 현대중공업- 힘센(HiMSEN)
4행정 엔진

한화엔진, 그리고 HD 현대마린엔진 등 국내 엔진제조사들은 라이센서로, MAN E&S 와 WinGD 와 같은 라이센서들과 기술제휴 계약을 맺고 선박 엔진을 생산하고 있다. HD 현대중공업 엔진기계사업부의 경우 2행정은 MAN E&S 와 계약을 맺고 제조를 하는 라이센시 역할을 하지만, 독자개발한 4행정 라이센스인 '힘센(HiMSEN)'을 통해 라이센서 역할도 하고 있다.

글로벌 선박엔진 업체들은 전략적인 이유로 생산 캐피탈 공개를 하지 않는 곳이 다수 존재하기 때문에 정확한 시장 점유율 추정은 어렵다. 엔진 생산 규모 기준으로 HD 현대가 공개한 2023년 글로벌 2행정 이중연료(DF) 엔진 시장은 HD 현대가 39%, 중국이 30%, 한화엔진이 20%, 기타가 11%를 차지하고 있다. 4행정 이중연료(DF) 엔진 시장은 HD 현대가 51%, 바르질라가 40%, MAN E&S 가 6%, 기타가 3%를 차지하고 있다.

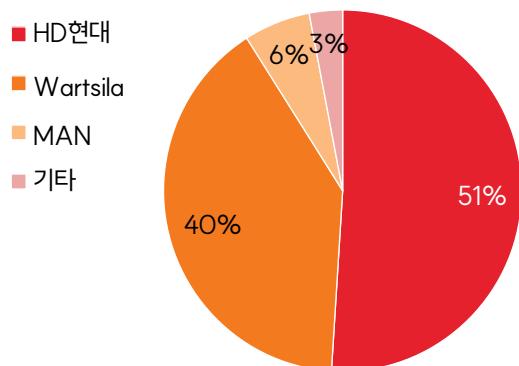
2행정(2-Stroke) 이중연료(Dual Fuel) 엔진 시장 점유율



자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

주: 엔진 제조 기준 (라이센스로 구분하지 않음)

4행정(4-Stroke) 이중연료(Dual Fuel) 엔진 시장 점유율



자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

주: 엔진 제조 기준 (라이센스로 구분하지 않음)

2 행정(2-Stroke) 저속엔진 시장은 MAN E&S 와 WinGD 가 양분하고 있으며, MAN E&S 가 약 80%, WinGD 가 약 20% 비중을 차지한다.

[MAN Energy & Solutions]

글로벌 2행정 선박엔진 1위 라이센서:

MAN E&S

독일에 본사를 둔 글로벌 선박 엔진 제조 기술을 보유한 업체 중 하나로, 대형 2 행정 및 4행정 디젤/가스 엔진, 터보 기계, 발전 시스템 등을 설계·개발하며, 특히 2행정 저속엔진 시장에서 라이센스 기준으로 약 80% 이상의 압도적인 점유율을 차지하고 있다. 2 행정 저속 엔진의 경우 ME-C, ME-GI, ME-GIE, ME-LGIM, ME-LGIP 등의 독자적인 라이센스를 가지고 있으며, 자체 제작 보다는 HD 현대중공업, 한화오션, HD 현대마린엔진 등의 엔진 업체가 제작하는 라이센스 형태 사업을 영위하고 있다.

2행정과 4행정 엔진 사이클

사진	모델	엔진속도(RPM)	출력(kW, L1기준)	추진연료
	MAN B&W ME-C	56~167	4,350~82,440	벙커 C유, 경유, 디젤
	MAN B&W ME-GI	56~167	4,350~82,440	LNG DF
	MAN B&W ME-GIE	62~127	8,600~29,120	에탄 DF
	MAN B&W ME-LGIM	58~117	6,950~82,440	메탄올 DF
	MAN B&W ME-LGIP	62~105	8,600~22,720	LPG DF

자료: HD 현대중공업, SK 증권

[WinGD: Winterthur Gas&Diesel Ltd.]

글로벌 2행정 선박엔진 2위 라이센서:
WinGD

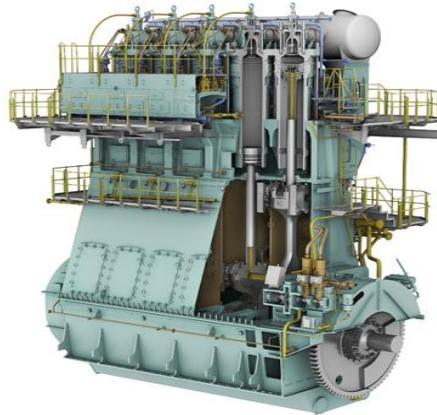
WinGD 는 스위스에 본사를 두고 있으며, 중국선박공업집단(CSSC)의 100% 완전 자회사이다. 과거 2015년에 바르질라의 2행정 엔진사업 부문을 CSSC가 인수했으며, CSSC가 70%, 바르질라가 30%의 지분 구조로 탄생했다. 이후 2016년에 바르질라가 보유했던 30% 지분을 매각하여 CSSC의 완전 자회사가 되면서 2행정 엔진은 바르질라 사업에서 완전히 제외됐다. WinGD 는 2행정 저속엔진 설계 및 라이센스 사업을 영위하고 있으며, 직접 엔진 생산을 하지 않고 주요 글로벌 엔진 제작 업체들에게 라이센스를 부여하는 방식의 사업을 운영 중이다. 2행정 저속엔진 시장에서 MAN E&S 의 점유율이 약 80%로 압도적이기 때문에 나머지 20% 정도의 상대적으로 낮은 점유율을 차지하고 있으나, 2행정 저속엔진 시장에서 MAN E&S 의 유일한 경쟁업체이며, 친환경 연료 엔진 분야에서 강하게 성장하고 있는 중이다.

2015년 CSSC와 바르질라가 합작하여 탄생한 WinGD



자료: WinGD, SK 증권

WinGD의 2행정 DF 엔진



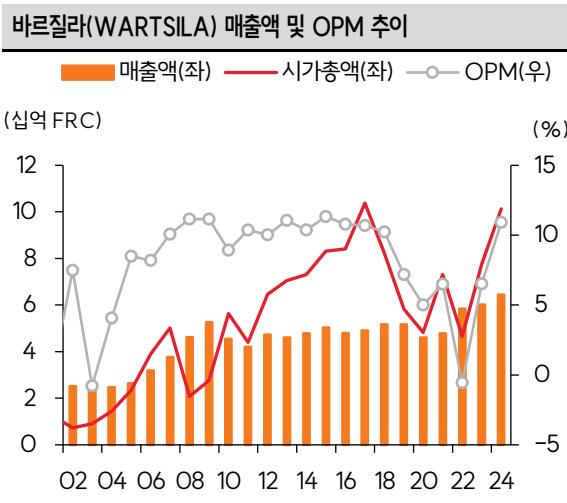
자료: WinGD, SK 증권

4행정 엔진 시장은 2행정 엔진 시장 보다 훨씬 치열하다. 글로벌 4행정 엔진 라이센스를 보유하고 있는 곳은 HD 현대중공업(HiMSEN) 뿐만 아니라. MAN E&S, 바르질라, 캐터필러, MTU, Yanmar, Daihatsu Diesel 등이 있다. 또한 중국의 HMM(Hudong Heavy Machinery)과 Zichai Power, CSE, SMDERI 등이 있으나 아직 글로벌 선주들 보다는 주로 중국 자국 선주들이 발주하는 것으로 알려져 있다.

글로벌 4행정 선박엔진 1위 라이센서:
바르질라(WARTSILA)

[WARTSILA(바르질라)]

바르질라는 핀란드에 본사를 둔 글로벌 선박 엔진 및 에너지 솔루션 기업으로, 140~500mm 보어 사이즈의 4행정 중속 선박엔진 시장에서 글로벌 1위에 위치하고 있다. 특히 바르질라의 Wartsila 31DF는 세계에서 가장 높은 연료 효율을 기록한 4행정 엔진으로 유명하며, LNG·암모니아·메탄올 등 친환경 연료 기술에서 가장 앞서고 있다는 평가를 받는다. 과거에는 2행정 저속 엔진 개발 사업부를 보유하고 있었으나, 2015년에 중국 국영 조선사인 중국선박공업집단(CSSC)에 매각했다.



자료: Bloomberg, SK 증권

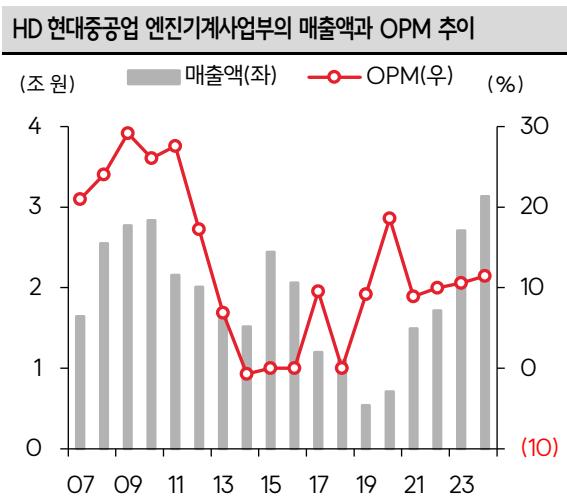


자료: Wartsila, SK 증권

[HD 현대중공업]

4 행정(히센) 라이센서와 2 행정
라이센서 역할을 모두 담당하는
HD 현대중공업 엔진기계사업부

HD 현대중공업은 HiMSEN 엔진을 자체 개발하여 4 행정 중형 엔진 시장에서 라이센서(Licensor)로서의 역할도 수행하지만, MAN E&S 와 WinGD로부터 대형 2 행정 엔진에 대한 라이센스를 받아 해당 엔진도 생산하는 라이센시(Licensee) 역할도 같이 수행하고 있다. 따라서 거의 모든 보어 사이즈의 2 행정과 4 행정 선박엔진 제조가 가능하며, 이에 더해 독자적인 HiMSEN 라이센스를 바탕으로 보다 높은 협상력을 가져갈 수 있다.



자료: HD 현대중공업, SK 증권



자료: HD 현대중공업, SK 증권

3. 친환경 및 노후선대 교체 사이클

(1) IMO 의 환경규제가 일으킨 친환경 교체 사이클

IMO 환경규제:

국제 해상운송에서 발생하는 온실가스
감축을 위한 규제

국제해사기구(IMO, International Maritime Organization)는 UN 산하의 국제 해상에서 안전·보안·선박으로부터의 해양오염 방지를 책임지는 전문기구다. 2020년 1월 1일부터 선박연료유의 황 함유량 상한선을 3.5%에서 0.5%로 대폭 낮추는 규제인 'IMO2020'을 시행했으며, 기후변화에 대응하기 위한 유엔기후변화협약(UNFCCC)에 부응하여 선박에서 배출되는 온실가스 감축을 위한 중/장기 로드맵을 구체화하기 시작했다. 이에 따라 지난 2021년 6월, 제76차 MEPC 회의에서 국제 해운의 탄소집약도를 줄이기 위한 의무적인 목표 기반 기술 및 운영 조치에 관한 MARPOL Annex VI의 수정안이 포함된 결의안 'MEPC.328'을 채택했으며, 이에 관한 조치로 2023년 1월 1일부터 기준 선박에 대한 에너지효율지수(EEXI)와 탄소집약지수(CII)를 측정하기 시작했다.

선박에너지효율지수(EEXI):

사전적으로 선박 운송의 CO2
배출량을 규제

EEXI(Energy Efficiency Existing ship Index): 선박에너지효율지수(EEXI)란 1톤의 화물을 운송하는데 배출되는 이산화탄소량을 선박의 제원을 활용하여 사전적으로 계산 및 지수화한 값이다. 400 톤 이상의 선박은 2023년 1월 1일 이후 도래하는 첫 번째 검사일까지 EEXI 규제 충족 여부를 검증받고, 규제 기준 충족 시 국제에너지효율증서(IEEC)를 발급받아 선내에 비치해야만 운항이 가능하다. 만약 EEXI 규제를 충족하지 못할 시 에너지효율을 높여 규제기준을 충족시킨 후 IEEC를 다시 발급받아야 한다. EEXI로 인해 모든 선박들은 1999년부터 2009년 사이 건조된 선박들의 평균 탄소배출량 보다 20% 이상을 감축해야 한다.

탄소집약지수(CII):

사후적으로 선박 운송의 CO2
배출량을 규제

CII(Carbon Intensity Indicator): 탄소집약지수(CII)란 1톤의 화물을 1해리 운송하는데 배출되는 이산화탄소량을 선박의 실제 운항정보를 활용하여 사후적으로 계산 및 지수화한 값이다. 5,000 톤 이상 선박의 실제 연간 연료소모량 및 운항거리를 기반으로 선박 효율성을 계산하고, 해당 기간의 선박에 요구되는 CII 허용값 대비 CII 달성을 정도에 따라 A부터 E까지 총 5 단계의 등급을 부여한다. 3년 연속 D 등급 혹은 1년 이상 E 등급이 부여된 선박은 에너지효율 개선계획(SEEMP)을 수립하

고 IMO에게 제출해 CII 등급을 향상시키기 위한 구체적인 조치에 대해 타당성 승인을 받아야 한다. 점진적으로 강화되고 있는 IMO 환경규제 속에서 해당 선박들은 운항이 제한되거나 항만 입항 시 불이익을 받게 될 것으로 예상된다. CII 감축율은 2023년 5%를 기준으로 2026년까지 매년 2%pt씩 상승하며, 그 이후 감축율은 올해 4월에 예정된 MEPC 83에서 결정될 예정이다.

EEXI와 CII 같은 IMO의 계속되는 환경규제에도 불구하고 컨테이너선을 제외한 탱커와 벌크선 같이 선대 규모가 큰 선종에서 친환경 선박으로의 교체 발주가 폭발적으로 나오지 않고 있는 이유는 1) 2013년 'Phase 0'으로 시작된 에너지효율설계지수(EEDI)로 인해 어느정도 선사들의 준비가 되어 있었으며, 2) IMO 환경규제를 충족 못할 시 부과되는 패널티에 대한 명확한 가이드라인이 아직 없기 때문에 선사들이 적극적인 대응을 하지 않았었다. 또한 3) 선사들은 노후선대의 엔진출력제한을 통한 저속운항으로 환경규제에 대응이 가능했기 때문에 실질적인 친환경 선박 교체 발주로 이어지지는 않았다.

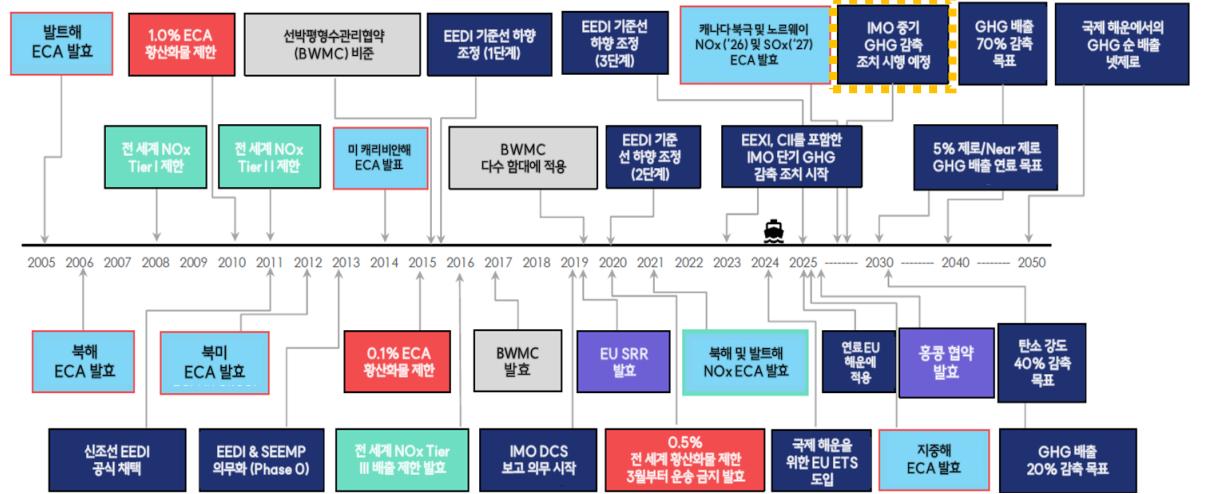
GHG 중기 감축 규제가 합의될
MEPC83을 주목

규제 강도에 따라 벌크선과 탱커의
교체수요를 일으킬 트리거로 작용할 것

이러한 더딘 움직임 속에서 최근 IMO 회담에서 대다수의 회원국들은 선박 탄소 및 GHG 규제 추가 강화 필요성에 대해 합의했다. 하지만 동시에 온실가스 감축 중/장기 전략에 필요한 주요 요소들의 명확한 합의가 이뤄지지 않은 점에 대해서도 동의했다. 따라서 올해 4월에 개최 예정인 MEPC83을 주목해야 한다. MEPC83에서 중기 GHG 감축 규제가 승인되어 올해 가을에 열릴 MEPC 특별 회의에서 채택되고, '27년부터 해당 규제안이 발효될 예정이다. 또한 선박 온실가스 부과금 제도 및 MARPOL 개정안에 대해 보다 구체적인 사항들의 조정과 함께 환경 규제 강도 및 조치에 대해 보다 명확한 합의점이 도출될 것으로 기대한다. 높은 강도의 규제안이 채택될 시, 컨테이너선 뿐만 아니라 벌크와 탱커 또한 노후선대 교체 및 친환경 선박 발주 수요 상승으로 이어질 것이다.

따라서 저속운항을 통한 환경규제 총족은 더 이상 어려울 것으로 예상되며, 현존선의 유지가 아닌 추가적인 선박 투입 혹은 친환경 선박으로의 교체 수요가 증가할 것으로 예상한다. 현재 수주잔고 중 친환경 선박의 비중을 고려해도 벌크선, 탱커, 컨테이너선 선종 위주의 친환경 선박 교체 발주는 꾸준하게 나올 것으로 전망한다.

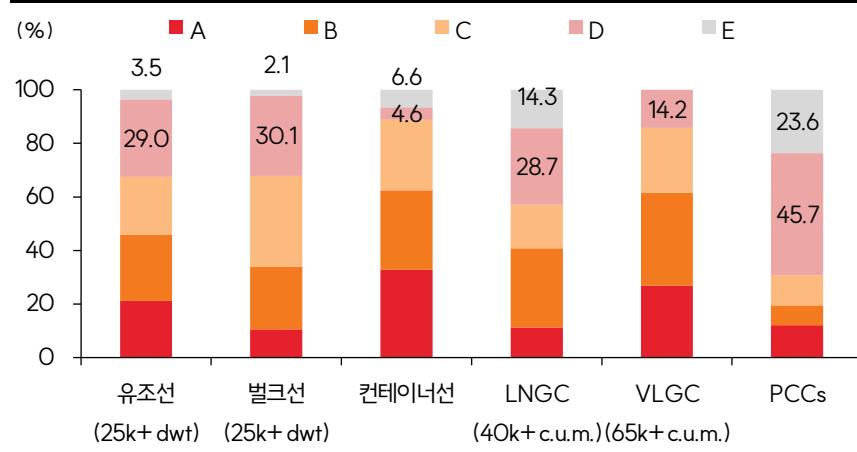
IMO(국제해사기구)와 EU의 환경규제 로드맵



자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 선대 중 '25년에 D와 E 등급에 해당되는 선박 비중을 선종별로 나눠보자면, 탱커가 32.5%, 벌크선이 32.2%, 컨테이너선이 11.2%, LNGC 가 42.9%, VLGC 가 14.2%, PCC 가 69.3%이다. 해당 선박들에 대한 개선 조치가 이뤄지지 않을 경우, '26년에는 탱커의 36%, 벌크선의 41%, 컨테이너선의 12%, LNGC의 45%, VLGC의 18%, PCC의 76%가 D와 E 등급에 해당될 것으로 전망된다.

글로벌 선대의 2025년 예상 CII 등급별 비중



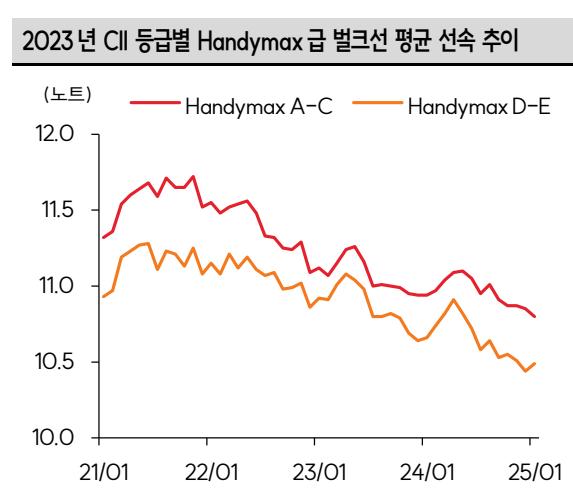
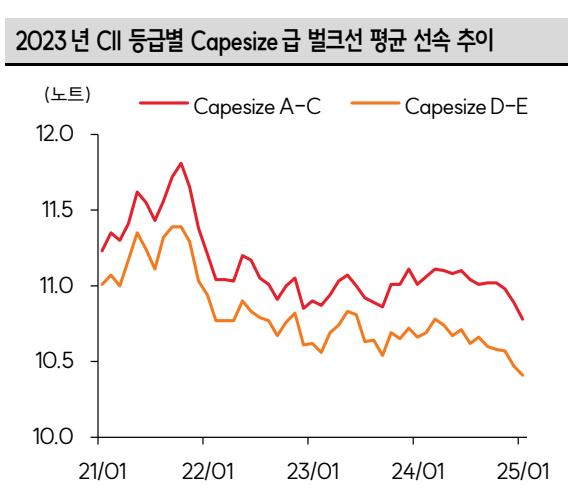
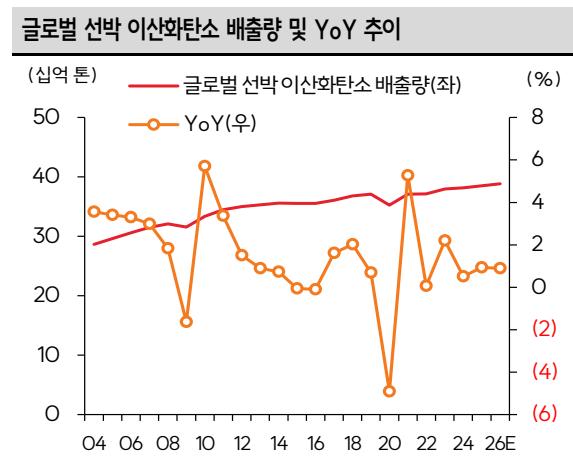
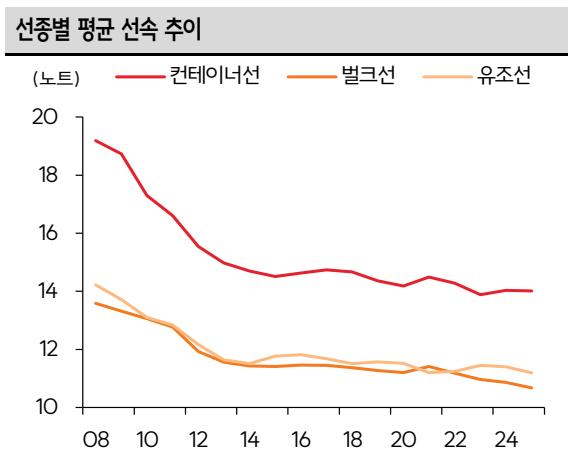
자료: Clarksons, SK 증권

선주 및 선사들은 선대의 CII 등급 개선을 위해 아래와 같은 단기/중기/장기 조치 전략을 선택할 수 있다.

