

고래 싸움 속 새우, 날아오르다

오랜 침체기를 뒤로 하고 부흥기를 맞이한 조선업의 진정한 주인공은 엔진 공급업체인 동사다. 전방의 견조한 신규 선박 수요와, 신규 선박에 대한 D/F 엔진 탑재 수요의 향연 속에서 엔진을 과점적으로 공급하는 동사는 공급자 우위를 점하였다. 상승세를 맞이하여 한국과 중국 조선사들의 고래싸움에 날아오를 새우는 동사이다.

투자포인트 1. 세상은 D/F엔진을 원한다

세상은 D/F엔진을 원하고, 동사는 D/F엔진을 생산한다. LNG 및 컨테이너선에서는 친환경 규제 및 D/F엔진의 기술적 장점으로 앞으로의 신규 및 교체수요 모두 D/F엔진으로 향한다. 이에 더해, 아직 D/F로의 전환이 미비한 탱커선 역시 25년을 시작으로 폭발적으로 전환 국면을 맞을 것이다. 심지어 확실한 잠재 수요인 Ready선까지 동사의 수요를 단단하게 받쳐 주고 있는 상황. 동사는 고객사와의 협상에서 고개를 숙일 필요가 전혀 없다. 선종을 가리지 않고 누구나 D/F엔진을 원하는 상황, 동사에게는 막대한 가격경쟁력 그리고 공급자 우위 지위를 부여받을 절호의 기회가 온다.

투자포인트 2. 한국과 중국, 이중 연료를 태우는 한화엔진

최근 중국 조선업의 약진은 동사의 중국향 수주를 끌어올리고 있다. 중국은 지금 공격적으로 선박 CAPA를 확장 중이지만, 아직 중국의 선박 엔진 CAPA는 이를 따라가기에는 턱없이 부족하다. 중국발 엔진 쇼티지에 더해, 한국에서도 고가의 엔진 발주가 이어질 것이다. 동사의 고객사인 한화오션과 삼성중공업은 각자 경쟁력을 가지고 있고, 한국 조선업에 불어올 신조 발주 전망 역시 긍정적이다.

Valuation - Historical PER Method

동사의 2027E EPS 2,265원에 Target PER 10.75x를 적용한 24,352원을 목표 주가로 제시한다. 동사는 [투자포인트 1]에서 전술하였듯, 친환경 전환으로 촉발된 조선업의 상승세 속, D/F엔진 수요 증대를 앞두고 있다. 이를 바탕으로 [투자포인트 2]에서 전술하였듯, 한국, 중국 모두의 환영을 받으며, P 성장을 바탕으로한 이익 성장 준비를 마쳤다. 이에 따라, 동사의 기대감을 적절히 살펴볼 수 있는 Peer인 07년 하반기의 STX엔진의 Multiple을 Target으로 제시한다.

<추정손익계산서>

추정포괄손익계산서 (단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	674,278	829,995	598,999	764,243	854,384	875,937	1,211,316	1,377,986	1,466,799	1,633,601
YoY(%)	31.9%	23.1%	-27.8%	27.6%	11.8%	52.1%	41.8%	13.8%	6.4%	11.4%
매출원가	663,569	776,695	609,139	761,981	810,920	793,106	1,079,189	1,204,010	1,264,259	1,329,021
매출총이익	10,709	53,300	(10,140)	2,262	43,464	82,830	132,127	173,976	202,540	304,580
GPM(%)	1.6%	6.4%	-1.7%	0.3%	5.1%	9.5%	10.9%	12.6%	13.8%	18.6%
판매비와관리비	32,547	33,279	29,638	31,796	34,736	29,494	44,658	49,104	52,547	57,048
영업이익	(21,838)	20,021	(39,778)	(29,534)	8,729	53,337	87,469	124,872	149,993	247,533
OPM(%)	-3.2%	2.4%	-6.6%	-3.9%	1.0%	6.1%	7.2%	9.1%	10.2%	15.2%
금융손익	(17,579)	(17,291)	(6,313)	(10,135)	(14,151)	(5,203)	(5,203)	(5,709)	(5,709)	(5,709)
기타영업외손익	(6,312)	6,075	(4,334)	2,349	4,309	2,736	3,056	2,916	2,916	2,916
지분법적용투자손익	(18)	(79)	10	(1,349)	177	23	23	36	36	36
법인세비용차감전순이익	(45,747)	8,725	(50,414)	(38,669)	(937)	50,893	85,345	122,115	147,236	244,776
법인세비용	(4,302)	2,677	(10,676)	1,604	(511)	11,129	19,469	27,856	33,587	55,837
당기순이익	(41,444)	6,048	(39,738)	(40,272)	(426)	39,764	65,876	94,258	113,649	188,938
NPM(%)	-6.1%	0.7%	-6.6%	-5.3%	0.0%	4.5%	5.4%	6.8%	7.7%	11.6%

