10 Mar. 2025

조선 (Overweight)

조선보다 더 뜨거운 엔진



DAOL 다올투자증권

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

CONTENTS

03 I. Summary & Focus Chart

07 II. 엔진이 조선보다 더 매력적인 이유
II-1. 신조선가는 FLAT해도 엔진 가격은 오른다
II-2. 호황기에 조선보다 높은 수익성을 기록하는 엔진
II-3. 조선과 달리 CAPA를 늘릴 수 있는, 늘리는 엔진

12 III. 엔진 쇼티지의 배경
III-1. 불황기 구조조정. CAPA가 사라짐
III-2. D/F 엔진으로 길어진 공기. Q가 오히려 줄어드는 형국
III-3. 2021년부터 계속되는 컨테이너선 발주 사이클. 엔진의 먹거리
III-4. 중국의 도크 증설. 엔진이 더 필요함

18 IV. 쇼티지에 대응은 하고 있는가?I
IV-1. HD한국조선해양의 STX중공업 인수
IV-2. 한화엔진: 대형 D/F 엔진 CAPA 증설 결정

23 V. Valuation 및 선호주
V-1. 과거 조선보다 더 높은, 또는 더 높아야만 하는
V-2. HD현대마린엔진의 변화에 주목

25 VI. 종목별 투자의견
26 HD현대마린엔진 (071970)
37 한화엔진 (082740)
45 HD현대중공업 (329180)

I. Summary & Focus Chart

2021년부터 신조시장의 호황이 시작되었고, 2024년부터 조선사들은 2022년 고가물량을 바탕으로 흑자전환에 성공했다. 2025년에는 미국의 특수선 정책 변화 기대감으로 한화오션만이 급등했을 뿐 퓨어 쉽빌딩은 연초 차분히 업황을 고민하고 있다. 2025년에도 조선업황은 LNG선의 호황, 꾸준한 컨테이너선과 한국의 M/S 상승 등으로 좋을 것이고, 실적은 고가물량에서 대박 고가물량으로 MIX가 개선되면서 전년 동기대비 턴어라운드를 계속 이어갈 것이다. 조선업종 비중확대 의견을 유지한다.

투자자들은 조선 기자재 업종에서도 기회를 많이 찾는다. 이에 당사는 엔진에 대한 집중투자를 권하고자 한다. 더구나 엔진은 조선보다 더 매력적으로 보인다. 이는 1) 엔진의 ASP 상승이 중국 때문에 조선보다 강하고, 2) 호황기에 엔진은 쇼티지로 조선보다 수익성이 좋고, 3) 한국 조선은 도크 증설이 불가능한 것과 달리 엔진은 CAPA 증설로 Q의 증가가 가능하기 때문이다.

엔진이 더 매력적인 이유#1 ASP: 실제 신조선가나 수주마진이 꺾인 것은 아니지만, 클락슨이 발표하는 신조선가지수가 하락세여서 극히 일부 투자자들은 이를 우려한다. 그러나 원화 신조선가는 4Q24부터 오히려 급등했다는 점을 강조하며 갈음한다. 신조선가는 논란이 있지만, 분명한 것은 달러 신조선가 정체에도 불구하고 엔진 가격은 오르고 있다. 중국 때문이다. 2024년에 중국 민영 조선사들은 도크 증설을 결정하고 2027년 단납기 컨테이너선을 싹 쓸어 갔다. 그러나 도크만 늘어났을 뿐 엔진 캐파는 늘지 않았다. 더구나 중국 민영 조선사들은 중국 국영엔진업체에 크게 메이지 않고 한국 엔진업체로 발주를 한다. 선주/선사가 엔진제작사를 결정하기도 한다. 2008년까지의 조선업 호황기 때 엔진을 확보하지 않고는 선박 계약을 할 수 없을 정도였고, 이에 한국 엔진업체들은 캡티브 한국조선사들보다 중국 조선사들에게 더 많은 선수금, 더 높은 가격을 받았다. 2024년 가을까지는 중국향~한국향 엔진가격이 비슷하다는 안내였지만, 2024년 말부터 모두 중국 조선사에 더 비싼 ASP를 받기 시작했다고 안내한다. 우리 수주, 잔고, 매출의 30~40%가 중국이다. 엔진 ASP는 오른다.

이유#2 호황기 더 높은 수익성: 쇼티지 때문에, 신조선가보다 더 높은 엔진 ASP 상승 때문인지, 호황기에 엔진사들의 수익성은 조선사보다 높다. HD현대중공업 엔진사업부(이하 HHI EMD)의 2010~2011년 (총매출대비) OPM은 24.3~29.2%에 달해서, HD현대중공업과 HD현대미포의 15%, HD현대삼호의 19%보다 높았다. 삼성중공업과 한화오션을 담당하는 한화엔진도 2010~2011년에 OPM 13.9~14.9%를 기록해서 동 기간 고객님들의 8.3~10.6%보다 높았다. 더 높은 수익성의 이유로 엔진사들의 적정PER을 조선의 15배보다 높은 20배로 제시하겠다.

이유#3 CAPA 증설: 한화엔진과 HD현대마린엔진은 2010년에 각각 1,200만마력, 400만마력의 CAPA에서 불황기를 지나고 340만마력, 200만마력으로 생산능력이 크게 줄었다. 이에 따라 조선과 마찬가지로 엔진 쇼티지가 발생하고 있다. 한국 조선업이 인력 부족 등으로 추가 도크 증설은 없는 가운데, 엔진사들은 중국 등에서 비롯되는 대규모 수요, D/F 엔진 제작 확대 등의 이유로 CAPA 증설에 나선다.
한화오션은 2022년과 2023년에 3자배정 유상증자 재원으로 D/F 엔진 CAPA 확대에 나섰고, 2025년 2월에도 802억원의 시설투자공시를 통해 대형 D/F 엔진 생산설비투자 계획을 알렸다.
HD한국조선해양은 2024년에 STX중공업을 인수해서 HD현대마린엔진(이하 HME)으로 사명을 변경했다. 이 인수는 HHI EMD와 HME 양사의 사실상 CAPA 증가로 이어진다. HHI EMD의 가동률은 149%에 달하는데, A) HME에 HD현대미포를 위한 60보어 이하의 중형 엔진을 대다수 보냄으로써 대형 엔진 수요에 대응할 수 있게 되었다. B) HME는 200만마력의 CAPA에 2021년 38만마력, 그리고 2024년에도 81만마력(추정)으로 가동률 40%에 불과한데, 2026년부터 HD현대미포 엔진 대다수를 수용하게 되면 가동률은 거의 100%에 달하게 된다. 사실상의 CAPA 증설인 셈이다.

엔진사들의 실적은 2025년에 완만한 증익을 지나서, 2026~2027년에 대박 고가물량(2023~2024년 수주 엔진) 제작이 확대되면 최소 과거 호황기 이상의 OPM을 기록할 것으로 내다보지만, 그보다는 낮은 예상치를 제시한다. 엔진 가격의 바로미터인 포스트-파나막스 신조선가는 2023-2024년에 30% 이상 올랐다. 2024년 엔진 건조비중에 따라 2026년부터, 확연히 2027년에는 지난 호황기 이상의 수익성을 시현할 수도 있다. 2025~2026년의 실적 레벨을 확인하고 차차 실적을 상향할 날을 기다리겠다.

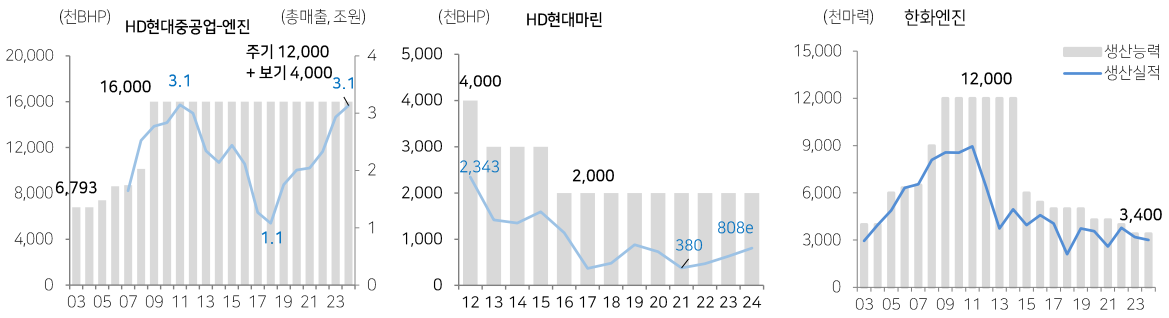
HD현대마린엔진, 한화엔진, 세계 1등 엔진을 품은 HD현대중공업 모두를 매수 추천한다. 다만 상승여력에 따라 HD현대마린엔진을 엔진 업종 최선호주로 추천한다. HD현대미포 물량 수용으로 2026년부터의 실적 성장이 드라마틱하다.

Focus Chart1 엔진사들의 실적 및 Valuation Table

투자의견 및 적정주가			실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	*OPM (%)*	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)
HD현대중공업	투자의견	Buy	2022	9,045.5	-289.2	*-3.2%*				-30.6	2.0	-6%
(329180)	적정주가(원)	400,000	2023	11,963.9	178.6	*1.5%*	24.7	278	58,660	422.5	2.0	0%
	종가(원)	315,500	2024	14,486.5	705.2	*4.9%*	621.5	7,001	65,639	33.4	3.6	11%
	상승여력	*27%*	2025E	14,490.1	1,477.9	*10.2%*	1,051.4	11,843	75,392	26.6	4.2	17%
	적정시총(십억원)	35,509	2026E	16,879.3	2,299.7	*13.6%*	1,756.9	19,791	91,583	15.9	3.4	24%
	시가총액(십억원)	28,008	2027E	18,750.4	2,914.9	*15.5%*	2,264.7	25,511	115,094	12.4	2.7	25%
한화엔진	투자의견	Buy	2022	764.2	-29.5	*-3.9%*	-40.3	-563	3,098	-15.7	2.4	-18%
(082740)	적정주가(원)	37,000	2023	854.4	8.7	*1.0%*	-0.4	-6	3,133	14.7	3.1	1%
	종가(원)	24,450	2024	1,202.2	71.5	*6.0%*	52.2	625	4,373	373.6	53.4	18%
	상승여력	*51%*	2025E	1,290.0	98.3	*7.6%*	63.7	764	5,137	32.0	4.8	20%
	적정시총(십억원)	3,088	2026E	1,375.1	176.6	*12.8%*	119.2	1,428	6,565	17.1	3.7	31%
	시가총액(십억원)	2,040	2027E	1,641.6	274.0	*16.7%*	190.3	2,280	8,845	10.7	2.8	35%
HD현대마린엔진	투자의견	Buy	2022	177.5	11.1	*6.3%*	14.1	498	6,770	0.0	3.8	11%
(071970)	적정주가(원)	45,000	2023	245.0	17.9	*7.3%*	31.6	1,108	7,893	0.0	3.3	16%
	종가(원)	25,850	2024	315.8	33.2	*10.5%*	75.8	2,234	10,121	104.5	23.1	28%
	상승여력	*74%*	2025E	460.6	51.7	*11.2%*	31.9	941	11,061	27.5	2.3	11%
	적정시총(십억원)	1,526	2026E	744.4	103.8	*13.9%*	65.7	1,938	12,999	13.3	2.0	20%
	시가총액(십억원)	877	2027E	864.6	129.7	*15.0%*	86.6	2,553	15,553	10.1	1.7	20%

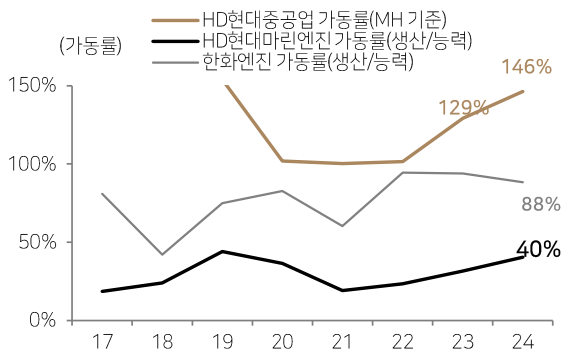
Source: 다올투자증권

Focus Chart2 엔진사들의 CAPA 및 생산 감소



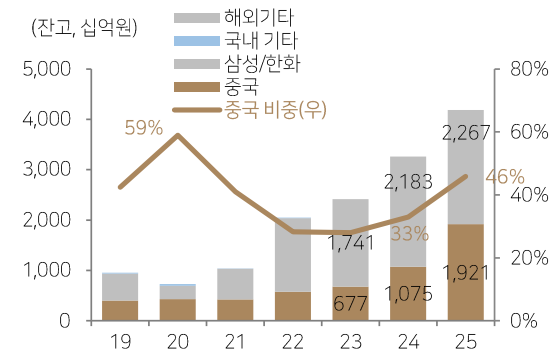
Source: 다올투자증권

Focus Chart 3 HHI EMD의 가동률 146%



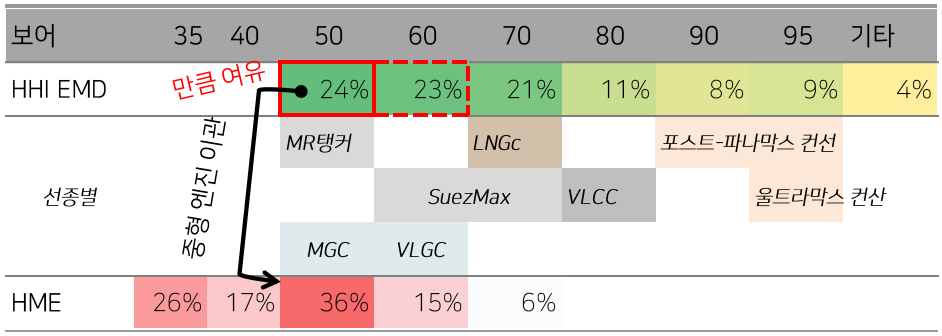
Source: 다올투자증권

Focus Chart 4 한화엔진 잔고에서 중국 50%를 향해



Source: 다올투자증권

Focus Chart 5 HHI EMD와 HME의 소형~대형 엔진 나눔



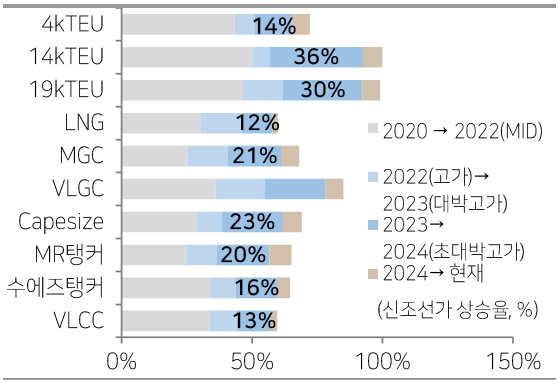
Source: 다올투자증권

Focus Chart 6 한화엔진의 수주 시점 → 납품(매출 인식) 수익성은 2026년에, 2027년은 더 기대

↓수주 | 납품→	24년	25년	26년	27년	28년	29년
2018년						
2019년						
2020년						
2021년						
2022년	628.8	881.3				
2023년		266.1	587.2		89.8	
2024년			206.9	813.3	346.8	
2025년				83.6	629.2	216.0
2022년 수주	100%	77%	0%	0%	0%	0%
2023년 수주	0%	23%	74%	0%	8%	0%
2024~2025년	0%	0%	26%	100%	92%	100%

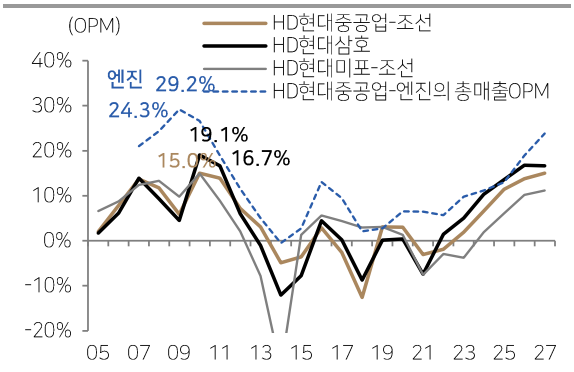
Source: Clakrsons, 다올투자증권

Focus Chart 7 2023 → 2024년 컨테이너선 원화 신조선가 +30% 이상 급등



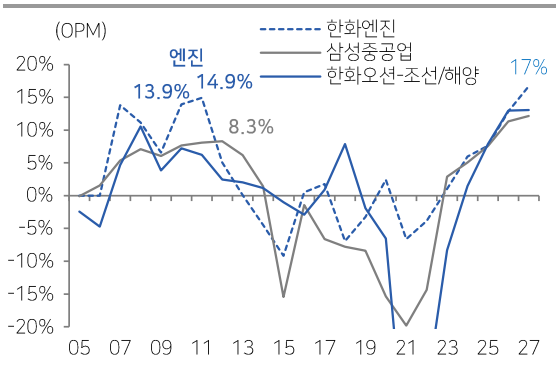
Source: Clakrsons, 다올투자증권

Focus Chart 8 HD한국조선해양의 조선3사보다 과거 호황기 수익성 더 높았던 엔진(HHI EMD)



Source: Clakrsons, 다올투자증권

Focus Chart 9 캡티브 한화오션과 삼성중공업보다 과거 호황기 수익성이 더 높았던 한화엔진



Source: Clakrsons, 다올투자증권

II. 엔진이 조선보다 더 매력적인 이유

엔진제작사들의 매력 1) P 상승, 2) Q 증설, 3) 높은 수익성

2025년에는 조선주와 함께 엔진 제작사들에 집중하기를 권한다. 이는 조선업 대비 1) 엔진의 ASP 상승이 조선보다 강하고, 2) 엔진은 조선보다 수익성이 좋고, 3) 엔진은 도크와 달리 CAPA(생산능력) 증설이 진행 중이기 때문이다. 조선보다 높은 멀티플을 인정 받아야 한다고 판단한다.

II-1. 신조선가는 FLAT해도 엔진가격은 오른다

퓨어 조선사들의 소외감 주가 부진 배경 3가지

비록 2025년의 조선산업 주가는 미국과의 사업 협력, 군함 건조 스토리로 한화오션과 HD현대중공업의 주가는 강세였지만, 그 외의 퓨어 조선사들은 상대적 소외감을 느끼게 만든다. 아마도 퓨어 조선사들의 주가 부진은 1) 신조선가지수의 하락, 2) 수주 감소를 걱정하는 연초 효과 때문일 것이다. 조선사별로 실적 턴어라운드가 잘 진행 중이지만, 3) HD현대삼호와 HD현대미포는 4Q24에 전분기대비 Flat 하면서 짧게는 실망감을 주가에 반영 중이다.

변3) 실적 지켜보랏 결국 턴업 확인할 것 변2) 수주도 USTR, 컨테이너선, LNG선 강세

그러나 3) 조선사들의 실적 턴어라운드는 잔고에서 "고가", "대박 고가", "초대박 고가" 물량의 건조 MIX를 분석해 보면 자명하다. 분기별로 조선사별로 약간 다를 뿐이다. 2) 호황기에는 매년 수주 기저를 걱정하지만, 올해 LNG선 발주 강세와 벌써 24척을 수주한 컨테이너선, 그리고 삼성중공업의 모잠비크 FLNG 이월 등으로 2024년보다 수주는 좋을 것이다.

변1) 신조선가지수 하락. 우리 수주는, 원화로는 문제 없음

다만, 1) 달러 기준 신조선가는 하락하고 있다. 우리 조선사들이 얘기하는 선가 하락은 아니고, 브로커리지 Clarksons의 집계일 뿐이다. 원화 기준 신조선가는 2024년 말부터 크게 올랐다는 점을 강조하며, 당분간 신조선가지수는 투자지표가 될 수 없다고 주장한 바 있다.

엔진의 가격은 오르고 있음

그런데 엔진 가격은 오르고 있다. 한국 조선사들에게 납품하는 엔진은 선가와 마찬가지로 역시 원화 환산으로는 올랐을 터이고, 특히 한국 엔진업체들이 중국이 주문하는 엔진은 계속 오르고 있다. 엔진 쇼티지이기 때문이다.

엔진 판가 > 신조선가

기억하는 과거 호황기 2008~2013년에 우리 엔진업체들은 중국 조선사로 납품하는 엔진의 경우 한국 조선사보다 선수금도 더 많이 받고, 가격도 더 높게 받았다. 불황기를 지나면서 중국과 한국 엔진 ASP가 동일하다는 사측 안내를 들어왔지만, 2024년 말부터 모든 엔진업체들의 가이던스가 중국 조선사들에게는 더 높은 가격을 받고 있다는 것으로 바뀌기 시작했다. 한국 엔진업체들의 수주, 잔고, 매출에서 1/3~1/2인 중국향 ASP는 계속 오르고 있다. 즉, 조선의 ASP는 잠시 쉬더라도, 엔진의 ASP는 상승하고 있는 구간이다.

II-2. 호황기에 조선보다 높은 수익성을 기록하는 엔진

한국조선업의 2026~2028년 수익성은 2010~2011년보다 더 높을 것

당사가 2026~2028년의 조선사들이 또다시 최고 수익성을 기록할 때, 2010~2011년에 각 조선사들이 기록했던 8.3%(SHI), 11.6%(DSME), 15~19%(HD) 보다 더 높을 것이라고 주장하고 있다. 이는 2010~2011년에 주로 컨테이너와 탱커 중심으로 그 정도 실적을 만들었다면, 현재 잔고에는 LNG선, 가스선(VLAC 등)의 비중이 50~70%여서 더 좋을 것이라는 것이다. LNG선과 VLAC는 컨테이너 및 탱커와 달리 건조할 수 있는 조선사가 한정적이고, 그만큼 독과점적이며 P가 지켜지고, 더 많은 마진을 남길 수 있는 제품이기 때문이다.
그런데 엔진도 마찬가지다.

한국 조선사들을 위한 주기엔진 3사 보조엔진 2사

HD한국조선해양의 조선 3사가 필요한 주기엔진, 보기엔진 모두 HD현대중공업의 엔진 사업부(이하 HHI EMD)에서 제작한다. 삼성중공업과 한화오션은 한화엔진에서 주기엔진을 조달하고, 보기엔진은 선주의 요구 또는 시장 상황에 따라 HD현대중공업의 힘센엔진 또는 STX엔진의 MAN OEM 생산 엔진을 사용한다. DH조선 등의 중소형 조선사는 주기엔진의 경우 HD현대중공업, 한화오션, STX중공업(현 HD현대마린엔진)에 모두 접근가능했고, 보조엔진도 역시 힘센엔진 또는 STX엔진이다.