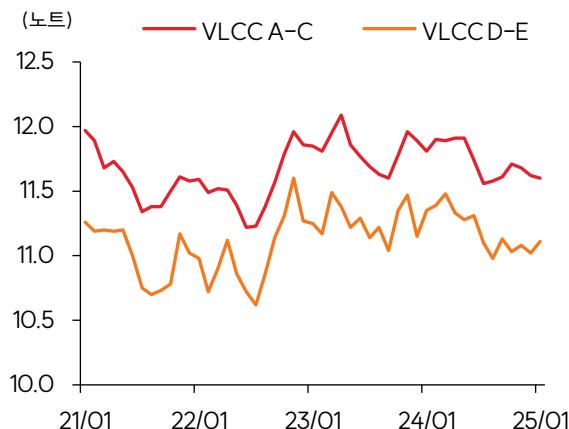
1) 운항 최적화: 단기 조치

선속을 낮추는 단기 조치를 통한
이산화탄소 감축 여력은 제한적

선속 감속, 항로 최적화, 항구대기 시간 최소화 등의 단기 혹은 임시적 조치를 통해 선박들의 온실가스 배출량을 감축할 수 있다. 하지만 이는 말그대로 단기적 조치일 뿐 약 25~30년 동안 운영하는 선박들에게 있어 강화되는 IMO의 환경규제를 충족하기에는 임시방편일 뿐이다. 실제로 글로벌 선종별 평균 선속 추이를 살펴보면 점진적으로 선속을 낮춰가면서 탄소배출 절감을 해왔으나 역사적 최저치를 기록하고 있으며, 선속을 낮추면 결국 선대 공급을 감소시키는 요인으로 작용하기 때문에 더 이상 운항 감속을 통한 탄소배출을 절감할 수 있는 여력은 제한적이다.

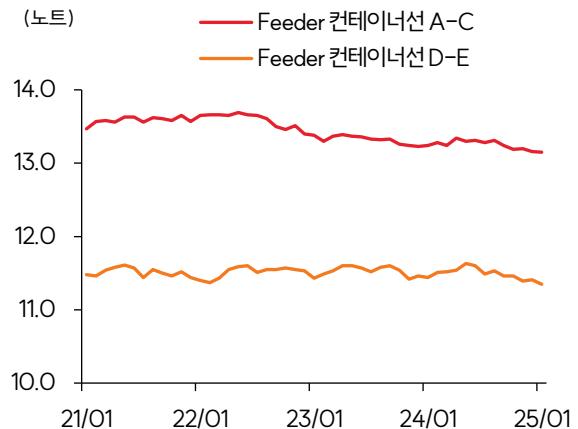


2023년 CII 등급별 VLCC급 탱커 평균 선속 추이



자료: Clarksons, SK 증권

2023년 CII 등급별 Feeder급 컨테이너선 평균 선속 추이



자료: Clarksons, SK 증권

2) 연료 저감 기술 적용: 중기 조치

연료 저감 기술 적용은 중기 조치로, 타겟은 CII C 등급 선박들로 제한

ALS(공기운활시스템), WHRS(폐열 회수 시스템), 고효율 프로펠러 장착, 엔진 개조, 저항 감소 코팅 등 기존 선박에 비교적 빠르게 적용시킬 수 있으며, 일정 수준의 연료 효율 향상을 가져올 수 있지만 연료 자체를 친환경 연료로 전환하는 근본적인 해결책은 아니므로 중기적 조치에 해당한다. 기존 선박에 적용 가능한 연료 절감 기술은 선박의 개조 기간 내(약 5~10년) 적용될 수 있는 기술이기 때문에 CII C 등급에 해당하는 일부 선종과 선령에 따라 2030년까지의 규제 목표에 대응할 수 있는 현실적인 방법이 될 수도 있으나, '15년을 초과하는 노후선박에는 이러한 개조보다는 친환경 추진 연료 엔진을 장착한 신조 발주가 선주 및 선사 입장에서는 실질적인 수요로 다가올 수밖에 없다. 조선소 입장에서도 마찬가지다. 여유가 있는 수리조선소 확보를 통해 개조사업을 진행하고 있지만, 조선업 상승사이클 구간에서 개조 보다는 신조를 통한 성장 니즈가 더 클 것이며, 이에 따라 개조가 필요한 모든 선박에 대응할 수 있는 수리조선소 캐파가 부족할 수 있는 문제점도 존재한다.

3) 추진연료 전환을 통한 개선: 장기 조치

선박 탄소배출 감축의 근본적인
해결책은 추진연료 전환 뿐

근본적인 조치는 결국 추진연료 전환을 통한 개선일 수밖에 없다. IMO의 환경규제로 인해 선주들은 탄소 배출 감축을 위해 좀 더 높은 사양의 선박 엔진을 선택할 수밖에 없게 됐으며, 기술적으로 검증이 된 엔진 제작업체들을 더 선호할 수밖에 없다. 이러한 움직임은 선주 및 선사 뿐만 아니라, 엔진 라이센서에게도 찾을 수 있다.

2 행정 저속엔진 시장의 압도적 1위인 MAN E&S의 경우, 작년 10월 MAN B&W ME-GA 생산을 중단하기로 발표했다. 대부분의 LNG 운반선의 주기엔진으로 쓰이는 ME-GA와 ME-GI가 있는데, 이 둘의 차이는 연료 분사 압력의 차이다.

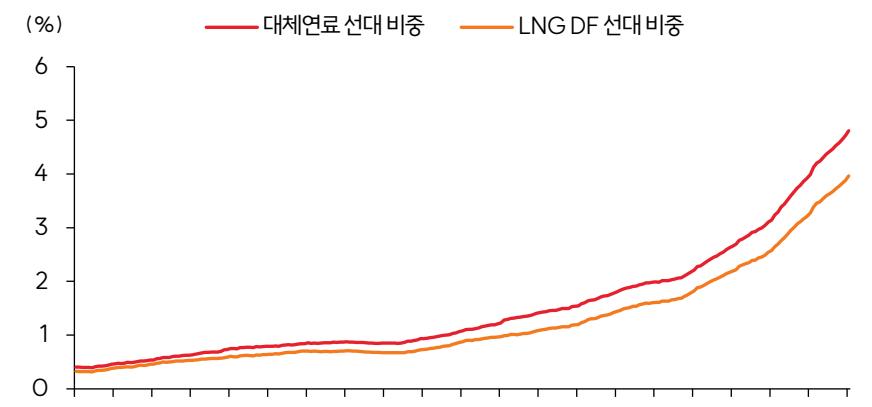
ME-GA는 약 5~13 bar 정도의 저압 분사 방식을 사용하는 반면, ME-GI는 300 bar 이상의 고압 분사 방식을 사용한다. 이 때 ME-GA는 별도 압축 없이 화물창에서 기화되는 BOG(Boil Off Gas)를 직접 사용 가능하지만, ME-GI의 경우 고압으로 압축해서 재사용해야 하기 때문에 이를 위한 별도의 고압 연료 공급 시스템(Hi-PSFGS)가 필요하다. 반면에 ME-GA는 저압 연소 방식을 사용하기 때문에 상대적으로 NOx 배출이 적어 SCR 없이 EGR 장치만으로도 IMO의 Tier-III 기준을 충족하는 경우가 많다. 따라서 ME-GI가 ME-GA 대비 높은 CAPEX가 발생하는데, 그럼에도 불구하고 MAN E&S는 ME-GA 생산을 중단한 것이다.

IMO와 EU 모두 점진적으로 해운업에 대한 환경규제를 강화시키는 중

결국 핵심 원인은 환경규제다. 조선소에게 선박 엔진을 인도하기 위해 선급 검사 및 승인을 받기 전 FAT(Factory Acceptance Test) 단계에서 메탄슬립에 대한 IMO의 환경규제가 '27년부터 적용될 것으로 예상되기 때문이며, EU-ETS는 이미 '26년부터 메탄슬립에 대한 규제를 적용하기로 예정되어 있다. ME-GA는 저압 연소 방식을 사용하기 때문에 완전 연소되지 않은 메탄이 배기가스에 그대로 배출되는 메탄슬립 현상이 발생한다. 메탄(CH4)는 이산화탄소(CO2) 대비 온실효과가 약 28배 더 강하기 때문에 IMO와 EU ETS의 환경 규제를 충족하기 어려워질 가능성이 매우 크다.

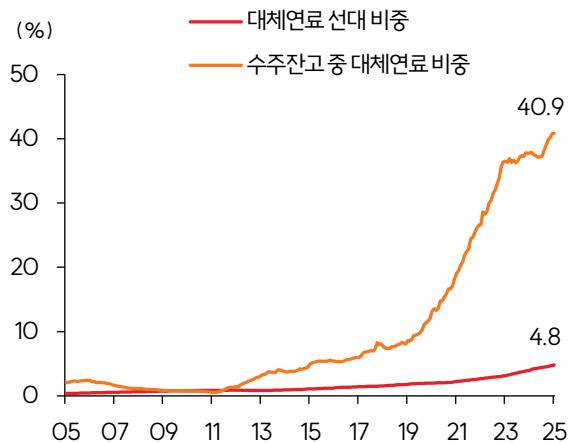
이렇듯 글로벌 친환경 선박 교체 수요는 점진적으로 확대될 수밖에 없는 구조이며, 실제 글로벌 DF 엔진 발주 규모 또한 계속해서 증가하는 중이다. '05년에 단 0.4%에 불과했던 대체연료 선대 비중은 '25년 1월 기준으로 약 4.8%까지 확대됐다. 현재 글로벌 수주잔고 중 대체연료 선대 비중은 40.9%에 달하며 이 중 LNG DF 비중만 해도 27.9%를 차지한다.

글로벌 선대 중 대체연료 선대 비중 및 LNG DF 선대 비중 추이



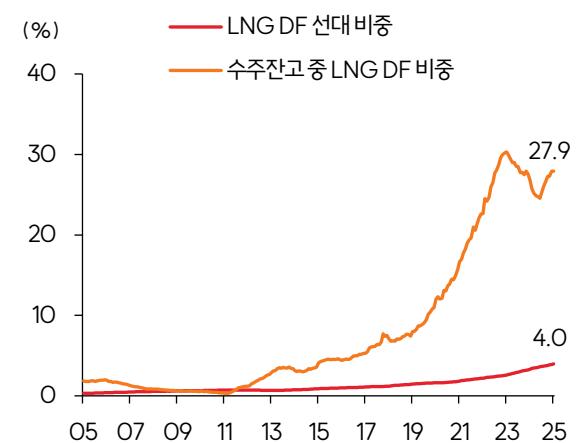
자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 대체연료 선대 및 수주잔고 중 대체연료 선박 비중



자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 LNG DF 선대 및 수주잔고 중 LNG DF 선박 비중

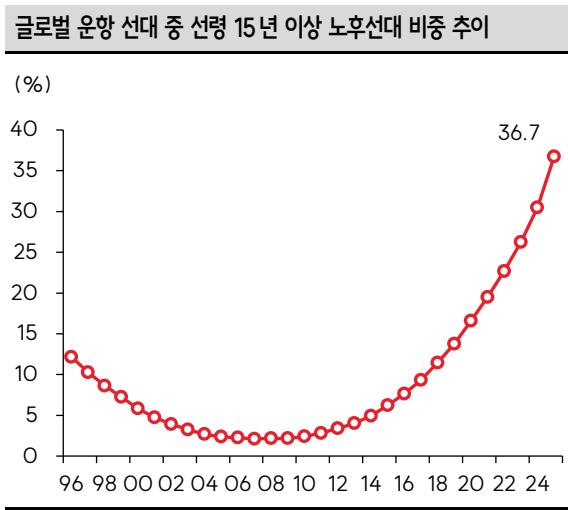


자료: Clarksons, SK 증권

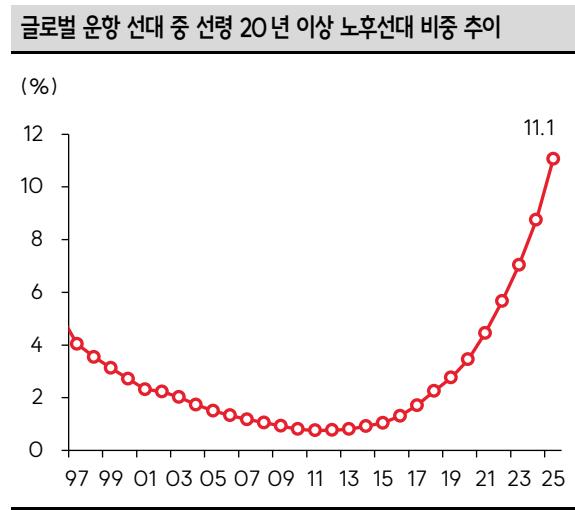
(2) 환경규제와 맞물리는 노후선대 교체 사이클

글로벌 노후선대 비중은 역대 최고치를 기록하는 중

친환경 규제 사이클과 맞물려서 글로벌 노후선대 교체 수요 또한 점진적으로 증가하는 중이다. 2025년 2월 기준 운항 가능한 선대 중 선박 연령이 15년 이상 된 노후 선박의 비중은 약 36.7%, 20년 이상 된 노후선박의 비중은 11.1%로 역대 가장 높은 상황이다. 선종별로 15년 이상의 노후선대 비중을 살펴보면 텡커(38.6%)와 컨테이너(37.8%), 그리고 LPG운반선(29.7%), LNG운반선(29.3%), 벌커(22.9%) 순으로 높은 비중을 차지하고 있다.



자료: Clarksons, SK 증권



자료: Clarksons, SK 증권

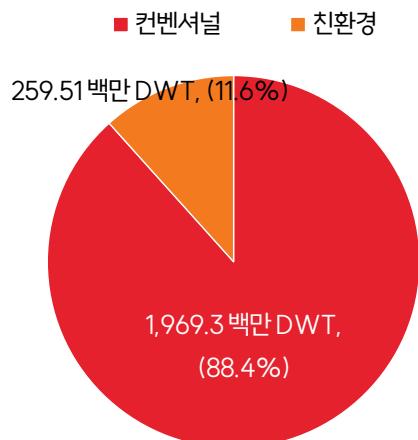
선종별 노후선대 대비 수주잔고 비중을 살펴보면, 텡커는 약 33.1% 비중으로 가장 낮은 수치를 보이고 있다. 따라서 현재 수주잔고 규모로는 텡커 노후선대 교체가 충분하지 않은 상황이다. 벌크선의 경우 55.8%로 역시 노후선대 교체를 위한 수주잔고 규모가 충분하지 않은 상황이다. 하지만 친환경 선박으로의 교체가 가장 활발히 이루어지고 있는 선종인 컨테이너의 경우 현재 수주잔고에 쌓여 있는 규모만으로도 노후선대의 약 80.2%가 교체 가능하다.

현재 컨테이너선 중심의 빠른 친환경 선박 발주 이어지고 있으나, '25년 2월 기준 글로벌 선대의 11.6%, 수주잔고의 65.1%가 대체연료 추진 선박이다. 현재 수주잔고에 있는 선박이 모두 인도된다고 가정하더라도 글로벌 선대 중 친환경 선대 비중은 약 13%에 불과하다. 결국 잔여 87%에 해당하는 선대가 모두 교체 수요가 될 수밖에 없다.

IMO 환경규제와 맞물린 노후선대 교체수요는 결국 선박 발주 → 선박 엔진 수주로 이어질 수 밖에 없는 시간 문제

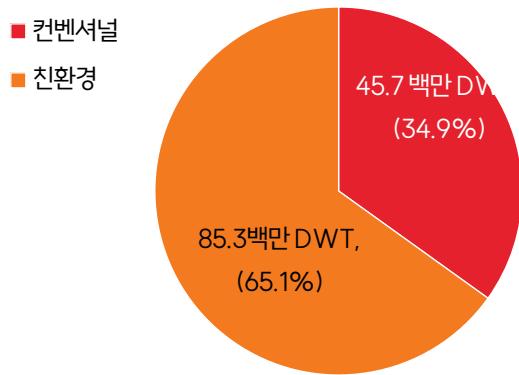
무엇보다 현재 노후화 선대는 친환경 연료 추진 선박의 비중이 매우 낮기 때문에 글로벌 선주 및 선사들의 IMO 의 환경규제 충족과 동시에 노후선대 교체 수요는 점진적으로 확대될 전망이며, 이에 따라 25~30년 주기의 선대 교체 사이클은 좀 더 앞당겨 질 수밖에 없다는 판단이다. 잠재적인 대규모 선박 발주 트리거는 항상 존재한다는 뜻이다.

글로벌 선대 중 컨벤셔널과 대체연료 선박 규모 및 비중



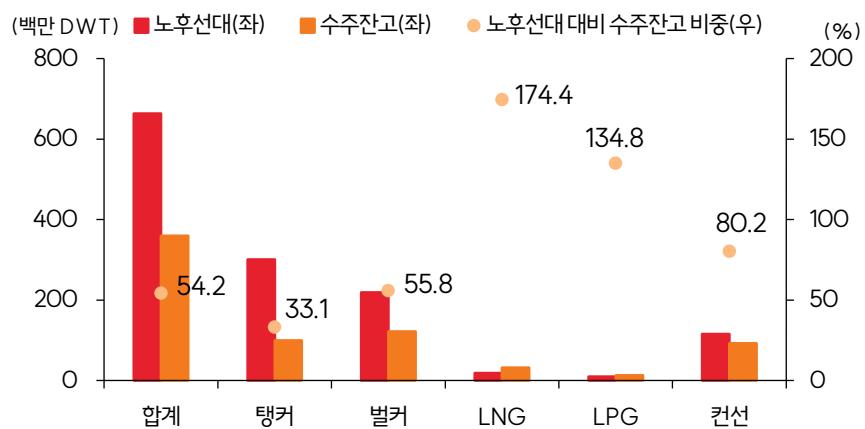
자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 수주잔고 중 컨벤셔널과 대체연료 선박 규모 및 비중



자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 선종별 노후선대 대비 수주잔고 비중 비교

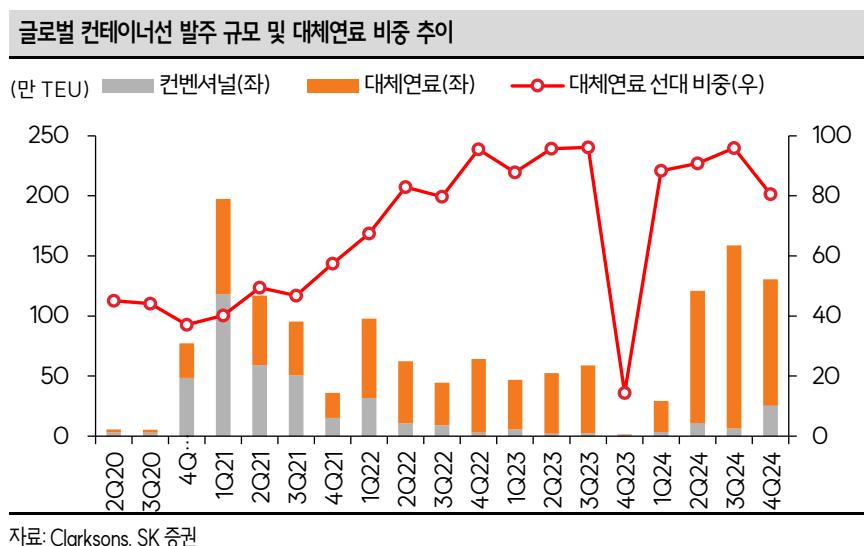
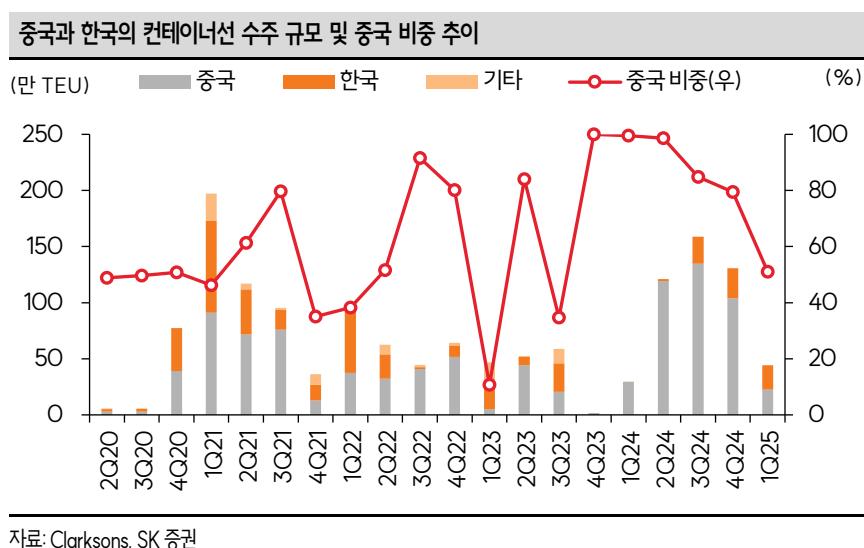


자료: Clarksons, SK 증권

4. 선박엔진 업체들의 성장 지속 가능성

(1) 중국 조선소의 DF 엔진 수급 불균형 발생

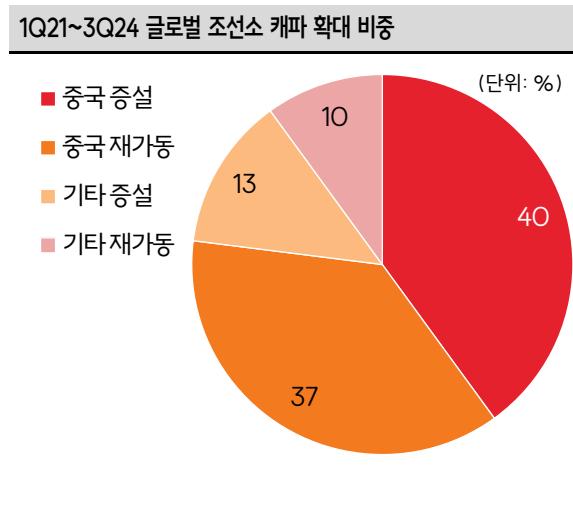
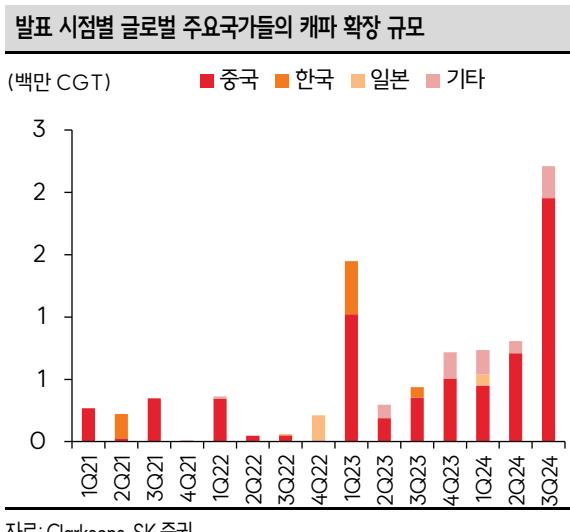
글로벌 컨테이너선 발주 규모 추이를 보면 글로벌 병목현상 구간부터 DF 선박 발주가 급격하게 늘어났으며, 이에 따라 DF 엔진 발주 또한 증가해왔다. 특히 중국 국영과 민영 조선사들의 공격적인 캐파 확장이 있었고, 늘어난 '27~'28년 인도 슬롯을 기반으로 작년까지 이어진 DF 엔진 선박 컨테이너선 발주를 독식할 수 있었다.



1Q21 부터 3Q24 까지 발표된 글로벌 조선사들의 캐파 확대 규모는 총 820 만 CGT로, 이 중 재가동은 390 만 CGT, 신규 증설은 440 만 CGT다. 이 중 중국이 약 77%(630 만 CGT)를 차지하며 글로벌 조선소 캐파 증설의 대부분을 차지한다. 중국의 신규 증설 규모는 약 340 만 CGT, 재가동 규모는 약 290 만 CGT로 추정되는데, 이는 한국의 최대 선박 인도 규모인 '11년 1,630 만 CGT 의 약 39%에 해당되는 규모다.