Rating

Buy

목표주가: 24,352 원
현재주가: 16,110 원
상승여력: 51.16%

12M 주가추이



Key Metrics

EPS(24E)	790 원
EPS(27E)	2,265 원
PER(24E)	13.25x
ROE(24E)	17.1%

자산 총계	1조 1,216억 원
부채 총계	7,691억 원
자본 총계	3,525억 원

주요 주주

한화임팩트	32.77%
국민연금공단	12.75%
인화정공	9.93%

SMIC 4 팀

- 팀장 49기 이준호
- 팀원 49기 한승호
- 50기 김태원
- 50기 박민석
- 50기 심재윤

CONTENTS

1. '한화'된 엔진은 강하다 - 기업 분석	03
2. 엔진 달고 곧 떠납니다. 얼른 탑승하세요 - 산업분석	05
3. 세상은 D/F엔진을 원한다 - 투자포인트 1	09
4. 한국과 중국, 이중 연료를 태우는 한화엔진 - 투자포인트 2	14
5. Issue&Risk	21
6. 매출추정	23
7. Valuation - Historical Peer PER Method	27
8. Appendix	31

‘한화’된 엔진은 강하다 - 기업분석

1.1. 친환경 환희 속 한화엔진

한화의 동사 인수

동사는 선박엔진 전문 제작 업체로 전신인 HSD엔진이 한화 그룹에 의해 인수된 이후 사명이 현재의 ‘한화엔진’으로 변경되었다. 동사 인수를 통해 한화 그룹은 엔진 제작부터 선박 건조까지 ‘토털 선박 건조 솔루션’을 갖추게 되었고, 동사 또한 전방의 한화오션이라는 탄탄한 파이프라인 구축을 통해 구조적 성장이 가능해졌다.

동사의 주력 제품: 선박용 저속 엔진

동사의 주력 제품은 대형 선박용 저속 엔진으로, 해당 시장 점유율 2위에 위치해 있고, 이외 엔진 부품의 판매와 AM(After Market) 서비스를 공급한다. 3Q24 기준 동사의 사업부별 매출은 선박용 엔진 매출 88%와 기타 매출 12%로 구성된다. 동사의 주력 제품인 저속 엔진은 분당 회전수가 70RPM에서 130RPM 정도 출력되는 중형 또는 대형 선박의 추진 기관으로, 선박 가액에서 후판 다음으로 가장 높은 비중을 차지하는 조선업의 핵심 기자재이다.

환경규제로 인한 D/F 엔진 수요 증가

선박용 엔진 중에서도 최근 화두로 떠오르는 D/F(이중연료) 엔진이란 디젤과 함께 LNG, 메탄올 등 대체연료를 선택적으로 사용할 수 있는 하이브리드 엔진으로 기존의 컨벤셔널 디젤 엔진에 비해 ASP가 통상적으로 20% 이상 높다. 조선업은 현 시점, IMO(국제해사기구)의 환경규제 강화로 인해 친환경 선박으로 전환이 가속화되고 있으며, D/F 엔진의 수주가 증가하는 추세이다.

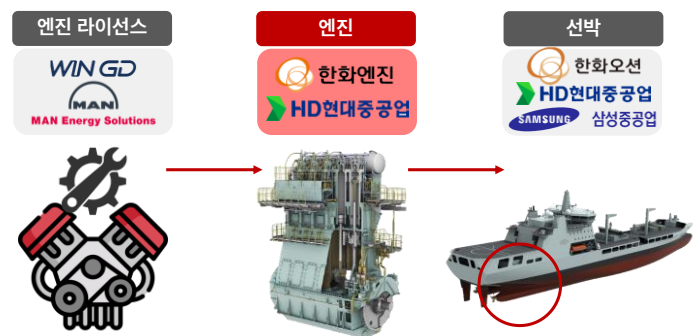
D/F 엔진 밸류체인:
→ 라이선스사
→ 엔진 제조사
→ 조선사

저속 D/F 엔진의 밸류체인은 [도표 1-1.]과 같다. 선박 엔진 제조사들은 라이선스를 보유한 독일의 MAN-ES, 스위스의 WinGD와 제휴계약을 체결하고 기술료를 지불한다. 그리고 동사, HD현대중공업, STX중공업(現 HD현대마린엔진) 등 엔진 제조사들은 원천기술 상용화를 통해 생산한 엔진을 전방의 조선사에게 공급한다. 엔진 제조업은 전방의 조선업체와 마찬가지로 생산시설 구축을 위해 막대한 자본을 필요로 하는 산업으로 신규 player가 쉽사리 진입할 수 없다. 실제로, 저속 엔진 산업의 주요 player는 동사, HD현대중공업, STX중공업 국내 3사가 전 세계 CAPA의 60% 이상을 점유하고 있는 과점 시장이다.