중국 조선사들은 중국 국영 엔진사 또는 한국 엔진사들 이용. 한정적인 공급처

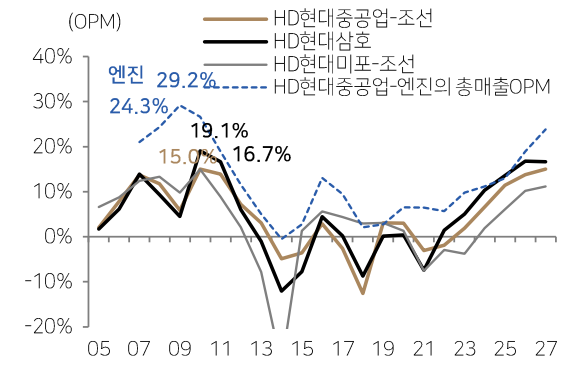
중국 조선사들은 중국의 국영 엔진사도 이용하고, 한국의 주기엔진 3사, 보기엔진 2사에도 발주한다. 선주/선사의 입장에서 가장 중요한 선박 부품인 엔진을 한국에서 만들고 싶다. 중국 국영 조선사들은 국영 엔진 사용에 상당히 묶이지만, 민영 조선사들은 상대적으로 자유로운 것으로 전한다. 선주/선사 입장에서는 특히 주기엔진은 중국 국영, HD현대중공업, 한화엔진, HD현대마린엔진뿐이다. LNG선, VLGC/VLAC만큼이나 공급처가 한정적이다.

그래서 호황기에 조선보다 더 높은 수익성

우리 대형조선사에게 과점적인 LNG, VLGC/VLAC가 수주, 잔고, 매출의 100%가 아니지만, 엔진 회사에게는 이러한 가격 과점적 제품이 90% 이상이다. 그래서 엔진은 불황기에는 조선과 함께 부진할 수밖에 없지만, 호황기에는 조선보다 더 높은 수익성을 기록하는 것이다.

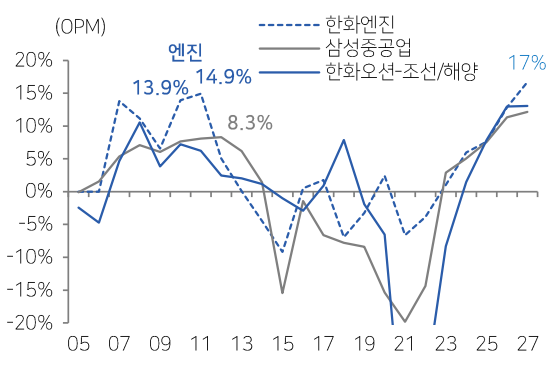
당사는 이번 자료를 통해 HD현대중공업의 엔진 사업부, 한화엔진의 2026~2027년 OPM을 조선사들보다 높게 상향 조정한다. 이는 엔진사들의 적정주가 상향 배경(#1) 중 하나이다.

Fig. 1: HD한국조선해양의 조선들보다 과거 호황기 수익성 더 높았던 엔진(HHI EMD) 부문



Source: 다올투자증권, 전자공시

Fig. 2: 캡티브 한화오션과 삼성중공업보다 과거 호황기 때 수익성이 더 높았던 한화엔진(구, 두산엔진)



Source: 다올투자증권, 전자공시

II-3. 조선과 달리 CAPA를 늘릴 수 있는, 늘리는 엔진

조선의 Q 성장 없음. 중국만 CAPA 증설, 한국은 제한적

중국의 민영 조선사들이 숙련공도 없이, 엔진도 없이, 욕심을 부려 도크를 파는 CAPA 증설을 단행한 것에 반해, 한국 조선사들은 토지 부족, 그리고 인력 쇼티지로 시원시원한 도크 신설과 같은 CAPEX는 없다.

그래도, 한화오션은 오프쇼어 부지에 디펜스 CAPA 증설 및 오프쇼어 탑사이드의 싱가포르 Dyna-Mac 인수를 통한 조달, HD현대중공업 아길라 수빅 임대, HD현대미포의 현대베트남조선 설비투자로 생산 척수 확대, 삼성중공업의 중국 및 동남아 조선사를 이용한 엔지니어링 건조 정도가 있긴 하지만, 중국과 같은 도크 신규 건설은 아니다. 기본적으로 조선에 대해서는 Q의 성장이 밋밋하다는 아쉬움이 있다.

한국 엔진제작사들은 CAPA 증설을 막 시작

반대로 주기 엔진제작사들은 드디어 CAPA 증설을 결심했다.

한화엔진은 2024년 말까지 CAPA 증설 계획은 없고 생산 효율화를 통해 현재 130대 생산량을 조금 늘릴 수 있다는 안내였다. 그러나 2025년 2월에 802억원 시설투자 계획을 전자공시로 알렸다.

HD현대중공업은 2024년에 STX중공업을 인수함으로써 사실상 CAPA 증설을 한 셈이다. HD현대미포가 주로 필요로 하는 중형엔진(60보어 이하)을 가동률이 40%(1Q24~3Q24) 수준인 HD현대마린엔진(구, STX중공업)에 보내면서 HD현대중공업의 엔진 공장은 여유가 생겨서 대형엔진 생산능력이 늘어난 셈이고, HD현대마린엔진도 계열사 캡티브 물량을 확보해서 가동률을 끌어올리는 Q 증가가 발생하는 셈이다.

투자 내용들을 다음 단락에서 더 소상히 살펴보자.

Fig. 3: HD한국조선해양의 STX중공업 자회사 편입
= 시설투자

지주회사의 자회사 편입

1. 자회사내역	가. 회사명		STX중공업 주식회사
	나. 대표자		강영
	다. 주요사업		기타 기관 및 터빈 제조업
	라. 최근 사업연도 요약재무내용(백만원)	자산총계	454,014
		부채총계	228,638
		자본총계	225,376
		자본금	71,382
2. 자회사에 대한 지분비율	편입 전	소유주식(주)	-
		소유비율(%)	-
	편입 후	소유주식(주)	11,888,844
		소유비율(%)	35.1
3. 지분가액의 자산총액 비중	편입 전	지분가액(백만원)	-
		자산총액비중(%)	-
	편입 후	지분가액(백만원)	81,370
		자산총액비중(%)	0.7
4. 자회사총수	편입 전(사)		6
	편입 후(사)		7
5. 편입사유			지분 취득
6. 편입일자			2024-07-31
7. 이사회결의일(결정일)			2023-02-24
- 사외이사 참석여부		참석(명)	3
		불참(명)	-
- 감사(사외이사가 아닌 감사위원) 참석여부			-
			- 본 건은 STX중공업 주식회사에 대한 당사의 지분취득에 따른 자회사 편입의 건입니다.

Source: 다올투자증권, 전자공시

Fig. 4: 한화엔진의 신규시설투자

신규 시설투자 등

1. 투자구분		신규시설투자
- 투자대상		선박엔진 생산설비 신설
2. 투자내역	투자금액(원)	80,200,000,000
	자기자본(원)	312,839,032,196
	자기자본대비(%)	25.64
	대규모법인여부	미해당
3. 투자목적		중장기 생산능력 확보
4. 투자기간	시작일	2025-02-25
	종료일	2026-09-30
5. 이사회결의일(결정일)		2025-02-25
- 사외이사 참석여부	참석(명)	3
	불참(명)	0
- 감사(사외이사가 아닌 감사위원) 참석여부		-
6. 공시유보 관련내용	유보사유	-
	유보기한	-
		- 창원 본사 사업장 내 중장기 생산능력 확보를 위하여 생산설비 신설 및 구축하는 건입니다.

Source: 다올투자증권, 전자공시

III. 엔진 쇼티지의 배경

III-1. 불황기 구조조정. CAPA가 사라짐

시설투자로 2009~2011년 최대 CAPA

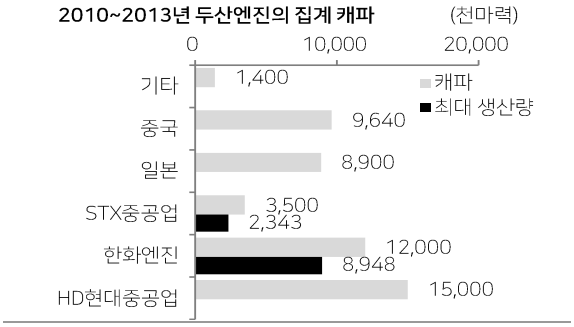
2011년에 상장한 두산엔진은 당시 조사한 글로벌 주기엔진 CAPA를 공표한 바 있다. 물론 CAPA 대비 실제 생산량은 이를 하회했는데, 이는 1) 시설 CAPA는 이론적으로 가능한 최대 생산량이고, 2) 2010~2011년 이후 신조시장 불황에 따른 건조량 감소로 엔진 생산량도 떨어졌기 때문이다. 2009~2010년의 CAPA 증설은 호황기 피크 시기에 결정한 잘못된 시설투자였다. 이번에는 다를 것이다.

HD현대를 제외하고 불황기에 CAPA를 크게 감축한 엔진제작사들

그리고 공표된 3Q24까지의 엔진사들의 시설 CAPA를 정리하면 아래와 같다. HD현대중공업의 엔진 부문이 1,600만마력(주기 1,200만마력+보기 400만마력)으로 2010년 수준 그대로이지만, 한화엔진은 1,200만마력에서 340만마력으로 크게 줄었고, STX중공업도 최고 400만마력에서 200만마력(사업보고서 200만마력, IR의 실제 CAPA는 140만마력)으로 반토막 났다.

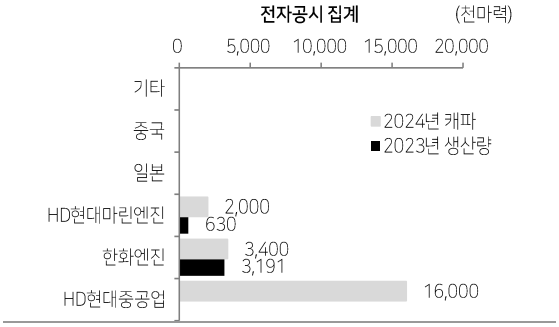
불황기를 지나면서 엔진회사들은 CAPA를 줄였다.

Fig. 1: 지난 호황기 때의 CAPA



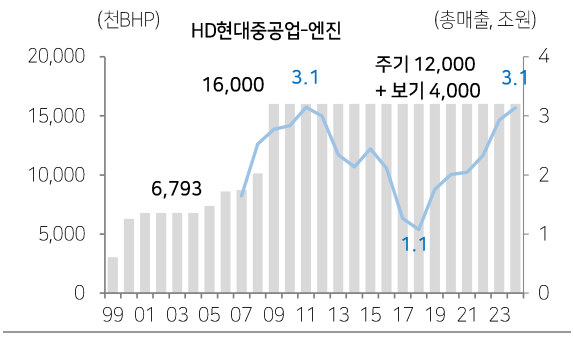
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 그리고 3Q24에 공표한 CAPA



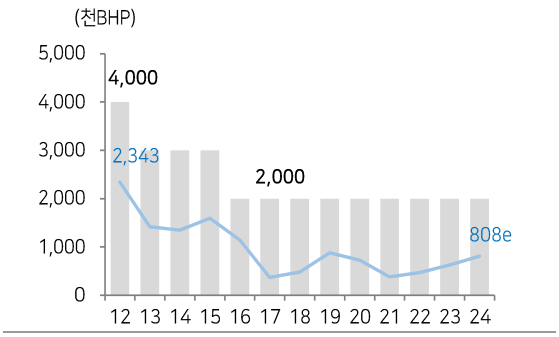
Source: 다올투자증권

Fig. 3: HHI EMD CAPA와 매출



Source: 다올투자증권

Fig. 4: HME의 CAPA와 생산량



Source: 다올투자증권

HD현대중공업-엔진 CAPA유지 매출(생산량?)도 회복

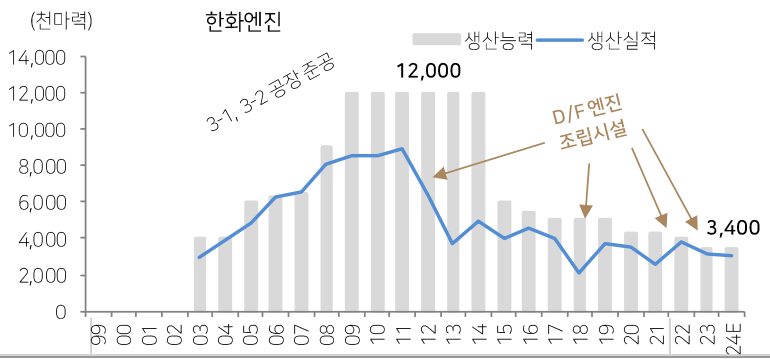
HD현대중공업의 엔진 부문은 2011년에 총매출 3.14조원에서 2018년에 1.1조원까지 줄었지만 시설 CAPA를 유지했고, 2024년에는 다시 3.13조원으로 지난 호황기 수준의 총매출을 기록했다. 생산량(매출) 회복은 주기엔진도 좋았지만, 보기엔진 독자 브랜드인 힘센엔진의 M/S 확대 영향도 클 것으로 추정한다.

한화엔진 CAPA도 줄이고 매출도 2011년 수준의 절반 회복

한화엔진은 2011년에 895만마력(매출 2조원)을 생산했지만, 2018년에 210만마력(0.51조원)까지 생산량이 줄었다가 2023년에 320만마력(0.85조원)으로 생산량이 회복되었지만, 2011년에 비해서는 여전히 낮은 규모이다.

Fig. 5: 한화엔진의 CAPA 증설 이력

일 자	내 용
1984. 06	조립 1공장(두산에너빌리티(구. 두산중공업)) 준공
1995. 08	조립 2공장(삼성중공업) 준공
2001. 06	조립 2공장 증설
2002. 03	통합공장 준공(1공장 이전)
2004. 10	조립 1,2공장 조립시설 증설
2005. 03	가공기계 등 생산시설 증설
2005. 12	엔진조립 및 생산시설 증설
2006. 03	가공기계 및 시운전 시설 증설
2007. 06	조립 3-1공장 준공 및 가공설비 증설
2008. 10	조립 3-2공장 준공
2014. 10	조립 2공장 D/F 엔진 조립시설 증설
2019. 10	조립 3-1공장 D/F 엔진 조립시설 증설
2022. 10	조립 1공장 D/F 엔진 조립시설 증설
2023. 11	조립 1공장 D/F 엔진 조립시설 추가 증설
2023. 11	조립 3-1공장 D/F 엔진 조립시설 추가 증설
2023. 11	조립 3-2공장 D/F 엔진 조립시설 증설



Source: 다올투자증권
Note: 한화엔진은 2010년 초반 보조엔진 시장에 재진입해서 CAPA를 16,000천마력으로 공표했었음

III-2. D/F 엔진으로 길어진 공기. Q가 오히려 줄어드는 형국

D/F 엔진
= 더 제작이 어려움
= 더 길어지는 공기

해운업의 탄소 저감을 위해서 LNG, 메탄올의 D/F(이중연료) 엔진 채택이 확대되고 있다. 때문에 엔진공장도 바쁘다.
가공과 조립의 과정은 비슷하다는 안내이지만, 두 가지 연료를 모두 사용해야 하기 때문에 더 복잡한 연료공급시스템 및 추가적인 부품과 정밀한 조립 과정을 요한다. 또한 가스 연료 사용을 위해 가스 분사 밸브, 이중벽 파이프 등을 별도로 제작 및 설치해야 한다. 가스 연료이기 때문에 안전 문제에 대비해 가스 누출 감지, 이중벽 환기 시스템 등 복잡한 안전 시스템도 구축해야 한다. 향후 독성이 가장 문제인 암모니아 D/F가 출시되면 안전시스템 관련해서 더 복잡해질 예정이다. 또한 두 가지 연료를 효율적으로 사용하고 배기가스를 제어하기 위해 더욱 정교한 제어시스템의 설치, 조정에 추가적인 시간이 소요된다.

D/F 엔진의 바틀넥은 시운전

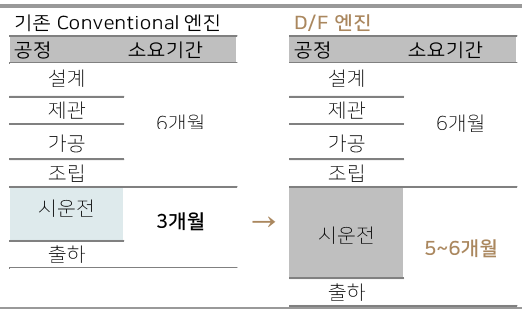
결정적으로 시운전에서 바틀넥이 걸린다. 기존 VLFO만을 테스트하면 되었지만, 이제 VLFO와 LNG 또는 메탄을 시운전을 해야 해서, 기존 1~2주의 공기가 이제 3~4주가 걸린다는 안내이다. 시운전 CAPA가 충분할 때 이 정도이고, 2024년에 시운전동의 바틀넥으로 대기 시간도 길어지고 있단다.

LNG 다음으로 메탄올 시운전 설비, 그리고 향후 암모니아도 준비해야

게다가 현재는 LNG D/F 시운전 설비를 갖춘 상태에서, 또 메탄올 D/F 엔진 시운전 준비도 하고 있지만, 장차 암모니아 D/F 엔진까지 2026년에 상용화되면 엔진공장의 시운전 라인은 더 큰 투자가 필요하다. 한마디로 과거의 면적, 기계설비, 시운전동으로는 예전과 같은 생산량을 뽑아낼 수 없다.

이에 한화엔진은 2022년에 HSD엔진 시절에도 이미 유상증자를 통한 시험동 투자 계획 등을 밝히고 투자를 시작했고, HD현대중공업은 자체 자본을 투하해서 시운전 라인을 증설하고 있다.

Fig. 6: D/F 엔진 제작에 더 긴 공기



Source: 다올투자증권

III-3. 2021년부터 계속되는 컨테이너선 발주 사이클. 엔진의 먹거리

대형 엔진을 사용하는 컨테이너 신조시장 교체발주의 호황 계속

컨테이너 신조시장은 2021년부터 강세가 지속되고 있다.

이는 기본적으로 1) CO2 규제에 대응하는 친환경선 교체 발주 수요에, 2) 2019~2020년의 COVID-19에 20년치 이상의 이익을 챙겨둔 Liner들이 충분한 투자 가능한 체력을 갖추었기 때문이다.

여럿 선종 중 컨테이너선이 더 큰 대형 엔진을 요한다. 따라서 엔진업체들은 컨테이너선 잔고가 커지면 더 좋다.

중국 민영조선사는 자의/타의로 한국 엔진을 구매

그리고 한국 조선업이 필요로 하는 주기 엔진은, 1) HD한국조선해양의 조선 3사는 대다수 HHI-EMD에서, 2) 삼성중공업과 한화오션은 한화엔진에서 제작한다. 한국 중형 조선사들은 3) STX중공업(현, HD현대마린엔진)을 찾기도 한다.

그리고 중국 엔진은 국영조선사들의 경우 주로 국영엔진업체들을 이용하지만, 민영조선사들의 경우 1) 그 강제성이 국영조선사들보다 덜 하고, 2) 선주/선사의 요구에 따라 한국 엔진제작사를 직접 지정하기도 하고, 또는 3) 그들의 선박 수주 경쟁력을 위해서 한국 엔진을 채택하기도 한다.

2024년에 중국 민영조선사들의 컨테이너선 수주 증가

따라서 우리는 한국 조선사들과 중국 민영 조선사들의 수주를 보아야 한다. 그런데, 2024년에 중국 민영 조선사들의 컨테이너선 수주는 2021~2023년보다 강력했다. 특히, 양지장, NTS, Hengli의 도크 증설 때문이다.

Fig. 7: 이번 사이클에서 한국과 중국의 컨테이너선 수주. 중국 민영조선사의 랠리

구분	YARD	2021	2022	2023	2024	2025	(TEU)
대한민국	Hyundai HI (Ulsan)	394,208	279,752	77,500	93,000	216,000	1,060,460
	Hyundai Samho HI	86,952	195,016	219,000	175,000		675,968
	Daewoo (DSME)	15,413					15,413
	Hanwha Ocean	326,739	93,600		90,000		510,339
	Samsung HI	564,912	67,290	256,000	64,000		952,202
	HJSC Yeongdo			18,000	32,000		50,000
한국 합		1,388,224	635,658	570,500	454,000	216,000	3,264,382
국영	Dalian Shipbuilding	66,080	32,000		46,000		144,080
	Hudong Zhonghua	222,316	119,488		330,080		671,884
	Jiangnan SY Group	186,304	85,400	90,000	172,400		534,104
	Shanghai Waigaoqiao			73,600	222,000		295,600
	Huangpu Wenchong				18,400		18,400
	GSI Nansha	132,160					132,160
	CSSC (Tianjin)	83,080	154,000				237,080
국영 합		689,940	390,888	163,600	788,880		2,033,308
민영	New Times SB	53,120	195,000		779,020		1,027,140
	Jiangsu New YZJ	106,806	32,800	86,516	625,890		852,012
	Yangzi Xinfu SB	312,184	192,000	240,000	272,000		1,016,184
	Nantong COSCO KHI	84,140	168,000				252,140
	Dalian COSCO KHI	84,140	120,000				204,140
	Zhoushan Changhong		115,000	103,000	228,000		446,000
	COSCO HI (Yangzhou)	148,984			168,000		316,984
	Penglai Jinglu SY				92,000		92,000
	Hantong WinG HI				210,000		210,000
	Hengli SB (Dalian)				450,000		450,000
민영 합		789,374	822,800	429,516	2,824,910		4,866,600
총합계		2,867,538	1,849,346	1,163,616	4,067,790	216,000	10,164,290

Source: 다올투자증권

III-4. 중국의 도크 증설. 엔진이 또 더 필요함

2024년 발주 폭발에도 한국의 컨테이너선 수주 감소

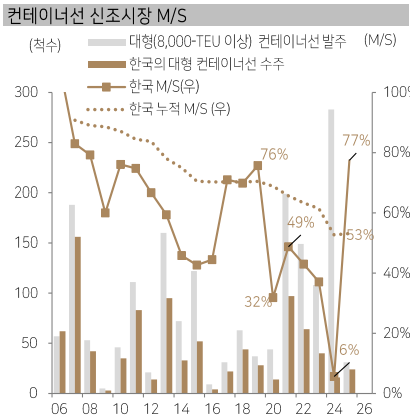
컨테이너선 교체발주 사이클은 2021년부터 시작되었고, 2025년 지금까지도 계속되고 있다. 그런데 2021년에 140만-TEU로 양호했던 한국 조선사들의 대형 컨테이너선 수주는, 2022~2023년에 60만-TEU로 줄고, 2024년에는 45만-TEU로 더 크게 줄었다. 특히 2024년에는 컨테이너 발주가 크게 늘어남에도 한국 수주는 줄었다.