작년까지 중국 조선사들은 공격적인 캐파확장을 바탕으로 글로벌 컨선 싹쓸이 수주

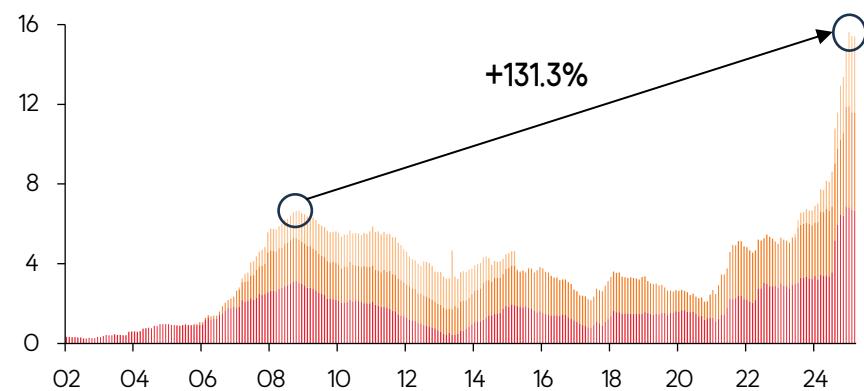
'20년 기준 글로벌 조선소 총 캐파는 약 4 천만 CGT로, '30년까지 '20년 대비 약 11%가 확대될 예정이다. 글로벌 캐파 확대 규모 중 시장에서 가장 우려가 컸던 중국선박공업(CSSC)의 재가동&신규 증설 규모 비중은 글로벌 전체 중 약 3%에 불과했으나, 올해 글로벌 컨테이너선 수주를 독식했던 양쯔장(YJZ)과 New Times는 약 11%를 차지할 정도로 공격적인 캐파 확장을 했다.



중국 국영 조선소가 건조하는 선박에 필요한 선박 엔진은 대부분 국영 엔진업체들이 담당을 하고 있기 때문에 국내 엔진 업체의 중국향 매출은 중국 민영조선소 중심으로 이루어진다. 중국의 대표적인 민영조선사로는 New Times 와 양쯔장(YJZ), 그리고 형리 조선소가 있으며, 이들은 작년 공격적인 캐파 확장 계획을 바탕으로 대규모 컨테이너선 발주의 대부분을 수주했다.

중국과 한국의 컨테이너선 수주 규모 및 중국 비중 추이

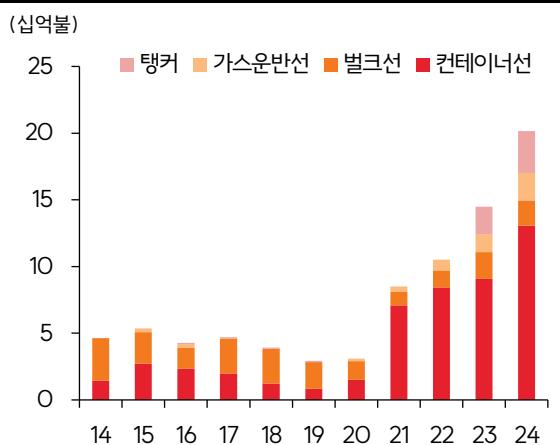
(백만 CGT) ■ New Times ■ 양쯔장(YZJ) ■ 흥리(Hengli)



자료: Clarksons, SK 증권

이 중 대표적인 중국의 민영조선사로 꼽히는 양쯔장조선(YZJ)의 수주잔고 추이를 봐도 컨테이너선의 규모가 '21년부터 급격하게 증가한 것을 확인할 수 있으며, DF 엔진 컨테이너선 비중이 '21년 13.6%에서 '24년 2분기 말 기준으로 86.5%까지 급격하게 증가했다.

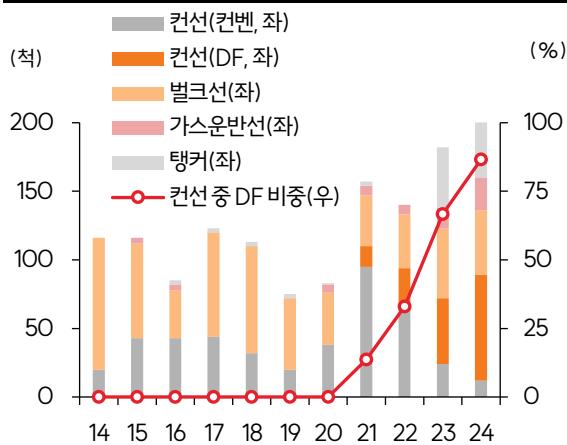
중국 양쯔장조선(YZJ)의 수주잔고 중 선종별 규모



자료: YZJ, SK 증권

주: 1H24 기준

중국 양쯔장조선(YZJ)의 수주잔고 선종별 척수 및 DF 컨선 비중



자료: YZJ, SK 증권

주: 1H24 기준

조선소 캐파확장을 따라가지 못한
중국의 DF 엔진 캐파

기존 컨벤셔널 엔진 대비 제작 소요
시간이 길 수 밖에 없는 DF 엔진 →
엔진 소티지 야기

중국의 DF 엔진 수급 불균형은 최소
2년 이상 소요될 전망, 국내
엔진업체들의 지속 성장 가능

하지만 문제는 해당 기간 동안 중국 엔진 제작업체들의 DF 엔진 생산 캐파는 같은 속도로 확대되지 않으면서 중국 조선소 내 DF 엔진 수급 불균형이 발생했다. 이유는 기존 디젤 엔진 대비 어려운 제작 난이도에 더해 시운전부터 제작까지 소요 시간이 예상 보다 오래 걸리기 때문이다. 이러한 DF 엔진 수급 불균형은 현재 친환경 선대 교체 수요가 급증해온 컨테이너선 중심으로 발생하고 있다.

컨테이너선은 정기선이 주를 이루고 있기 때문에 타선종과 달리 선속을 낮추면서 탄소배출 절감하기에는 제한적이며, 출력이 높은 큰 보어의 DF 엔진이 필요하다. 따라서 대형 주조&단조 장비 등의 설비에 대한 투자가 선제적으로 이루어져야 하기 때문에 캐파 확대에 대한 어려움이 있다. 또한 테스팅 베드 과정에서 디젤로 한번, LNG 혹은 메탄올로 한 번 테스팅 해야 하며, 여기에 더해 IMO의 Tier-III 기준을 맞추려면 SCR 또한 장착해야 되기 때문에 제작부터 납품까지의 소요시간이 컨벤셔널 엔진 대비 늘어날 수밖에 없다.

중국 엔진업체들의 DF 생산 캐파는 대부분 공개되지 않기 때문에 중국 조선소가 최근 어려움을 겪고 있는 DF 엔진 수급 불균형이 해소되는 소요 시간을 정확하게 숫자로 추정하기 어려우나, 국내 선박 엔진 업계 전문가들은 최소 2년 이상이 걸릴 것으로 보고 있다. 따라서 국내 DF 엔진 제작업체들은 최소 2년 동안의 공격적인 수주를 바탕으로 향후 구조적 성장을 이어가기에 전혀 문제없다는 판단이다.

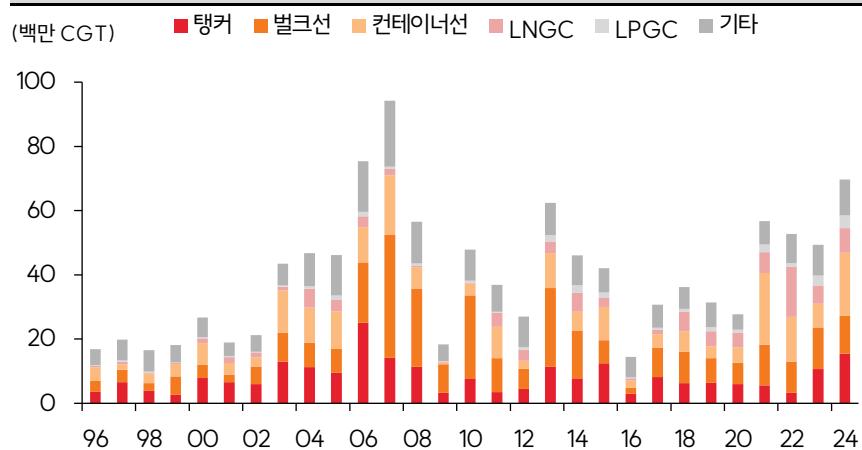
무엇보다 중요한 점은 중국과 한국 수주 선가와는 별개로 중국 조선소향 엔진 가격은 내수와 큰 차이가 없기 때문에 중국의 대규모 컨테이너선 수주가 국내 DF 엔진업체들에게는 실질적인 악영향은 크지 않으며, 조선주 투자에 있어 중국의 선박 수주 M/S 확대에 대한 우려가 있다면 이를 헛지 할 수 있는 좋은 선택지다. 오히려 최근에는 중국 조선소향 엔진 단가를 더 비싸게 받는 계약 건들도 종종 나오는 중으로 파악된다.

(2) 컨선 발주 규모 감소 전망에 따른 우려는?

컨테이너 운임 정상화와 물동량 감소 전망에 따른 선박 발주량 감소 예상. 이에 따른 선박 엔진 발주 감소 우려 확대

과거 글로벌 병목현상에 이어 수에즈운하 사태까지 발생하면서 이는 곧 글로벌 컨테이너운임 상승세로 이어졌고, 주요 컨테이너 선사들의 현금 재원이 풍부해지면서 대규모 DF 컨테이너선 발주로 확대됐으나, 수에즈 운하 정상화 및 과거 대규모 발주 선대의 점진적인 인도에 따른 선대 공급 과잉으로 컨테이너 운임 약세가 지속되면서 올해부터 글로벌 컨테이너선 발주 규모를 우려할 수밖에 없게 됐다. 또한 미-중 분쟁 및 미국의 관세 확대 정책으로 인해 글로벌 해상 물동량 감소에 따른 글로벌 선박 발주 감소 또한 우려해야 하는 상황이며, 컨테이너선 중심의 DF 엔진 발주량 감소뿐만 아니라 디젤을 포함한 선박 엔진 발주량 자체를 걱정해야 할 때이다.

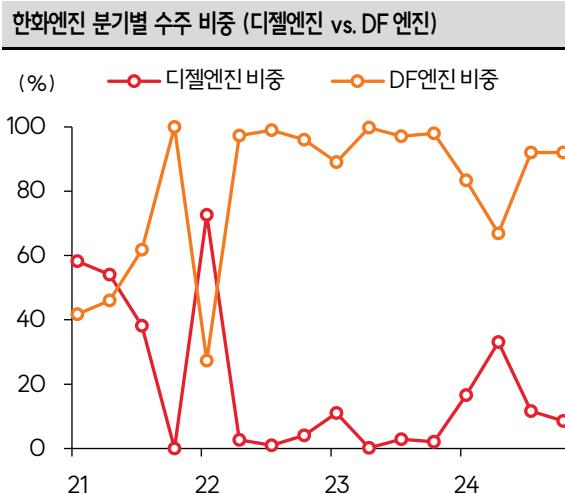
글로벌 선종별 선박 발주 규모 추이



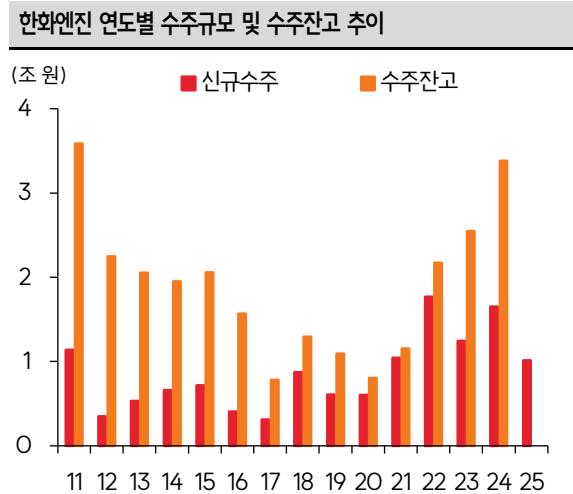
자료: Clarksons, SK 증권

지나친 우려는 시기 상조. 북미 LNGC 대거 발주를 통한 백로그 레벨 유지 가능

하지만 이러한 우려는 아직은 시기상조라는 판단이다. 우선 DF 선박 엔진이 최근 컨테이너선 중심으로 발주가 나왔기 때문에 DF 엔진 발주량 감소를 걱정하는 것이 당연하겠지만, 향후 북미형 LNG 액화 프로젝트들의 대거 FID를 통해 나올 것으로 예상되는 LNGC 물량만 고려하더라도 대형 DF 저속엔진 업체들의 수주잔고와 DF 엔진 비중은 충분히 유지될 것이다. 또한 국내 엔진 업체들의 수주잔고 레벨이 약 2.5 년치 이상이 쌓여 있으며, 글로벌 조선사 백로그 레벨이 약 3.5 년치임을 고려하면 수주잔고 레벨의 상승은 예정되어 있다고 봐도 무방하다. 따라서 단기 발주 감소 자체가 기자재 업체들의 펀더멘털을 흔들 만큼의 영향은 아니라는 판단이다.



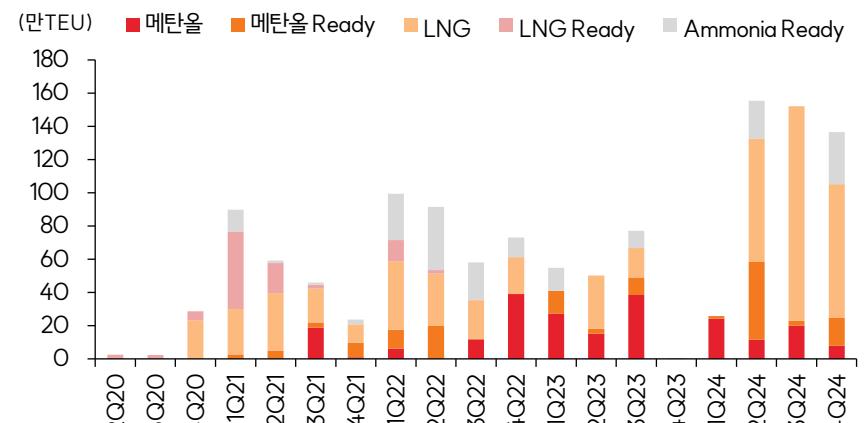
자료: 한화엔진, SK 증권



자료: 한화엔진, SK 증권

무엇보다 글로벌 컨테이너 선사들의 현금자원이 그 어느 때 보다 풍부하다. 치킨게임인 컨테이너 해운 시장에서 언제 또 선대 점유율 확보를 위한 경쟁 발주가 시작될지 섣부르게 예단할 수 없으며, 엔진 업체들의 암모니아 엔진 상용화 시점에 맞추어 슬롯 선점을 위한 암모니아 Ready 컨테이너선 발주를 시작할 가능성 또한 시간이 지날수록 높아질 수밖에 없다. 실제로 잠시 소강 상태였던 암모니아 Ready 선박 발주 규모가 2Q24와 4Q24에 다시 증가한 것을 확인할 수 있다.

글로벌 추진 연료별 컨테이너선 발주 규모



자료: Clarksons, SK 증권
주: 일부 중복 가능

WinGD 는 최근 새로운 X-DF-A 암모니아 DF 엔진의 본격적인 테스트를 거쳐 성능과 배출 데이터를 확정 지었다. 해당 엔진은 기존 디젤과 동일한 연료효율을 달성했으며, 배출가스 또한 암모니아 배출 10ppm 이하, 아산화질소(N2O) 배출 3ppm 이하로 측정됐다. 또한 디젤 연료 사용 대비 NOx 배출량도 현저히 낮은 것으로 확인됐다. 현재 WinGD는 약 30척에 해당하는 X-DF-A 수주물량을 확보했으며, '25년 중반부터 첫 번째 암모니아 이중 연료 엔진을 인도할 예정이다. 구체적으로는 한국에서 건조 중인 Exmar 의 LPG 암모니아 운반선에 52 보어 엔진, 중국에서 건조 중인 CMB.Tech 의 벌크선에 72 보어 엔진이 탑재될 예정이다. 이는 테스팅 선박이 아닌 상업용 선박에 저속 암모니아 엔진이 적용되는 첫 사례로, 암모니아 연료 기술 상용화 가속화, 주요 선주들의 친환경 선박 채택 확대, 이로 인한 조선사 및 기자재 업체들의 수혜 등 향후 암모니아 이중연료 엔진에 대해 중요한 이정표가 될 전망이다.

LNG&메탄을 -> 암모니아 전환에
국면에서 국내 DF 엔진 제작 업체들의
협상력은 계속 유지될 것

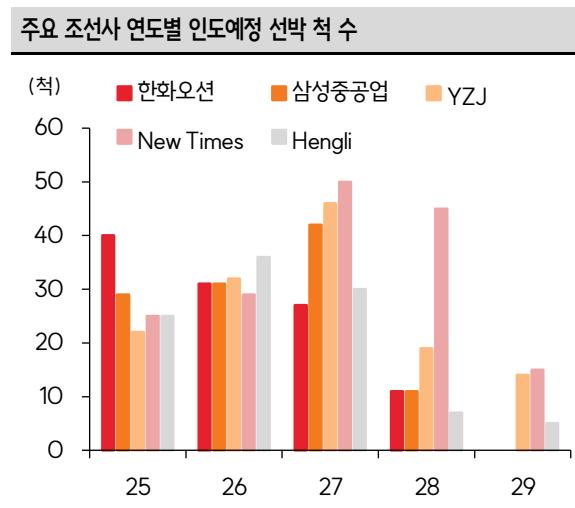
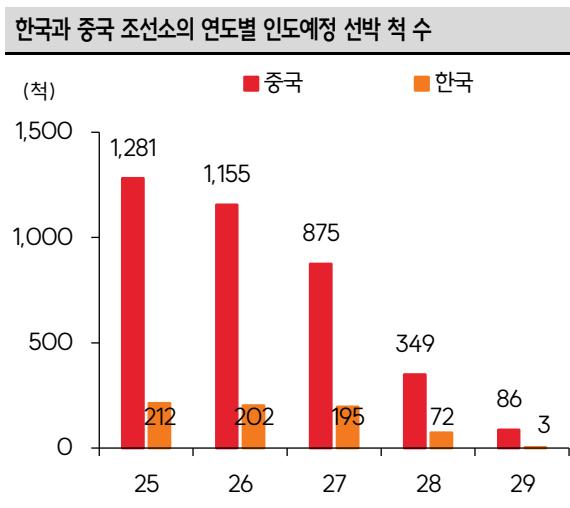
IMO 환경규제로 인해 노후선대 비중이 높고, 친환경 선대 비중이 낮은 벌크선과 탱커 중심의 DF 엔진 발주확대는 시점의 문제이지 결국 예정된 수순이다. 더군다나 최근 미국의 중국 조선업 제재로 글로벌 선주들의 중국 조선소에 발주하기 점점 어려워지고 있는 상황에서 한국과 일본 조선소의 가격 협상력은 점점 높아질 것이며, 국내 선박엔진 업체들의 가격 협상력 또한 높아질 수밖에 없는 구조다.

(3) 선박엔진 업체들의 공격적인 수주세와 캐파 확장

한화엔진, 이미 작년 수주규모의 61% 달성. 대부분 중국 조선소향 물량

한화엔진의 경우 올해 1 분기가 채 지나지 않았음에도 불구하고 이미 작년 수주규모 1조 6,489 억원의 약 61%에 해당하는 1조 130 억원(Dart 공시 기준)의 수주 실적을 달성한 상황이다. 이 중 91.7%(9,294 억원)에 해당하는 수주 건이 중국 조선소의 발주 물량으로 추정되는데, 그 이유는 해당 계약 건들의 마지막 엔진의 납품 인도가 각각 '28년 8월(842 억원), '28년 11월(6,292 억원)과 '29년 3월(2,160 억원)인데 반해 중국과 한국 조선소의 수주잔고 중 '28년 '29년 인도예정 연도의 선박 척 수를 비교해보면 한국 물량으로는 설명이 어려운 엔진 계약 규모이기 때문이다. 중국 국영 조선사는 엔진 자회사들의 생산으로 대부분 커버가 가능할 것이기 때문에 중국 민영 조선사 중 '28년과 '29년 인도 예정 선박 규모가 가장 많은 New Times SB의 발주 물량이 대부분을 차지할 것으로 추정된다.

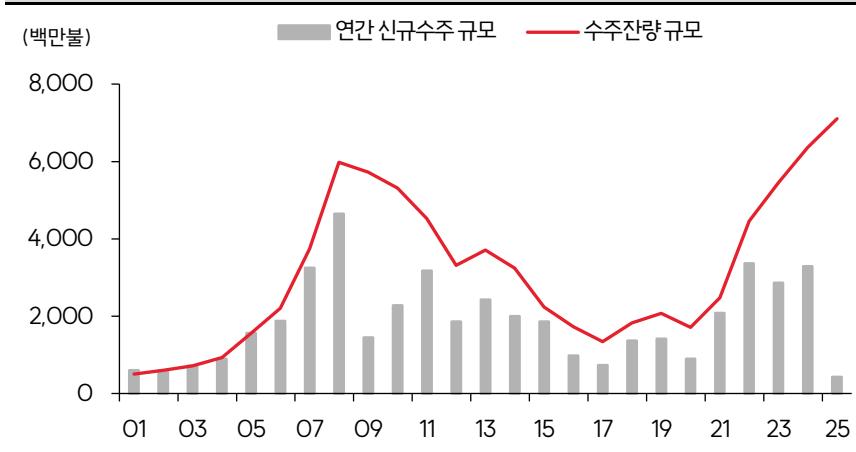
따라서 아직 올해 국내 조선소향 발주는 제대로 시작조차 하지 않았다. 국내 조선소향 물량뿐만 아니라 중국 조선소향 물량 또한 충분히 남아 있는 것으로 추정되기에 향후 수주를 통해 수주잔고 레벨은 계속 높아질 수밖에 없다.



역대 최고수준의 수주잔량 레벨
기록하고 있는 HD 현대중공업
엔진기계사업부

HD 현대중공업 엔진기계사업부의 경우는 더 과부하다. 이미 4Q24 기준으로 148.4%의 가동률을 기록했음에도 불구하고, 작년 매출액을 기준으로 현재 수주잔고에 약 3.2년치의 물량이 남아있다. ‘25년 2월 기준 수주잔량 규모는 약 71 억불로 이미 제2차 슈퍼사이클 시기 보다 높은 역대 최고수준을 기록하고 있다.

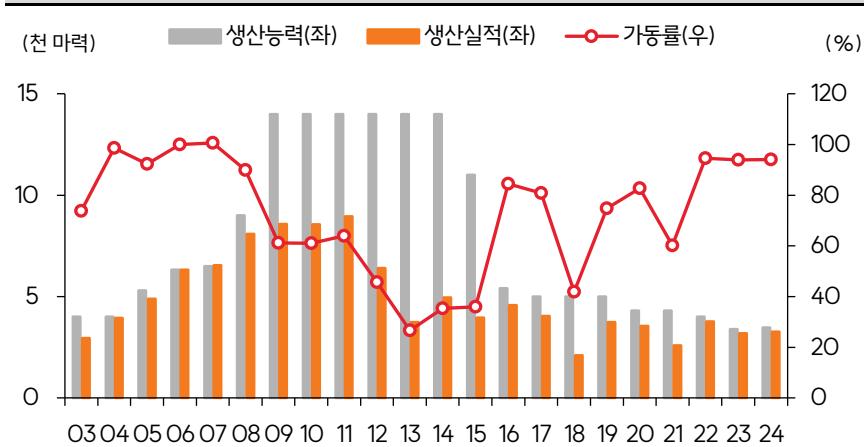
HD 현대중공업 엔진기계사업부의 연간 신규수주 및 수주잔량(누적) 규모 추이



자료: HD 한국조선해양, SK 증권

캐파 확장에 보수적인 입장을 취하던 한화엔진도 지난 2월 802 억원 규모의 캐파 확장 계획을 발표하면서 마력 기준 약 15~20%의 생산능력이 확대될 예정이다.