해외 조선사의 수주 또한 받는 동사

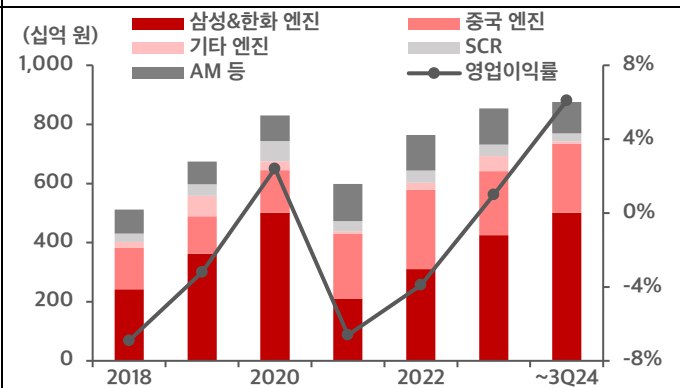
이러한 과점 구조 덕에 국내 대형 조선사 동사는 한화오션, 삼성중공업 외 중국 조선업체들을 비롯한 해외 조선사들로부터 수주를 받을 수 있다. 동사는 3Q24 기준 수주잔고의 약 34%, 엔진 매출의 31% 이상이 중국 물량일 정도로 해외 수출 비중이 높고, 그렇기에 중국 조선사와 국내 조선사의 경쟁 및 성장에서 웃을 수 있는 기자재 업체이다.