중국 민영조선사들의 CAPA 증설. 단납기 슬롯 제시. 싹쓸이

한국 조선업에는 언짢고, 불편한 사건이지만, 중국의 엘리트 민영조선사인 양지장조선과 NTS가 신규로 도크를 건설해서 2026년 말~2027년부터 가동하기로 했고, 과거 STX대련을 인수한 Hengli 그룹도 대규모 투자를 해서 신조 CAPA를 크게 늘렸다. 이들은 2026년 말부터의 슬롯을 열어서 영업을 했는데, 당시 2027년 슬롯이 희박한 상황에서 단납기와 낮은 신조선가를 제시하며 유럽 선주들의 발주 독식하다시피 했다. 이는 2024년에 한국 조선업 투자에 약간의 악재로 작동했다.

Fig. 8: 2024년에 중국 민영조선사들의 CAPA 증설과 수주 싹쓸이

조선사	증설 내용
Hengli Heavy Industries 	STX대련 2013년에 부도로 조업 중단 2022년에 STX대련 17.3억 위안(0.3조원)에 인수 1단계: 약 18억 위안을 투자해 연간 40척 건조 가능한 시설을 구축 2단계: 1.8백만DWT의 선박 건조 및 철강 가공 능력 추가 총 7.1백만DWT으로 신조능력 2배 이상 증가 모회사가 13억달러 투자, 홍콩 증권거래소에 IPO로 10억달러 조달 목표
SPS SY	Jiangsu Rongsheng HI도 SPS Shipyard 조선업 재개
Yangzijiang Shipbuilding 	(24년 7월) 86.7만M2 부지 확보해서 조선사 신설 향후 2년 동안 30억위안(4.13억달러) 투자해서 80만DWT(매출 14억달러) 신조 캐파 추가 2026년말 완공 목표
New Times Shipbuilding (NTS) 	4번째 대형 드라이 도크(3척 동시 건조, 길이 700미터)를 신규 건설 : 기존 50만톤(588m x 106m), 30만톤(360m x 76m), 10만톤(280m x 83m) 도크 신규 도크에 32척의 LNG D/F 컨테이너선 잔고 확보 2027년 가동 목표



Source: 다올투자증권

그러나 숙련공 모자라고, 엔진도 쇼티지

그러나, 중국 민영조선사들의 CAPA 증설은 중국 내부의 1) 숙련공 부족에 따른 인력난으로 이어지고 있다. 이에 따라 한국 조선사들은 당분간 중국의 추가 CAPA 증설은 어려울 것이라고 안내한 바 있다. 문제는 인력뿐 아니라 2) 엔진도 쇼티지이다. 중국 국영엔진업체들의 CAPA 증설 노력도 수반되겠지만, D/F 엔진으로의 전환에 따라 길어진 공기, 신규 설비에 대한 램프업 시간 소요 등으로 물량이 외부, 한국으로 나올 수밖에 없다는 판단이다. 그리고 한화엔진이 2025년 1분기에만 중국에서 0.85조원을 수주해서 이미 2024년의 0.64조원을 넘기고 있다.

Fig. 9: 중국 민영조선사의 수주 POOL

(TEU)	Alternative Fuel Types	조선사	2024년 수주 (척수)	신조선가 (백만달러)	인도 시작	엔진가격 (억원)	2024년 중국 수주에서 엔진 POOL(억원)
24,000	LNG Capable	Hengli SB (Dalian)	10	275	2028년~	385	3,850
21,000	LNG Capable	Hengli SB (Dalian)	10	274	2027년~	383	3,829
		Hantong WinG HI	10	273	2027년~	382	3,822
19,000	LNG Capable, Methanol, Ammor	Zhoushan Changhong	12	268	2027년~	376	4,509
18,000	LNG Capable	New Times SB	4	273	2028년~	382	1,529
		New Times SB	8	268	2027년~	376	3,006
17,000	LNG Capable	Yangzi Xinfu SB	6	275	2028년~	384	2,306
		Yangzi Xinfu SB	10	271	2028년~	379	3,791
16,800	LNG Capable	New Times SB	10	268	2027년~	376	3,757
	LNG Capable, Ammonia Ready	Jiangsu New YZJ	12	275	2027년~	384	4,612
15,000	LNG Capable	New Times SB	6	183	2028년~	256	1,533
14,000	Methanol	COSCO HI (Yangzhou)	12	180	2027년~	251	3,016
13,000	Methanol	Jiangsu New YZJ	6	183	2028년~	256	1,534
		Jiangsu New YZJ	5	173	2028년~	242	1,211
		Jiangsu New YZJ	6	173	2027년~	242	1,450
11,500	LNG Capable	Penglai Jinglu SY	8	127	2027년~	178	1,427
9,200	LNG Capable	New Times SB	8	127	2028년~	178	1,427
	LNG Capable, Ammonia Ready	New Times SB	12	129	2027년~	180	2,162
9,000	LNG Capable	Jiangsu New YZJ	10	125	2028년~	174	1,743
		Jiangsu New YZJ	2	129	2030년~	180	360
	Methanol	Jiangsu New YZJ	4	120	2028년~	168	671
		Jiangsu New YZJ	2	118	2027년~	166	331
8,742	LNG Capable	New Times SB	4	128	2028년~	180	718
		New Times SB	6	122	2026년~	170	1,023
8,400	LNG Capable	New Times SB	4	122	2026년~	170	682
8,258	Methanol Ready	Jiangsu New YZJ	2	118	2026년~	165	330
		Jiangsu New YZJ	1	122	2027년~	170	170
		Jiangsu New YZJ	2	119	2027년~	166	333
			192			192	36,864

Source: 다올투자증권

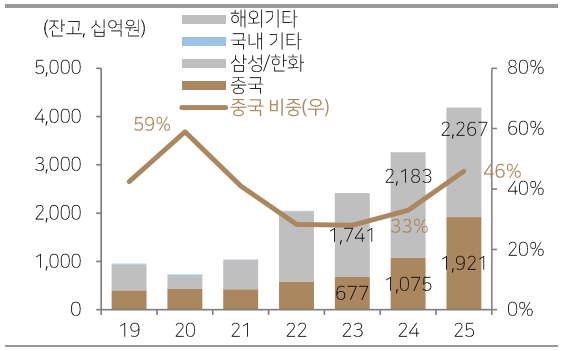
Fig. 10: 한화엔진의 중국 추정 0.63조원 엔진 수주

단일판매 · 공급계약 체결

1. 판매 · 공급계약 구분		기타 판매 · 공급계약
- 체결계약명		선박용 엔진
2. 계약내역	계약금액(원)	629,200,000,000
	최근매출액(원)	854,400,000,000
	매출액대비(%)	73.6
	대규모법인여부	미해당
3. 계약상대		-
- 회사와의 관계		-
4. 판매 · 공급지역		아시아 지역
5. 계약기간	시작일	2025-01-07
	종료일	2028-11-08
6. 주요 계약조건	계약금 · 선급금 유무	무
	대금지급 조건 등	선수금 20% 잔금 80%
7. 계약(수주)일자		2025-01-07
8. 공시유보 관련내용	유보사유	경영상 비밀유지
	유보기한	2026-01-08

Source: 다올투자증권

Fig. 11: 한화엔진의 잔고에서 중국이 다시 절반 향해



Source: 다올투자증권

IV. 쇼티지에 대응은 하고 있는가?

다행히 한국의 양대 대형 주기엔진 제작사인 HD현대중공업과 한화엔진은 호황기 및 수요에 맞추어 증설을 하고 있다. HD현대마린엔진도 HD한국조선해양에 인수되어서 캡티브 물량이 늘면서 40% 가동률이 100%로 돌아갈 예정이다.

이번 단락은 앞서 조선보다 엔진이 매력적인 이유에서 제시한 Q 증가의 근거들이다. 조선도 특수선, OEM 제작 등으로 약간의 Q 증가가 있지만, 엔진의 Q 증가는 더 확실하고 강력하다.

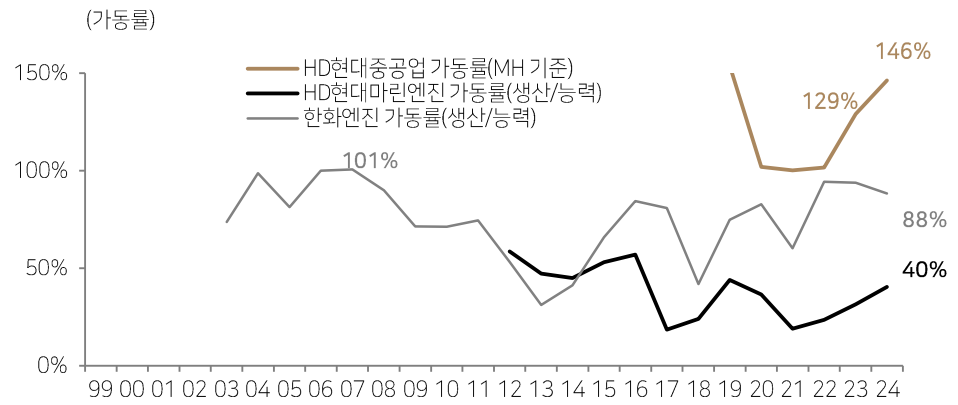
IV-1. HD한국조선해양의 STX중공업 인수

HHI EMD의 가동률 146%!?

2023년부터 사업보고서에서 HD현대중공업의 엔진 부문 가동률이 화제다. 2023년에 129%에서 3Q24까지의 가동률은 무려 146%에 달했다.

HD현대마린엔진 및 한화엔진은 생산능력 대비 생산량으로 가동률을 공표하고, HD현대중공업은 정상조업도 대비 M/H 투입 기준으로 발표하기 때문에 기준의 차이가 있다. 그렇지만 HD현대중공업의 엔진 사업부는 무지하게 바쁘게 돌아가고 있다는 것은 분명하다.

Fig. 12: 한국 엔진 3사의 가동률. HHI EMD는 무려 146%



Source: 다올투자증권
Note: HD현대중공업만 투입 MH 기준의 가동률

HD한국조선해양은 신규 증설보다는 STX중공업 설비 인수

CAPA 증설을 준비해 온 HD현대중공업은 신규 공장증설 보다는 2022년에 시장에 매물로 나온 STX중공업을 들여다보고는 인수를 결정했고, 공정거래위원회의 승인을 거쳐 2024년 7월에 인수완료 했다.

공장을 새로 증설하는 것보다, 813억원을 사용해서 STX중공업의 최대주주(35%)가 되어서 이 설비를 활용하는 것이 더 좋다고 판단했다.

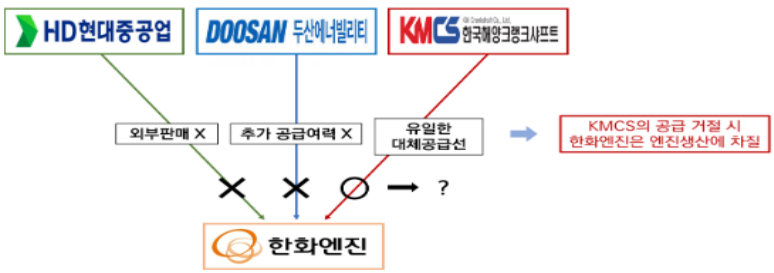
2024년 7월에 최대주주인 파인트리파트너스의 지분 652.4만주(주당 6,000원)를 구주매출로 391억원 매입하고, 3자배정 유상증자로 신주 536.5만주(주당 7,871원)의 422억원 시설투자 자금으로 구성되었다.

STX중공업은 HD현대미포의 라이벌이었던 STX조선해양의 중형 주기엔진 제작

STX중공업은 과거 STX조선 그룹 시절에 주기엔진을 담당했던 업체이다. 그리고 과거 STX조선(현재 케이조선)은 LNG선과 대형 컨테이너선 시장에 데뷔한 바 있지만, 기본적으로 HD현대미포의 라이벌이었다. 즉, 중형 주기엔진(35~50보어) 제작에 강점이 있다. 따라서 향후 60보어 이상의 대형 주기엔진은 HD현대중공업의 엔진 사업부(HHI EMD)가, 35~50보어의 소형 및 중형 주기엔진은 HD현대마린엔진(HME)이 담당한다.

Fig. 13: STX중공업(현, HD현대마린엔진) 인수 연혁

연도	월	최대주주	지분율	주요 사건
2014년		한국산업은행	34.5%	STX그룹 해체
2018년	2월	피티제이호(유)	66.1%	플랜트 부문 → 세아그룹 엔진제조 부문 → 파인트리파트너스 인수
2021년		피티제이호(유)	47.8%	
2022년	11월			사모펀드 파인트리파트너스 STX중공업 매각 추진 시작 : HD현대(구 현대중공업지주)와 한화그룹이 예비입찰에 참여
2023년	3월			HD한국조선해양 본입찰에 단독 참여 : 한화그룹은 HSD엔진 인수로 방향 전환
2023년	7월		47.50%	**HD한국조선해양과 파인트리파트너스 간 인수 본계약 체결** 총 813억 원 규모로 지분 35% 확보
2024년	3월~7월			공정거래위원회가 기업결합 심사 진행
2024년	7월 15일	HD한국조선해양 피티제이호(유)	35.05% 15.77%	공정거래위원회가 HD한국조선해양의 STX중공업 인수를 조건부 승인 : 경쟁사에 크랭크샤프트 최소 물량 공급 보장 등 조건 협의
2024년	7월 16일			**HD한국조선해양이 STX중공업 인수 완료** "HD현대마린엔진"으로 사명 변경
2024년	9월 2일			HD현대그룹 편입 완료



Source: 다올투자증권

HME가 HHI EMD의 장점/노하우/시스템 배울 것

그리고 과거 2ND-Tier 주기엔진 제작사였다고 하더라도, HD한국조선해양의 인수 및 시설 투자와 업그레이드로 HME도 HHI EMD 수준으로 개선될 것으로 기대한다. 인수 이후 HD한국조선해양이 밝힌 바도, HME는 HHI EMD 대비 리드타임이 30% 긴데, 이를 HD현대중공업 수준으로 끌어올리는 작업을 하고 있다. 이는 곧 HME의 Q 증가로 이어진다.

시너지

또한 HD현대마린엔진의 20~30%를 차지하는 부품사업에서도 시너지가 기대된다. HD현대중공업이 수입하던 대형엔진용 터보차저를 국산화할 예정이다. 보조엔진인 힘센엔진용 터보차저도 2025년부터 국산화한다. 이를 바탕으로 2024년에 207대였던 터보차저 생산량을 2025~2026년에 700대로 늘리는 것을 목표로 한다.

HHI EMD와 HME 모두 증설 효과

결과적으로 HD한국조선해양은 STX중공업을 인수함으로써, 1) 울산의 HHI EMD의 대형 엔진 제작 CAPA를 늘리게 되었고, 2) HME의 현재 40% 가동률을 HD현대미포를 위한 엔진을 대다수 맡김으로써 100% 가깝게 끌어올리는 형태의 간접적 증설을 하는 셈이다.

Fig. 14: STX중공업(HD현대마린엔진)의 캡티브인 STX조선해양이 주로 건조한 선종. 50보어 이하 중소형 주기엔진 사용

선종	선형	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	05-21 인도	엔진(보어)
PC선	LR				3	4													7	
	MR	7	2	6	2	6	11	3		5		1	7	7	4				242	50
	핸디	17	34	28	39	28	18	9	4	12	7	12	5	1	5	10	9	4	61	50
탱커	VLCC							3	2	1	5								10	
	수에즈막스									2	1		3	1					7	60
	아프라막스											1	9						11	50
벌크	케이프사이즈					5	6	10	5	10									36	70
	파나막스		2	2			11	23	12	13	11								17	60
	핸디막스					7	13	29	20	25	19								113	50
	핸디								9	4	4								74	40
컨테이너선	12kTEU-						1	3	4	1	6	5							20	
	8kTEU-												2						35	
	6k-8kTEU									2	1								3	
	2.5k-6kTEU	1	10	9	7	8													2	
RORO	RORO											3							3	
PCTC	PCTC						1	5	4										10	
LPG	VLGC			1	7		2		2	4	1								17	60
	MGC						3	4	1	1	3	7	3	3					25	50
LNGBV	LNGBV													1					1	
LNG	LNGc						1				2	2							5	
OFF-SUPP	해양지원선							2											2	
OTHERS	기타							1		1	3	1	1						7	
WIND	WIND									1									1	
해양설치	해양설치				1				3		1								5	
FSO/U	FSO/U											1							1	
Drillship	Drillship							1		1									2	
총합계		25	48	46	59	58	67	93	66	85	64	33	30	13	9	10	9	4	719	

Source: 다올투자증권

IV-2. 한화엔진: 대형 D/F 엔진 CAPA 증설 결정

2022년에 유상증자로 D/F 엔진 CAPA 확대

한화엔진은 HSD엔진 시절이던 2022년 5월에 이미 LNG D/F 엔진 CAPA 확대를 위해, 유상증자를 통해 자금을 조달해 투자를 시작했다. 2022년에 밝힌 투자 내용은 D/F 엔진 생산량 확대를 위한 1) 기계류/전기설비 등의 투자, 2) 냉각탑 투자, 3) 가스 시운전 설비 투자였다. 시운전 시간을 줄이고, 시운전 바틀넥을 해소하는 내용이었고 7대 정도의 CAPA 증가를 목표로 했다.

2023년에 한화의 인수 및 유상증자로 CAPEX 계속

2023년에는 한화엔진이 HSD엔진을 인수하면서 인화정공 지분 15.4백만주(18.51%) 구주매출과 투자를 위한 3자배정 유상증자 11.9백만주(14.26%)로 투자재원 988억원을 마련했고, D/F 엔진 등 CAPA 증설을 위한 투자는 계속되었다. 동사의 과거 CAPEX는 개보수만으로 50억원 안팎이었지만, 2023년에 315억원, 그리고 2024년에 405억원으로 크게 늘었다.

130대 생산 CAPA에서 확대 계획은 없었지만

2024년에 대규모 수주로 동사의 백로그가 가득 채워지는 상황에서 시장은 동사의 현재 130대 엔진 제작 CAPA의 확대를 바라며, 자주 물었다. 그러나 사측은 생산 효율화를 통한 일부 생산량 증대만을 안내해왔을 뿐이었다.

Fig. 15: 2022년에 HSD엔진 시절에도 D/F 엔진 CAPA 확대를 위해 유상증자(904억원) 및 투자

내역	금액
신주	12.9 백만주
발행가액	7,010 원
증자비율	27.61%
증자규모	904 억원
자금조달 목적	
시설투자	400 억원
R&D	104 억원
운영자금	220
채무상환자금	180

일 자	내 용
2014. 10	조립 2공장 D/F 엔진 조립시설 증설
2019. 10	조립 3-1공장 D/F 엔진 조립시설 증설
2022. 10	조립 1공장 D/F 엔진 조립시설 증설
2023. 11	조립 1공장 D/F 엔진 조립시설 추가 증설
2023. 11	조립 3-1공장 D/F 엔진 조립시설 추가 증설
2023. 11	조립 3-2공장 D/F 엔진 조립시설 증설

투자항목	세부내역	22~24년	투자 내용 및 기대 효과
친환경 연료엔진 설비투자	기계장치	77	
	배관설비	51	
	전기설비	44	
	측정장비	10	
	저장탱크 및 시운전 설비	111	
	소계	293	
냉각탑 설비투자 	3 Cell 증설 설비투자	39	시운전 고온의 열을 식히는 냉각수 재사용
	노후설비 보완	21	캐파 3대 증가
	소계	60	시운전 Zone별 생산일정 독립성/안정성 강화
LNG GAS 엔진 시운전 설비투자 	저압GAS엔진 시운전 설비	31	SCR 시운전시 조립설비. Reactor, 환원제 모듈 등 지지/보곤
	고압GAS엔진 시운전 설비	16	동시 시운전 캐파 4대 증가
	SCR 시운전용 Skid 제작	12	Tier3 생산량 대응을 위한 신속한 납기 대응 체계구축
	소계	59	
	시설투자 합산	412	

Source: 다올투자증권

2025년 2월에 또 802억원 CAPEX 계획 발표

2023년 사업보고서에 개시된 동사의 2024~2026년 CAPEX 계획은 각각 579억원, 247억원, 450억원이었는데, 2024년에는 405억원의 CAPEX를 집행했다. 2025~2026년에 여전히 700억원 가까운 투자 계획이 공시된 상태인데, 동사는 2025년 2월 25일에 "신규시설투자등"의 전자공시를 통해 2026년 9월까지 802억원의 중장기 생산능력 확보를 위한 시설투자 계획을 공시했다.

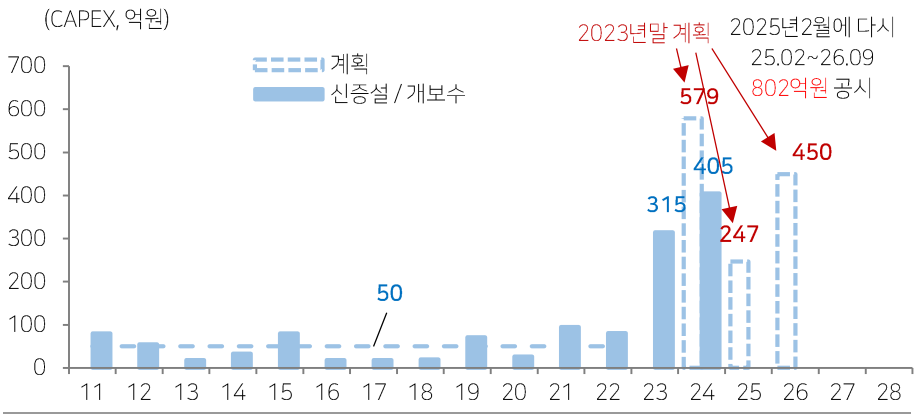
댓수보다는 대형화로 P 15~20% 증가효과

이미 2023년말의 2024~2026년 CAPEX 계획과 중첩되는 부분이 있지만, 그 CAPEX 계획의 규모가 늘었다는 의미이다. 사측은 현재 130대의 엔진 제작 CAPA가 늘어나기보다는 고압/대형 엔진 건조 확대로, ASP가 15~20% 정도 늘어나는 효과가 있다는 안내이다. 즉, 2027년부터 기다리고 기다리던 매출 성장을 기대할 수 있게 되었다. 아마도 중국 조선사들의 2027년 인도가능 엔진에 대한 대규모 협의가 있기 때문이지 않을까 싶다.