한화엔진의 생산캐파&실적 및 가동률 추이

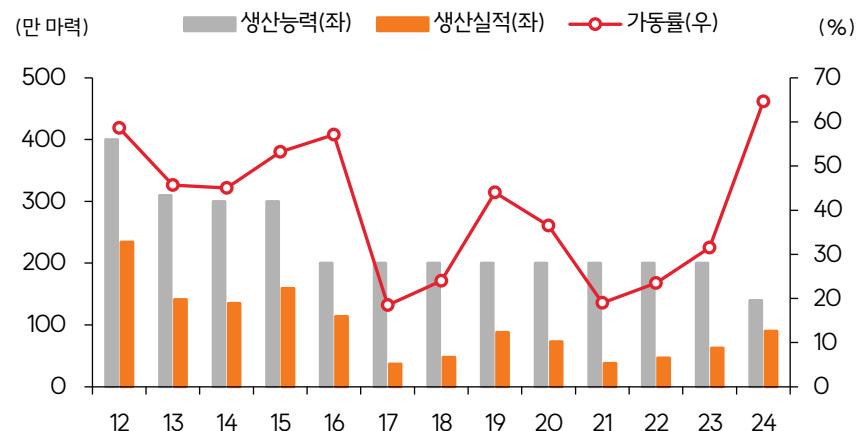


자료: Dart, SK 증권

HD 현대마린엔진 또한 중국+캡티브 물량 전담을 고려하면 캐파 확장 가능성 높다는 판단

HD 현대 그룹 또한 HD 현대마린엔진(구 STX 중공업)을 인수하면서 가동률이 4Q24 기준 가동률이 148.4%에 달하는 HD현대중공업 엔진기계사업부의 생산 부하를 줄이기 위해 HD 현대미포향 엔진 생산을 HD 현대마린엔진이 전담하기로 계획 중이며, 실제로 지난 3월 13일 HD 현대미포향 약 15 척 내외로 추정되는 선박 엔진 계약을 수주했다. 늘어난 중국 조선소향 물량과 함께 캡티브 물량 전담 생산까지 고려한다면 결국 캐파 확장을 단행할 가능성 높다는 판단이다.

HD 현대마린엔진의 생산캐파&실적 및 가동률 추이



자료:Dart, SK증권

주: '24년 생산능력 및 실적은 DF 엔진 기준으로 과거 동사의 마력 기준과 상이할 수 있음

국내 선박엔진 업체들의 Q&P 모두 확대되면서 안정적인 백로그와 ASP 상승세 유지할 전망으로, 리레이팅 필요한 시점

① 현재 수주잔고 물량을 포함해 향후 예상되는 수주 규모의 점진적인 상승과 이로 인해 높아질 수주잔고 레벨이 어느정도 가시화되어 있으며, ② 현재 가동률을 초과하는 물량의 발주가 지속될 것으로 예상되며, ③ 중장기적으로 환경규제 총족 및 노후선대 교체수요는 증가할 수밖에 없기 때문에 할 수 있는 의사결정일 것이다. 국내 선박엔진 업체들의 Q 와 P 가 동시에 증가하며 안정적인 백로그를 유지가 전망되기 때문에 리레이팅 받아야 할 시점이라는 판단이다.

Company Analysis

HD 현대마린엔진 (071970/KS)

HD 현대의 두번째 심장

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 43,000 원(신규편입)

현재주가: 27,850 원

상승여력: 54.4%

HD 현대라는 든든한 뒷'배'

①엔진: HD 현대 그룹 편입 이후, HD 현대중공업 엔진기계사업부의 생산 부하를 덜기 위해 HD 현대미포양 엔진 생산을 전담하게 될 예정이다. 이론상 모든 보어 사이즈의 엔진 제작이 가능하나 과거 STX 조선해양그룹 시절부터 중소형 선박의 주기엔진 생산을 주력으로 담당해왔기 때문에 HD 현대미포의 주력 선종에 필요한 엔진 생산을 전담하는데 최적이다. 4Q24 기준 64.6%에 불과한 엔진 생산 가동률은 '25년 기준 90%까지 확대될 것으로 전망되며, 이후 확대될 캡티브와 중국 조선소향 물량을 고려한다면 향후 캐파 확장을 통해 가파른 탑라인 성장을 이어갈 가능성 높다는 판단이다. 현재 생산 공장 내 테스팅 베드를 추가할 여력도 남아 있으며, 부지 내 공장 1개동을 더 지을 수 있는 공간도 있기에 HD 현대 그룹의 의사결정만 남아있는 상황이다.

②부품: HD 현대중공업 엔진기계사업부는 2행정과 4행정(HiMSEN) 엔진에 들어가는 터보차저를 글로벌 제조업체로부터 수입하는데, 동사는 작년 10월 스위스 Accelleron과 국산화 생산 계약을 체결하여 HD 현대중공업에 필요한 터보차저 생산을 담당할 예정이다. 초도품 제작이 거의 완료된 것으로 추정되며, 국산화를 통해 캡티브 물량까지 소화하며 공격적인 탑라인 성장세를 시현할 것으로 예상한다. 또한 크랭크샤프트의 경우 국내 엔진업체들의 수주 물량 및 생산 캐파 확대로 인해 해당 엔진에 들어가는 2행정 크랭크샤프트 수요 증가에 따른 동사의 점진적인 매출 성장세도 예상되어 있다. 아직 구체적인 계획이 설정되지 않았지만, 추후 HD 현대마린솔루션과의 시너지를 통한 AM 사업의 성장 또한 충분히 기대해 볼 수 있다.



Analyst
한승한

shane.han@skc.co.kr
3773-9992

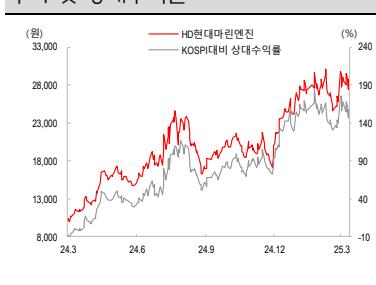
Company Data

발행주식수	3,392 만주
시가총액	945 십억원
주요주주	
에이치디한국조선해양(외4)	35.09%
자사주	0.00%

Stock Data

주가(25/03/24)	27,850 원
KOSPI	2,632.07 pt
52주 최고가	30,050 원
52주 최저가	11,320 원
60일 평균 거래대금	30 십억원

주가 및 상대수익률



투자의견 매수 및 목표주가 43,000 원으로 커버리지 개시

HD 현대마린엔진에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 43,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 '26~'27년 추정 BPS 평균 14,247 원에 Target P/B 3.0 배를 적용하여 산출했다. HD 현대 그룹 편입 이후 안정적인 캡티브 물량 확보를 통한 생산성 증가와 효율화, 그리고 조선 계열사들과 협력을 통한 시너지를 기반으로 동사의 빠른 성장을 위한 여정은 이제 시작이기에 주가 상승 여력 충분하다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	177	244	316	435	648	786
영업이익	십억원	11	18	33	55	90	119
순이익(지배주주)	십억원	14	32	76	49	76	97
EPS	원	526	1,226	2,238	1,450	2,243	2,868
PER	배	13.5	9.5	10.9	19.8	12.8	10.0
PBR	배	1.0	1.5	2.7	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	배	20.1	17.1	20.0	14.4	7.9	5.3
ROE	%	8.2	15.2	28.3	14.7	19.2	20.1

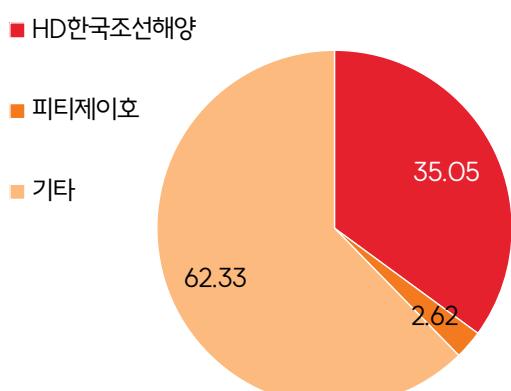
1. 기업소개

HD 현대마린엔진은 구 STX 중공업으로, 2001년 STX에서 소재사업부문을 분사하여 설립되었으며, '16년 화생절차 개시 신청 및 인가 결정 이후 사모펀드인 (주)피티제이호가 경영권을 인수하며 최대주주로 올라섰다. '19년 화생절차 종결 이후 '23년 8월 HD 한국조선해양이 지분을 인수하며 최대주주로 올라섰으며, '24년 9월 HD 현대그룹으로 편입이 완료됐다. '25년 1월 말 기준으로, 동사의 지분 구조는 HD 한국조선해양이 35.05%, 사모펀드 (주)피티제이호가 2.62%, 기타 관계자가 62.33%를 차지하고 있다.

사업부문별로 살펴봤을 때 2024년 말 기준으로, 엔진 사업부문이 동사 매출의 약 76%를 차지하고 있으며, 나머지 크랭크샤프트와 터보차저, 그리고 AM 서비스가 나머지 약 24%의 비중을 차지하고 있다.

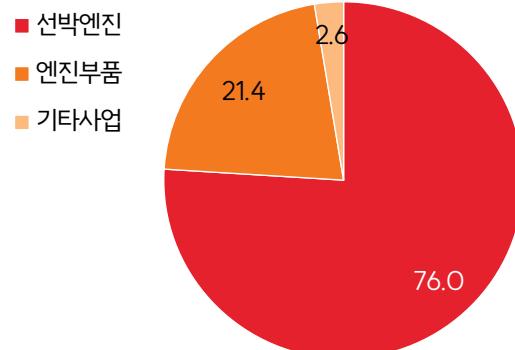
동사의 주 사업부문인 선박엔진은 주로 디젤, LNG DF, LPG DF 등의 2 행정(2-Stroke) 엔진을 제작하고 있으며, 과거 STX 중공업 시절, STX 조선해양 그룹의 주 기엔진을 담당해왔다. STX 조선해양이 일부 청산 및 매각된 이후 국내에는 케이조선과 DH 조선, 대선조선 등의 중소형 조선소 중심으로 납품해왔다. 동사는 35에서 최대 95 보어까지 전 사이즈의 엔진 제작이 가능하지만, 주로 60 보어 이하의 중형 주 기엔진을 제작하는데 특화되어 있는 이유다.

HD 현대마린엔진 지분구조

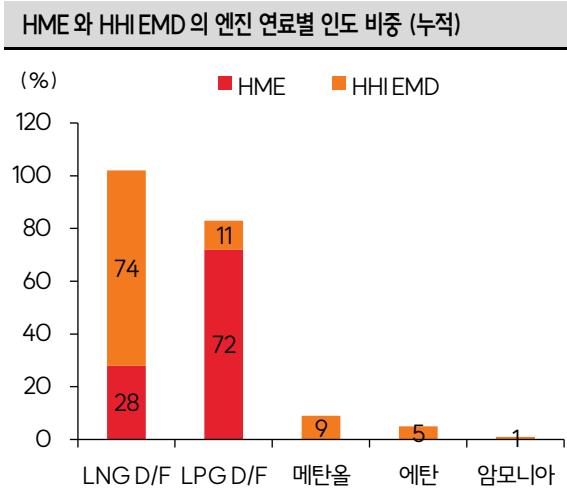


자료: HD 현대마린엔진, SK 증권

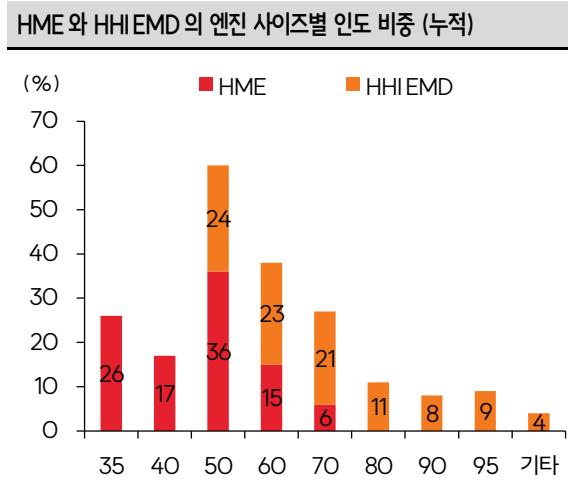
HD 현대마린엔진의 사업부문별 매출 비중 (2024년 기준)



자료: HD 현대마린엔진, SK 증권



자료: HD 현대마린엔진, SK 증권



자료: HD 현대마린엔진, SK 증권

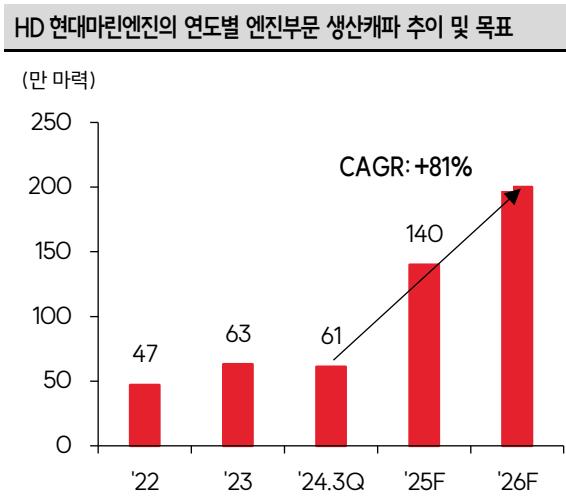
2. 투자포인트

(1) 엔진 부문의 성장은 이제 시작

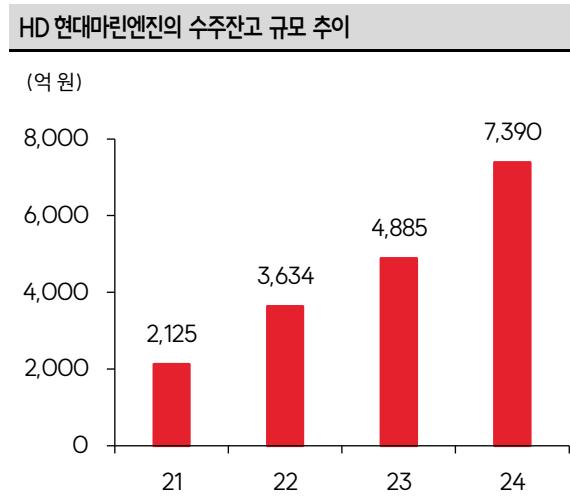
기존 약 60 만 마력의 생산 캐파에서 급격한 생산물량의 증가로 인해 현재는 140 만 마력의 생산체제를 조기 구축해 놓은 상황이다. 본사가 위치한 창원 공장에서 선박엔진을 제조하고 있으며, 해당 공장에는 총 2 개 공장동이 있는데, 부지 자체는 1 개동을 더 지을 수 있는 공간이 있을 뿐만 아니라 현재 사용 중인 공장 내 시운전 베드를 추가할 여력 또한 남아 있다. 따라서 필요에 따라 의사결정만 내리면 언제든지 현재 구축해 놓은 140 만 마력의 생산 캐파에서 더 확대될 수 있다는 뜻이다. 동사는 HD 현대중공업 엔진기계사업부 대비 리드타임비가 약 30% 열위에 있는 것으로 추정된다. HD 현대중공업의 경우 이미 4Q24 기준으로 148.4%에 달하는 초과 가동률을 보여주고 있다. HD 현대 그룹에 편입 이후 생산 효율화를 통해 '25년 목표인 90%, 그리고 향후 100%를 초과하는 가동률까지 기대해본다.

중국 조선소의 대규모 수주로 인해 작년부터 수주잔고에 급격하게 쌓이기 시작한 중국 조선소향 물량과 더불어 HD 현대 편입 이후의 캡티브 엔진 물량까지 납품되면 ASP 상승 효과가 실적에 반영되면서 점진적인 마진율 개선효과로 나타날 예정이다.

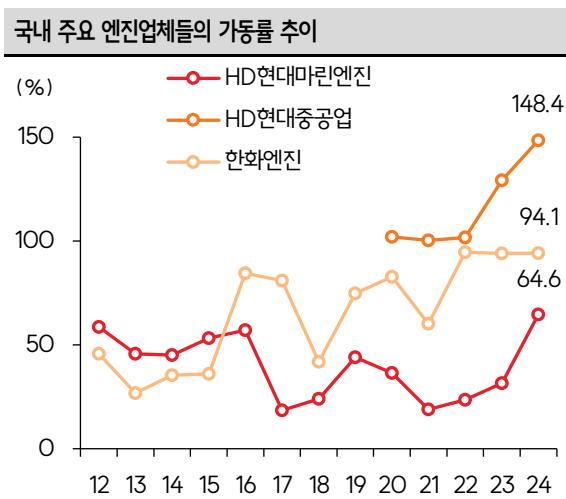
약 2년 정도의 엔진 수급이 고여 있는 중국 조선소들은 35~60보어에 필요한 저속 디젤엔진과 중속 DF 가스엔진 선택에 있어서 당분간의 선택지는 계속해서 HD 현대 마린엔진일 수밖에 없으며 점진적인 수주잔고 규모의 확대가 예정되어 있다는 판단으로, 이에 따른 매출액 증가에 따른 고정비 감소효과와 더불어 실적 개선세 지속을 전망한다.



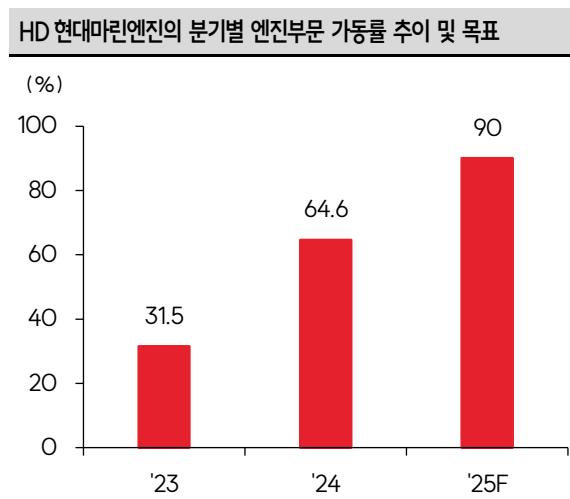
자료: HD 현대마린엔진, SK 증권



자료: HD 현대마린엔진, SK 증권



자료: HD 현대마린엔진, SK 증권



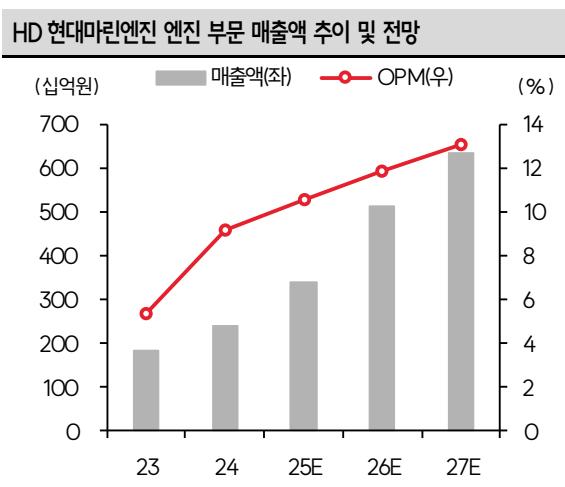
자료: HD 현대마린엔진, SK 증권

(2) HD 현대그룹 편입 – 캡티브 물량 확보와 시너지

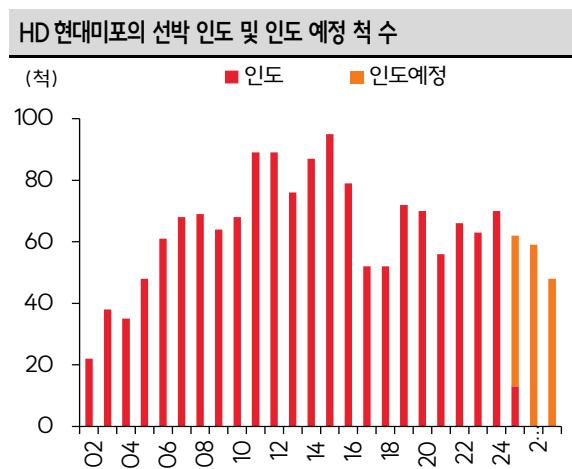
결국 동사의 HD 현대그룹 편입의 이유는 조선업 상승사이클 구간에서 급격하게 늘어난 HD 현대중공업의 엔진 생산 과부하를 해소시키기 위함으로, HD 현대미포향 엔진 물량 생산을 동사가 전담하게 만드는 전략이다. 동사는 현재 HD 현대중공업 엔진 기계사업부의 일부 물량을 OEM 형태로 생산하고 있으나, 올해부터 HD 현대미포와의 직접 계약을 통한 납품 물량이 급증할 전망이다.

작년 약 4~5 척 분량의 HD 현대미포향 납품이 이뤄졌으며, '25년부터는 본격적으로 확대되면서 연간 약 15~20 척에 해당하는 HD 현대미포향 엔진 매출이 인식될 것으로 예상된다. 지난 3월 13일, 동사는 1,035억원 규모의 HD 현대미포향 선박엔진 공급계약을 체결했다. HD 현대미포의 주력 선종인 MR P/C의 최근 선가를 고려하고, 엔진 가격을 선가의 10%라고 가정할 시 약 15 척 내외의 규모일 것으로 추정된다. HD 현대미포의 연평균 인도 선박 척 수를 고려해봤을 때 향후 캡티브향 선박 계약이 확대될 가능성이 높다는 판단으로, 중국 조선소향 물량까지 고려한다면 캐파증설에 대한 가능성을 가늠할 수 있는 주요 포인트로 삼을 수 있기에 향후 캡티브향 계약 체결 규모를 계속해서 주목할 필요가 있다.

HD 현대그룹 편입 이후 HD 현대마린솔루션과의 향후 협업 전략에 대한 구체적인 계획은 아직 확정되지 않았으나, 당사의 뛰어난 부품(크랭크샤프트&터보차저) 생산 기술력을 기반으로 HD 현대마린솔루션 비즈니스 모델을 통해 동사의 부품 부문의 성장과 더불어 AM 서비스의 확대까지 충분히 기대해볼 수 있다.



자료: HD 현대마린엔진, SK 증권 추정



자료: Clarksons, SK 증권

주: Clarkson 데이터 기준으로 실제 인도 척 수와 다를 수 있음

(3) 부품 부문의 성장도 기대

HD 현대마린엔진의 엔진을 장착한 기존 선대와 더불어 최근 동사의 수주잔고에 중국 조선소들의 DF 엔진 쇼티지로 인해 양쯔장(YZJ)을 포함한 중국 조선소 물량과 더불어 HD 현대그룹의 캡티브 물량까지, 향후 중장기적으로 부품과 AM 서비스 사업부문의 성장 방향성은 이미 우상향으로 정해져 있다는 판단이다.

터보차저(Turbocharger)

터보차저는 선박엔진의 핵심 부품 중 하나로, 배기가스를 활용하여 엔진에 압축공기 를 공급하는 장치다. 이 과정을 통해 엔진의 연소 효율이 향상되어 연료 소모를 줄 이면서 연비가 개선되게 만드는 핵심 부품이다. 동사는 90% 이상의 자체 기술과 함께 전세계 유일의 '소재-가공-조립-시운전'의 일괄 생산 체제를 보유하고 있으며, 2 행정 주기엔진과 4 행정 보기엔진에 사용되는 터보차저를 모두 생산하고 있다.

최근 친환경 정책으로 LNG 추진 선박 대규모 발주에 힘입어 동사의 터보차저 부문의 매출 성장이 기대된다. LNG는 디젤 대비 연소 온도와 압축비가 낮아 출력이 감소할 수 있기 때문에 연료 효율을 높이기 위한 터보차저가 반드시 필요하다. 디젤 엔진 또한 터보차저를 통해 연소 효율을 높이면 연비 절감 및 출력 증대 효과를 누릴 수 있기 때문에 필수적으로 장착된다. 현재는 LNG 운반선과 더불어 컨테이너선 중심의 LNG 추진 선박 비중이 압도적이지만, 환경규제로 인해 탱커와 벌크선의 LNG 추진 선박 비중이 확대되는 건 시간 문제일 뿐이다. LNG 추진 선박의 발주가 대규모로 확대되면서 HD 현대중공업 향 엔진 수주가 많아지면, 동사가 납품할 터보차저의 매출도 확대시킬 계획이다.