도표 1-1. 동사 엔진 밸류체인



출처: 언론종합, SMIC 4팀

도표 1-2. 동사 매출 비중 및 영업이익률



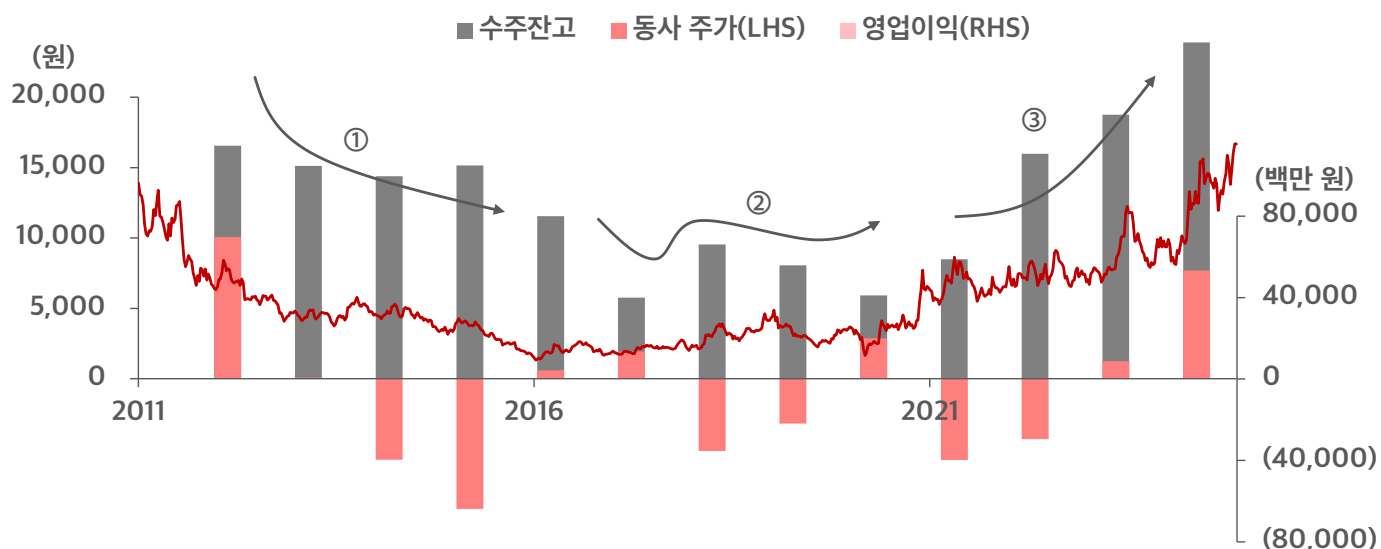
출처: 동사 IR, SMIC 4팀

조선업황의 혼풍에 올라탄 동사 동사의 최근 실적을 보면 조선업황의 혼풍에 올라탄 것을 확인할 수 있다. 특히 23년까지는 분기당 영업이익이 최대 41억 원에 불과했지만, 24년부터 매 분기 150억 원 이상의 영업이익 벌어들이면서 조선업 상승세에 완전히 탑승하였다. 이는 엔진 매출의 상승뿐만이 아니라 23년까지 지속적으로 발생했던 공정 만회 비용 크게 감소한 것에 기인한다. 공정 만회 비용은 조선소 공정 지연에 대한 일시적인 비용으로, 공정만회 비용의 감소했다는 점은 곧 인력 수급 등의 문제로 지연되었던 조선소 공정이 정상적으로 작동 중이며, 동사의 미래 실적 또한 정상화된 조선업황을 따라갈 것임을 기대 해봄 직하다.

조선업 엔진업체의 공급자 우위 동사를 비롯한 선박엔진 산업의 추가적인 호재로는, 선박 발주량 증가와 D/F 엔진 수요 증가에 힘입어 조선산업 내 엔진의 중요성이 더욱 상승했다는 점이다. 일반적으로 선박 엔진 가격은 신조선가에 후행하며, 수요-공급 논리에 따라 엔진 가격이 선박 가격 내 차지하는 비중이 변동하기도 한다. 바로 지금, 엔진의 공급 부족 하에 엔진 제조업체들은 공급자 우위를 누릴 수 있는 기회를 포착했다. 실제로, HD현대중공업의 IR 문의 결과, 엔진 가격을 30%~40% 높여서 공급하고 있다는 정보를 통해 달라진 엔진의 위상을 확인할 수 있다.

1.2. 주가 분석

도표 1-3. 동사 주가, 수주잔고, 영업이익



출처: DART, KRX, SMIC 4팀

동사의 key driver: 동사의 주가는 수주잔고와 영업이익의 함수이다.
수주잔고 x 영업이익

①2010년대 초반, 동사는 전방 부진으로 인한 신규수주 감소와 납품 지연 탓에 영업이익 하회를 면치 못했다. 동사는 조립공장의 임차 및 종속엔진 공장을 매각하는 등 생산시설 감축을 시행했고 부진한 실적과 신규수주의 감소로 인해 주가는 하향세를 맞이했다. ②2010년대 중반, 신규수주 물량 감소와, 신조선가 하락으로 인한 엔진 가격 하락은 동사의 실적을 감축시켰고, 주가는 저점 부근에서 횡보하였다. ③2020년대부터 LNG선 위주의 신규 선박 발주와 D/F 엔진 수요 증가는 동사의 수주잔고와 영업이익을 크게 개선시켰고, 친환경 전환에 대한 수혜의 기대감은 주가를 크게 상승시켰다.

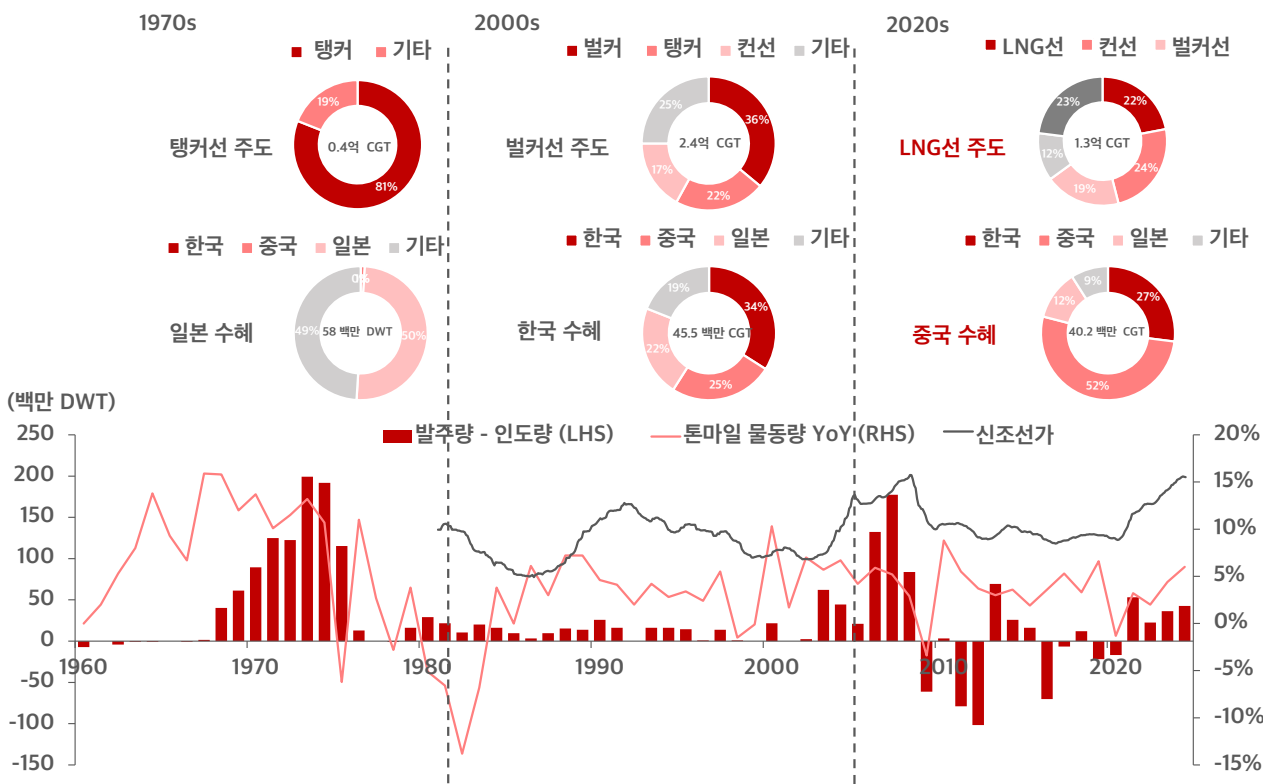
동사 주가의 key driver는 수주잔고와 영업이익임을 확인하였다.