1Q25에 벌써 중국에서 0.85조원 수주

이 보고서를 작성하고 있는 중에 중국(추정)으로부터 1월의 6,292억원 수주에 이어, 3월 2일에도 2,160억원을 수주했다. 2024년에 1.65조원 수주 중 중국이 0.64조원이었는데, 벌써 1개 분기만에 중국에서 0.85조원이나 수주했다. 더 남았을 것이다.

Fig. 16: 2024년초의 2025~2026년 CAPEX 계획보다 늘어나서 전자공시를 하게 됨



Source: 다올투자증권

V. Valuation 및 선호주

V-1. 과거 조선보다 더 높은, 또는 더 높아야만 하는

엔진에 PER 20배 부여

조선사보다 더 높은 수익성 때문인지, 호황기에 엔진은 조선보다 더 높은 멀티플을 받았고, 앞으로도 받아야 한다고 생각한다. 2011년에 상장한 한화엔진(구, 두산엔진)은 실적 호조 시기였던 2011년에는 PER 평균 6배, 고점에서 10배였지만, 2012~2013년 평균 EPS에서는 PER 22배를 인정받았다. 2024년에 한화엔진의 2025~2026년 EPS에서 PER 평균은 11배, 고점은 14배이다.

기존 15배에서 상향

당사는 여태 한화엔진의 적정PER을 조선사들과 동일한 15배로 부여해왔다. 이번 자료를 통해 적정PER 20배로 상향한다.

Fig. 17: 두산엔진 시절에 상장 후 2011년에 FWD 1~2Y PER 22배

PER Valuation	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년
매출액(억원)	17,726	18,316	20,059	13,788	7,439
영업이익	1,165	2,554	2,994	698	7
지배주주순이익	-2,497	2,007	2,248	1,904	-52
OPM	*6.6%*	*13.9%*	*14.9%*	*5.1%*	*0.1%*
시가총액(평균)			12,668	7,628	5,946
주식수(유무상증자 전)	13	70	70	70	70
주식수(백만주)	13	70	70	70	70
EPS	-44,472	10,441	3,016	2,739	-75
FWD 1-2Y의 PER(고)			22.2		
FWD 1-2Y의 PER(평균)			13.7		
PER(고)			9.8	5.6	
PER(평)			6.0	4.0	
PER(저)			3.7	2.7	

Source: 다올투자증권

V-2. HD현대마린엔진의 변화에 주목

실적도, 멀티플도 상향

엔진 제작사들의 2026~2028년 높은 영업이익률을 예상하면서 실적을 올리고, 적정PER 20배(HD현대중공업 전체는 17.5배)로 올려서 적정주가를 상향한다.

HD현대마린엔진 관심

HD현대중공업엔진도 CAPA 증설(HD현대마린엔진으로 중형 엔진 이관)로, 한화엔진도 고압/대형 엔진 CAPA 증설로 성장한다. 그러나 대형 2사보다 HD현대마린엔진에게 던져지는 HD현대미포 향 물량에 따른 급성장이 더 크다. 또한 HD현대마린은 2024년에 2022~2023년에 수주한 엔진들과 부품으로 벌써 OPM 두 자릿수를 기록했다. 그리고 시점별 납품 엔진의 MIX에 따라 2026년에는 엄청난 수익성도 기대할 수 있고, HD현대미포의 엔진을 소화하면서 또 규모의 경제도 기대할 수 있다. 그러나 2026~2027년에 10% 중반의 보수적인 OPM을 가정한다. 상승여력이 너무 나오기 때문이다.

Fig. 18: 엔진3사의 실적과 Valuation

투자의견 및 적정주가			실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	*OPM (%)*	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)
HD현대중공업	투자의견	Buy	2022	9,045.5	-289.2	*-3.2%*				-30.6	2.0	-6%
(329180)	적정주가(원)	400,000	2023	11,963.9	178.6	*1.5%*	24.7	278	58,660	422.5	2.0	0%
	종가(원)	315,500	2024	14,486.5	705.2	*4.9%*	621.5	7,001	65,639	33.4	3.6	11%
	상승여력	*27%*	2025E	14,490.1	1,477.9	*10.2%*	1,051.4	11,843	75,392	26.6	4.2	17%
	적정시총(십억원)	35,509	2026E	16,879.3	2,299.7	*13.6%*	1,756.9	19,791	91,583	15.9	3.4	24%
	시가총액(십억원)	28,008	2027E	18,750.4	2,914.9	*15.5%*	2,264.7	25,511	115,094	12.4	2.7	25%
한화엔진	투자의견	Buy	2022	764.2	-29.5	*-3.9%*	-40.3	-563	3,098	-15.7	2.4	-18%
(082740)	적정주가(원)	37,000	2023	854.4	8.7	*1.0%*	-0.4	-6	3,133	14.7	3.1	1%
	종가(원)	24,450	2024	1,202.2	71.5	*6.0%*	52.2	625	4,373	373.6	53.4	18%
	상승여력	*51%*	2025E	1,290.0	98.3	*7.6%*	63.7	764	5,137	32.0	4.8	20%
	적정시총(십억원)	3,088	2026E	1,375.1	176.6	*12.8%*	119.2	1,428	6,565	17.1	3.7	31%
	시가총액(십억원)	2,040	2027E	1,641.6	274.0	*16.7%*	190.3	2,280	8,845	10.7	2.8	35%
HD현대마린엔진	투자의견	Buy	2022	177.5	11.1	*6.3%*	14.1	498	6,770	0.0	3.8	11%
(071970)	적정주가(원)	45,000	2023	245.0	17.9	*7.3%*	31.6	1,108	7,893	0.0	3.3	16%
	종가(원)	25,850	2024	315.8	33.2	*10.5%*	75.8	2,234	10,121	104.5	23.1	28%
	상승여력	*74%*	2025E	460.6	51.7	*11.2%*	31.9	941	11,061	27.5	2.3	11%
	적정시총(십억원)	1,526	2026E	744.4	103.8	*13.9%*	65.7	1,938	12,999	13.3	2.0	20%
	시가총액(십억원)	877	2027E	864.6	129.7	*15.0%*	86.6	2,553	15,553	10.1	1.7	20%

Source: 다올투자증권



VI. 종목별 투자의견

HD현대마린엔진 (071970)

한화엔진 (082740)

HD현대중공업 (329180)



HD현대마린엔진
(071970)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		
적정주가	45,000		
Earnings			

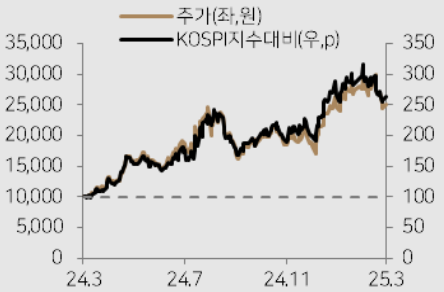
Stock Information

현재가 (03/07)	25,850원
예상 주가상승률	74.1%
시가총액	8,769억원
비중(KOSPI내)	0.04%
발행주식수	33,921천주
52주 최저가/최고가	10,050 - 30,050원
90일 일평균거래대금	208억원
외국인 지분율	7.5%
주요주주지분율(%)	
에이치디한국조선해양 (외 3인)	35.1

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	11.6	27.5	13.3
PBR(배)	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA(배)	20.9	14.0	7.1
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(8.2)	59.0	156.7	5.7
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(9.8)	58.2	159.9	(1.1)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

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

매부 좋고 누이는 더 좋음

Issue

적정주가 45,000원으로 커버리지 개시. HD현대미포 캡티브 물량 소화, HD한국조선해양으로부터의 가르침과 시너지로 성장 기대

Pitch

HD현대미포의 캡티브 물량으로 2024-2026년 매출 +136% 성장. HD한국조선해양으로부터 가르침과 시너지로 이후에도 추가 성장 기대

Rationale

- **#1 벌써 조선사보다 높은 이익률.** 2024년에 81만마력 생산(CAPA 200만마력 가동률은 40%)에 불과하지만 OPM 10.5%. 매출의 25% 가량인 부품(터보차저, 크랭크샤프트)과 AS 때문. 향후 매출 증가에 따른 이익/이익률 개선도 기대
- **#2 2024-2026 HD현대미포 덕에 매출 2배 이상 성장.** HD한국조선해양은 HHI EMD의 고압/대형 엔진 제작을 늘리기 위해, HD현대미포의 중형 엔진을 맡기기 위해 동사를 인수. 따라서 2025년에 준비해서, 2026년에 HD현대미포의 50%만 담당해도 매출은 0.86조원으로 성장(2024-2026 +136%)
- **#3 생산성 개선 가능.** HHI EMD보다 리드타임이 30% 가량 느림. 향후 HHI EMD의 노하우, 시스템 등을 전파 받아 생산성이 개선되고 공기가 단축되면 40% 이상 Q 증가 가능. 또한 현대베트남조선의 건조량 증가 소화 필요, **#4 중국 조선사들의 중형 주기엔진** 수요를 공략할 것으로 기대
- **#5 HD한국조선해양과의 부품 시너지.** 가스 D/F 엔진이 확대로 터보차저 역할 중요. HHI EMD의 힘센엔진 터보차저 국산화 등

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	137	177	245	316	461	744	865
영업이익	(8)	11	18	33	52	104	130
EBITDA	(7)	12	21	36	54	106	131
지배주주순이익	(8)	14	32	76	32	66	87
순차입금	73	47	24	(131)	(122)	(122)	(171)
매출증가율	(44.6)	29.2	38.1	28.9	45.8	61.6	16.1
영업이익률	(5.8)	6.3	7.3	10.5	11.2	13.9	15.0
지배순이익률	(5.7)	8.0	12.9	24.0	6.9	8.8	10.0
EPS증가율	적전	흑전	122.4	101.6	(57.9)	106.0	31.7
ROE	(4.8)	8.2	15.2	26.7	8.9	16.1	17.9

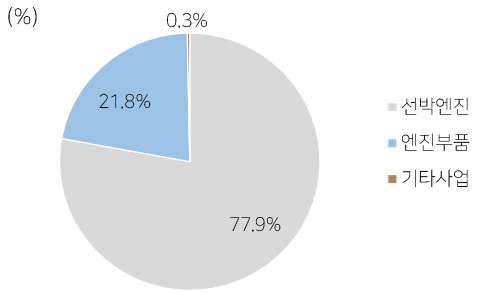
Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

HD현대마린엔진은,

HD현대마린엔진은 2001년 STX에서 소재사업부문이 분사하여 설립되었음. 2023년 8월 HD한국조선해양이 동사의 지분을 인수하여 최대주주가 됨에 따라 현재의 상호(기존 STX중공업)로 변경함. 디젤엔진, LNG D/F, LPG D/F를 생산하고 있으며, 글로벌 시장에서 선박용 저속엔진의 주요 메이커로서 자리하고 있음. 선박엔진의 핵심 부품인 2-ST크랭크샤프트(종속회사)와 터보자처를 자체생산하고, 주요 부품을 조달하여 판매함

사업부문 Breakdown

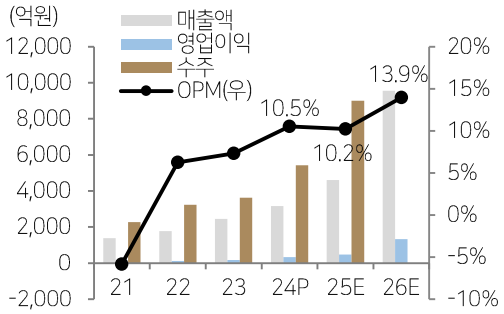
- 2024년 3분기말 기준으로 매출 비중은 선박엔진 약 78%, 엔진부품 22% 차지
- 동사는 선박 엔진으로 선박운항의 추진기인 주기 엔진을 생산, 터보차저는 엔진의 출력 및 토크를 높이고, 연비향상에 기여. 2ST-CRANKSHAFT는 직선운동을 회전운동으로 변화시키는 핵심 부품
- 최대 주주는 35.1%를 보유한 HD한국조선해양. 기존 2대주주였던 피티제이호가 2024년 지분율을 꾸준히 줄였고(20.75%->4.98%), JP모건은 12월 5.04%를 취득 후 일부 처분하여 현재 3.9%를 보유 중



Source: SK하이닉스, 다올투자증권

Financials

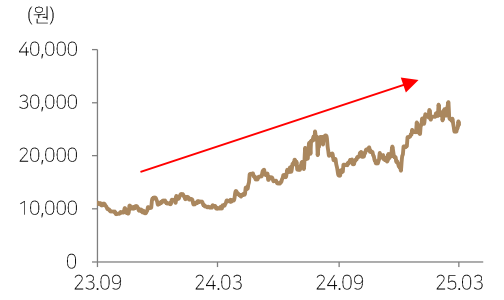
- 24년 연간 매출액 3,158억원(YoY +28.9%), 영업이익 332억원(YoY +85.5%) 기록
- 선박용 엔진 및 크랭크샤프트 매출 증가에 따른 이익 확대. 조선업 시황 호조로 친환경 엔진 수주 증가
- 동사는 24년 수주 5,424억원 기록. 25년 가이던스는 수주 9,000억원에 매출 5,800억원



Source: HD현대마린엔진, 다올투자증권 추정

주가

- 2023년 7월 HD한국조선해양이 최대주주로 등극한 이래 꾸준한 상승
- 최근 1달 동안은 -8.2% 하락했으나 1년 동안 +156%의 상승률을 기록



Source: 다올투자증권

I. Valuation

II-1. 적정주가 45,000원으로 제시하며 커버리지 개시

2026~2027 EPS에, 엔진 업종의 PER 20배

HD현대마린엔진의 적정주가를 조선과 동일한 2026~2027년 EPS에, 적정PER 20배를 적용해서 45,000원으로 제시하며 커버리지를 개시한다.

HD현대미포 물량 소화 속도/규모에 따라

가파른 EPS 증가는 HD현대미포 필요 주기엔진을 동사가 소화하면서 실적 턴어라운드가 예약되어 있기 때문이다. 그 규모를 2026년에 50%, 2027년에 70%로 가정했지만, 회사의 가이던스에 따라 실적을 상향할 가능성이 열려있다.

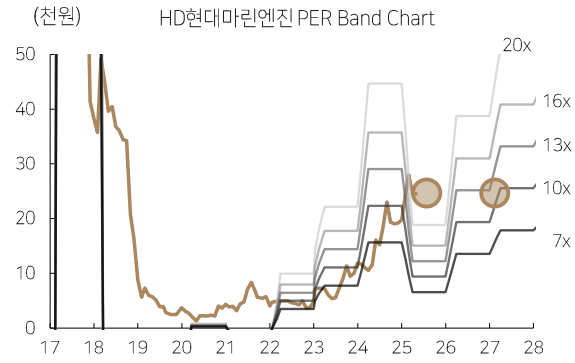
Fig. 19: 2026-2027년 EPS에, 적정PER 20배를 적용해서 적정주가 45,000원으로 커버리지 개시

(원, 배수)

PER Valuation	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년
주식수(백만주)	28	28	29	34	34	34	34	34
EPS	-276	498	1,108	2,234	941	1,938	2,553	2,841
PER(고)		22	4	11	33			
PER(평)		17.8	5	7	28			
PER(저)		12.3	4	4	25			
적정PER				20	20	적정 20배	20	20
주당 적정가치				*44,682*	*18,817*	*38,760*	*51,065*	*56,821*
Weight						*50%*	*50%*	
						44,912		
적정주가					45,000			
종가(03월 7일)					25,850			
상승여력					74.1%			

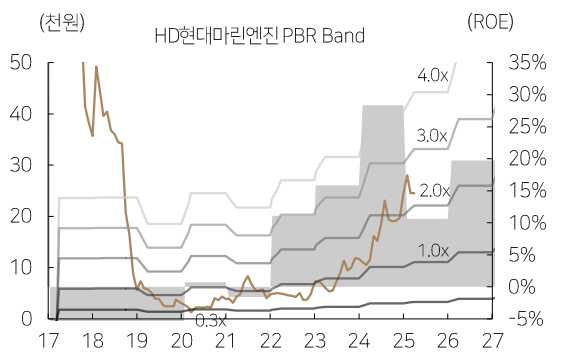
Source: 다올투자증권

Fig. 20: HD현대마린엔진 PER



Source: 다올투자증권

Fig. 21: HD현대마린엔진 PBR



Source: 다올투자증권

II-2. 실적 예상

50보어 이하 중형 주기엔진 제작 전문

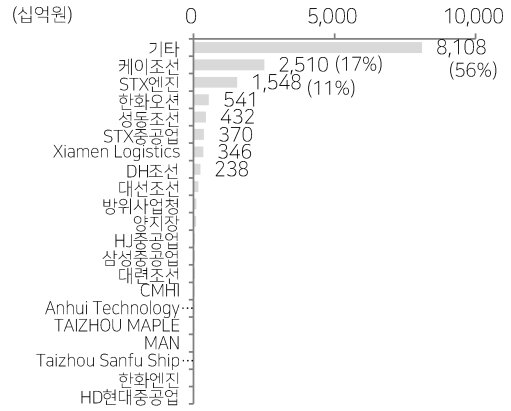
동사는 과거 STX조선해양 그룹의 주기엔진을 담당해왔다. 그 STX조선해양은 STX대련도 청산하고, 매각되어 케이조선으로 덩치가 작아졌다.

2018년에 PE로 매각된 이후에도 케이조선으로의 공급은 계속되었고, 한국의 중소형 조선사인 DH조선, 대선조선 등에 납품했다. 동사는 주로 60보어 이하의 중형 주기엔진을 담당하고, 해당하는 조선사들의 주력 건조 선박도 중형 탱커, 컨테이너선 등이기 때문이다. 그리고 동사의 중국 매출 비중은 50% 안팎이다. 중국에도 다수의 중형 조선사들이 중형 선박을 만들기 때문이다.

부품과 AM 사업의 마진도 아주 좋을 듯

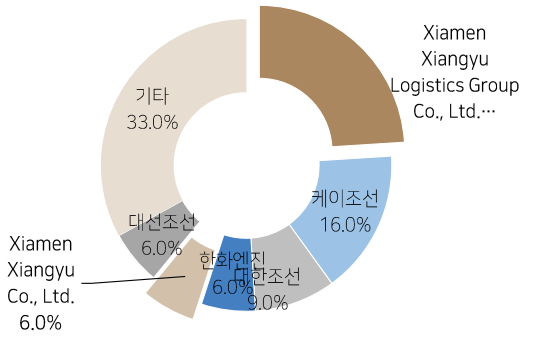
또한, 크랭크샤프트와 터보차저 등의 엔진 부품이 동사 매출의 25% 안팎을 차지하고 있다. 투자포인트에서 짚을 HD한국조선해양으로 인수된 이후 시너지가 기대되는 부분이다. HD현대마린솔루션으로 유명해진, 한화엔진도 집중하고 있는 AM 사업도 보유하고 있다.

Fig. 22: 사업보고서 주요매출처



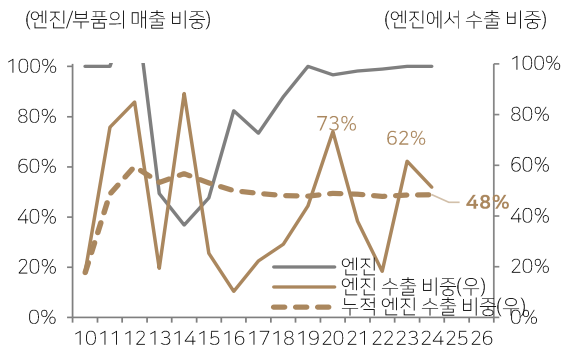
Source: 다올투자증권

Fig. 23: IR자료 주요매출처



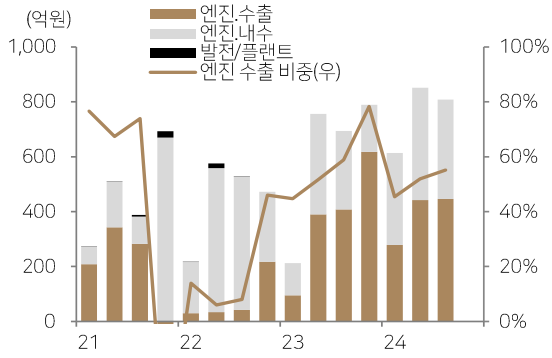
Source: 다올투자증권

Fig. 24: 엔진 수출 비중 절반



Source: 다올투자증권

Fig. 25: 엔진 수출 비중 최근에도 50% 안팎



Source: 다올투자증권

현재 가동률 40%에 불과

문제는 동사의 호황기 주기엔진 CAPA는 400만마력이었지만, 가장 많은 엔진을 생산한 것이 234만마력이었고, 불황기에 닥친 이후 낮춘 200만마력 생산능력(CAPA)에서도 2024년에 80만마력 안팎(추정)의 생산에 그칠 뿐이다. 이에 따라 동사의 가동률은 2021년 바닥에서 19%, 2024년도 40%에 불과하다. 사측은 현재 실질적 CAPA는 140만마력이라고 설명하기도 한다.

2026년부터 HD현대미포의 주기엔진 몇 프로 담당하는지가 관건
당사는 2026년에 50%, 2027년에 70% 가정

아무튼 HD한국조선해양이 동사를 인수한 이유가 HD현대미포의 중형 주기엔진을 맡기고, 빈 공간에 HD현대중공업의 엔진 사업부의 대형 주기엔진 생산량을 늘리는 일종의 시설투자였다. 이미 동사는 2024년에 HD현대미포의 엔진 4~5척 분량을 제작했고, 2025년에는 15여대를 납품 예정이다. 2025년까지는 OEM 생산계약 형태이다.
그리고 2026년부터 HD현대미포가 필요한 엔진에 대해서는 올해 판매 계약을 맺고 납품할 예정이다. 2025년에 수주 공시 규모에 따라 윤곽이 드러나겠지만, 당사는 일단 동사가 HD현대미포의 필요 주기엔진 중 2026년에 50%, 2027년에 70%, 2028년에 90%를 담당할 것으로 가정했다. 향후 확인되는 규모에 따라 실적 상향 조정도 가능하다.

사측은 2024년 81만마력에서 2025년에 140만마력, 2026년에 190만마력 생산 목표 제시

동사의 IR 자료에도 2024년 81만마력 엔진 제작/납품에서 2025년에 140만마력, 2026년에 190만마력 엔진 생산으로, 2024-2026에 2배 이상의 생산량 증가 목표를 제시한다. 당사는 P의 상승 등을 감안해서 2024-2026 매출 +136% 성장 예상치를 제시한다.

HD현대미포 뿐 아니라, 중형 엔진의 중국 등 외부 판매 확대도 도모할 것이다. 현재 사실상 CAPA 140만마력에 대한 투자도 이어질 것으로 기대한다.