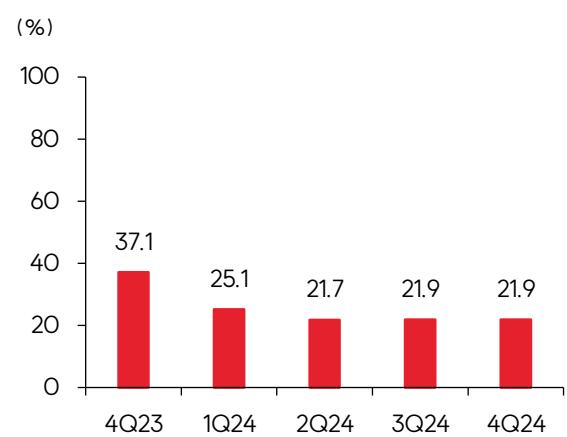
동사는 터보차저의 국산화를 통해 매출 물량 확대를 계획하고 있다. 첫번째로 '힘센 (HiMSEN)엔진(4 행정)향 터보차저의 국산화다. HD 현대중공업의 HiMSEN 엔진은 주로 독일 KBB 와 스위스 Accelleron로부터 4 행정 엔진용 터보차저를 구입하여 사용하고 있다. 하지만 작년 10월에 Accelleron과 터보차저 국산화 생산 계약을 완료했으며, 기존에 HD 현대그룹의 힘센엔진(HiMSEN)에 들어가는 수입 물량을 동사가 국산화 생산을 통해 연간 약 200억원의 매출이 발생할 것으로 전망된다. 이를 통해 절감되는 원가는 연간 약 10%에 해당할 것으로 예상됨에 따라 탑라인 성장과

마진을 개선 모두 가능할 전망이다. 국산화 초도품 제작 완료 단계에 진입했으며, 올 해부터 본격적인 국산화 물량 납품을 통해 추가 매출 발생할 예정이다.

두번째로 **대형엔진(2행정)향 터보차저 국산화**다. HD 현대중공업의 대형엔진에 들어가는 2행정 터보차저 수입물량을 국산화를 통해 연간 약 75 억원, 그리고 HD 현대중공업 자가제작 물량을 동사의 터보차저 생산거점인 대구공장에 이관하여 연간 250 억원의 추가 매출을 발생시킬 계획이다.

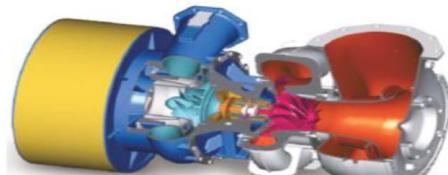
결론적으로 '24년 기준 동사의 ①기존 생산 물량과 ②HD 현대중공업(HHI)용 제품, 그리고 ③미래 사업 관련 물량이 약 207대 정도였다면, 국산화를 통해 '25~'26년 연간 약 700 대의 터보차저를 생산할 계획이다. 4Q24 기준 21.9%에 불과한 동사의 터보차저 가동률이 빠른 속도로 상승하면서 부품 사업 성장을 견인할 전망이다.

HD 현대마린엔진의 터보차저 가동률 추이



자료: HD 현대마린엔진, SK 증권

HD 현대마린엔진이 생산하는 2행정&4행정 터보차저



[TURBOCHARGER]

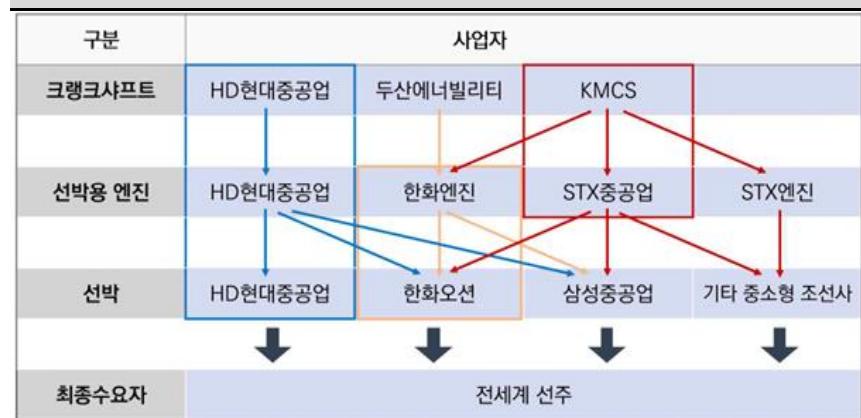
생산 기종	제품명
2-ST	주기 엔진용 (Main-Engine)
4-ST	보기 엔진용 (보조-Engine)

자료: HD 현대마린엔진, SK 증권

크랭크샤프트(Crankshaft)

크랭크샤프트는 엔진 피스톤의 상하운동을 회전운동으로 바꾸어 선박의 Propeller Shaft를 가동시키는 중요한 역할을 한다. 국내 엔진업체들은 확대되는 엔진 생산물량에도 불구하고 크랭크샤프트만큼은 품질과 납기 안정성 등 측면에서 문제가 생길 수 있는 중국산을 선택하지 않을 정도로 핵심 부품이다. 물론 선주들이 유럽과 일본, 그리고 우리나라의 크랭크샤프트를 더 선호하기 때문이기도 하다. 동사는 대형 저속 엔진에 사용되는 2 행정 크랭크샤프트를 제작하고 있다. 과거에는 STX 엔진향 위주로 생산이었으나 현재는 한화엔진에도 공급을 하고 있다.

크랭크샤프트 시장 구조



자료: 공정거래위원회, SK 증권

국내 크랭크샤프트 시장은 HD 현대(HD 현대중공업과 HD 현대크랭크샤프트)가 과정을 하고 있으나, 이 중 HD 현대중공업은 자사 엔진 물량에 필요한 크랭크샤프트를 전량 자체 소비하기 때문에 외부 판매가 없으므로, 이를 제외한 시장 점유율을 봄해야 한다. HD 현대중공업을 제외하면 두산에너빌리티가 약 60~70%, HD 현대크랭크샤프트가 약 20~30%, 나머지 기타(외국 사업자)가 약 0~5%의 점유율을 차지하고 있다.

국내 크랭크샤프트 시장 점유율 (HD 현대중공업 제외 시)

기업	점유율
두산에너빌리티	60-70%
HD 현대크랭크샤프트 (구 KMCS)	20-30%
기타 (외국 사업자)	0-5%

자료: 공정거래위원회, SK 증권

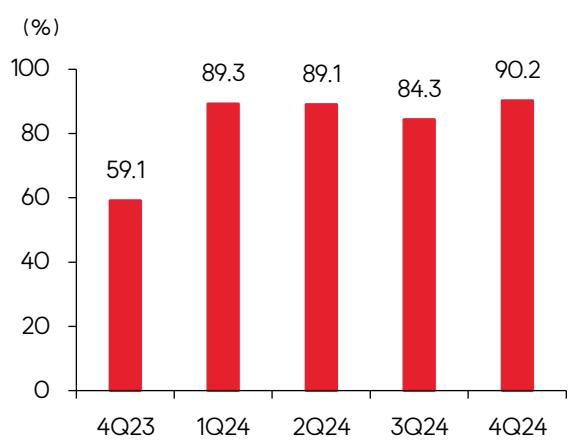
국내 크랭크샤프트 시장 점유율 (HD 현대중공업 포함 시)

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

자료: 공정거래위원회, SK 증권

한화엔진의 경우 두산에너빌리티로부터 크랭크샤프트를 납품 받고 있었으나, 점진적으로 늘어난 엔진 생산 물량에 필요한 크랭크샤프트를 HD 현대크랭크샤프트로부터 공급받고 있다. 지난 2월 25일 한화엔진이 802 억원 규모의 생산 캐파 확대를 발표했고, 두산에너빌리티의 크랭크샤프트는 이미 풀캐파로 생산하고 있기 때문에 해당 증설분에 필요한 크랭크샤프트 또한 HD 현대크랭크샤프트가 납품할 것으로 전망 한다.

HD 현대마린엔진의 크랭크샤프트 가동률 추이



자료: HD 현대마린엔진, SK 증권

HD 현대크랭크샤프트가 생산하는 2 행정 크랭크샤프트



생산 기종

2-ST

생산 제품

MAN 디젤/터보

S, K Type
G Type

Win-GD

DF Engine

자료: HD 현대마린엔진, SK 증권

3. 밸류에이션 및 실적전망

투자의견 매수 및 목표주가 43,000 원으로 커버리지 개시

HD 현대마린엔진에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 43,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 '26~'27년 추정 BPS 평균 14,247 원에 Target P/B 3.0 배를 적용하여 산출했다.

당사의 실적 추정에서 올해까지는 HD 현대중공업 OEM 물량을 소화시키는 구간이기 때문에 '24년 대비 '25년 매출 성장을 보다 '25년 대비 '26년 매출 성장률이 높게 추정된 이유다. 결론적으로 '25년 말 기준 가동률 목표치가 약 90%이지만, 해당 가동률의 성장률만큼 매출액이 그대로 증가하는 구간이 아닌 점을 인지해야 한다.

이미 15척 내외의 규모로 추정되는 HD 현대미포향 물량을 수주했고, HD 현대중공업 엔진기계사업부의 생산 부하를 점진적으로 줄이는 것이 최종 목표라면, HD 현대미포의 선박 인도 척 수를 고려해봤을 때 연간 15~20 척 수주에서 끝나는 것이 아니라 더 많은 물량을 직접계약을 통해 안정적인 캡티브 물량을 확보할 것으로 예상되며, 중국 조선소향 물량까지 고려한다면 결국 현재 140 만 마력의 생산 캐파에서 캐파 증설 의사결정을 내릴 가능성 높다. 따라서 '25~'27년 연평균 약 36%의 가파른 매출 성장세 추정이 절대 무리한 수치는 아니라는 판단이며, 이미 과거 '22년부터 '24년까지의 연평균 매출 성장률은 약 32%였다.

HD 현대마린엔진 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출액	90.2	102.2	116.7	126.0	141.2	155.2	168.8	182.5	435.1	647.8	786.4
YoY	46.9%	20.1%	44.5%	42.3%	56.7%	51.9%	44.6%	44.8%	37.8%	48.9%	21.4%
QoQ	1.8%	13.3%	14.2%	8.0%	12.1%	9.9%	8.7%	8.1%	-	-	-
엔진	70.7	80.4	91.8	97.6	110.6	122.9	134.8	146.7	340.5	514.9	635.0
부품	19.5	21.8	24.9	28.4	30.7	32.4	34.0	35.8	94.6	132.9	151.4
영업이익	11.4	12.9	14.7	15.6	17.7	20.4	24.3	27.1	54.6	89.5	118.6
YoY	82.0%	43.5%	66.9%	71.3%	55.9%	57.8%	65.3%	73.2%	64.6%	63.8%	32.5%
QoQ	24.6%	13.5%	13.8%	6.4%	13.4%	14.9%	19.3%	11.5%	-	-	-
영업이익률	12.6%	12.6%	12.6%	12.4%	12.6%	13.1%	14.4%	14.8%	12.6%	13.8%	15.1%

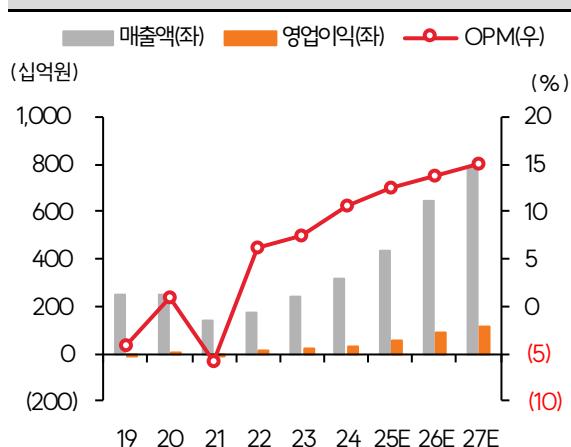
자료: Quantwise, SK 증권 추정

HD 현대마린엔진 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'26~'27년 추정 BPS 평균	(A)	원	14,247	
Target P/B	(B)	배	3.0	
주당주가치	(C)	원	42,741	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	43,000	
현재주가	(E)	원	27,850	2025년 3월 24일 종가
상승여력	(F)	%	54.4	(F) = (D-E)/(E)

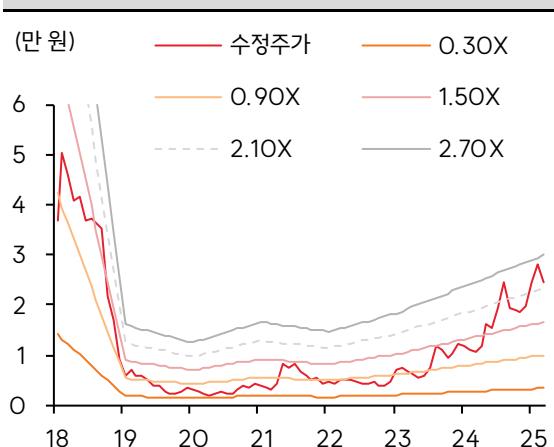
자료: SK 증권 추정

HD 현대마린엔진 실적 추이 및 전망



자료: HD 현대마린엔진, SK 증권 추정

HD 현대마린엔진 PBR Band Chart



자료: Bloomberg, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	196	294	355	449	560
현금및현금성자산	34	60	123	201	296
매출채권 및 기타채권	39	29	31	34	37
재고자산	89	87	94	102	110
비유동자산	258	201	205	202	202
장기금융자산	0	7	7	6	5
유형자산	146	151	156	154	156
무형자산	0	1	1	1	0
자산총계	454	495	560	651	763
유동부채	207	181	196	211	226
단기금융부채	89	10	12	13	15
매입채무 및 기타채무	37	38	55	57	58
단기충당부채	12	9	11	12	13
비유동부채	22	5	5	5	5
장기금융부채	2	1	1	1	1
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	229	186	201	216	231
지배주주지분	225	309	359	435	532
자본금	71	85	85	85	85
자본잉여금	338	338	338	338	338
기타자본구성요소	-306	-278	-278	-278	-278
자기주식	-0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	55	130	179	256	353
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	225	309	359	435	532
부채와자본총계	454	495	560	651	763

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	33	101	67	97	118
당기순이익(순실)	32	76	49	76	97
비현금성항목등	-9	-27	-10	-12	-23
유형자산감가상각비	3	3	3	6	6
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-12	-31	-14	-18	-29
운전자본감소(증가)	10	48	5	3	2
매출채권및기타채권의감소(증가)	1	8	-2	-3	-3
재고자산의감소(증가)	-19	2	-7	-8	-8
매입채무및기타채무의증가(감소)	11	1	4	2	1
기타	1	5	18	16	20
법인세납부	0	0	-5	-13	-21
투자활동현금흐름	-10	-24	5	-12	-16
금융자산의감소(증가)	-10	-21	16	-5	-5
유형자산의감소(증가)	-3	-7	-8	-4	-8
무형자산의감소(증가)	-0	-0	0	0	0
기타	3	4	-3	-3	-2
재무활동현금흐름	-19	-51	-5	-6	-7
단기금융부채의증가(감소)	6	-87	1	1	2
장기금융부채의증가(감소)	-17	-1	0	0	0
자본의증가(감소)	0	13	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-8	24	-7	-8	-8
현금의 증가(감소)	4	26	63	79	95
기초현금	30	34	60	123	201
기말현금	34	60	123	201	296
FCF	30	95	59	93	110

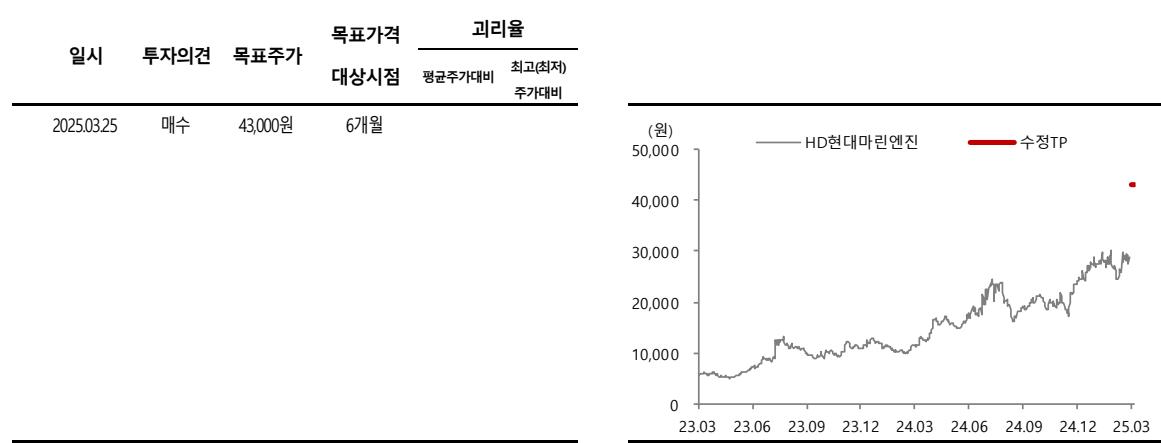
자료 : HD현대마린엔진, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	244	316	435	648	786
매출원가	202	246	333	483	577
매출총이익	42	70	102	165	210
매출총이익률(%)	17.3	22.0	23.5	25.4	26.7
판매비와 관리비	24	36	48	75	91
영업이익	18	33	55	90	119
영업이익률(%)	7.5	10.5	12.6	13.8	15.1
비영업손익	-0	-5	0	0	0
순금융손익	-4	2	22	35	55
외환관련손익	-0	5	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	18	28	55	90	119
세전계속사업이익률(%)	7.5	8.8	12.6	13.8	15.1
계속사업법인세	-17	-48	5	13	21
계속사업이익	35	76	49	76	97
증단사업이익	-3	-0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	32	76	49	76	97
순이익률(%)	12.9	24.0	11.3	11.7	12.4
지배주주	32	76	49	76	97
지배주주귀속 순이익률(%)	12.9	24.0	11.3	11.7	12.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	33	42	49	76	97
지배주주	33	42	49	76	97
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	21	36	58	96	125

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	37.7	29.2	37.8	48.9	21.4
영업이익	65.3	80.6	64.6	63.8	32.5
세전계속사업이익	18.6	50.9	97.2	63.8	32.5
EBITDA	69.5	73.8	59.6	64.5	30.4
EPS	133.2	82.6	-35.2	54.7	27.8
수익성 (%)					
ROA	7.3	16.0	9.3	12.6	13.8
ROE	152	283	14.7	19.2	20.1
EBITDA마진	8.6	11.5	13.4	14.8	15.9
안정성 (%)					
유동비율	95.1	162.5	180.4	212.4	248.1
부채비율	101.4	60.0	56.1	49.7	43.4
순자금/자기자본	10.5	-32.9	-41.3	-52.9	-61.7
EBITDA/이자비용(배)	3.6	8.4	8.6	12.7	14.9
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,226	2,238	1,450	2,243	2,868
BPS	7,893	9,120	10,570	12,813	15,681
CFPS	1,198	2,328	1,552	2,422	3,047
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	9.5	10.9	19.8	12.8	10.0
PBR	1.5	2.7	2.7	2.2	1.8
PCR	9.8	105	185	11.9	9.4
EV/EBITDA	17.1	200	144	7.9	5.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0



Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 25일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

HD 현대마린솔루션 (443060/KS)

삼신기

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 192,000 원(신규편입)

현재주가: 140,700 원

상승여력: 36.5%

3 가지 핵심 사업부문 모두 기대해도 좋다

조선사들이 선박 발주사이트에 민감할 수밖에 없다면, 동사는 해당 발주사이트과는 상관관계가 낮은 새로운 비즈니스 모델이다. 대규모 발주로 인도된 선대들은 약 5년 후부터 동사의 안정적인 Cash Flow 가 되는 것이며, IMO 의 점진적으로 강화되는 환경규제는 동사의 모든 사업부문의 구조적인 성장을 이끌어 줄 핵심 트리거다.

① **AM 솔루션**: HD 현대중공업 엔진기계사업부가 제작한 엔진이 탑재된 모든 선박들이 동사의 확보된 M/S이며, 힘센(HiMSEN) 엔진 AM 서비스에 대한 독점적인 라이선스를 보유하고 있기에 높은 가격 협상력을 바탕으로 지속적인 이익 성장이 예상된다. '21년부터 대규모 발주된 DF 선대들의 정기점검 시기가 도래하는 '27~'28년부터는 폭발적인 탑라인 및 이익 성장이 가능할 전망이다.

② **친환경솔루션**: 글로벌 선대들의 선속 감속 및 1세대 친환경 솔루션을 통한 환경규제 충족 여지는 많이 남지 않았으며, IMO 의 점진적으로 강화되는 환경규제 속에서 2세대 친환경솔루션 성장은 예정되어 있는 수순이다. 아직 과도기 단계지만 점진적으로 확대되는 수요 속에서 성장 여력은 매우 크다는 판단이다. 또한 글로벌 확대되는 LNG 투자 모멘텀에 따라 노후화된 스팀터빈 및 DFDE/TFDE LNGC 선대들의 재액화/FSRU/FSU 개조 수요는 계속해서 증가하는 중이다.

③ **스마트솔루션**: 약 2~3년 간의 무상 서비스 기간 끝에 유료 구독 전환이 시작됐다. 다른 사업부문 대비 초기 단계의 서비스지만, M&A 및 지분투자, 그리고 선순환 구조를 통해 장기적 관점에서 동사의 성장을 견인할 것으로 기대한다.



Analyst
한승한

shane.han@skscs.co.kr
3773-9992

Company Data

발행주식수	4,483 만주
시가총액	6,308 십억원
주요주주	
에이치디현대(외3)	55.34%
Global Vessel Solutions, L.P.	19.52%

Stock Data

주가(25/03/24)	142,700 원
KOSPI	2,632.07 pt
52주 최고가	205,500 원
52주 최저가	100,100 원
60일 평균 거래대금	33 십억원

주가 및 상대수익률



투자의견 매수 및 목표주가 19.2 만원으로 커버리지 개시

HD 현대마린솔루션에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 192,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 '26년 추정 EPS 7,588 원에 Target P/E 25.3 배를 적용하여 산출했다. 바르질라를 제외하면 글로벌 조선업체 중에 유사한 Peer로 선택하기는 매우 어려우며, 오히려 항공 MRO 서비스 중심의 사업구조를 가진 기업들이 동사의 Peer로 더 적합하다는 판단이다.

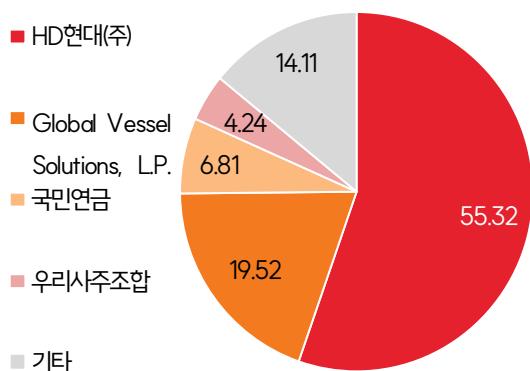
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,334	1,430	1,745	2,000	2,318	2,696
영업이익	십억원	142	201	272	343	430	540
순이익(지배주주)	십억원	105	151	228	273	340	427
EPS	원	2,623	3,778	5,085	6,080	7,588	9,534
PER	배	0.0	0.0	31.7	23.5	18.8	15.0
PBR	배	0.0	0.0	9.4	8.1	6.9	5.8
EV/EBITDA	배	0.2	0.2	23.7	17.4	13.7	10.7
ROE	%	62.3	71.6	45.0	34.8	39.5	42.0

1. 기업소개

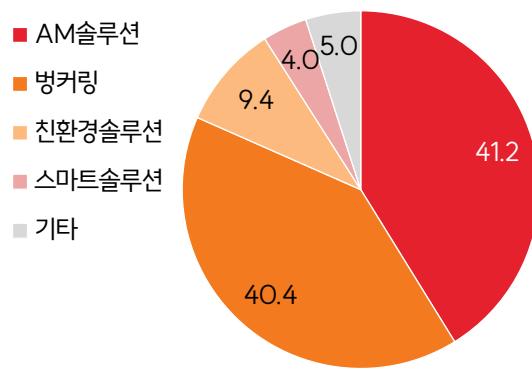
HD 현대마린솔루션은 HD 현대중공업의 조선 A/S 사업부를 모태로 한 선박 After Service 를 제공하는 업체로, 지난 '24년 5월 8일에 유가증권시장에 상장했다. 동사의 사업영역을 크게 4 가지로 구분할 수 있는데, 핵심사업인 1)AM 솔루션, 2)친환경솔루션, 3)디지털솔루션, 그리고 4)벙커링 사업이 있다. 동사는 매출액 대비 1% 미만의 낮은 Capex 비용 구조를 갖고 있기 때문에 두 자릿수의 높은 마진율을 시현할 수 있는 비즈니스 모델이다.