Fig. 26: 2027~2028년 실적을 크게 상향 (억원)

HD현대마린엔진	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	614	851	808	886	873	1,238	1,491	1,005	2,450	3,158	4,606	7,444	8,646
YoY	*183%*	*48%*	*52%*	*95%*	*42%*	*45%*	*85%*	*13%*	*38%*	*29%*	*46%*	*62%*	*16%*
└HD현대미포 향					111	121	121	120			473	2,632	3,846
└HD현대미포 의존도					10%	10%	10%	10%			10%	50%	70%
영업이익	62	90	88	91	89	126	181	122	179	332	517	1,038	1,297
금융/기타영업외	6	16	15	-92	-17	-18	-15	-11	-15	-55	-61	-99	-59
세전사업이익	68	106	103	-1	71	108	167	110	164	277	456	939	1,237
순이익	67	94	95	502	50	75	117	77	331	759	319	657	866
영업이익률	*10.2%*	*10.6%*	*10.9%*	*10.3%*	*10.1%*	*10.2%*	*12.2%*	*12.1%*	*7.3%*	*10.5%*	*11.2%*	*13.9%*	*15.0%*
지배주주순이익률	*10.9%*	*11.0%*	*11.8%*	*56.7%*	*5.7%*	*6.1%*	*7.8%*	*7.7%*	*12.9%*	*24.0%*	*6.9%*	*8.8%*	*10.0%*

Source: 다올투자증권

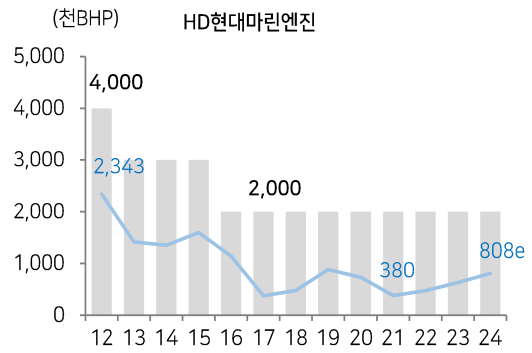
II. 투자포인트

II-1. 가동률 40%에서 벌써 OPM 10.5%

벌써 두 자릿수 OPM

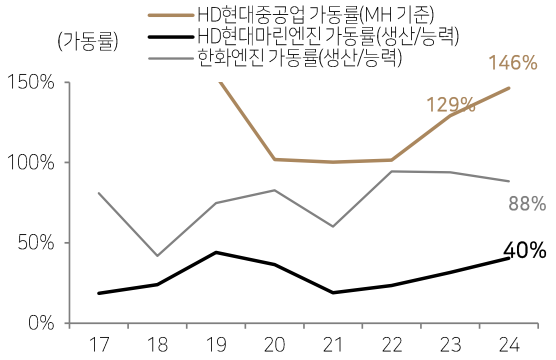
앞서 실적 예상에서 짚었듯 동사의 2021~2024년 가동률은 21~40%에 불과하다. 그런데 이미 동사의 2024년 OPM은 10.5%에 달한다. 25% 정도의 부품(크랭크샤프트, 터보차져 등)과 AS에서 높은 수익성이 나는 것일 수도 있고, 원가 경쟁력이 이미 뛰어난 것일 수도 있다. 아무튼, 여기에 HD현대미포의 엔진(투자포인트#2)이 들어오고, HHI EMD의 노하우를 적용(투자포인트#3)하면 얼마나 더 좋아질까 기대된다.

Fig. 27: HD현대마린엔진의 CAPA와 생산량



Source: 다올투자증권

Fig. 28: HD현대마린엔진 가동률은 40%에 불과



Source: 다올투자증권

II-2. HD현대미포의 캡티브 물량으로 급성장

HD현대미포의 중형 주기엔진을 차차 동사가 제작

HHD EMD는 MR탱커, MGC 등을 위한 50보어 주기엔진에서 초대형 컨테이너선을 위한 95보어 주기엔진까지 생산해왔다. 그러나, 70보어 이상의 대형 엔진에 대한 수요가 LNG선, 컨테이너선 건조량 증가에 따라 추가 생산이 필요한 상황이다.
이에 HHIE EMD가 기존에 HD현대미포를 위해 제작하던 50~60보어 엔진은 동사(HME)에게 보낼 예정이다. 2025년에 15대 안팎으로 OEM 제작이 늘고, 2026년부터는 장기공급계약 또는 판매계약을 통해서 HD현대미포 향 엔진을 상당량 맡길 예정이다.

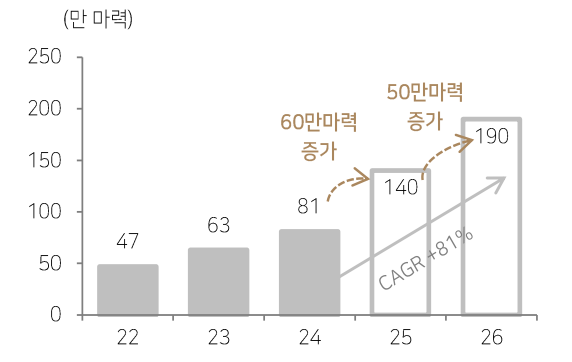
2024-2026 81만마력-190만마력 계획

동사 인수 이후 HD한국조선해양이 제시하는 주기엔진 생산계획은 2024년 81만마력에서 2025년 140만마력을 지나, 2026년에 190만마력 안팎이다. 즉 2024-2026년에 100만마력 이상이 늘어난다. 당사는 2026년에 50%, 2027년에 70%, 2028년에 90%의 HD현대미포의 캡티브 물량을 소화하는 것으로 가정했다. 추후 공식 가이던스 확인이 필요하다.

2026년 일단 풀 가동

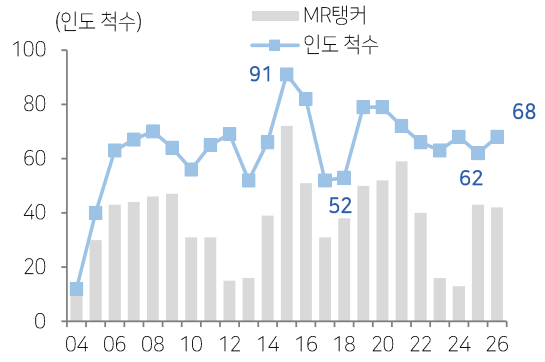
200만마력 CAPA 중에서 80만마력을 생산 중이고, 동사의 가동률은 40%인데, 2026년에는 가동률 100%로 풀가동한다. 고정비 효과도 기대할 수 있다.

Fig. 29: HD한국조선해양 인수 후 생산 증대 계획



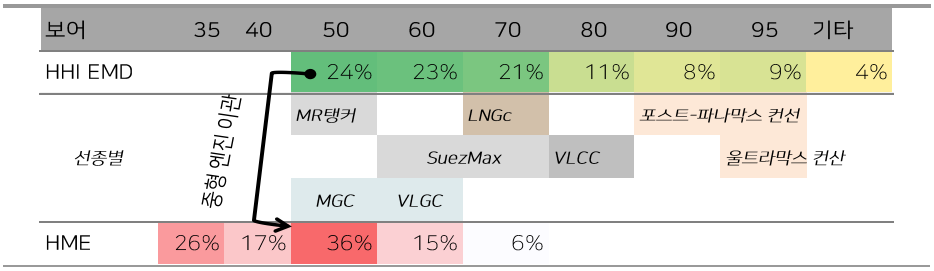
Source: 다올투자증권

Fig. 30: HD현대미포는 매년 70~80척 선박 인도



Source: 다올투자증권

Fig. 31: HHI EMD와 HME의 소형~대형 엔진 분장



Source: 다올투자증권

II-3. 울산(HHI EMD)의 노하우 전파 받아, 창원(HME)도 빨라짐

200만마력이라는 시설 CAPA 이상 생산 가능

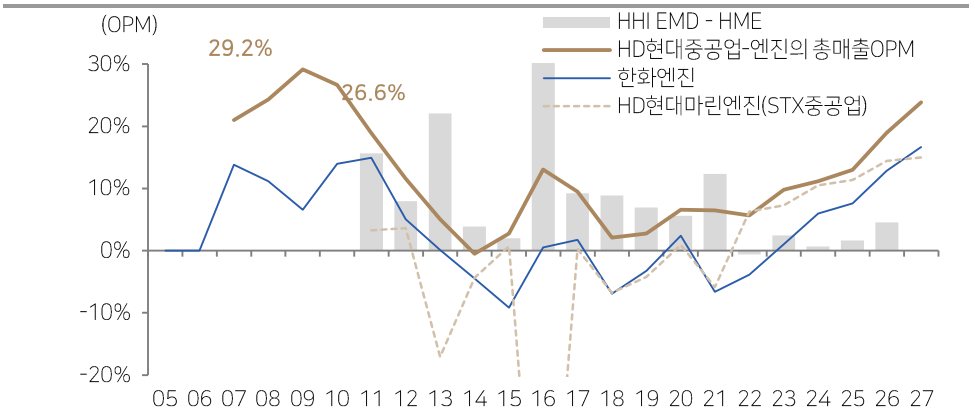
그리고 2026년에 시설 CAPA에서 가동률 100%라고 하더라도, 실제 공정 개선을 통해 엔진 생산 대수와 매출은 더 늘어날 수도 있다는 판단이다.

HHI EMD의 가르침으로 리드타임 30% 열위를 줄이면, Q 40% 늘 수 있음

HD한국조선해양은 동사 인수 이후, 생산성 차이를 지적하며, HHI EMD 대비 동사의 리드타임이 30% 느리다고 지적한다. 향후 동사의 생산공정에서 개선할 부분, HHI EMD의 노하우, 시스템 이식 등을 통해서 동사의 생산성은 추가 개선될 것이다. 리드타임 100이 70이 되면, Q는 40% 이상 늘어나는 것이다.

과거 양사의 수익성 차이가 STX중공업에서 HD현대마린엔진으로 바뀌고 얼마나 비슷해질지가 미래 이익과 Valuation에서 가장 중요한 부분이다.

Fig. 32: 과거 HHI EMD와 HME와 수익성 차이
: 2023-2024에 HD현대마린이 놀라운 수익성 시현 중



Source: 다올투자증권

II-4. HD한국조선해양과의 시너지

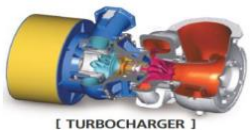
터보차저 수입품 대체

동사는 터보차저를 생산하고 있어서, HD현대중공업 엔진 부문의 주기엔진과 힘센엔진이 수입하던 부분을 국산화할 계획이다. 매출로만 연간 500억원 안팎의 효과이다.

주기엔진 크랭크샤프트 업체는 모두 HD

엔진의 핵심 부품인 크랭크샤프는 이미 HD현대중공업은 현대크랭크샤프트를 통해 조달하고 있다. HD한국조선해양의 STX중공업 인수에서 문제가 된 부분이 경쟁사인 한화엔진으로 STX중공업의 크랭크샤프트 납품 때문이었다. 아무튼 한국의 주기엔진 크랭크샤프트는 모두 HD한국조선해양이 담당하고 있다. 과점적이다.

Fig. 33: 크랭크샤프트와 터보차저 시너지 효과

	Turbo Charger	
 [TURBOCHARGER]	설명	배기가스를 활용하여 엔진에 압축공기를 공급하는 장치
	제품군	2행정, 4행정 모두
	기술력	90% 이상의 자체 기술 보유 전세계 유일한 소재-가공-조립-시운전의 일관 생산
	시장전망	LNG D/F 확대로 매출즈악 기대
	시너지	① 힘센엔진용 터보차저 국산화로, HD현대중공업 수입물량 국산화 생산 - 연간 생산/매출 200억원 - 국산화 원가절감(-10%) 22억원 ② 대형엔진용 터보차저 생산 확대 - HD현대중공업 수입물량 75억원/연 수직일관화 - 대구공장에서 자가제작 250억원/연
	**Crank Shaft**	
	설명	선박엔진의 동력을 전달하는 핵심 부품
	제품군	보조엔진 용 C/S로 STX엔진 공급 위주이고, 타 엔진사(한화엔진)에도 공급
	시너지	힘센엔진의 C/S도 담당

Source: 다올투자증권

II-5. 중국 조선업을 공략

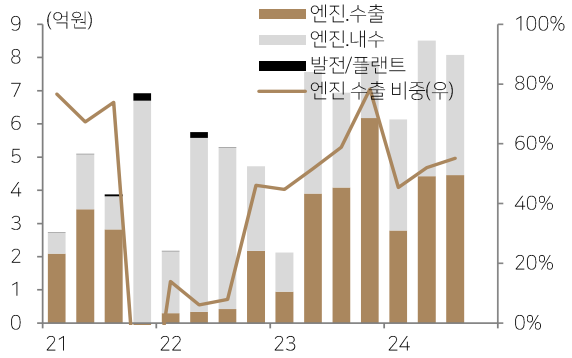
추가 시설 투자 필요

2026년에는 HD현대미포 엔진을 소화하는 생산량 증대만으로 바쁠 것이다. 그리고 현재 가동률 40%도 HD현대미포를 모두 소화하면 풀 가동이다. 그러나 앞서 짚었던 HHI EMD의 노하우를 접목해서 30% 느린 리드타임(공기)를 HHI EMD만큼 끌어올리면 Q가 40% 가량 는다. 이외에도 추가 설비투자를 통해 중형엔진 CAPA를 늘릴 수 도 있다.

중국 중소형 조선사들을 공략할 듯

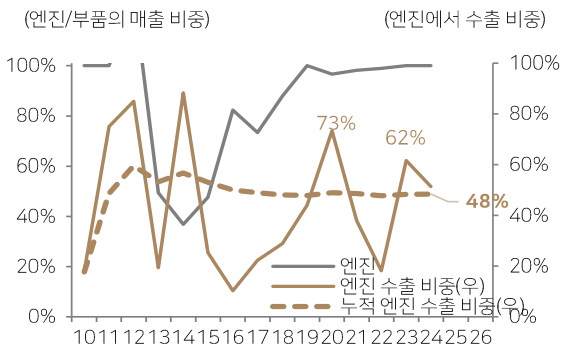
아무튼 동사는 중국 조선업의 엔진시장을 공략해야 한다. 여태 절반 정도를 중국에서 해왔는데, 캡티브 물량으로 절대 비중은 낮아지겠지만, 수용 가능한 절대 중국 엔진 제작량도 늘 예정이다.

Fig. 34: 발전/플랜트 사업 종료. 엔진에서 수출이 절반



Source: 다올투자증권

Fig. 35: 엔진에서 수출 비중이 절반 정도



Source: 다올투자증권

HD현대마린엔진 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	165.1	196.5	214.2	230.1	328.5
현금성자산	52.7	67.2	135.9	125.8	125.9
매출채권	38.4	39.2	46.3	58.5	114.0
재고자산	71.0	89.1	31.1	44.8	87.6
비유동자산	251.2	257.5	280.9	311.7	342.8
투자자산	5.0	110.7	119.5	124.4	129.4
유형자산	241.8	146.4	161.0	187.0	212.9
무형자산	4.4	0.4	0.4	0.4	0.4
자산총계	416.3	454.0	495.1	541.9	671.2
유동부채	184.8	206.6	126.8	140.7	203.4
매입채무	36.0	46.9	52.2	65.7	127.8
유동성이자부채	97.5	88.7	2.9	2.6	2.5
비유동부채	39.4	22.0	25.1	26.0	26.9
비유동이자부채	2.6	2.2	1.5	1.5	1.5
부채총계	224.2	228.6	151.8	166.7	230.3
자본금	71.0	71.4	84.8	84.8	84.8
자본잉여금	338.3	338.3	338.3	338.3	338.3
이익잉여금	24.2	55.4	131.2	163.1	228.8
자본조정	(241.3)	(239.7)	(211.0)	(211.0)	(211.0)
자기주식	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	192.1	225.4	343.3	375.2	440.9
투하자본	239.5	249.0	211.7	253.5	319.0
순차입금	47.4	23.7	(131.5)	(121.6)	(121.9)
ROA	3.3	7.3	16.0	6.2	10.8
ROE	8.2	15.2	26.7	8.9	16.1
ROIC	4.6	5.3	10.4	15.6	25.4

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	177.5	245.0	315.8	460.6	744.4
증가율 (Y-Y,%)	29.2	38.1	28.9	45.8	61.6
영업이익	11.1	17.9	33.2	51.7	103.8
증가율 (Y-Y,%)	흑전	61.2	85.2	55.8	100.7
EBITDA	12.4	20.6	35.7	53.8	105.9
영업외손익	4.4	(3.1)	(5.5)	(6.1)	(9.9)
순이자수익	(5.6)	(4.2)	0.4	2.7	3.0
외화관련손익	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	15.5	14.8	27.7	45.6	93.9
당기순이익	14.1	31.6	75.8	31.9	65.7
지배기업당기순이익	14.1	31.6	75.8	31.9	65.7
증가율 (Y-Y,%)	흑전	123.7	139.5	(57.9)	106.0
NOPLAT	10.7	13.0	24.1	36.2	72.7
(+) Dep	1.2	2.7	2.5	2.1	2.1
(-) 운전자본투자	14.9	(13.7)	(57.0)	11.9	35.5
(-) Capex	9.5	5.4	17.1	28.0	28.0
OpFCF	(12.5)	24.0	66.5	(1.6)	11.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(11.3)	(0.4)	32.0	37.4	44.8
영업이익증가율(3Yr)	n/a	97.7	n/a	66.9	79.6
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	46.5	n/a	63.3	72.6
순이익증가율(3Yr)	n/a	206.1	n/a	31.2	27.6
영업이익률(%)	6.3	7.3	10.5	11.2	13.9
EBITDA마진(%)	7.0	8.4	11.3	11.7	14.2
순이익률(%)	8.0	12.9	24.0	6.9	8.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금	(20.4)	36.4	119.1	3.0	33.3
당기순이익	14.1	31.6	75.8	31.9	65.7
자산상각비	1.2	2.7	2.5	2.1	2.1
운전자본증감	(31.9)	9.7	49.4	(11.9)	(35.5)
매출채권감소(증가)	(18.5)	1.3	(8.0)	(12.2)	(55.5)
재고자산감소(증가)	(23.4)	(19.3)	56.3	(13.8)	(42.8)
매입채무증가(감소)	3.6	11.1	4.3	13.4	62.1
투자현금	48.0	(13.5)	(22.8)	(34.3)	(34.5)
단기투자자산감소	0.0	0.0	0.1	(1.4)	(1.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.1	(0.0)	(0.0)
설비투자	(9.5)	(5.4)	(17.1)	(28.0)	(28.0)
유무형자산감소	2.2	2.0	3.0	(0.1)	(0.1)
재무현금	(58.9)	(18.6)	(27.7)	19.8	(0.2)
차입금증가	(47.2)	(10.6)	(66.5)	19.8	(0.2)
자본증가	0.0	0.0	42.2	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(31.5)	4.2	68.6	(11.4)	(1.3)
총현금흐름(Gross CF)	11.0	25.5	67.4	14.9	68.8
(-) 운전자본증가(감소)	14.9	(13.7)	(57.0)	11.9	35.5
(-) 설비투자	9.5	5.4	17.1	28.0	28.0
(+) 자산매각	2.2	2.0	3.0	(0.1)	(0.1)
Free Cash Flow	27.1	21.7	94.0	(31.3)	(1.2)
(-) 기타투자	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
잉여현금	27.1	21.7	94.1	(31.3)	(1.2)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	498	1,108	2,234	941	1,938
BPS	6,770	7,893	10,121	11,061	12,999
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	14.2	10.6	11.6	27.5	13.3
PBR	1.0	1.5	2.6	2.3	2.0
EV/ EBITDA	20.1	17.4	20.9	14.0	7.1
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	18.2	13.1	13.0	58.9	12.7
PSR	1.1	1.4	2.8	1.9	1.2
재무건전성 (%)					
부채비율	116.7	101.4	44.2	44.4	52.2
Net debt/Equity	24.7	10.5	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	383.6	115.0	n/a	n/a	n/a
유동비율	89.3	95.1	168.9	163.5	161.5
이자보상배율	2.0	4.2	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	3.7	2.4	1.0	0.3	0.2
자산구조					
투하자본(%)	80.6	58.3	45.3	50.3	55.5
현금+투자자산(%)	19.4	41.7	54.7	49.7	44.5
자본구조					
차입금(%)	34.3	28.7	1.3	1.1	0.9
자기자본(%)	65.7	71.3	98.7	98.9	99.1

자료: 다올투자증권

한화엔진
(082740)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	37,000	20,000	상향
Earnings			상향

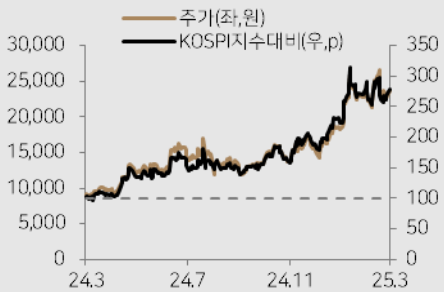
Stock Information

현재가 (03/07)	24,450원
예상 주가상승률	51.3%
시가총액	20,403억원
비중(KOSPI내)	0.10%
발행주식수	83,447천주
52주 최저가/최고가	8,770 - 26,600원
90일 일평균거래대금	596억원
외국인 지분율	9.1%
주요주주지분율(%)	
한화임팩트 (외 1인)	32.8
국민연금공단 (외 1인)	11.7
HSD엔진우리사주 (외 1인)	0.1

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	39.1	32.0	17.1
PBR(배)	5.6	4.8	3.8
EV/EBITDA(배)	24.3	17.5	9.9
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	10.4	104.4	170.8	32.6
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	8.7	103.7	173.9	25.8

Price Trend



DAOL 다올투자증권

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

엔진을 더 만들어 달라는 목소리에 화답

Issue

CAPA 증설을 반영해 2027~2028년 실적 상향하고, 적정PER도 20배로 올려, 적정주가를 37,000원으로 상향

Pitch

2022년부터 CAPEX 중 추가로 802억원의 시설투자를 결정한 이유는 중국의 대형 컨테이너선 수주에 따른 대형 엔진 수요 때문. 기존 Q 정체의 답답함을 MIX(대형 엔진) 개선으로 돌파. 긍정적

Rationale

- 2022년에 수주한 고가엔진을 제작한 2024년 OPM 6.0%. 그리고 올해 대박 고가물량(2023년 수주)이 23%로 늘어 매출 1.3조원, 영업이익 983억원(OPM 7.6%)으로 완만한 성장 예상
- 2023-2024 포스트-파나막스 컨선 신조선(원화)가 상승폭이 무려 30%에 달함. 엔진 가격은 신조선가에 비례하거나 호황기에는 더 오름. 따라서 2024년에 수주한 대박 고가물량이 2026년에 매출 비중 26%, 2027년에 100%임을 주목
- 이에, 동사의 2026~2027년 실적을 상향하고, 적정PER을 기존 15배에서 20배로 올려 적정주가를 37,000원으로 상향. 적정PER 상향 배경은 1) Q 증가, 2) P 상승, 3) 조선보다 고마진 사업구조
- 802억원 CAPEX는 대형 컨테이너선을 위한 고압/대형 엔진 생산량 늘리기 위함. 2024년에 중국에서 0.64조원을 수주했는데, 올해 벌써 0.9조원의 중국(추정) 수주. 2024년에 중국 민영 조선사만 192척의 대형 컨테이너선을 수주해서 수주POOL은 충만한 상황. 지금 엔진 업황은 2005~2007년과 같은 초호황

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	599	764	854	1,202	1,290	1,375	1,642
영업이익	(38)	(30)	9	72	98	177	274
EBITDA	(21)	(14)	24	87	117	196	294
지배주주순이익	(37)	(40)	(0)	52	64	119	190
순차입금	162	152	116	79	7	(103)	(181)
매출증가율	(27.8)	27.6	11.8	40.7	7.3	6.6	19.4
영업이익률	(6.4)	(3.9)	1.0	6.0	7.6	12.8	16.7
지배순이익률	(6.2)	(5.3)	(0.0)	4.3	4.9	8.7	11.6
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	22.2	87.0	59.7
ROE	(18.5)	(18.7)	(0.2)	17.7	16.1	24.4	29.6

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

I. Valuation

II-1. 적정주가 37,000원으로 상향

적정PER 20배로 상향

동사의 적정주가를 2026~2027년 실적 상향, 적정PER을 기존 15배에서 20배로 상향하면서 37,000원으로 85%나 올린다.