HD 현대마린솔루션 지분 구조 (2025년 2월 기준)



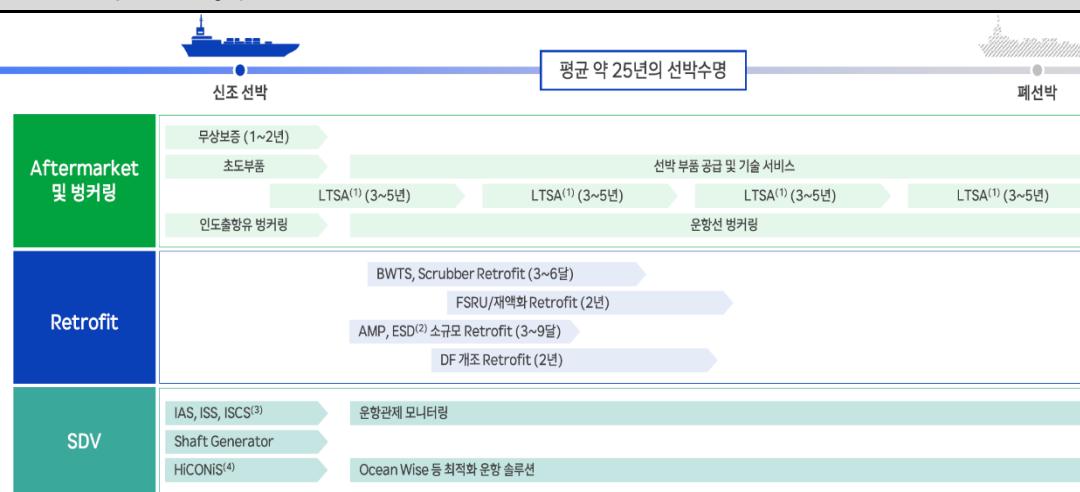
자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

HD 현대마린솔루션 사업 부문별 매출 비중 (2024년 말 기준)



자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권 추정

HD 현대마린솔루션의 사업영역



자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

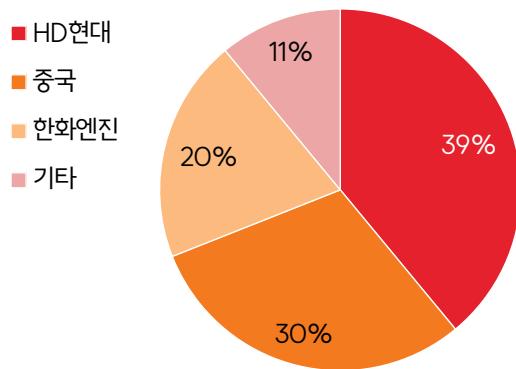
2. 투자포인트

(1) AM 솔루션: 보장되어 있는 성장 (Feat. DF 엔진)

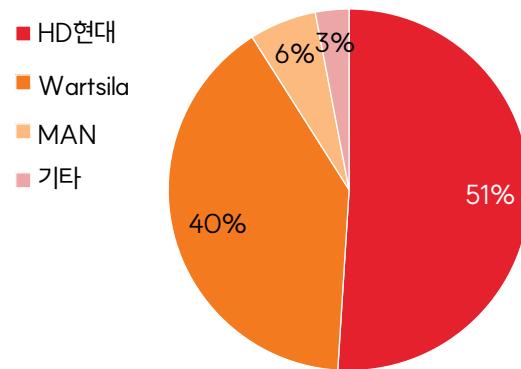
AM 솔루션은 핵심사업 매출의 약 75~80%를 차지할 정도로 동사의 탑라인과 이익 성장을 견인하는 메인 사업으로, 선박 및 엔진에 필요한 부품을 납품하는 사업이다. HD 현대는 2행정 DF 엔진 시장에서 약 39%, 4행정 DF 엔진 시장에서 51%를 차지하며 DF 엔진 시장에서 글로벌 1위에 위치해 있다.

동사는 주기와 보기엔진에서 MAN E&S, WinGD, 바르질라 같은 라이센서들의 OEM 업체 역할을 수행하기 때문에 해당 업체들과 AM 사업에서 경쟁 구도를 띄기도 하지만, 4 행정 보기 엔진에서 독자적인 HiMSEN(힘센) 엔진 라이센서의 역할도 하기 때문에 힘센 엔진을 장착한 선대에는 독자적인 납품을 할 수 있는 구조다.

2-Stroke DF 엔진 시장 점유율



4-Stroke DF 엔진 시장 점유율



자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

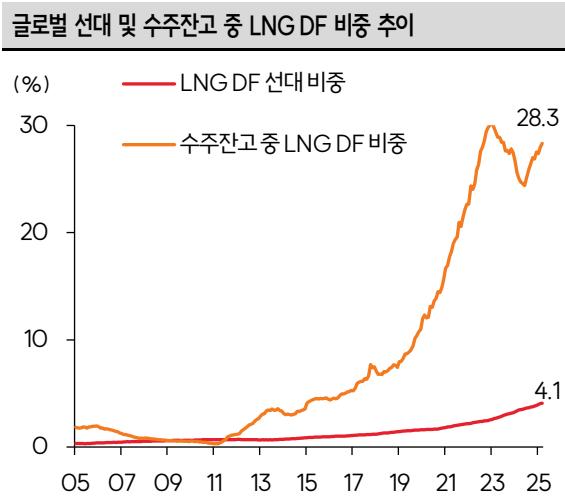
HD 현대마린솔루션의 AM 솔루션 선박 유지보수 비용 구성



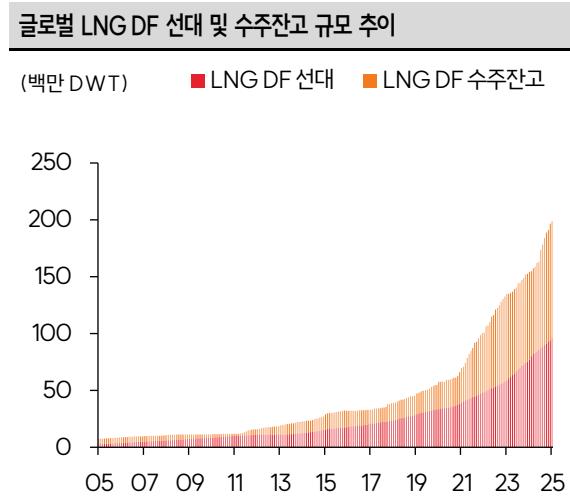
자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

글로벌 탄소중립 정책에 따라 IMO(국제해사기구) 또한 선박 탄소배출량 감축 규제를 강화하고 있다. 이에 따라 글로벌 선주 및 선사들은 선속을 낮추기 힘든 컨테이너선 중심의 DF 엔진을 장착한 대규모 선박 발주세를 이어가고 있다. 이러한 기조에 맞추어 4 행정 DF 엔진(힘센엔진)을 장착한 선박은 '21~'22년 글로벌 병목현상 기간부터 '24년 수에즈운하 사태까지 계속해서 확대됐다.

글로벌 선대 중 LNG DF 엔진을 장착한 선박 비중은 '25년 3월 기준 약 4.1%까지 상승했으며, LNG 와 메탄올을 포함한 대체연료 선대 비중은 약 5.0%까지 확대된 상황이다. 현재 글로벌 LNG DF 선대는 약 100 만 DWT 규모이며, 수주잔고 중 LNG DF 선박은 약 104 만 DWT로 현재 선대 이상 규모가 인도되며 2 배 이상으로 증가할 예정이다.



자료: Clarksons, SK 증권

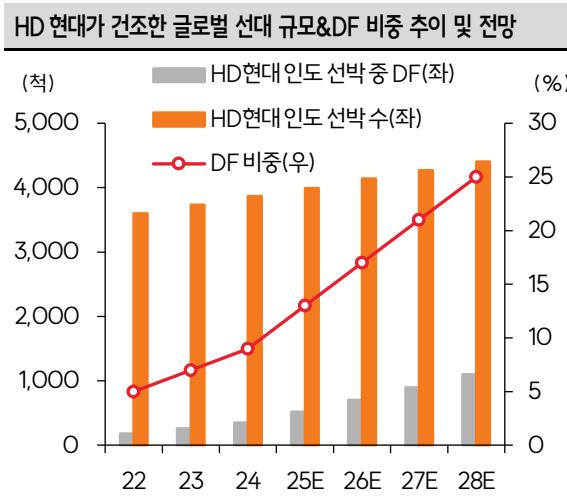


자료: Clarksons, SK 증권

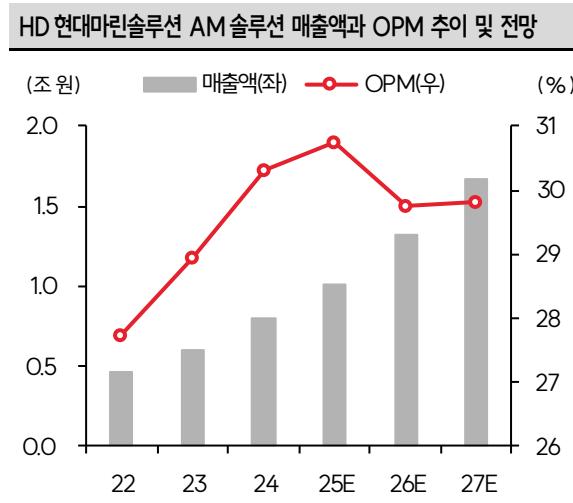
이러한 기조에 맞추어 현대 그룹 조선 3사가 인도했던 선박뿐만 아니라 HD 현대 조선 3사가 건조하지 않았어도 HD 현대중공업이 생산한 엔진을 장착한 모든 선대들을 대상으로 AM 솔루션 계약 선박들이 점점 확대되고 있다. 평균적으로 선박이 인도된 후 5년 주기마다 정기점검을 통해 교체 및 수리가 필요한 핵심 부품 중심의 수요가 발생하며, DF 엔진은 컨벤셔널과 마진을 차이가 많이 크지 않지만 탑라인이 약 1.5 배 정도 차이로, 마진 규모 또한 1.5 배 이상 차이가 나기 때문에 ASP가 높다.

'28년에는 HD 현대가 인도한 선박 중 DF 엔진 탑재 선박이 약 25%까지 확대될 것으로 예상된다. 해당 선박들이 인도된 이후 정기검사 시기가 도래하는 '26~'27년부터는 AM 솔루션 사업부문 매출 및 수익성을 견인할 예정이다. 힘센 중형엔진의 마진율은 비공개이지만, 중형 대비 낮은 마진율의 대형엔진과 비엔진이 섞여 있는 AM 솔루션 부문의 OPM이 약 30%에 달하는 것을 고려하면, 40% 이상의 높은 마진율을 형성하고 있다고 판단된다.

또한 선주들은 DF 엔진의 AM 만큼은 순정품을 선호하기 때문에 블랙마켓이 작다는 장점을 보유하고 있다. 동사는 상장을 통한 조달 자금을 사용하여 물류창고 확보와 같은 투자를 계속 진행할 계획이며, 이는 AM 솔루션 사업부문의 지속적인 성장을 위한 투자의 개념이라고 보면 된다. 올해 상반기 내에는 투자에 대한 구체적인 내용이 발표될 것으로 예상되며, 하반기부터 해당 투자가 단행되면서 향후 AM 솔루션 사업부문의 탑라인 및 이익 성장세를 기대해 볼 수 있다

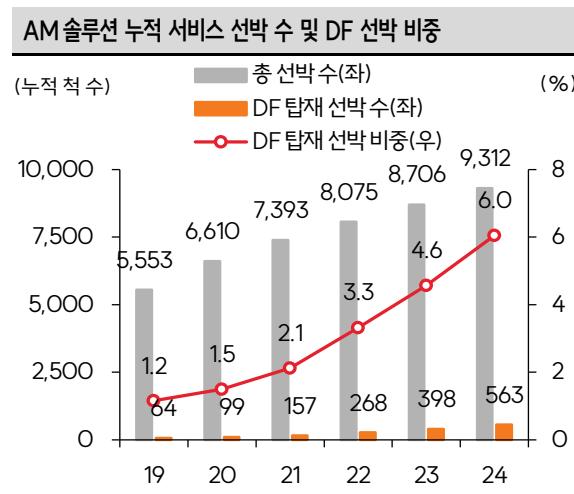


자료: Clarksons, SK 증권 추정

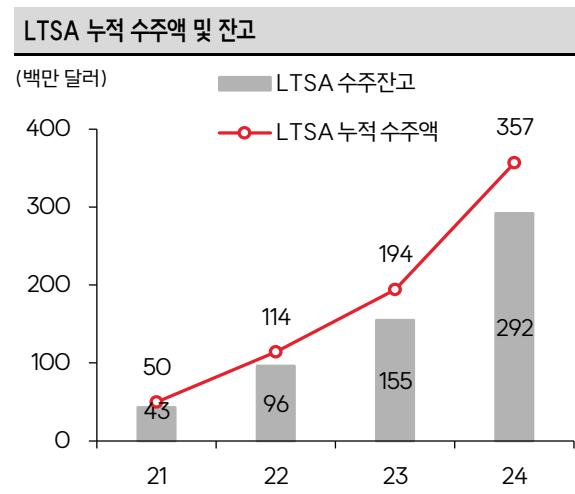


자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권 추정

동사의 AM 서비스 중 LTSA(Long Term Service Agreement)의 누적 수주규모 및 수주잔고가 점진적으로 증가하고 있는 점 또한 주목해야 할 포인트다. 물론 스팟 계약이 단가가 좀 더 높은 경향이 있으나, LTSA 도 결국 계약 특성 상 인플레이션 반영되면서 계약 단가가 상승하기 때문에 정확한 마진 비교는 어렵다. 다만 LTSA 규모와 비중이 높아질수록 글로벌 ①선주들 사이에서 동사의 AM 서비스를 채택 하려하는 수요가 상승할 것이며, ②LTSA 를 제외한 스팟 계약을 예측하기 수월해지면서 해당 계약에 필요한 재고를 매입하고 관리하는데 있어 원가절감 효과를 누릴 뿐만 아니라, ③블랙마켓 M/S를 확보할 수 있다는 장점 또한 있다.



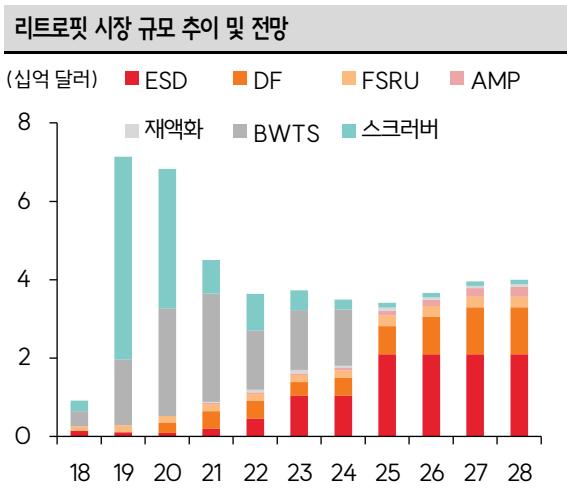
자료: HD 현대미린솔루션, SK 증권
주: 총 선박 수는 비엔진 서비스 선박 포함



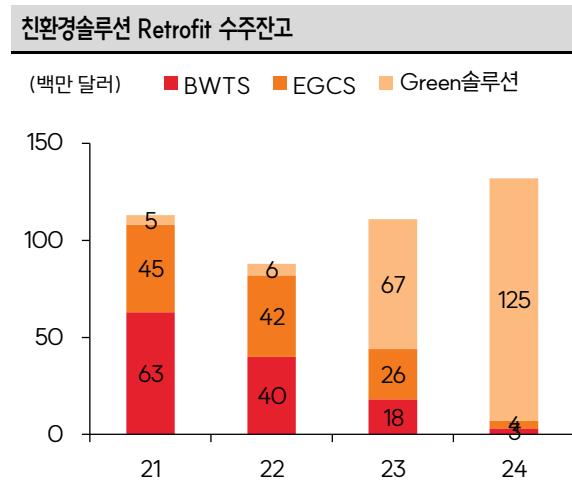
자료: HD 현대미린솔루션, SK 증권

(2) 친환경솔루션: IMO 환경규제와 개조 수요

동사의 친환경솔루션 사업은 BWTS(선박평형수 처리장치), 스크러버 개조 등의 1 세대 개조사업과 ESD(에너지 절감장치), AMP(육상전력공급장치), FRSU(부유식 재기화 설비), DF 엔진 개조 등 2 세대 개조사업으로 구분된다. IMO BWM('19~'24) 대응과 IMO 2020 황산화물 규제 대응을 위해 BWTS (선박평형수 처리장치) 및 스크러버 같은 1 세대 개조 수요가 급증했으나, 현재는 운항 중인 대부분의 선대에 1 세대 개조는 완료된 상황이기에 점진적으로 강화되는 IMO 환경규제에 대응하기 위해 연료 및 탄소 배출 절감을 위한 2 세대 개조 수요가 확대되는 중이다. 2 세대 개조는 아직 초기단계이기 때문에 1 세대 대비 낮은 마진율을 보인다. 하지만 과도기를 지나 시장 수요가 증가하면서 1 세대와 유사한 마진율을 확보할 수 있을 전망이다.



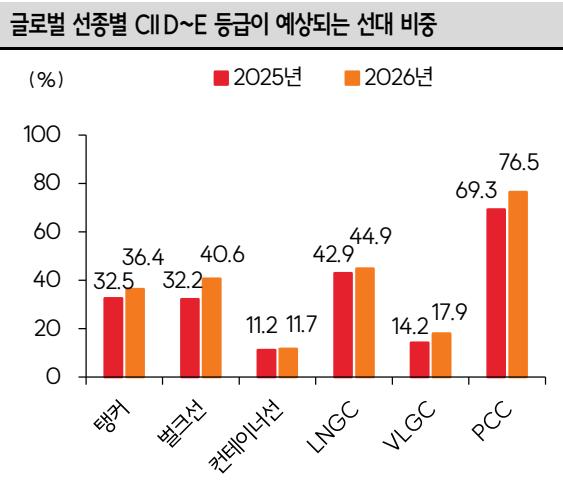
자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권



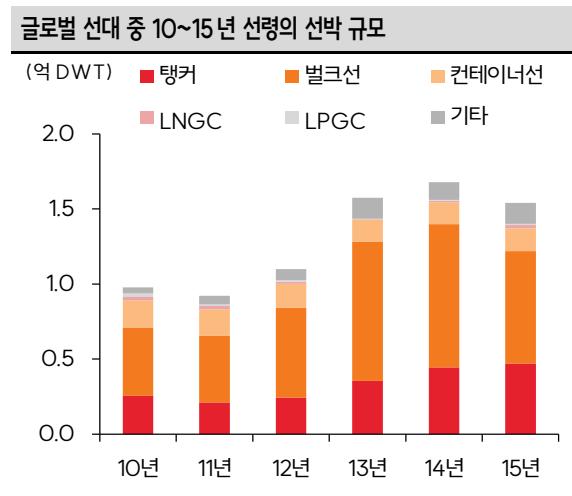
특히 DF 엔진 개조 시장은 글로벌 선대 중 CII 등급 총 5 단계(A~E) 중 D 와 E 등급에 해당하는 선박 중심으로 수요가 조금씩 증가하고 있으며, 선령이 약 10~15년 정도된 선박들이 주요 타겟이다. 이들은 ESD, AMP 등과 같은 방식으로는 향후 환경규제를 충족시킬 수 없으며, 최근 높아진 선가와 글로벌 제한적인 인도 슬롯 때문에 신조 발주 보다는 선박엔진 개조를 통한 연료 전환으로 탄소 배출량을 절감할 수 밖에 없다.

ALS(공기운활시스템), WAPS(풍력보조추진장치), S/G(샤프트제너레이터), MSS(메탄슬립솔루션), EPLO(엔진 부분 부화 최적화) 등 다양한 개조 사업을 통해 ESD(Energy Saving Device, 에너지 절감 장치)의 성장성 또한 기대된다. ESD 가 DF 엔진 개조 시장을 자기잠식(Self-Cannibalization)하지 않을까 우려할 수도 있으나, 두 시장의 타겟은 다르다. ESD의 타겟은 주로 CII C 등급 내에서 하위의 선박 들이며, DF 엔진 개조 시장의 타겟은 ESD 만으로 해결할 수 없기 때문에 연료 변경이 필요한 D 와 E 등급의 선박이 대상이다.

다만 아직 단기적 IMO의 중기 조치 규제에 대한 불확실성이 큰 상황이기 때문에 규제 확정 이전까지는 선주들의 기존 선박에 대한 개조 전략을 확립하기 어려운 상황이다. 강화된 규제뿐만 아니라 대체 연료 생산 및 사용을 장려하는 인센티브 정책 또한 부족한 상황이며, 저탄소 또는 무탄소 연료의 단기적 공급 및 가격 안정성에 대한 불확실성이 크기 때문이다. '27년부터 발효 예정인 중기 GHG 감축 규제 조치 전략과 선박 온실가스 부과금 제도 및 MARPOL 개정안에 대한 구체적인 사항들의 조정, 그리고 단기 환경 규제 강도 및 조치에 대해 보다 명확한 합의점이 도출될 것으로 예상되는 MEPC 83 차 회의가 개조 수요를 일으키는 트리거가 될 수 있을지를 기대해본다.

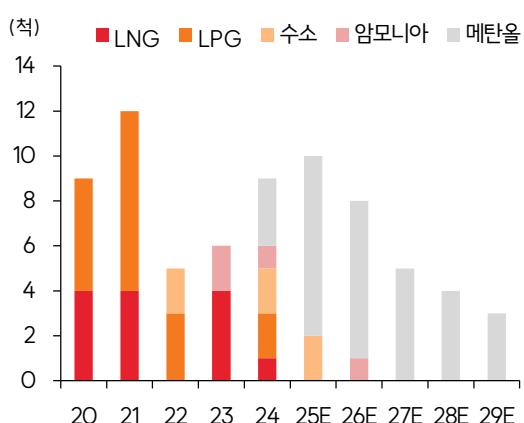


자료: Clarksons, SK 증권



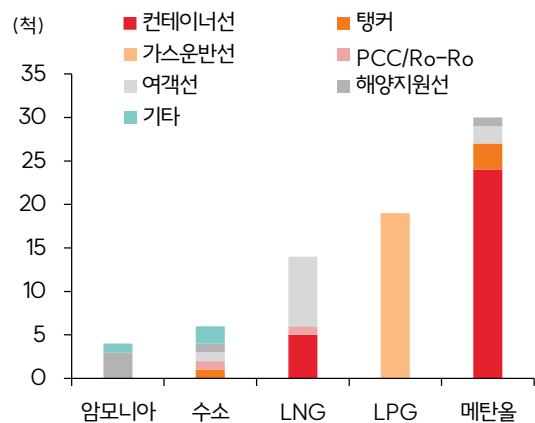
자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 연료별 엔진 개조 완료 및 예정 선박 규모



자료: Clarksons, LR, SK 증권

글로벌 연료별 엔진 개조 선종 규모 ('20~'29)



자료: Clarksons, SK 증권

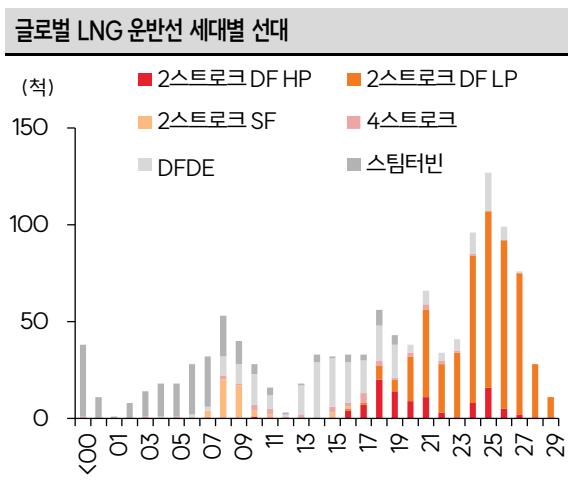
동사의 또 다른 개조 사업인 LNG 운반선 개조는 ①LNGC 재액화 개조와 ②LNGC to FSRU, 그리고 ③LNGC to FSU로 구분할 수 있다. 우선 ①LNGC 재액화 개조의 경우, 3/4 세대 DFDE/TFDE 운항 선대 200 여척 중 약 70%가 '26년부터 CII C 등급 이하에 해당할 것으로 예상됨에 따라 BOG 를 연소를 통한 폐기 가 아닌 재액화를 장비를 탑재하여 연간효율성지수(AER)를 9% 이상 개선이 가능하다. 동사는 10 척의 LNGC 재액화 수주 중 1척을 4Q24 에 완료했고, 현재 9 척이 진행 중이다. 프로젝트마다 상이하지만, 평균적으로 약 1천만 불 정도의 규모다.

②LNGC to FSRU는 운항 경쟁력을 상실한 1/2 세대 Steam Turbin 및 3/4 세대 DFDE LNGC 를 FSRU(Floating Storage Regasification Unit)으로 개조하는 사업이다. HD 현대는 현재까지 세계 최대의 FSRU 건조 경험 및 역량과 HD 현대 그룹 사가 자체 디자인 적용과 공급을 하는 핵심 기자재 Re-Gas Module 를 기반으로 해당 개조 사업에서 선두 주자로 나서고 있다. 프로젝트마다 상이하지만, 평균적으로 약 1억~1.5 억 불 정도의 규모다.

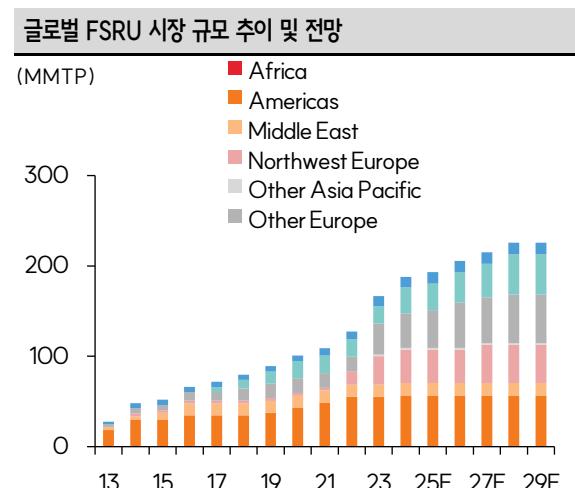
③LNGC to FSU는 운항 경쟁력을 상실한 1/2 세대 Steam Turbin LNGC 선대를 FSU(Floating Storage Unit)으로 개조하는 사업이다. 육상 LNG 발전 터미널 구축 연계 및 LNG 주요 선사와 프로젝트에 참여하고 있다. 프로젝트마다 상이하지만, 평균적으로 약 3천만 불 정도의 규모다.

최근 매출액과 이익 규모가 큰 FSRU 보다는 FSU 쪽으로 인콰이어리 및 발주가 확대되는 중이다. 최근 FSRU 시장의 파이프라인은 대부분 중남미 지역인데, 해당 지역 국가들이 참여하고 있는 FSRU 프로젝트 인콰이어리는 확대됐으나, 투자 과정에서 FSRU는 장기 수요 예측, 인프라 연계, 법적 검토 등 파이낸싱이 원활하지 못해 동사의 FSRU 수주로 이어지지 않고 있다. 또한 FSU의 경우 단순 액화·저장 기능만 수행하기 때문에 선주의 판단만으로 신속하게 발주가 가능하기 때문에 의사결정 까지의 리드타임이 짧다.

단기 내 관점에서 동사의 FSRU 보다는 FSU 개조와 재액화 개조 사업을 통한 성장을 기대하는 것이 더 현실적이며, 작년에 동사가 수주했던 FSU 1척은 올해 2분기에 완료될 예정이다. 하지만 중/장기적 관점에서 글로벌 LNGC 투자 확대 모멘텀에 따라 선주들의 FSRU 개조 사업 수주 또한 충분히 기대해 볼 수 있다.



자료: Clarksons, SK 증권



자료: Clarksons, SK 증권

(3) 디지털솔루션: 이제 유료 구독 전환 시작, 중/장기적 성장을 기대

동사의 스마트솔루션 사업은 ISS, Hi-EMS, Hi-GSP 가 탑재된 모든 선박을 실시간 모니터링하여 운항과 장비 운영 및 관리 등을 지원하는 데이터 기반의 서비스다. 목표는 최대한 많은 글로벌 선박에 동사의 스마트솔루션을 탑재하는 것이며, 해당 솔루션을 통해 CII 가이드라인 및 항만 정보 사전 제공을 통해 연료 세이빙 효과를 얻게 해줌으로써 서비스 이용 선박의 CII 등급 하락을 막을 수 있다. 이 부분이 동사의 SDV 사업의 핵심이며, 나머지로는 운항, 엔진, 선박장비 및 고장과 같은 관리시스템 및 커넥트 영역이라고 보면 된다.

현재까지 스마트솔루션을 탑재한 선박은 4Q24 기준 약 450척 정도이다. 기본적으로 약 1~2년 간 무상 제공 기간을 거친 후 선주들의 선택에 따라 유료 구독 전환으로 이어진다. '스마트솔루션을 통한 연료 세이빙 효과' → '해당 서비스에 만족한 선주들의 구독률 증가' → '보다 좋은 솔루션 제공을 위한 투자 및 구독료 인상'으로 이어지는 선순환 구조를 통한 성장을 기대할 수 있다.

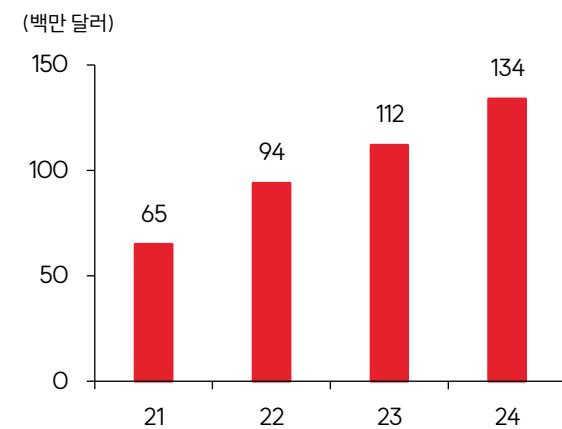
최근 들어 해당 선박들이 무상 기간이 종료됨에 따라 유상 구독으로 전환되기 시작했다. 동사는 IPO를 통해 조달한 자금 중 상당 부분을 데이터 보유 회사 M&A 혹은 JV를 통해 항만 관련 빅데이터 획득 목적으로 사용하겠다고 밝힌 바 있으며, 이를 통한 SDV의 중/장기적 성장을 기대해본다.

HD 현대마린솔루션의 디지털 관제센터



자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

디지털제어 수주잔고



자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

3. 밸류에이션 및 실적전망

투자의견 매수 및 목표주가 192,000 원으로 커버리지 개시

HD 현대마린솔루션에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 192,000 원으로 커버리지 를 개시한다. 목표주가는 '26년 추정 EPS 7,588 원에 Target P/E 26.4 배를 적용 하여 산출했다. 멀티플을 산정하는 과정에서 동사가 상장할 당시 Valuation Peer로 선정됐던 '알파라발(ALFA LAVAL AB)'과 HD 한국조선해양은 적절하지 않다는 판단이다. 알파라발의 경우 친환경솔루션 사업에서 1 세대 전체와 2 세대 일부만 겹 치는 비즈니스를 운영하고 있기 때문에 동사와 정확한 비교 대상은 아니며, HD 한국 조선해양 또한 비상장사인 HD 현대삼호를 포함해 선박 발주 사이클에 민감한 주가 상관관계를 가지는 조선 자회사들의 중간 지주사 역할을 하고 있기에 정확한 비교 대상은 아니다.

현재 동사의 핵심사업 중 하나인 AM솔루션의 성장이 동사의 탑라인과 이익 성장을 모두 견인하고 있기 때문에 오히려 항공 MRO 업체들이 Peer로 적절하다는 판단 이다. ①항공기 수명이 선박 수명과 비슷한 약 30년 주기라는 점과 ②부품별로 상 이 하지만 일부 부품들의 점검 및 교체가 짧게는 1~5년 사이 혹은 핵심 부품의 경우 5~10년 주기로 이루어진다는 점, ③AM 서비스 업체들이 약 30~60%의 높 은 AM 매출 비중과 함께 진입 장벽을 기반으로 높은 가격 협상력을 갖는다는 점, 그리고 무엇보다 ④힘센(HiMSEN) 엔진 라이선스와 같이 일정 부품에서 독점적인 M/S 가 확보되어 있으면 매우 높은 마진율을 갖게 되는 점이 유사하다.

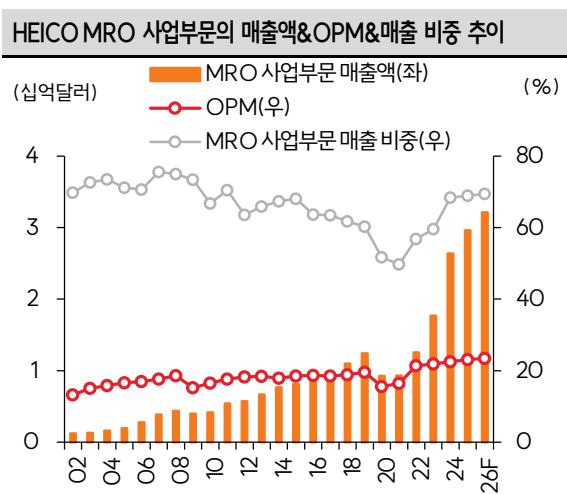
이러한 글로벌 대표적인 항공 MRO 사업 비즈니스 모델을 보유한 기업으로는 TransDigm, HEICO, MTU, AAR, Kongsberg 등이 있다. 여기에 더해 엔진 제조 사업을 함께 영위하긴 하나, 동사의 핵심 사업인 선박 엔진 AM 사업을 운영하는 바 르질라는 반드시 Peer에 포함되어야 한다는 판단이다.

물론 항공 MRO 업체들의 유사도가 HD현대마린솔루션이 100% 일치하지 않는다.

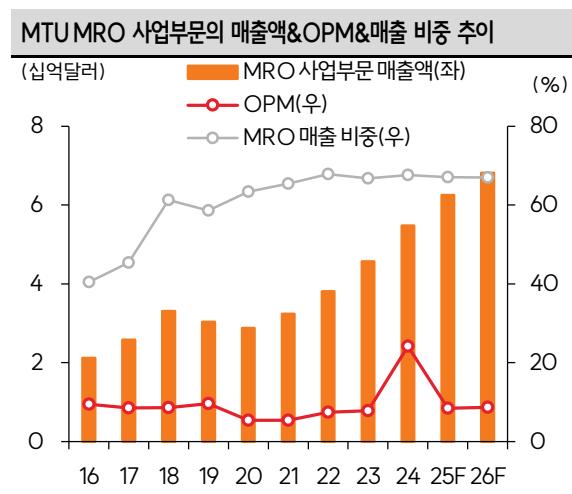
Kongsberg는 HD현대마린솔루션의 디지털솔루션과 동일한 해양 솔루션 사업부를 운영하고 있으나, 핵심인 AM 솔루션 사업의 비중이 거의 없다. 또한 방산&항공 사업부문에서 항공 AM 보다 방산 비중이 더 높으며, 최근 글로벌 방산주들의 주가 급 상승에 따라 방산 모멘텀이 더 강하기 때문에 멀티플에 20% 할인율을 적용했다.

HEICO 와 **TransDigm**의 경우 FAA로부터 승인을 받은 PMA(Parts Manufacturer Approval) 제조 및 AM을 영위하기 때문에 낮은 원가 및 매우 높은 가격 결정력을 갖고 있으며, 신규 경쟁자가 쉽게 진입하지 못한다는 큰 진입장벽이 존재한다. 반면에 동사는 HiMSEN 엔진을 제외했을 때 AM 시장에서 독점적 위치에 있지 않기 때문에 해당 2개 비교 업체의 멀티플에 대해서는 약 20%의 할인율을 적용했다.

이와 반대로 **AAR**의 경우, 힘센(HiMSEN)과 같은 독점적 M/S 확보 부재와 HEICO 와 TransDigm과 달리 항공기 부품 유통/정비 사업에서의 경쟁이 매우 치열하고 낮은 진입장벽으로 인해 가격 결정력이 높지 않은 점을 고려해 멀티플에 20% 프리미엄을 적용했다.

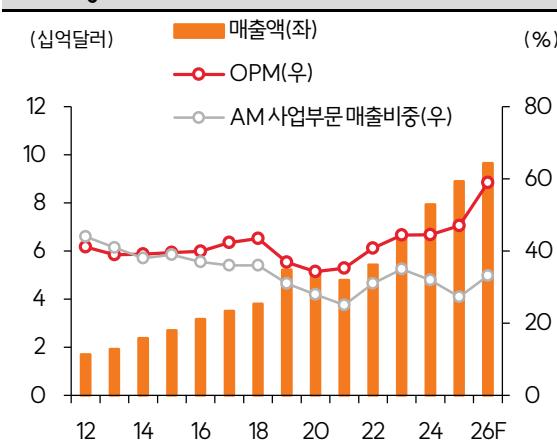


자료: Bloomberg, SK증권
주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스



자료: Bloomberg, SK증권
주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스

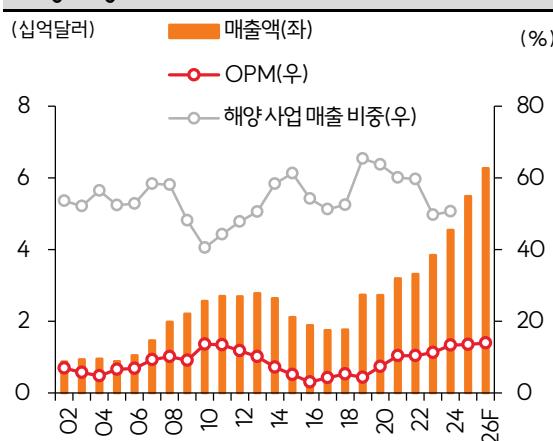
TransDigm 매출액&OPM&AM 사업부문 매출 비중 추이



자료: Bloomberg, SK증권

주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스

Kongsberg 사업부문의 매출액&OPM&매출 비중 추이



자료: Bloomberg, SK증권

주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스

HD 현대마린솔루션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출액	461.7	483.8	518.2	536.5	533.3	564.3	597.1	623.0	2000.2	2317.8	2696.3
YoY	20.5%	10.5%	12.3%	15.8%	15.5%	16.7%	15.2%	16.1%	14.6%	15.9%	16.3%
QoQ	-0.4%	4.8%	7.1%	3.5%	-0.6%	5.8%	5.8%	4.3%	-	-	-
핵심사업	275.5	303.0	332.0	355.1	351.6	383.7	416.5	443.8	1265.6	1595.7	1972.1
AM 솔루션	224.4	245.0	267.3	279.6	296.4	321.0	347.0	363.0	1016.4	1327.5	1670.2
친환경솔루션	31.2	35.6	45.1	56.4	32.5	37.1	46.9	58.7	168.4	175.1	183.0
디지털솔루션	19.9	22.3	19.5	19.1	22.8	25.7	22.6	22.1	80.7	93.1	109.3
벙커링	186.2	180.8	186.2	181.4	181.7	180.6	180.6	179.2	734.6	722.1	724.1
영업이익	72.8	83.1	90.7	96.6	94.9	103.5	112.7	118.6	343.3	429.7	540.0
YoY	41.4%	17.1%	8.7%	46.7%	30.3%	24.5%	24.3%	22.7%	26.3%	25.2%	25.7%
QoQ	10.6%	14.2%	9.0%	6.6%	-18%	9.1%	8.9%	5.2%	-	-	-
영업이익률	15.8%	17.2%	17.5%	18.0%	17.8%	18.3%	18.9%	19.0%	17.2%	18.5%	20.0%

자료: Quantwise, SK증권 추정

구분	연도	HEICO	MTU	AAR	Transdigm	Kongsberg	Wartsila
시가총액 (백만달러)	'24.03.24	31,784	19,783	2,440	75,497	26,221	12,069
매출액	23	2,208	5,614	1,820	5,429	3,319	6,153
	24	2,968	5,800	1,991	6,585	3,849	6,505
	25E	4,312	9,401	2,764	8,900	5,492	7,958
	26E	4,631	10,296	2,942	9,644	6,270	8,504
영업이익	23	497	469	107	2,215	345	(34)
	24	625	(281)	134	2,923	436	425
	25E	960	1,299	257	4,253	749	872
	26E	1,054	1,444	291	4,653	889	957
OPM(%)	23	22.5	8.3	5.9	40.8	10.4	-0.5
	24	21.1	-4.8	6.7	44.4	11.3	6.5
	25E	22.3	13.8	9.3	47.8	13.6	11.0
	26E	22.8	14.0	9.9	48.2	14.2	11.3
EBITDA	23	613	844	161	2,492	478	243
	24	780	78	182	3,212	568	634
	25E	1,148	1,667	315	4,727	909	1,034
	26E	1,246	1,835	349	5,178	1,057	1,126
순이익	23	352	349	79	866	290	(67)
	24	404	(110)	90	1,298	352	279
	25E	634	926	133	2,180	602	630
	26E	711	1,030	160	2,536	717	699
ROE	23	14.4	11.6	7.8	-	20.5	(2.9)
	24	14.0	(3.5)	8.5	-	25.2	11.8
	25E	15.7	23.1	-	(49.7)	31.5	21.4
	26E	15.4	21.3	-	(84.2)	32.3	21.0
EPS	23	2.6	6.5	2.2	13.4	1.6	(0.1)
	24	2.9	(2.1)	2.6	22.0	2.0	0.5
	25E	4.5	17.5	3.8	37.4	3.4	1.1
	26E	5.0	19.4	4.6	43.4	4.1	1.2
PER	23	63.8	32.6	20.3	33.4	26.6	-
	24	53.9	-	17.6	36.7	22.1	29.8
	25E	58.0	21.2	18.1	36.0	43.6	18.9
	26E	52.6	19.3	15.0	31.6	37.8	17.1
	27E	46.1	17.2	13.2	27.2	31.5	15.7
EV/EBITDA	23	39.2	18.8	16.5	19.2	20.2	37.2
	24	33.5	-	14.6	20.5	16.2	15.7
	25E	30.0	12.3	10.7	20.8	27.9	10.9
	26E	27.7	11.2	9.6	19.0	24.0	10.0
주가 수익률(%)	1W	0.5	1.3	(0.0)	(0.9)	(6.1)	4.8
	1M	13.9	9.8	9.4	2.5	18.6	5.1
	3M	9.0	6.8	11.5	3.4	21.8	11.9
	6M	(1.5)	20.3	2.9	(0.0)	53.9	(5.4)
	YTD	10.0	5.5	10.9	6.2	22.8	11.5
	1Yr	35.4	49.8	13.0	15.4	116.5	34.1

자료: Bloomberg, SK증권

HD 현대마린솔루션 Peer 비교 멀티플 산정

Peer 기업	'26E PER	할인(할증)율	조정 멀티플
HEICO	52.6	20%	42.1
Transdigm	31.6	20%	25.3
AAR	15.0	-20%	18.0
MTU	19.3	0%	19.3
Wartsila	17.1	0%	17.1
Kongsberg	37.8	20%	30.2
평균			25.3

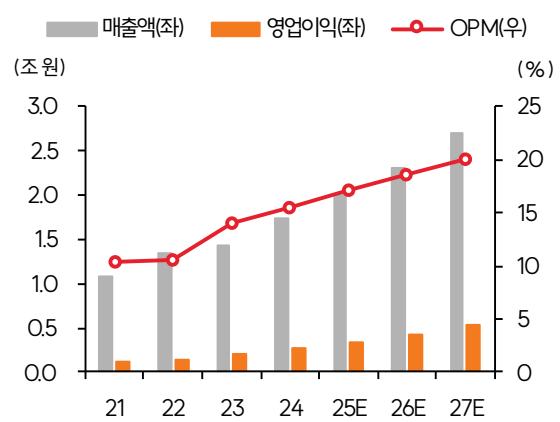
자료: Bloomberg, SK 증권

HD 현대마린솔루션 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'26년 추정 EPS	(A)	원	7,588	
Target P/E	(B)	배	25.3	
주당주주가치	(C)	원	191,976	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	192,000	
현재주가	(E)	원	140,700	2025년 3월 24일 종가
상승여력	(F)	%	36.5	(F) = (D-E)/(E)

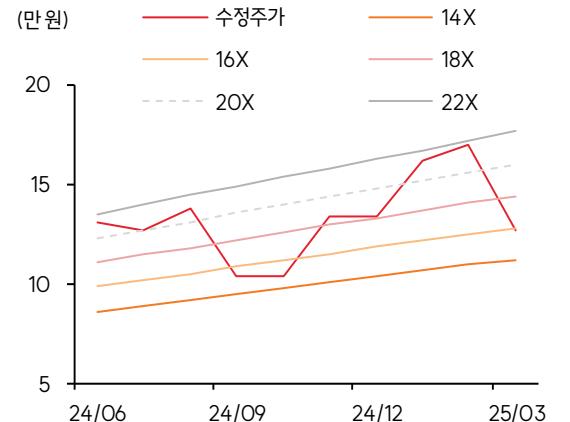
자료: SK 증권 추정

HD 현대마린솔루션 실적 추이 및 전망



자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권 추정

HD 현대마린솔루션 PER Band Chart



자료: Bloomberg, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	597	1,076	1,125	1,302	1,530
현금및현금성자산	96	298	323	424	570
매출채권 및 기타채권	211	263	285	308	333
재고자산	238	273	296	320	347
비유동자산	59	77	81	83	84
장기금융자산	5	5	5	5	6
유형자산	11	20	19	21	21
무형자산	4	5	5	5	5
자산총계	657	1,152	1,206	1,385	1,614
유동부채	388	343	374	416	464
단기금융부채	134	8	10	18	30
매입채무 및 기타채무	134	158	199	215	233
단기충당부채	8	11	13	15	17
비유동부채	29	36	38	40	42
장기금융부채	12	13	13	13	13
장기매입채무 및 기타채무	0	1	1	1	1
장기충당부채	5	4	5	5	5
부채총계	417	379	412	456	506
지배주주지분	240	774	794	929	1,108
자본금	20	22	22	22	22
자본잉여금	20	385	385	385	385
기타자본구성요소	1	30	30	30	30
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	198	324	344	479	658
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	240	774	794	929	1,108
부채와자본총계	657	1,152	1,206	1,385	1,614

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	73	247	273	340	427
당기순이익(손실)	151	228	273	340	427
비현금성항목등	70	77	67	83	101
유형자산감가상각비	10	12	12	12	12
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	60	65	55	70	89
운전자본감소(증가)	-97	-6	-12	-13	-13
매출채권및기타채권의감소증가)	-38	-25	-22	-23	-25
재고자산의감소(증가)	-76	-22	-23	-24	-26
매입채무및기타채무의증가(감소)	20	3	15	16	18
기타	-100	-110	-126	-160	-201
법인세납부	-49	-57	-71	-90	-113
투자활동현금흐름	5	-196	-40	-40	-43
금융자산의감소(증가)	6	-183	-23	-26	-29
유형자산의감소(증가)	-2	-10	-12	-14	-13
무형자산의감소(증가)	0	-0	0	0	0
기타	1	-3	-5	-0	-0
재무활동현금흐름	-44	149	-250	-197	-237
단기금융부채의증가(감소)	0	0	2	8	11
장기금융부채의증가(감소)	-6	-7	0	0	0
자본의증가(감소)	0	367	0	0	0
배당금지급	-90	-100	-252	-205	-249
기타	52	-110	-0	0	0
현금의 증가(감소)	32	203	24	102	145
기초현금	64	96	298	323	424
기말현금	96	298	323	424	570
FCF	70	237	261	326	414