시설투자 결정에 2027~2028년 실적 상향

2027~2028년 실적 상향은 동사의 시설투자 결정 때문이고, 적정PER 상향은 산업자료에서 짚었듯 엔진이 1) Q 증가, 2) P 성장, 3) 고마진으로 조선보다 더 높은 멀티플을 받아야 한다는 판단 때문이다.

Fig. 36: 2026~2027년 EPS 상향 x 적정PER 20배로 상향해 적정주가 37,000원으로 올림

(원, 배수)

PER Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년
주식수(백만주)	72	72	83	83	83	83	83
EPS	-563	-6	625	764	1,428	2,280	2,873
FWD 1-2Y의 PER(고)	36.2	18.4	17.4	14.2			
FWD 1-2Y의 PER(평균)	28.6	12.7	11.7	12.9			
PER(고)		26	31	34			
PER(평)		15	21	31			
PER(저)		11	13	23			
적정PER			31	32	적정 20	20	
주당 적정가치1			*19,100*	*24,450*	*28,560*	*45,608*	
Weight					***50%***	***50%***	
					37,084		
적정주가				37,000			
종가(3월 7일)				24,450			
상승여력				51.3%			

Source: 다올투자증권

Fig. 37: 2027~2028년 실적을 크게 상향

(억원)

연간 변경	변경 후				변경 전				차이(변경 후/변경 전)			
(억원)	2024P	2025E	2026E	2027E	2024P	2025E	2026E	2027E	2024P	2025E	2026E	2027E
매출액	12,022	12,900	13,751	16,416	11,445	13,404	14,938	14,463	5%	-4%	-8%	14%
영업이익	715	983	1,766	2,740	794	1,280	1,686	1,667	-10%	-23%	5%	64%
영업외	-46	-73	-64	-21	-57	-80	-72	-59	적지	적지	적지	적지
세전이익	670	910	1,702	2,718	737	1,200	1,614	1,608	-9%	-24%	5%	69%
순이익	522	637	1,192	1,903	573	840	1,130	1,126	-9%	-24%	5%	69%
영업이익률	*6.0%*	*7.6%*	*12.8%*	*16.7%*	*6.9%*	*9.5%*	*11.3%*	*11.5%*	*-1.0%p*	*-1.9%p*	*1.6%p*	*5.2%p*
순이익률	*4.3%*	*4.9%*	*8.7%*	*11.6%*	*5.0%*	*6.3%*	*7.6%*	*7.8%*	*-0.7%p*	*-1.3%p*	*1.1%p*	*3.8%p*

Source: 다올투자증권

II-2. 실적 예상

2027~2028년 OPM 상향 조정

2027년의 매출 예상을 기존보다 올려본 것은 시설투자(CAPA) 증설 때문이지만, 사실 2027~2028년의 동사 수익성을 아주 크게 올렸다.

2024년에 수주한 엔진은 엄청난 가격

이는 동사의 2025~2028년 납품 엔진의 수주 시점에 따른 접근 때문이다. 엔진 가격도 신조선가와 함께 움직이는데, 특히 컨테이너선 엔진의 상승폭과 관계가 크다. 포스트-파나막스 컨테이너선 신조선가는 2022-2023의 10% 안팎보다 2023-2024에 30% 이상으로 더 크게 올랐다.

동사는 2024년에 고가물량(2022년 계약)으로 6.0%의 영업이익률을 기록했고, 2025년에는 대박 고가물량(2023년 수주 엔진)이 23%로 늘어난다. 2026년 납품에는 2023년에 수주한 대박 고가물량이 74%나 차지하고 2024년에 수주한 초대박 고가물량을 26% 제작한다. 2027년에는 2024년에 수주한 전년대비 신조선가가 30% 이상오른 초대박 고가물량이 100%이다.

지난 사이클보다 높은 OPM 기대

동사는 과거 호황기 물량을 건조한 2010~2011년에 13.9~14.9% 영업이익률을 기록한 바 있다. 당사는 2027~2028년에 16.7~19.4%로 과거의 최고보다 더 좋은 수익성을 기록할 것으로 예상치를 제시한다. 이는 포스트-파나막스 컨테이너선 신조선가가 2022년 고가물량(OPM 6.0%)에서 2023년에 10% 안팎, 2023-2024는 무려 30%나 올랐기 때문이고, 이 숫자를 단순 적용하면 말도 안되게 높은 영업이익률이 나와야 한다.

Fig. 38: 2027~2028년 실적을 크게 상향 (억원)

한화엔진	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,934	2,865	2,961	3,263	3,064	3,225	2,902	3,708	7,642	8,544	12,022	12,900	13,751	16,416
YoY	*47%*	*52%*	*58%*	*17%*	*4%*	*13%*	*-2%*	*14%*	*28%*	*12%*	*41%*	*7%*	*7%*	*19%*
영업이익	**194**	**186**	**153**	**182**	**199**	**261**	**201**	**322**	**-295**	**87**	**715**	**983**	**1,766**	**2,740**
금융/기타영업외	-8	-1	-16	-21	-18	-20	-18	-16	-85	-69	-46	-73	-64	-21
세전사업이익	186	185	137	161	181	241	183	306	-380	19	670	910	1,702	2,718
순이익	149	143	106	124	126	169	128	214	-396	24	522	637	1,192	1,903
영업이익률	*6.6%*	*6.5%*	*5.2%*	*5.6%*	*6.5%*	*8.1%*	*6.9%*	*8.7%*	*-3.9%*	*1.0%*	*6.0%*	*7.6%*	*12.8%*	*16.7%*
지배주주순이익률	*5.1%*	*5.0%*	*3.6%*	*3.8%*	*4.1%*	*5.2%*	*4.4%*	*5.8%*	*-5.3%*	*0.0%*	*4.3%*	*4.9%*	*8.7%*	*11.6%*
일회성	0	0	0	0	0	0	0		-50	-30	0			
일회성제거 영업이익	194	186	153	182	199	261	201	322	-245	117	715	983	1,766	2,740
영업이익률	*6.6%*	*6.5%*	*5.2%*	*5.6%*	*6.5%*	*8.1%*	*6.9%*	*8.7%*	*-3.2%*	*1.4%*	*6.0%*	*7.6%*	*12.8%*	*16.7%*

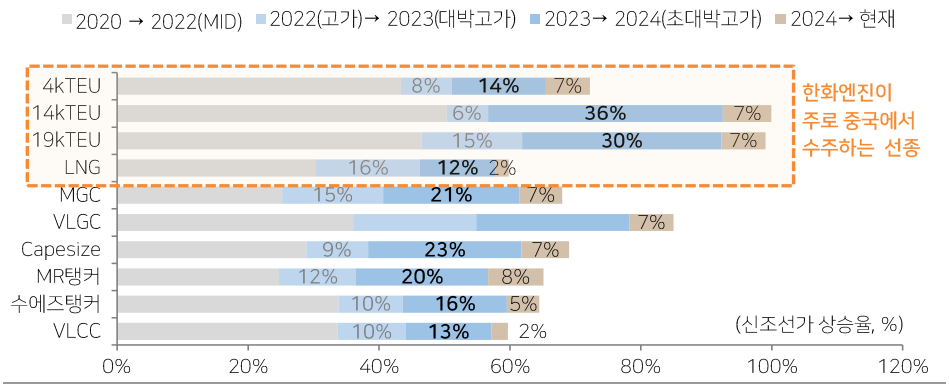
Source: 다올투자증권

Fig. 39: 수주 시점별 → 인도/납품(매출 인식) 시점 (십억원)

↓수주 | 납품→	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년
2018년	169.1								
2019년	29.5	81.7							
2020년	30.3	28.5	78.8	61.5					
2021년			35.9	351.1					
2022년 고가엔진					628.8	881.3			
2023년 대박고가물량						266.1	587.2		89.8
2024년 초대박 고가물량							206.9	813.3	346.8
2025년								83.6	629.2
고가물량(2022년 수주)					100%	77%	0%	0%	0%
대박 고가물량(2023년 수주)					0%	23%	74%	0%	8%
초대박 고가물량(2024~2025년 수주)					0%	0%	26%	100%	92%

Source: 다올투자증권

Fig. 40: 수주시점별 신조선가(엔진) 상승폭: 컨테이너선은 특히 2023-2024에 크게 상승



Source: 다올투자증권

II. 투자포인트

II-1. 중국에서 들어오는 대규모 수주

중국에서
작년에 0.51조원
올해 벌써 0.85조원 수주

동사는 2025년 1월부터 갑자기 0.63조원의 대규모 수주 공시를 올렸다. 아시아지역 선주로 공표했지만 중국 민영 조선사일 가능성이 99%이다. 포스트-파나막스 컨테이너선 20여척의 시리즈 호선에 주기 엔진 세트/벌크 납품 계약건으로 추정된다.

그리고 지난주에도 또 2,160억원의 계약상대 비밀의 전자공시를 올렸다. 또 중국이다. 올해 중국에서는 8,500억원을 수주해서, 1개 분기만에 2024년의 5,084억원보다 많다.

중국으로부터 수주
계속될 듯

이러한 대규모 수주가 당분간 이어질 가능성이 높다. 중국의 국영을 제외한 민영 조선사들은 2024년에만 192척의 대형 컨테이너선을 수주했고, 이중 상당수는 동사와 HD현대중공업에서 제작해주어야만 선박 건조가 가능하거나, 발주처가 한국 엔진을 지정하는 경우도 많기 때문이다. 대형 전자공시는 앞으로도 더 나올 것으로 기대한다

다만 최근 미국 USTR의 중국 조선업 제재에 따라 중국의 후속 컨테이너 시리즈 수주 여부가 불투명하다. 연초부터 한국이 HD현대중공업의 CMA CGM 12척, 한화오션의 Hapag-Lloyd, Evergreen 합산 12척으로 먼저 치고 나갔지만, 중국 조선사들도 위의 3개 선주 외에도 Maersk 등 다수 선사/선주와 건조 협상을 하던 중이다. USTR이 조선에는 수혜, 엔진에는 약간의 악재로 작동한다.

Fig. 41: 한화엔진의 중국 추정 0.63조원 엔진 수주

단일판매 · 공급계약 체결

1. 판매 · 공급계약 구분		기타 판매 · 공급계약
- 체결계약명		선박용 엔진
2. 계약내역	계약금액(원)	629,200,000,000
	최근매출액(원)	854,400,000,000
	매출액대비(%)	73.6
	대규모법인여부	미해당
3. 계약상대		-
- 회사와의 관계		-
4. 판매 · 공급지역		아시아 지역
5. 계약기간	시작일	2025-01-07
	종료일	2028-11-08
6. 주요 계약조건	계약금 · 선급금 유무	무
	대금지급 조건 등	선수금 20% 잔금 80%
7. 계약(수주)일자		2025-01-07
8. 공시유보 관련내용	유보사유	경영상 비밀유지
	유보기한	2026-01-08

Source: 다올투자증권, 한화엔진

Fig. 42: 3월 2일 0.2조원 중국 수주 공시

단일판매 · 공급계약 체결

1. 판매 · 공급계약 구분		기타 판매 · 공급계약
- 체결계약명		선박용 엔진
2. 계약내역	계약금액(원)	216,000,000,000
	최근매출액(원)	854,400,000,000
	매출액대비(%)	25.3
	대규모법인여부	미해당
3. 계약상대		-
- 회사와의 관계		-
4. 판매 · 공급지역		아시아 지역
5. 계약기간	시작일	2025-03-05
	종료일	2029-06-03
6. 주요 계약조건	계약금 · 선급금 유무	유
	대금지급 조건 등	선수금 15% 중도금 5% 잔금 80%
7. 계약(수주)일자		2025-03-05
8. 공시유보 관련내용	유보사유	경영상 비밀유지
	유보기한	2026-03-06
9. 기타 투자판단과 관련한 중요사항		

Source: 다올투자증권, 전자공시

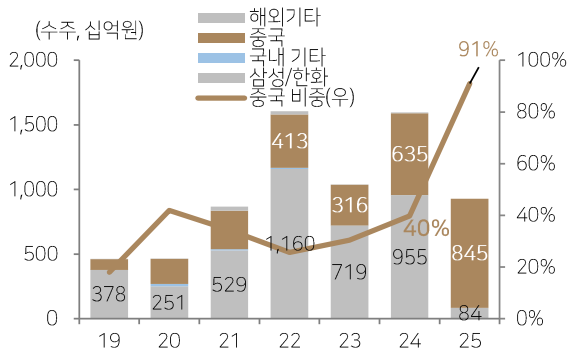
Fig. 43: 중국 민영조선사의 수주 POOL

(원, 배수)

(TEU)	Alternative Fuel Types	조선사	2024년 수주 (척수)	신조선가 (백만달러)	인도 시작	엔진가격 (억원)	2024년 중국 수주에서 엔진 POOL(억원)
24,000	LNG Capable	Hengli SB (Dalian)	10	275	2028년~	385	3,850
21,000	LNG Capable	Hengli SB (Dalian)	10	274	2027년~	383	3,829
		Hantong WinG HI	10	273	2027년~	382	3,822
19,000	LNG Capable, Methanol, Ammon	Zhoushan Changhong	12	268	2027년~	376	4,509
18,000	LNG Capable	New Times SB	4	273	2028년~	382	1,529
		New Times SB	8	268	2027년~	376	3,006
17,000	LNG Capable	Yangzi Xinfu SB	6	275	2028년~	384	2,306
		Yangzi Xinfu SB	10	271	2028년~	379	3,791
16,800	LNG Capable	New Times SB	10	268	2027년~	376	3,757
	LNG Capable, Ammonia Ready	Jiangsu New YZJ	12	275	2027년~	384	4,612
15,000	LNG Capable	New Times SB	6	183	2028년~	256	1,533
14,000	Methanol	COSCO HI (Yangzhou)	12	180	2027년~	251	3,016
13,000	Methanol	Jiangsu New YZJ	6	183	2028년~	256	1,534
		Jiangsu New YZJ	5	173	2028년~	242	1,211
		Jiangsu New YZJ	6	173	2027년~	242	1,450
11,500	LNG Capable	Penglai Jinglu SY	8	127	2027년~	178	1,427
9,200	LNG Capable	New Times SB	8	127	2028년~	178	1,427
	LNG Capable, Ammonia Ready	New Times SB	12	129	2027년~	180	2,162
9,000	LNG Capable	Jiangsu New YZJ	10	125	2028년~	174	1,743
		Jiangsu New YZJ	2	129	2030년~	180	360
	Methanol	Jiangsu New YZJ	4	120	2028년~	168	671
		Jiangsu New YZJ	2	118	2027년~	166	331
8,742	LNG Capable	New Times SB	4	128	2028년~	180	718
		New Times SB	6	122	2026년~	170	1,023
8,400	LNG Capable	New Times SB	4	122	2026년~	170	682
8,258	Methanol Ready	Jiangsu New YZJ	2	118	2026년~	165	330
		Jiangsu New YZJ	1	122	2027년~	170	170
		Jiangsu New YZJ	2	119	2027년~	166	333
			192			192	36,864

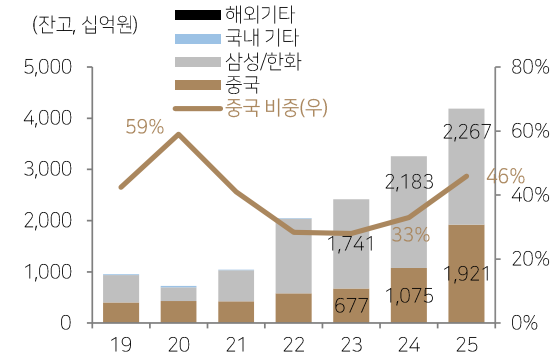
Source: 다올투자증권

Fig. 44: 한화엔진의 연간 수주. 2024년에 40%가 중국. 올해는 벌써 0.85조원으로 90% 넘음



Source: 다올투자증권

Fig. 45: 잔고에서 중국 비중 46%로 전년대비 증가. 절대 규모도 증가



Source: 다올투자증권

II-2. 2027년부터 CAPA 증가

2022년부터 D/F 준비 투자 시작

동사는 HSD엔진 시절인 2022년에 904억원 유상증자를 통해, LNG D/F 엔진 CAPA 확대를 위한 기계류, 냉각탑, 시운전 투자에 400억원을 투자했다. 2023년에 한화그룹이 동사를 인수하고도 3자배정 유상증자 988억원을 섞어서 CAPA 증설을 위한 투자는 계속 되었다.

130대 Q에서 증설 없다고 얘기해왔지만

호황기 및 4년 이상의 수주>매출로 잔고가 쌓여가면서 시장은 동사의 CAPA 확대를 기다렸지만, 2024년까지도 130대 생산 CAPA에서 의미있는 Q의 증가는 어렵다는 안내였다. 그러다가 2025년 2월에 드디어 동사는 시설투자 공시를 올린다.

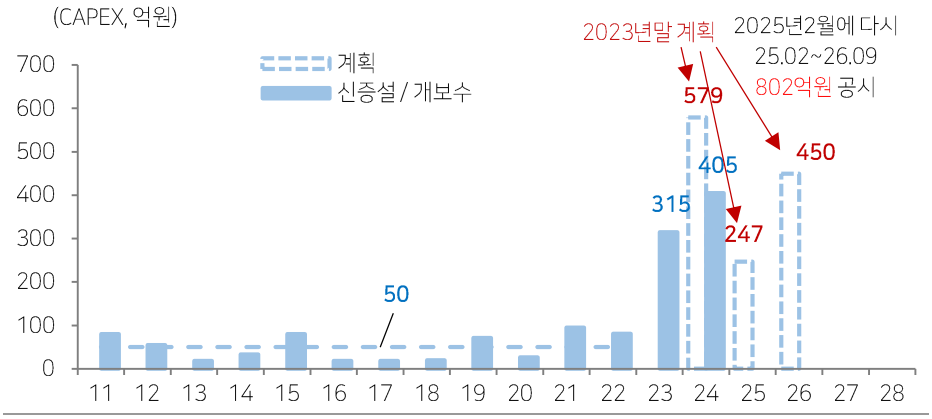
2025년초부터 802억원 CAPEX 계획 공표

4Q23의 사업보고서에서 향후 투자계획으로 2024~2026년의 신증설/개보수 계획을 각각 405억원, 247억원, 450억원 이미 제시했다. 그리고, 3Q24까지 이미 405억원을 투자했고, 3Q24 분기보고서에 2024년의 계획이 551억원으로 늘었다. 투자가 빨라지고 있는 셈이다. 여기에 추가로 동사는 2025년 2월 ~2026년 9월에 802억원 시설투자 계획을 알렸다. 3Q24 분기보고서의 2025~2026년 투자 계획인 700억원보다 많다. 역시 투자가 빨라지고 있다는 의미이다.

대형 엔진 수용능력 증가로 MIX 효과 15~20% 달할 것

사측은 이번에도 또 130대 생산CAPA에서 크게 늘지는 않지만, 고압/대형 엔진 제작 CAPA를 늘린다고 안내한다. Q는 그대로이지만 대형 엔진 CAPA가 늘어나는 MIX효과는 15~20%에 달할 것으로 추산된다. 즉, 앞 단락에서 짚었던 중국 등의 대형 컨테이너선 제작에 대응하기 위한 것으로 관측된다.