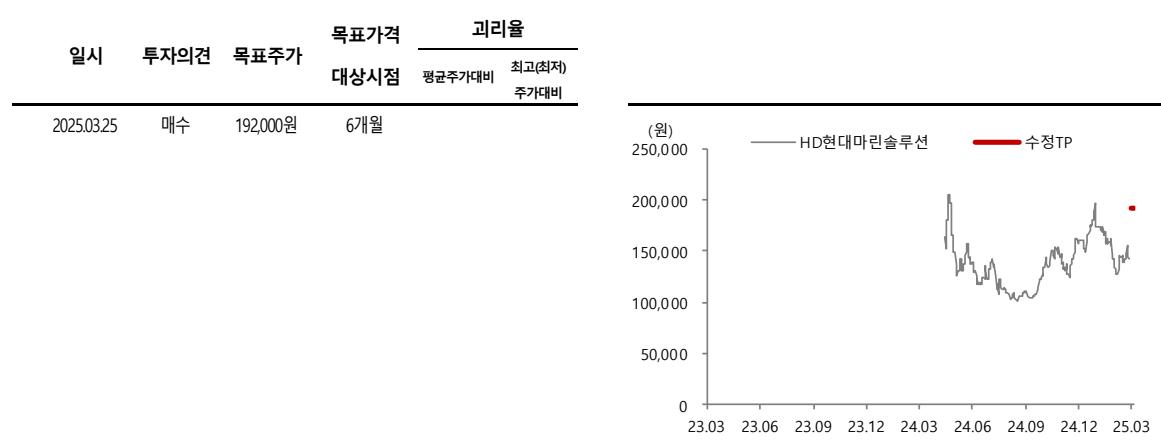
자료 : HD현대마린솔루션

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,430	1,745	2,000	2,318	2,696
매출원가	1,158	1,383	1,552	1,747	2,011
매출총이익	273	362	448	571	686
매출총이익률(%)	19.1	20.7	22.4	24.6	25.4
판매비와 관리비	71	90	105	142	146
영업이익	201	272	343	430	540
영업이익률(%)	14.1	15.6	17.2	18.5	20.0
비영업손익	-0	25	0	0	0
순금융손익	-4	7	16	19	24
외환관련손익	4	21	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	201	297	343	430	540
세전계속사업이익률(%)	14.1	17.0	17.2	18.5	20.0
계속사업법인세	50	69	71	90	113
계속사업이익	151	228	273	340	427
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	151	228	273	340	427
순이익률(%)	10.6	13.1	13.6	14.7	15.9
지배주주	151	228	273	340	427
지배주주귀속 순이익률(%)	10.6	13.1	13.6	14.7	15.9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	147	238	273	340	427
지배주주	147	238	273	340	427
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	212	284	356	442	552

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	7.2	22.0	14.6	15.9	16.3
영업이익	41.9	34.9	26.3	25.2	25.7
세전계속사업이익	41.7	47.7	15.6	25.2	25.7
EBITDA	41.6	34.1	25.4	24.3	25.0
EPS	44.0	34.6	19.6	24.8	25.6
수익성 (%)					
ROA	25.7	25.2	23.1	26.3	28.5
ROE	71.6	45.0	34.8	39.5	42.0
EBITDA마진	14.8	16.2	17.8	19.1	20.5
안정성 (%)					
유동비율	154.0	313.9	300.5	312.8	329.6
부채비율	173.6	49.0	51.9	49.1	45.7
순차입금/자기자본	20.9	-59.6	-63.7	-67.3	-71.2
EBITDA/이자비용(배)	34.3	62.4	562.9	589.4	506.8
배당성향	66.2	61.9	64.1	63.3	60.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,778	5,085	6,080	7,588	9,534
BPS	5,999	17,255	17,710	20,722	24,706
CFPS	4,029	5,348	6,356	7,864	9,810
주당 현금배당금	2,500	3,150	3,900	4,800	5,800
Valuation지표 (배)					
PER	0.0	31.7	23.5	18.8	15.0
PBR	0.0	9.4	8.1	6.9	5.8
PCR	0.0	30.2	22.5	18.1	14.5
EV/EBITDA	0.2	23.7	17.4	13.7	10.7
배당수익률	0.0	2.0	2.6	3.2	3.9



Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 25일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

한화엔진 (082740/KS)

공격적인 수주와 캐파 확장

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 32,000 원(상향)

현재주가: 23,600 원

상승여력: 35.6%

공격적인 수주세와 생산 캐파 확대, 더욱 증가할 수주잔고

동사 올해 1분기 내 공시한 엔진 신규수주 규모는 1조 130억원으로, 이미 작년 수주액인 1조 6,489억원의 약 61%를 달성한 상황이다. 또한 지난 2월 802억원 규모의 캐파 확장을 발표했으며, 기존 130 대의 실질 생산 캐파에서 1년 6 개월 후 마력 기준 약 15~20% 정도의 엔진 생산 능력이 확대될 예정이다. 해당 증설 분이 정확히 몇 척 분량의 증가인지 알 수 없으나, 컨테이너선에 장착되는 고출력 엔진의 시운전 병목을 해소하는 것이 주 목적이다. 중국 조선소들의 DF 엔진 쇼티지 현상이 계속되면서 올해 1분기부터 중국 조선소향 선박 발주가 급속도로 확대되는 중이다. 올해 남은 기간에는 북미 LNGC 중심의 국내 조선소향 선박 계약 발주가 확대될 전망이기 때문에 2010년 이후 역대 최고 수준의 수주규모 및 수주잔고 레벨 달성이 가능할 것으로 전망한다. 저속엔진 부문은 올해 10% 이상의 매출 성장률 기록할 것으로 예상되며, 이에 더해 메탄올 DF 엔진 납품을 포함한 ASP 상승 효과로 탑라인 및 이익 성장 모두 시현할 전망이다. AM 사업 부문은 전략적 투자와 선주 및 선사와의 협업을 통해 '24년 매출액 1,440억원에서 '25년 약 10% 이상 성장할 것으로 예상되며, 작년과 비슷한 수준의 마진율을 보여줄 것으로 전망한다. 지속적인 투자와 협업을 통해 '27년에는 '24년 대비 약 2 배의 매출액을 기록할 것으로 예상한다. 올해 4월 개최 예정인 MEPC83에서 정해질 GHG 감축 중기 조치가 글로벌 DF 엔진 발주 모멘텀을 확대시킬 트리거로 작용하길 기대해본다.



Analyst
한승한

shane.han@skc.co.kr
3773-9992

Company Data

발행주식수	8,345 만주
시가총액	1,969 십억원
주요주주	
한화임팩트	32.77%
국민연금공단	10.97%

Stock Data

주가(25/03/24)	23,600 원
KOSPI	2,632.07 pt
52주 최고가	26,950 원
52주 최저가	9,420 원
60일 평균 거래대금	76 십억원

주가 및 상대수익률



투자의견 매수 유지, 목표주가 32,000 원으로 상향

한화엔진에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 20,000 원에서 32,000 원으로 상향한다. 목표주가는 '26~'27년 추정 BPS 평균 8,321원에 Target P/B 3.8 배를 적용하여 산출했다. 중국의 DF 선박엔진 쇼티지가 최소 약 1.5~2년 이상 지속될 것으로 예상되며, 이번 캐파 확장을 기반으로 향후 중국&한국 조선소향 수주를 통한 이전 대비 높은 레벨의 수주잔고 달성을 전망한다. 또한 P 상승 효과만 기대되던 동사에 P*Q 동시 상승이 예정되어 있기에 리레이팅이 필요하다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	764	854	1,202	1,436	1,583	1,757
영업이익	십억원	-30	9	72	110	159	229
순이익(지배주주)	십억원	-40	-0	79	85	126	181
EPS	원	-563	-6	949	1,018	1,504	2,166
PER	배	-13.2	-1,642.5	19.4	24.0	16.3	11.3
PBR	배	2.4	3.1	3.9	4.3	3.4	2.6
EV/EBITDA	배	-50.5	34.4	18.4	15.7	10.7	6.8
ROE	%	-18.7	-0.2	25.6	19.5	23.2	26.0

한화엔진 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)

구분	변경 전				변경 후				컨센서스			
	1Q25E	2Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2Q25E	2025E	2026E
매출액	292.2	305.6	1241.2	1337.3	340.3	354.4	1435.8	1582.5	318.9	316.9	1304.7	1419.8
영업이익	20.5	23.9	99.7	125.2	23.2	26.4	109.5	158.9	21.2	26.3	104.7	157.6
영업이익률	7.0%	7.8%	8.0%	9.4%	6.8%	7.4%	7.6%	10.0%	6.6%	8.3%	8.0%	11.1%

자료: Quantwise, SK 증권 추정

한화엔진 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출액	340.3	354.4	369.2	372.0	386.8	397.0	395.0	403.7	1435.8	1582.5	1756.8
YoY	16.0%	23.7%	24.7%	14.0%	13.7%	12.0%	7.0%	8.5%	19.4%	10.2%	11.0%
QoQ	4.3%	4.1%	4.2%	0.8%	4.0%	2.6%	-0.5%	2.2%	-	-	-
영업이익	23.2	26.4	29.1	30.9	34.6	38.6	40.9	44.7	109.5	158.9	228.8
YoY	19.6%	41.7%	90.1%	69.8%	49.1%	46.4%	40.8%	45.0%	53.2%	45.1%	44.0%
QoQ	27.8%	13.6%	10.1%	6.2%	12.3%	11.6%	5.9%	9.3%	-	-	-
영업이익률	6.8%	7.4%	7.9%	8.3%	9.0%	9.7%	10.4%	11.1%	7.6%	10.0%	13.0%

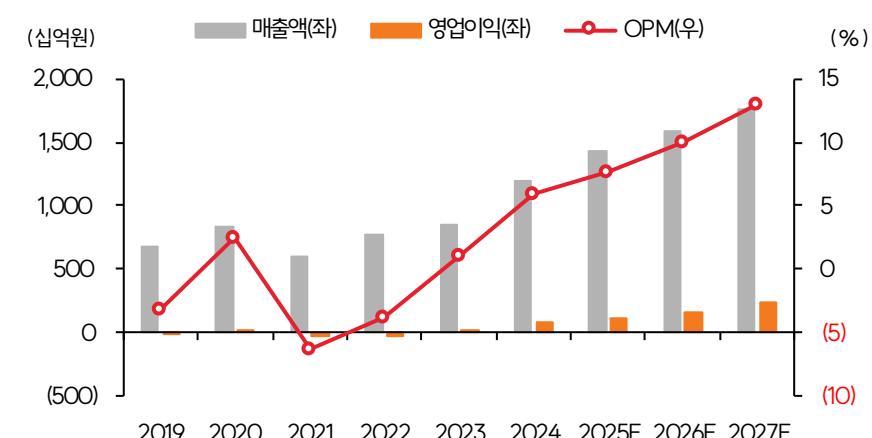
자료: Quantwise, SK 증권 추정

한화엔진 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'26~'27년 추정 BPS 평균	(A)	원	8,321	
Target P/B	(B)	배	3.8	
주당주주가치	(C)	원	31,618	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	32,000	
현재주가	(E)	원	23,600	2025년 3월 24일 종가
상승여력	(F)	%	35.6	(F) = (D-E)/(E)

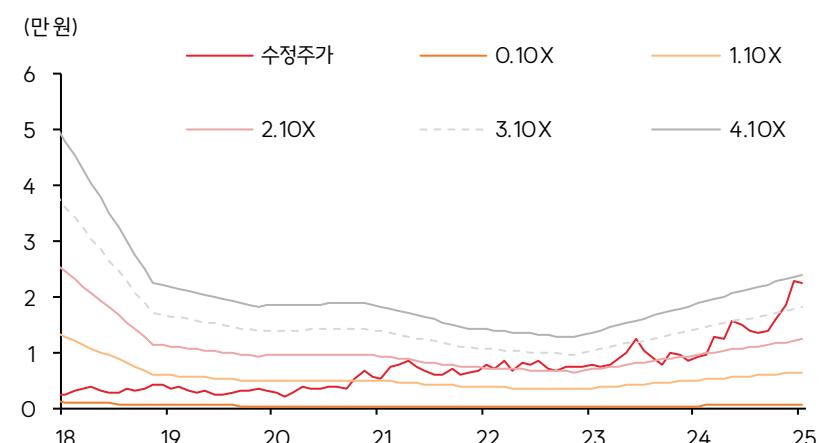
자료: 한화엔진, SK 증권 추정

한화엔진 실적 추이 및 전망



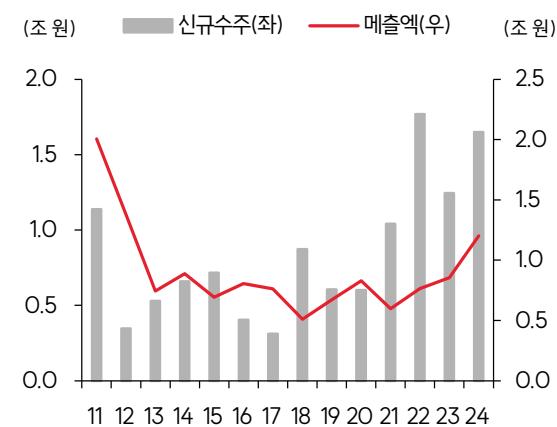
자료: 한화엔진, SK 증권 추정

한화엔진 PBR Band Chart



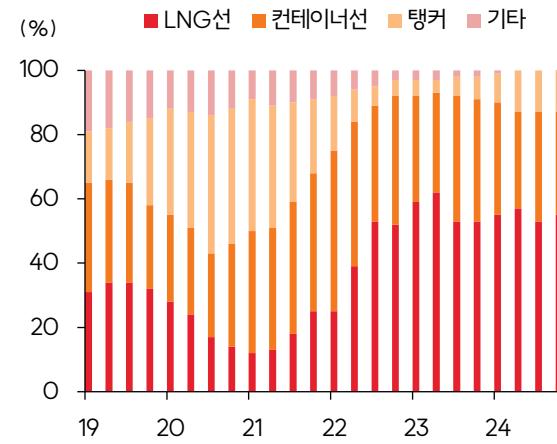
자료: Bloomberg, SK 증권

한화엔진 신규수주 및 매출액 추이



자료: Quantwise, 한화엔진, SK 증권

한화엔진 선종별 수주잔고 비중 추이



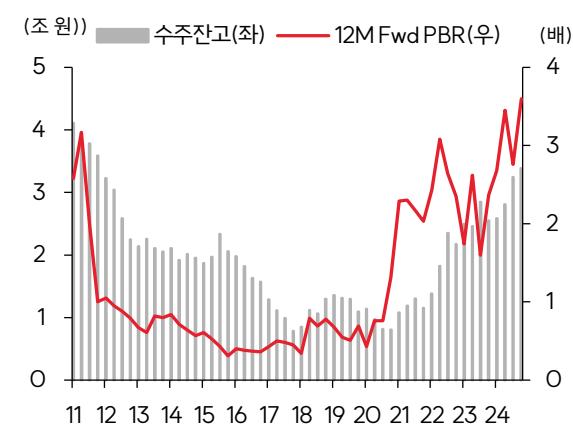
자료: 한화엔진, SK 증권

한화엔진 수주잔고 중 LNG 운반선 비중 추이



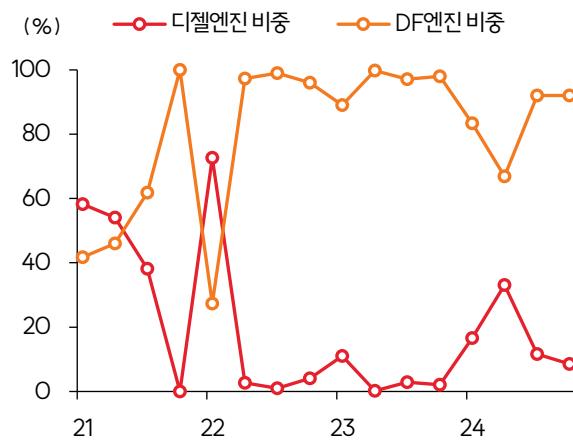
자료: 한화엔진, SK 증권

한화엔진 선박엔진 수주잔고 및 PBR 추이



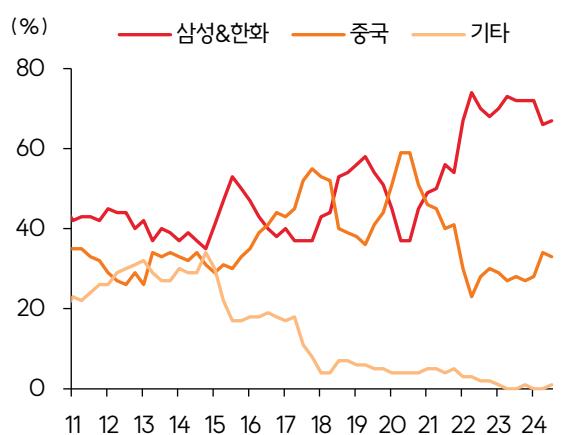
자료: Quantwise, 한화엔진, SK 증권

한화엔진 분기별 수주 비중 추이



자료: 한화엔진, SK 증권

한화엔진 매출항별 수주잔고 비중 추이



자료: 한화엔진, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	656	785	945	1,120	1,394
현금및현금성자산	103	133	250	366	578
매출채권 및 기타채권	86	135	154	167	186
재고자산	366	370	396	429	454
비유동자산	481	628	622	622	619
장기금융자산	22	126	136	150	160
유형자산	380	415	400	386	373
무형자산	3	6	5	5	4
자산총계	1,137	1,413	1,567	1,742	2,013
유동부채	604	587	635	660	726
단기금융부채	200	158	171	178	200
매입채무 및 기타채무	195	156	211	220	247
단기충당부채	5	4	5	5	6
비유동부채	309	433	454	477	502
장기금융부채	65	161	161	161	161
장기매입채무 및 기타채무	0	2	2	2	2
장기충당부채	6	6	6	6	6
부채총계	913	1,020	1,089	1,138	1,229
지배주주자본	224	393	478	604	785
자본금	72	83	83	83	83
자본잉여금	273	350	350	350	350
기타자본구성요소	-55	-55	-55	-55	-55
자기주식	-0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	-151	-71	14	139	320
비지배주주자본	0	0	0	0	0
자본총계	224	393	478	604	785
부채와자본총계	1,137	1,413	1,567	1,742	2,013

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	70	90	112	136	218
당기순이익(순실)	-0	79	85	126	181
비현금성항목등	-48	-42	39	46	57
유형자산감가상각비	14	15	16	14	13
무형자산상각비	1	1	0	0	0
기타	-63	-57	23	32	43
운전자본감소(증가)	128	57	11	-4	24
매출채권및기타채권의감소증가)	-14	-48	-19	-13	-19
재고자산의감소(증가)	-100	1	-26	-33	-25
매입채무및기타채무의증가(감소)	65	-42	16	9	28
기타	-9	-5	-46	-65	-91
법인세납부	-0	-1	-23	-33	-48
투자활동현금흐름	-30	-4	-28	-26	-29
금융자산의감소(증가)	1	15	-18	-12	-18
유형자산의감소(증가)	-31	-51	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-0	-3	0	0	0
기타	-0	35	-10	-14	-11
재무활동현금흐름	9	-57	13	7	22
단기금융부채의증가(감소)	-29	-140	13	7	22
장기금융부채의증가(감소)	38	-5	0	0	0
자본의증가(감소)	0	89	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	-1	0	0	0
현금의 증가(감소)	48	30	117	116	212
기초현금	55	103	133	250	366
기말현금	103	133	250	366	578
FCF	39	40	112	136	218

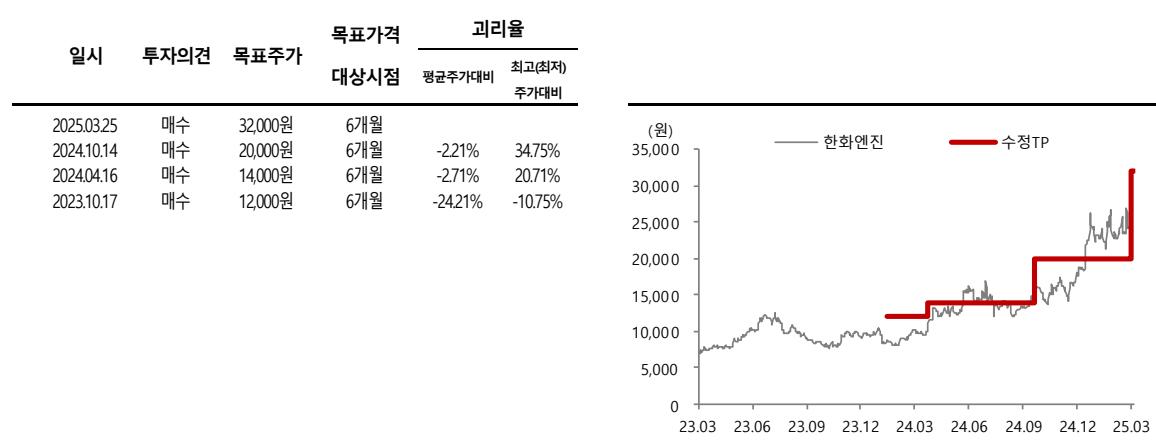
자료 : 한화엔진, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	854	1,202	1,436	1,583	1,757
매출원가	811	1,086	1,269	1,360	1,458
매출총이익	43	116	167	222	299
매출총이익률(%)	5.1	9.7	11.6	14.0	17.0
판매비와 관리비	35	45	57	63	70
영업이익	9	72	110	159	229
영업이익률(%)	1.0	6.0	7.6	10.0	13.0
비영업손익	-13	4	-2	0	0
순금융손익	-11	-4	-0	2	5
외환관련손익	1	17	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-4	76	108	159	229
세전계속사업이익률(%)	-0.5	6.3	7.5	10.0	13.0
계속사업법인세	-1	-2	23	33	48
계속사업이익	-0	79	85	126	181
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-0	79	85	126	181
순이익률(%)	-0.0	6.6	5.9	7.9	10.3
지배주주	-0	79	85	126	181
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.0	6.6	5.9	7.9	10.3
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	3	80	85	126	181
지배주주	3	80	85	126	181
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	24	87	126	173	242

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	11.8	40.7	19.4	10.2	11.0
영업이익	흑전	719.5	53.1	45.1	44.0
세전계속사업이익	적지	42.0	47.8	44.0	
EBITDA	흑전	265.6	44.6	38.1	39.5
EPS	적지	7.3	47.8	44.0	
수익성 (%)					
ROA	-0.0	6.2	5.7	7.6	9.6
ROE	-0.2	25.6	19.5	23.2	26.0
EBITDA마진	2.8	7.2	8.7	11.0	13.8
안정성 (%)					
유동비율	108.6	133.8	148.8	169.6	191.9
부채비율	407.2	259.3	227.7	188.4	156.6
순차입금/자기자본	51.7	15.3	-12.9	-30.3	-49.8
EBITDA/이자비용(배)	1.9	11.2	20.2	27.0	36.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-6	949	1,018	1,504	2,166
BPS	3,135	4,715	5,733	7,237	9,404
CFPS	204	1,132	1,211	1,679	2,325
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-1,642.5	19.4	24.0	16.3	11.3
PBR	3.1	3.9	4.3	3.4	2.6
PCR	48.0	163	20.2	14.6	10.5
EV/EBITDA	34.4	18.4	15.7	10.7	6.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0



Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 25일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------