Fig. 46: 2024년초의 2025~2026년 CAPEX 계획보다 늘어나서 전자공시를 하게 됨



Source: 다올투자증권

한화엔진 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	471.1	655.7	642.6	782.8	914.4
현금성자산	125.7	149.5	66.2	134.9	242.6
매출채권	71.3	86.3	121.5	137.7	143.6
재고자산	252.3	366.5	401.1	455.9	473.2
비유동자산	485.2	481.2	521.3	537.4	553.3
투자자산	127.6	98.4	95.6	99.4	103.3
유형자산	354.2	379.9	421.9	432.7	443.4
무형자산	3.4	2.9	3.8	5.4	6.6
자산총계	956.2	1,136.9	1,163.9	1,320.3	1,467.7
유동부채	498.8	603.6	471.5	554.2	572.1
매입채무	146.5	216.4	211.0	294.7	313.4
유동성이자부채	216.2	200.2	71.6	68.8	66.1
비유동부채	235.8	309.1	327.5	337.4	347.8
비유동이자부채	61.5	65.2	73.1	73.1	73.1
부채총계	734.6	912.7	799.0	891.6	919.9
자본금	71.5	71.5	83.4	83.4	83.4
자본잉여금	273.5	273.5	350.0	350.0	350.0
이익잉여금	(147.5)	(151.3)	(99.1)	(35.4)	83.8
자본조정	24.2	30.4	30.6	30.6	30.6
자기주식	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본총계	221.6	224.1	365.0	428.7	547.8
투하자본	337.1	338.4	441.1	433.3	442.0
순차입금	152.1	115.9	78.5	7.0	(103.5)
ROA	(4.6)	(0.0)	4.5	5.1	8.5
ROE	(18.7)	(0.2)	17.7	16.1	24.4
ROIC	(6.1)	1.9	14.3	15.7	28.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	764.2	854.4	1,202.2	1,290.0	1,375.1
증가율 (Y-Y,%)	27.6	11.8	40.7	7.3	6.6
영업이익	(29.5)	8.7	71.5	98.3	176.6
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	719.5	37.4	79.7
EBITDA	(13.5)	23.8	87.1	117.3	196.0
영업외손익	(9.1)	(9.7)	(4.6)	(7.3)	(6.4)
순이자수익	(8.5)	(10.6)	(4.0)	(3.8)	(2.9)
외화관련손익	1.7	1.2	(4.6)	1.7	0.5
지분법손익	3.7	0.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(38.7)	(0.9)	67.0	91.0	170.2
당기순이익	(40.3)	(0.4)	52.2	63.7	119.2
지배기업당기순이익	(40.3)	(0.4)	52.2	63.7	119.2
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	흑전	22.2	87.0
NOPLAT	(21.4)	6.3	55.7	68.8	123.6
(+) Dep	16.0	15.0	15.6	19.0	19.4
(-) 운전자본투자	75.4	39.9	73.9	(14.0)	3.2
(-) Capex	9.0	31.1	58.3	28.0	28.0
OpFCF	(89.8)	(49.6)	(60.9)	73.8	111.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	4.3	1.0	26.2	19.1	17.2
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(24.9)	n/a	n/a	172.5
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	(14.4)	n/a	n/a	102.1
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	(3.9)	1.0	6.0	7.6	12.8
EBITDA마진(%)	(1.8)	2.8	7.2	9.1	14.3
순이익률(%)	(5.3)	(0.0)	4.3	4.9	8.7

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금	(21.1)	70.2	(32.6)	106.7	145.8
당기순이익	(40.3)	(0.4)	52.2	63.7	119.2
자산상각비	16.0	15.0	15.6	19.0	19.4
운전자본증감	79.6	127.9	(84.4)	14.0	(3.2)
매출채권감소(증가)	(12.7)	(13.7)	(38.6)	(16.2)	(5.9)
재고자산감소(증가)	(57.2)	(99.6)	(37.2)	(54.8)	(17.3)
매입채무증가(감소)	8.5	64.8	(15.0)	83.6	18.7
투자현금	(54.5)	(30.3)	(17.5)	(37.4)	(37.6)
단기투자자산감소	(2.5)	3.6	8.0	(2.2)	(2.3)
장기투자증권감소	(35.5)	1.0	0.3	0.0	0.0
설비투자	(9.0)	(31.1)	(58.3)	(28.0)	(28.0)
유무형자산감소	(0.6)	(0.1)	(1.3)	(3.3)	(3.3)
재무현금	76.8	8.8	(41.6)	(2.8)	(2.7)
차입금증가	(12.5)	8.8	(129.2)	(2.8)	(2.7)
자본증가	89.9	0.0	87.6	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	0.5	48.3	(92.0)	66.5	105.4
총현금흐름(Gross CF)	(92.6)	(48.5)	55.7	92.6	148.9
(-) 운전자본증가(감소)	75.4	39.9	73.9	(14.0)	3.2
(-) 설비투자	9.0	31.1	58.3	28.0	28.0
(+) 자산매각	(0.6)	(0.1)	(1.3)	(3.3)	(3.3)
Free Cash Flow	(67.6)	49.1	(46.2)	69.3	108.1
(-) 기타투자	35.5	(1.0)	(0.3)	0.0	0.0
잉여현금	(103.1)	50.1	(45.9)	69.3	108.1

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	(563)	(6)	625	764	1,428
BPS	3,050	3,093	4,328	5,072	6,486
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	39.1	32.0	17.1
PBR	2.4	3.2	5.6	4.8	3.8
EV/ EBITDA	n/a	34.4	24.3	17.5	9.9
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	36.6	22.0	13.7
PSR	0.7	0.8	1.7	1.6	1.5
재무건전성 (%)					
부채비율	331.5	407.2	218.9	208.0	167.9
Net debt/Equity	68.6	51.7	21.5	1.6	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	487.7	90.2	6.0	n/a
유동비율	94.4	108.6	136.3	141.3	159.8
이자보상배율	n/a	0.8	17.7	25.9	61.3
이자비용/매출액	1.3	1.4	0.7	0.5	0.4
자산구조					
투하자본(%)	57.1	57.7	73.2	64.9	56.1
현금+투자자산(%)	42.9	42.3	26.8	35.1	43.9
자본구조					
차입금(%)	55.6	54.2	28.4	24.9	20.3
자기자본(%)	44.4	45.8	71.6	75.1	79.7

자료: 다올투자증권

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

HD현대중공업
(329180)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	HOLD	상향
적정주가	400,000	290,000	상향
Earnings			상향

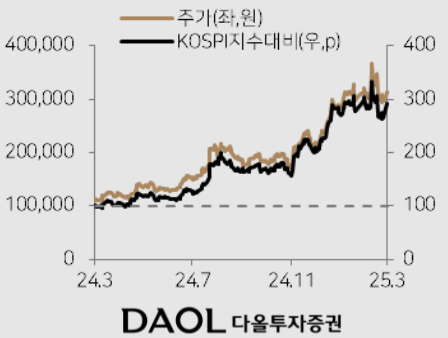
Stock Information

현재가 (03/07)	315,500원
예상 주가상승률	26.8%
시가총액	280,079억원
비중(KOSPI내)	1.33%
발행주식수	88,773천주
52주 최저가/최고가	110,900 - 366,000원
90일 일평균거래대금	1,298억원
외국인 지분율	10.0%
주요주주지분율(%)	
에이치디한국조선해양 (외 2인)	75.0
국민연금공단 (외 1인)	6.4
현대중공업우리사주 (외 1인)	0.2

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	45.1	26.6	15.9
PBR(배)	4.8	4.2	3.4
EV/EBITDA(배)	32.3	18.8	11.4
배당수익률(%)	0.7	1.1	0.6

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	1.4	79.4	182.7	9.7
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(0.2)	78.6	185.9	2.9

Price Trend



가동률 150%. 내어주고 더 커진다

Issue

엔진 실적 상향. 엔진과 방산의 멀티플로 적정PER 17.5배로 올리면서 적정주가 상향

Pitch

적정주가를 40만원으로 상향. 이는 1) 엔진과 디펜스를 반영해 적정PER을 17.5배로, 2) 엔진의 2026~2027년 실적을 올렸기 때문. 디펜스 기대감이 경쟁사에만 강력히 반영, 동사에 무슨 모자람이 있는지? 데려 쇼티지의 엔진 사업의 매력을 주목!

Rationale

- 동사의 2026~2027년 엔진 부문 영업이익 예상치를 17~37% 올리고, 이에 따라 EPS도 10~23% 올라감. 2027년에 총매출기준 24% OPM은 2010~2021년의 29% 대비 무리하지 않음. 게다가 중형엔진을 HME에 모두 내어주고, 고압/대형 및 D/F 엔진 제작 CAPA를 늘려서 P와 Margin 성장을 기대할 수 있기 때문
- CAPA 1,600만마력(주기+보기)에서 2011년의 최고 매출 3.1조원을 2024년에 벌써 달성했는데, 이는 P와 M/S 상승을 의미
- 조선은 CMA CGM 컨테이너선 12척 수주로 시작했고, USTR의 중국 제재안으로 선주들의 전략 변화를 지켜보는 중. LNG선도 미국 LNG 터미널 승인이 쌓이면서 폭발적 발주 대기 중
- 조선 실적도 2023년부터 수주한 대박고가물량 매출이 42%로 실적 턴어라운드 계속. 당사 선표 분석 모델로도 1Q25부터 대박고가물량 건조가 늘고, 2Q25에 80%를 초과

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	8,311	9,045	11,964	14,487	14,490	16,879	18,750
영업이익	(800)	(289)	179	705	1,478	2,300	2,915
EBITDA	(561)	(35)	457	940	1,518	2,341	2,957
지배주주순이익	(814)	(352)	25	621	1,051	1,757	2,265
순차입금	1,389	2,209	2,449	2,382	549	(1,245)	(3,468)
매출증가율	(0.0)	8.8	32.3	21.1	0.0	16.5	11.1
영업이익률	(9.6)	(3.2)	1.5	4.9	10.2	13.6	15.5
지배순이익률	(9.8)	(3.9)	0.2	4.3	7.3	10.4	12.1
EPS증가율	적지	적지	흑전	2,417.6	69.2	67.1	28.9
ROE	(14.9)	(6.5)	0.5	11.3	16.8	23.7	24.7

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

I. Valuation

I-1. 적정주가 400,000원으로 상향

적정PER 17.5배

HD현대중공업의 적정주가를 1) 엔진 부문 실적 상향, 2) 엔진과 디펜스의 멀티플 20배를 감안해서 적정PER을 17.5배로 올려서 40만원으로 상향한다.

2010~2011년 OPM 30%에 육박. 실적 상향

이번 산업자료는 선박 엔진에 집중했다. 동사의 엔진 부문은 조선/해양이 포함된 큰 회사의 일부여서 관련 수주 공시가 없고, 중국으로부터의 수주, 주기/보기 엔진 비중 등의 안내가 없어 분석에 어려움이 있다. 그러나, 과거 2010~2011년에 동사의 엔진 부문 총매출액 대비 영업이익률은 거의 30%에 육박했다. 신조선가가 크게 오른, 중국의 대형 컨테이너 엔진을 제작할 2026~2028년의 동사 엔진 부문 OPM을 기존 10% 중반에서 20%대로 올리면서 실적 예상치를 상향했다.

멀티플 조선보다 매력적인 엔진에게 20배

엔진은 조선보다 1) Q의 증설, 2) 중국에서 비롯된 P의 상승, 3) 더 높은 수익성으로 더 높은 멀티플을 받아 마땅하다. 다만, 동사는 조선/해양 사업을 함께 영위하고 있어서, 단순 20배를 줄 수는 없다. 동사의 엔진 부문 영업이익은 2024년에 전체 영업이익의 50%였고, 향후 30%대를 유지할 것으로 기대한다.

경쟁사 한화엔진은 미국 특수선 시장 진출 등의 기대감으로 2026~2027년에서 30배 안팎의 PER을 인정받고 있다. 미국 군함을 한국에서 건조하게 될 때 양사가 나누어 가져가는 바, 동사의 특수선 부문에서 최소 20배의 적정PER을 부여할 수 있다고 판단한다. 조선의 15배와 엔진/디펜스의 20배의 중앙 값인 적정PER 17.5배를 적용했다.

Fig. 47: 엔진 사업부 실적 상향, 적정PER 17.5배로 올리면서, 적정주가 40만원으로 +38% 올림

(원, 배수)

PER Valuation	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EPS	-3,966	278	7,001	11,843	19,791	25,511	25,057
PER(고)	(40.7)	538.3	42.7	27.9			
PER	(30.6)	422.5	23.2	26.4			
PER(저)	(23.4)	329.0	15.4	23.5			
적정PER				15.0	**적정 17.5**	17.5	17.5
적정주가의 PER			57.1	33.8	20.2	15.7	16.0
현재PER			45.1	26.6	15.9	12.4	12.6
주당 적정가치					346,340	446,451	
Weight					***50%***	*50%*	
주당 적정가치 백로그 너머					396,395		
적정주가				400,000			
종가(03월 07일)				315,500			
				26.8%			

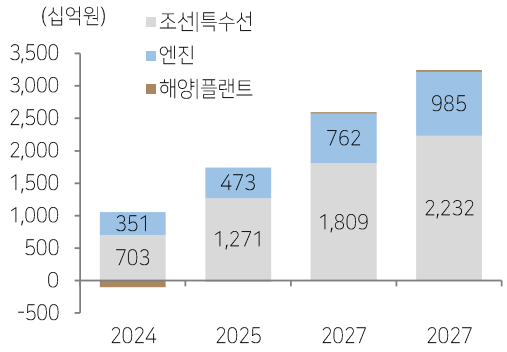
Source: 다올투자증권

Fig. 48: 2026~2028년의 엔진 부문 수익성을 상향 조정 (십억원)

HD현대중공업	변경 후				변경 전				차이(변경 후/변경 전)			
	2024P	2025E	2026E	2027E	2024P	2025E	2026E	2027E	2024P	2025E	2026E	2027E
매출액	14,487	14,490	16,879	18,750	13,849	14,473	16,862	18,734	5%	0%	0%	0%
영업이익	705	1,478	2,300	2,915	645	1,420	2,195	2,465	9%	4%	5%	18%
영업외	93	-94	-18	65	-159	-171	-104	-74	흑전	적지	적지	흑전
세전이익	798	1,383	2,282	2,980	487	1,249	2,091	2,391	64%	11%	9%	25%
지배주주순이익	622	1,051	1,757	2,265	394	949	1,610	1,817	58%	11%	9%	25%
영업이익률	*4.9%*	*10.2%*	*13.6%*	*15.5%*	*4.7%*	*9.8%*	*13.0%*	*13.2%*	*0.2%p*	*0.4%p*	*0.6%p*	*2.4%p*
지배주주순이익률	*4.3%*	*7.3%*	*10.4%*	*12.1%*	*2.8%*	*6.6%*	*9.5%*	*9.7%*	*1.4%p*	*0.7%p*	*0.9%p*	*2.4%p*
조선												
매출액	10,623	11,089	13,118	14,846	10,142	11,089	13,118	14,846	5%	0%	0%	0%
영업이익	703	1,271	1,809	2,232	651	1,213	1,809	2,047	8%	5%	0%	9%
영업이익률	*6.6%*	*11.5%*	*13.8%*	*15.0%*	*6.4%*	*10.9%*	*13.8%*	*13.8%*	*0.2%p*	*0.5%p*	*0.0%p*	*1.2%p*
해양+플랜트												
매출액	649	961	1,108	1,191	671	961	1,108	1,191	-3%	0%	0%	0%
영업이익	-100	-13	24	26	-127	-13	24	26	적지	적지	0%	0%
영업이익률	*-15.4%*	*-1.3%*	*2.2%*	*2.2%*	*-19.0%*	*-1.3%*	*2.2%*	*2.2%*	*3.5%p*	*0.0%p*	*0.0%p*	*0.0%p*
엔진												
총매출액	3,134	3,640	4,023	4,128	3,245	3,623	4,006	4,112	-3%	0%	0%	0%
매출액	2,042	2,356	2,562	2,617	2,186	2,339	2,545	2,600	-7%	1%	1%	1%
영업이익	351	473	762	985	356	469	654	716	-2%	1%	17%	37%
총매출 마진율	*11.2%*	*13.0%*	*18.9%*	*23.9%*	*11.0%*	*13.0%*	*16.3%*	*17.4%*	*0.2%p*	*0.0%p*	*2.6%p*	*6.4%p*

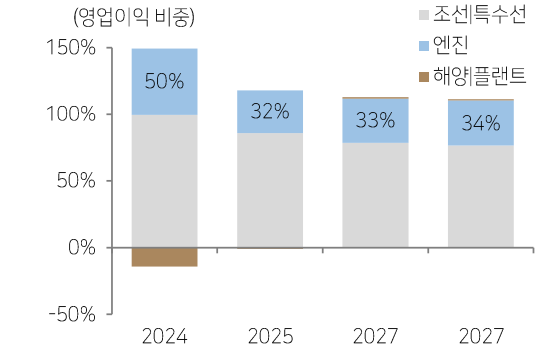
Source: 다올투자증권

Fig. 49: 부문별 영업이익



Source: 다올투자증권

Fig. 50: 영업이익에서 엔진이 1/3을 기여



Source: 다올투자증권

I-2. 실적 예상

조선 2027년에 OPM 15.0%로 지난 사이클 고점 수준

조선의 실적 턴어라운드 예상에는 크게 손을 대지 않았다. 조선 부문은 2026~2027년에 지난 사이클의 영업이익률 고점 15.0% 수준을 두었을 뿐이다. 당사는 2010~2011년의 컨테이너선과 탱커 중심과 달리 LNG선과 VLGC/VLAC 비중 증가로 더 높은 이익률을 기록할 것으로 기대하고 있다. 2025년에 분기별 실적 턴업을 확인하고 조정 가능하다.

해양은 BEP 가이던스에 소폭 적자 유지

해양 플랜트는 아직 매출/건조량 부족으로 적자기조이지만, 2025년에 Trion FPU 건조 증가 등으로 1.3조원 매출(당사 0.96조원)에 BEP를 기록할 것으로 안내한다. 기저가 나온다. 2026~2027년의 매출 증가와 흑자전환은 올해 수주에 달려 있다.

엔진을 크게 올림

엔진은 앞서 산업 자료에서 짚었든 2023-2024의 포스트-파나막스 컨테이너선 신조선가의 (원화 기준) 30% 이상 상승이 반영되는 2026~2028년에 높은 수익성을 기대하고 있다. 그리고 최근 달러 기준으로 정체 및 소폭 하락하고 있는 신조선가지수와 달리, 엔진 가격은 계속 오르고 있다. 2027~2028년 실적의 추가 상승 가능성이 열려 있다.

Fig. 51: 조선의 성장 계속, 2027~2028년 실적을 크게 상향 (십억원)

HD현대중공업	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
가이던스								*가이던스:*	*12,121*	*13,298*	*15,796*		
매출액	2,988	3,884	3,609	4,006	3,330	3,694	3,568	3,898	11,964	14,487	14,490	16,879	18,750
YoY	*13%*	*27%*	*26%*	*17%*	*11%*	*-5%*	*-1%*	*-3%*	*32%*	*21%*	*0%*	*16%*	*11%*
영업이익	21	196	206	282	272	308	410	488	179	705	1,478	2,300	2,915
금융/기타영업외	8	6	-119	197	-31	-26	-21	-16	-144	93	-94	-18	65
세전사업이익	29	202	87	480	241	282	389	471	34	798	1,383	2,282	2,980
지배주주순이익	29	154	72	367	183	214	296	358	25	622	1,051	1,757	2,265
영업이익률	*0.7%*	*5.0%*	*5.7%*	*7.0%*	*8.2%*	*8.3%*	*11.5%*	*12.5%*	*1.5%*	*4.9%*	*10.2%*	*13.6%*	*15.5%*
지배주주순이익률	*1.0%*	*4.0%*	*2.0%*	*9.2%*	*5.5%*	*5.8%*	*8.3%*	*9.2%*	*0.2%*	*4.3%*	*7.3%*	*10.4%*	*12.1%*
조선								*가이던스:*	*8,054*	*9,655*	*11,071*		
매출액	2,155	2,840	2,605	3,024	2,493	2,846	2,723	3,027	7,902	10,623	11,089	13,118	14,846
YoY	*22%*	*44%*	*38%*	*33%*	*16%*	*0%*	*5%*	*0%*	*22%*	*34%*	*4%*	*18%*	*13%*
영업이익	80	201	165	257	238	262	352	419	149	703	1,271	1,809	2,232
영업이익률	*3.7%*	*7.1%*	*6.3%*	*8.5%*	*9.5%*	*9.2%*	*12.9%*	*13.9%*	*1.9%*	*6.6%*	*11.5%*	*13.8%*	*15.0%*
일회성	*51*	*20*	*4*	*-10*	*0*	*0*	*0*	*0*	*-46*	*65*	*0*	*0*	*0*
일회성제거 OP	28	181	161	267	238	262	352	419	195	637	1,271	1,809	2,232
일회성제거 OPM	*1.3%*	*6.4%*	*6.2%*	*8.8%*	*9.5%*	*9.2%*	*12.9%*	*13.9%*	*2.5%*	*6.0%*	*11.5%*	*13.8%*	*15.0%*
엔진													
매출 가이던스								*가이던스:*	*2,682*	*2,999*	*3,352*		
총 매출액	703	865	810	757	875	899	922	945	2,931	3,134	3,640	4,023	4,128
YoY	*15%*	*9%*	*17%*	*-9%*	*24%*	*4%*	*14%*	*25%*	*26%*	*7%*	*16%*	*11%*	*3%*
순 매출액	445	588	574	436	579	584	589	604	1,849	2,042	2,356	2,562	2,617
영업이익	76	91	90	94	103	115	123	131	287	351	473	762	985
영업이익/총매출	*10.8%*	*10.5%*	*11.1%*	*12.4%*	*11.8%*	*12.8%*	*13.4%*	*13.9%*	*9.8%*	*11.2%*	*13.0%*	*18.9%*	*23.9%*
해양|플랜트								*가이던스:*	*1,312*	*569*	*1,294*		
매출액	113	158	176	203	237	243	235	245	1,270	649	961	1,108	1,191
영업이익	-78	-27	0	4	-12	-4	-2	5	40	-100	-13	24	26
영업이익률	*-69.0%*	*-17.0%*	*0.2%*	*2.0%*	*-4.9%*	*-1.8%*	*-0.8%*	*2.2%*	*3.2%*	*-15.4%*	*-1.3%*	*2.2%*	*2.2%*
일회성	*-52*	*0*	*24*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*104*	*-28*	*0*	*0*	*0*
일회성제거 OP	-26	-27	-23	4	-12	-4	-2	5	-63	-72	-13	24	26
일회성제거 OPM	*-23.0%*	*-17.0%*	*-13.3%*	*2.0%*	*-4.9%*	*-1.8%*	*-0.8%*	*2.2%*	*-5.0%*	*-11.1%*	*-1.3%*	*2.2%*	*2.2%*

Source: 다올투자증권

II. 투자포인트

동사의 기존 투자포인트인 조선의 고가물량(2022년 수주), 대박 고가물량(2023년~수주)의 건조에 따른 실적 턴어라운드 전망과 예상치는 그대로이다. 이번 자료에서는 동사의 엔진 가치에 대해서 짚고자 한다.

II-1. 중국에서 들어오는 대규모 수주. 엔진 가격 상승

앞서 산업자료와 한화엔진 기업분석 자료에서 짚은 내용들을 한 꼭지로 모은다.

엔진 가격 상승

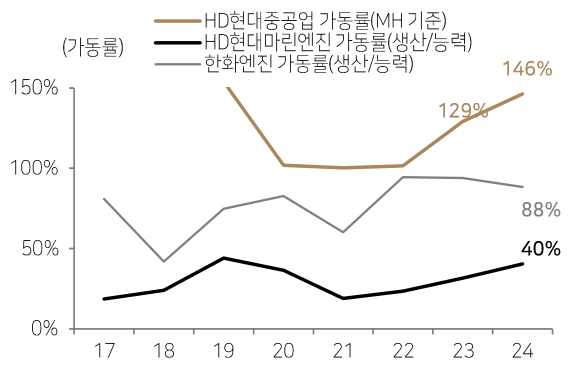
배를 중국에 뺏겨도 엔진은 돌아온다

중국에 더 비싸게 받기 시작

동사의 주기엔진을 구매하는 HD한국조선해양의 조선3사(HD현대중공업, HD현대미포, HD현대삼호)의 건조량이 늘어난다. 조선의 MIX 개선을 따라서 엔진 가격이 올랐는데, 1) LNG, 메탄올 D/F로의 확대로 엔진 ASP와 마진 상승은 더 가파를 전망이다. 또한 2) 2024년에 중국의 컨테이너선 싹쓸이 수주에서 선박은 내어주었지만 엔진은 동사와 한화엔진으로 돌아온다. 그런데 3) 중국으로 납품하는 엔진 ASP는 과거 호황기(2005~2011년)처럼 가격을 한국 조선사들에게보다 더 받기 시작했다는 모든 엔진 회사들의 안내도 있다. 엔진의 실적 턴어라운드는 계속된다.

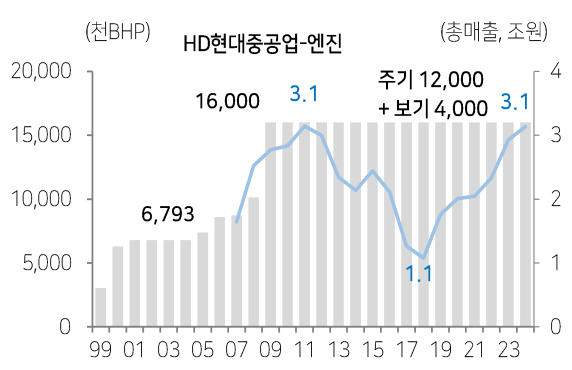
다만, Q 증가를 엔진 공장/CAPA가 따라가지 못하고 있는 것이 문제였다. 그러나

Fig. 52: M/H 기준 HD현대중공업 엔진 부문의 2024년 가동률은 무려 146%임



Source: 다올투자증권

Fig. 53: 2011년에도 수용했던 매출 수준인데, 가동률이 왜 이리 높은 것인가?



Source: 다올투자증권

II-2. HD현대마린엔진 덕분에 대형 엔진에 더 집중

가동률 150%의 HHI EMD는 시설투자와 STX중공업 인수 중에서 HME를 선택

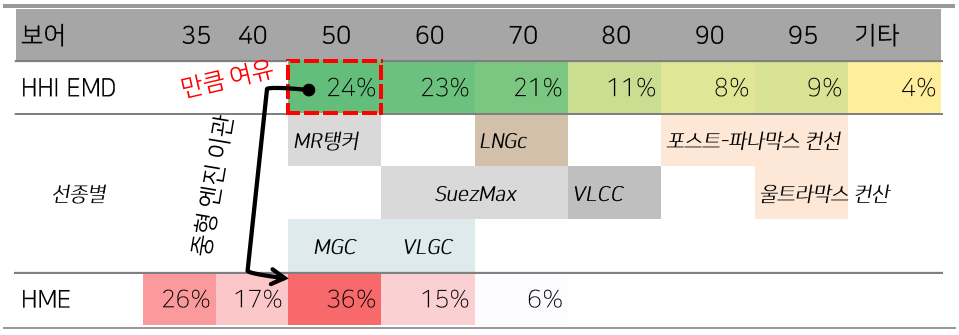
LNG와 메탄올 D/F로 엔진 제작공기가 길어졌다. P는 올랐지만, Q는 줄어들었다. 이에 엔진 공장 증설을 고민하던 HD현대중공업은 2022년에 시장에 매물로 나온 STX중공업을 들여다보고는 신규 증설보다는 STX중공업 공장 활용을 결정했고, 2024년 7월에 인수완료하고 사명을 HD현대마린엔진으로 변경했다. HD한국조선해양 휘하에 들어온 HD현대마린엔진의 캡티브 물량 증가에 따른 실적 턴어라운드, 부품에서 시너지는 HD현대마린엔진의 기업분석 자료에서 이미 짚었고, HD현대중공업 엔진 부문이 좋아지는 부문도 본다.

Fig. 54: STX중공업(현, HD현대마린엔진) 인수 연혁

연도	월	최대주주	지분율	주요 사건
2014년		한국산업은행	34.5%	STX그룹 해체
2018년	2월	피티제이호(유)	66.1%	플랜트 부문 → 세아그룹 엔진제조 부문 → 파인트리파트너스 인수
2021년		피티제이호(유)	47.8%	
2022년	11월			사모펀드 파인트리파트너스 STX중공업 매각 추진 시작 : HD현대(구 현대중공업지주)와 한화그룹이 예비입찰에 참여
2023년	3월			HD한국조선해양 본입찰에 단독 참여 : 한화그룹은 HSD엔진 인수로 방향 전환
2023년	7월		47.50%	HD한국조선해양과 파인트리파트너스 간 인수 본계약 체결 총 813억 원 규모로 지분 35% 확보
2024년	3월~7월			공정거래위원회가 기업결합 심사 진행
2024년	7월 15일	HD한국조선해양 피티제이호(유)	35.05% 15.77%	공정거래위원회가 HD한국조선해양의 STX중공업 인수를 조건부 승인 : 경쟁사에 크랭크샤프트 최소 물량 공급 보장 등 조건 협의
2024년	7월 16일			HD한국조선해양이 STX중공업 인수 완료 "HD현대마린엔진"으로 사명 변경
2024년	9월 2일			HD현대그룹 편입 완료

Source: 다올투자증권

Fig. 55: HHI EMD와 HME의 소형~대형 엔진 분장



Source: 다올투자증권

대형엔진 생산 늘릴 수 있게 됨

HD현대미포의 중형 주기엔진을 HD현대마린엔진으로 내어준 만큼, 동사는 더 많은 대형 엔진을 소화할 수 있게 되었다. 즉, HD현대미포 캡티브만큼 매출은 줄지만, 그만큼 외부(중국 조선업 등)의 대형엔진을 수용할 수 있게 된 것이다. 마이너스(HD현대미포 엔진을 HME에 보냄)와 플러스(중국 등 대형엔진 제작 늘림)는 플러스일 가능성이 높아 보인다. 60보어 이상의 대형 엔진 반복제작에 맞게끔 설비와 생산 흐름을 맞출 것이기 때문이다.

Fig. 56: HD현대중공업-엔진 부문의 내부매출, 외부매출(계열사), 찐 외부매출 추정

(십억원)

HD현대중공업	2020	2021	2022	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
가이던스	*9,281*	*8,275*	*10,175*	*12,121*	*13,298*	*15,796*		
매출액	8,310	8,311	9,045	11,964	14,487	14,490	16,879	18,750
영업이익	33	-800	-289	179	705	1,478	2,300	2,915
지배주주순이익	-431	-814	-352	25	622	1,051	1,757	2,265
영업이익률	*0.4%*	*-9.6%*	*-3.2%*	*1.5%*	*4.9%*	*10.2%*	*13.6%*	*15.5%*
지배주주순이익률	*-5.2%*	*-9.8%*	*-3.9%*	*0.2%*	*4.3%*	*7.3%*	*10.4%*	*12.1%*
조선								
매출액	5,877	6,321	6,467	7,902	10,623	11,089	13,118	14,846
영업이익	176	-192	-124	149	703	1,271	1,809	2,232
엔진			*가이던스:*	*2,682*	*2,999*	*3,352*		
총 매출액	2,010	2,044	2,333	2,931	3,134	3,640	4,023	4,128
YoY		*2%*	*14%*	*26%*	*7%*	*16%*	*11%*	*3%*
① 내부 매출(HD현대중공업 조선)	537	553	618	1,082	1,092	1,284	1,461	1,511
현중향 엔진/HD현대중공업-조선 매출	*9%*	*9%*	*10%*	*14%*	*10%*	*12%*	*11%*	*10%*
② 순매출액(삼호, 미포+외부)	1,473	1,492	1,715	1,849	2,042	2,356	2,562	2,617
HD현대삼호 향	392	414	452	596	700	783	877	1,090
HD현대미포 향	279	307	379	451	479	483	483	483
외부(중국 등)	**802**	**770**	**884**	**802**	**863**	**1,090**	**1,202**	**1,044**
영업이익 (10% 가정)	132	133	133	287	351	473	762	985
영업이익/총매출	*6.6%*	*6.5%*	*5.7%*	*9.8%*	*11.2%*	*13.0%*	*18.9%*	*23.9%*
영업이익률	*9.0%*	*8.9%*	*7.7%*	*15.5%*	*17.2%*	*20.1%*	*29.7%*	*37.6%*
HD현대삼호								
매출액	3,918	4,142	4,517	5,959	7,003	7,830	8,769	10,896
영업이익	16	-307	66	302	724	1,066	1,473	1,811
영업이익률	*0.4%*	*-7.4%*	*1.5%*	*5.1%*	*10.3%*	*13.6%*	*16.8%*	*16.6%*
HD현대미포조선								
매출액	2,792	3,074	3,791	4,513	4,786	4,834	4,834	4,834
영업이익	37	-100	168	244	259	261	261	261
영업이익률	*1.3%*	*-3.3%*	*4.4%*	*5.4%*	*5.4%*	*5.4%*	*5.4%*	*5.4%*

Source: 다올투자증권

II-3. 엔진은 총매출 대비 OPM 30%에 육박하는 이익을 낸바 있다

지난 호황기의 향기가 난다

지난 사이클의 호황기에 엔진 사업부의 위상이 기억난다. 2008년까지의 슈퍼 사이클에서도 한국과 중국의 건조량 증가와 함께 엔진 CAPA도 늘었지만 따라가기 어려울 정도였고, 엔진 없이는 신조 계약이 불가능할 정도였다. 엔진 계약에 선수금도 20% 이상이었고, 특히 중국 조선사로부터 수주하는 엔진 가격은 캡티브인 한국 조선사들보다 비싸게 받았다.

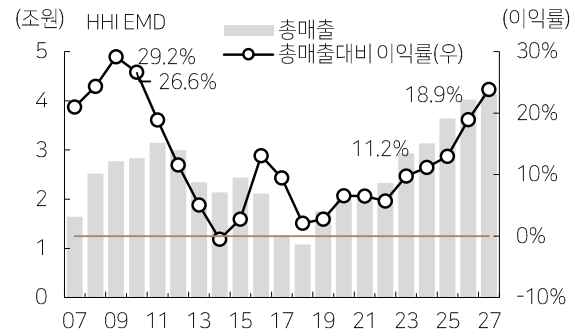
보수적 총매출대비 영업이익률이 무려 30%에 육박

그렇게 만들어진 엔진 잔고에서 HD현대중공업의 엔진 부문은 2009~2010년에 총매출대비 영업이익률이 29.2~26.6%에 달했다(순매출 기준 영업이익률은 더 높음). 이에 반해 당사는 엔진 부문의 총매출대비 이익률을 2024년에 7%, 2026~2027년에 10% 중반 정도의 이익률을 가정해둔 상태였다.

HHI EMD의 2026~2027년 실적 상향

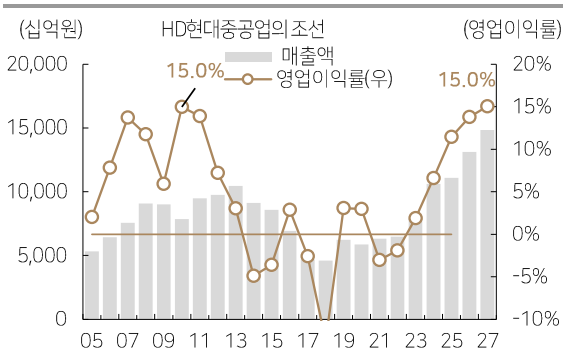
벌써 2024년에 11.2% 이익률을 기록했고, 2023-2024년의 컨테이너선 신조선가의 +30% 초과 상승 등을 힌트로, 이번 엔진 인뎁스 자료에서 엔진의 2026~2027년 이익률을 18.9~23.9%로 크게 올렸다.

Fig. 57: HD현대중공업의 엔진 부문 2009~2010년에 총매출대비 영업이익률 30% 가까이 기록



Source: 다올투자증권

Fig. 58: 이는, HD현대중공업의 조선 부문을 압도하는 수익성



Source: 다올투자증권

HD현대중공업 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	8,000.9	8,799.7	9,249.3	11,122.6	13,659.4
현금성자산	1,234.4	1,363.2	762.6	2,596.0	4,389.4
매출채권	1,131.7	1,384.0	1,920.9	1,957.5	2,373.0
재고자산	1,377.1	1,309.8	1,799.5	1,778.9	2,082.8
비유동자산	8,288.5	8,333.9	8,366.1	8,430.0	8,495.5
투자자산	1,950.7	1,773.4	1,682.1	1,750.4	1,821.5
유형자산	6,237.4	6,452.1	6,562.7	6,546.9	6,530.9
무형자산	100.5	108.4	121.2	132.6	143.0
자산총계	16,289.4	17,133.6	17,615.4	19,552.6	22,154.9
유동부채	9,072.0	9,945.0	10,597.0	11,663.7	12,823.6
매입채무	1,573.6	2,024.9	2,468.9	3,475.0	4,573.8
유동성이자부채	1,832.6	1,928.3	2,076.5	2,076.5	2,076.5
비유동부채	1,929.6	1,981.2	1,191.4	1,196.2	1,201.2
비유동이자부채	1,610.4	1,884.0	1,068.2	1,068.2	1,068.2
부채총계	11,001.6	11,926.2	11,788.4	12,859.9	14,024.8
자본금	443.9	443.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	3,118.4	3,123.2	3,122.5	3,122.5	3,122.5
이익잉여금	845.4	772.8	1,406.0	2,271.9	3,709.2
자본조정	880.2	867.5	854.5	854.5	854.5
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,287.8	5,207.4	5,826.9	6,692.8	8,130.1
투하자본	7,485.6	7,644.7	8,197.5	7,229.4	6,872.8
순차입금	2,208.6	2,449.1	2,382.1	548.7	(1,244.7)
ROA	(2.2)	0.1	3.6	5.7	8.4
ROE	(6.5)	0.5	11.3	16.8	23.7
ROIC	(2.9)	1.7	6.9	14.6	25.1

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	9,045.5	11,963.9	14,486.5	14,490.1	16,879.3
증가율 (Y-Y,%)	8.8	32.3	21.1	0.0	16.5
영업이익	(289.2)	178.6	705.2	1,477.9	2,299.7
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	294.8	109.6	55.6
EBITDA	(34.9)	456.7	939.9	1,518.0	2,341.0
영업외손익	(129.4)	(144.2)	92.9	(94.5)	(18.1)
순이자수익	(60.5)	(82.8)	(103.2)	(106.3)	(29.9)
외화관련손익	22.7	10.2	52.7	11.8	11.8
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(421.5)	34.4	798.1	1,383.4	2,281.7
당기순이익	(352.1)	24.7	621.5	1,051.4	1,756.9
지배기업당기순이익	(352.1)	24.7	621.5	1,051.4	1,756.9
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	2,417.3	69.2	67.1
NOPLAT	(209.6)	128.3	549.2	1,123.2	1,770.8
(+) Dep	254.3	278.1	234.7	40.1	41.2
(-) 운전자본투자	(577.6)	(107.3)	546.4	(1,026.7)	(416.5)
(-) Capex	484.5	478.2	366.4	12.1	12.0
OpFCF	137.8	35.5	(128.9)	2,177.9	2,216.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	18.3	12.9	20.3	17.0	12.2
영업이익증가율(3Yr)	n/a	76.5	n/a	n/a	134.4
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	17.0	n/a	n/a	72.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	314.4
영업이익률(%)	(3.2)	1.5	4.9	10.2	13.6
EBITDA마진(%)	(0.4)	3.8	6.5	10.5	13.9
순이익률(%)	(3.9)	0.2	4.3	7.3	10.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금	71.2	168.8	1,267.8	1,923.0	2,219.7
당기순이익	(352.1)	24.7	621.5	1,051.4	1,756.9
자산상각비	254.3	278.1	234.7	40.1	41.2
운전자본증감	343.9	(77.4)	(393.1)	1,026.7	416.5
매출채권감소(증가)	(250.7)	(228.1)	(506.3)	(36.6)	(415.5)
재고자산감소(증가)	(478.5)	66.8	(489.7)	20.6	(303.9)
매입채무증가(감소)	(248.0)	370.7	337.9	1,006.1	1,098.8
투자현금	(517.9)	(477.9)	(415.3)	(123.0)	(126.4)
단기투자자산감소	(8.7)	30.0	(4.6)	(19.0)	(19.7)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.5)	(0.5)
설비투자	(484.5)	(478.2)	(366.4)	(12.1)	(12.0)
유무형자산감소	(16.3)	(26.0)	(13.3)	(23.6)	(23.6)
재무현금	(932.8)	502.8	(1,485.8)	14.5	(319.6)
차입금증가	(9.6)	(13.8)	188.6	200.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	(185.5)	(319.6)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	185.5	319.6
현금 증감	(1,393.2)	183.9	(632.8)	1,814.4	1,773.6
총현금흐름(Gross CF)	(232.4)	316.9	1,717.5	896.3	1,803.1
(-) 운전자본증가(감소)	(577.6)	(107.3)	546.4	(1,026.7)	(416.5)
(-) 설비투자	484.5	478.2	366.4	12.1	12.0
(+) 자산매각	(16.3)	(26.0)	(13.3)	(23.6)	(23.6)
Free Cash Flow	(406.4)	(238.5)	909.1	1,800.0	2,093.2
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.1	0.5	0.5
잉여현금	(406.4)	(238.5)	909.0	1,799.5	2,092.7

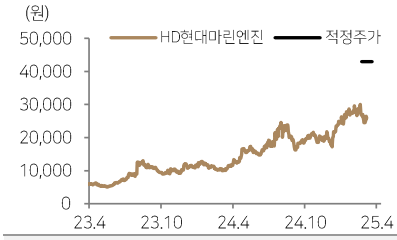
주요투자지표

(단위: 원, 배)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	(3,966)	278	7,001	11,843	19,791
BPS	59,566	58,660	65,639	75,392	91,583
DPS	0	0	2,090	3,600	2,000
Multiples(x,%)					
PER	n/a	463.9	45.1	26.6	15.9
PBR	1.9	2.2	4.8	4.2	3.4
EV/ EBITDA	n/a	30.4	32.3	18.8	11.4
배당수익율	0.0	0.0	0.7	1.1	0.6
PCR	n/a	36.1	16.3	31.2	15.5
PSR	1.1	1.0	1.9	1.9	1.7
재무건전성 (%)					
부채비율	208.1	229.0	202.3	192.1	172.5
Net debt/Equity	41.8	47.0	40.9	8.2	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	536.2	253.4	36.1	n/a
유동비율	88.2	88.5	87.3	95.4	106.5
이자보상배율	n/a	2.2	6.8	13.9	77.0
이자비용/매출액	1.2	1.1	1.0	1.2	1.0
자산구조					
투하자본(%)	70.2	70.9	77.0	62.5	52.5
현금+투자자산(%)	29.8	29.1	23.0	37.5	47.5
자본구조					
차입금(%)	39.4	42.3	35.1	32.0	27.9
자기자본(%)	60.6	57.7	64.9	68.0	72.1

자료: 다올투자증권

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

HD현대마린엔진 (071970)



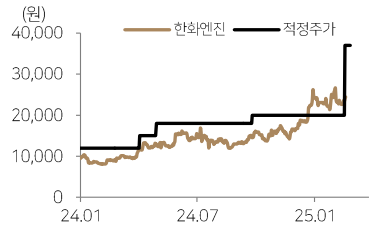
일자	2025.03.10
투자의견	BUY
적정주가	45,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.03.10	45,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 03월 07일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

한화엔진 (082740)



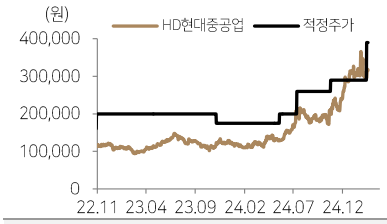
일자	2023.06.07	2024.04.19	2024.05.20	2024.10.07	2025.03.10
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	12,000원	15,000원	18,000원	20,000원	37,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.04.19	15,000원	12,462원	13,290원	-16.9	-11.4
2024.05.20	18,000원	13,836원	16,900원	-23.1	-6.1
2024.10.07	20,000원	18,662원	26,600원	-6.7	33.0
2025.03.10	37,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 03월 07일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

HD현대중공업 (329180)



일자	2023.04.28	2023.11.27	2024.06.11	2024.07.29	2024.11.18	2025.01.14
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
적정주가	200,000원	175,000원	200,000원	260,000원	290,000원	290,000원

일자	2025.03.10
투자의견	BUY
적정주가	400,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.11.27	175,000원	122,482원	143,500원	-30.0	-18.0
2024.06.11	200,000원	154,679원	207,500원	-22.7	3.8
2024.07.29	260,000원	194,242원	217,500원	-25.3	-16.4
2024.11.18	290,000원	279,196원	366,000원	-3.7	26.2
2025.03.10	400,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 03월 07일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무
김 현
hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산
최광식
gs.choie@daolfn.com

건설 · 부동산
박영도
ypark@daolfn.com

자동차
유지웅
jwyoo@daolfn.com

제약 · 바이오
이지수
jislee@daolfn.com

금융
김지원
jiwonkim@daolfn.com

반도체 · 소부장
고영민
ym.ko@daolfn.com

화장품 · 의료기기
박종현
alex.park@daolfn.com

게임 · 엔터 · 레저
김혜영
hyyy@daolfn.com

투자전략

투자전략
조병현
bhcho@daolfn.com

계량분석
김경훈
aimhigh2027@daolfn.com

채권분석
허정인
jeongin@daolfn.com

시황분석
김지현
jeehyun12@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2024.11.12	김경훈	Quant : 신흥국 우위의 또 다른 10년 : ASSET ALLOCATION & BEYOND
2024.11.13	이지수	제약 · 바이오 2025 전망 : 보이는 게 진짜다
2024.11.18	최광식	조선 2025 전망 : 놀라운 것을 보게 될 것이다
2024.11.19	유지웅	자동차 2025 전망 : 분위기 전환 시간
2024.11.20	고영민	반도체/소부장 2025 전망 : 한국 반도체 십년지계(十年之計)
2024.11.25	조병현 · 허정인 · 김지현	매크로 2025 전망 – Snake Way
2024.12.18	박영도	건설 : PF STATUS QUO Vol. 8
2025.01.02	유지웅	자동차 : Tesla : 상상을 돌파하며
2025.01.13	고영민	반도체/소부장 : CES 2025 참관기: Beyond the Imagination
2025.02.21	김지현	MACRO ISSUE – 시황분석 : 1년 반 만에 돌아오는 공매도 대응책
2025.02.25	김지현	의료기기 – 피부에 투자하라 : 의료 관광 투어 가이드

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

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