이제 전방의 D/F엔진 수요가 동사의 key driver를 어디까지 끌어올릴 수 있는지 확인해보자

엔진 달고 곧 떠납니다. 얼른 탑승하세요 - 산업분석

2.1. 과거 사이클 분석

도표 2-1. 조선업 사이클 분석



출처: Clarkson, SMIC 4팀

70년대 사이클:
탱커선 + 일본
00년대 사이클:
벌크선 + 한국

현 조선업의 상승세를 과거 사이클과 비교해보면, ①상승세를 주도하는 선종과, ②호황으로부터 가장 큰 수혜를 입는 국가가 다르다는 것을 확인할 수 있다. [도표 2-1.] 70년대 사이클은 전후 경기회복과 원유 수요 및 가격 급증으로 인해 탱커선의 발주가 사이클을 견인하였고, 사이클의 수혜를 직접 받으면서 가장 많은 선박을 수주받고 인도한 건 일본이었다. 00년대에는 중국의 WTO 가입으로 인한 화물 물동량 증가가 사이클로 이어졌다. 컨테이너선/벌크선 위주의 발주가 주를 이루었고, 사이클의 주된 수혜자인 국내 조선사들의 주가는 07년에 02년 초 대비 1,311%라는 엄청난 상승을 기록하게 된다.

20년대 조선업:
LNG선 + 중국

현 시점 관찰되는 조선업의 상승세의 특징으로는, 환경 규제 및 친환경 에너지 전환으로 인해 ①LNG선 및 D/F엔진 탑재 선박의 발주가 주된 동력이라는 점과, 국가 주도의 CAPA 확장과 기술력 발전을 이끌어낸 ②중국 조선사들의 침투세가 강해지고 있다는 점이다. 후술하겠지만 본 보고서는 LNG선과 탱커선 중심의 발주로 이어지는 친환경 에너지 전환과, 중국 조선업의 위협이라는 불확실성 속에서 더욱 확실한 투자 기회로 동사의 D/F 엔진을 제시할 것이다.

2.2. LNG선

공고한 LNG 선 수요

환경규제로 인해 증가하는 LNG의 수요는 조선업계까지 연결되어 LNG선의 발주로 이어진다. 벌크선 중심으로 진행된 과거 00년대 사이클과는 다르게 현 조선업계 호황은 LNG에 의해 견인되는 중이다. 이는 벌크선 대비 LNG선의 발주 비중 상승세와, LNG선의 신조선가가 00년대 사이클의 신조선가를 아득히 추월했다는 점에서 명확하게 확인 가능하다. [도표 2-2.]

장기적으로도 확고한 LNG 파이프라인

LNG 수요의 가파른 증가세는 LNG 수출 프로젝트를 촉진시키고, [투자포인트]에서 자세히 후술하겠지만 LNG 수출을 담당할 LNG 운반선의 수요 증가로 가시화되고 있다. 현재 28~30년 완공 예정인 109 MTPA 규모의 LNG 수출 프로젝트 외에도, 미국에서는 160 MTPA, 전 세계적으로는 256 MTPA 규모의 프로젝트들이 FEED 진행중이고, LNG 액화시설 CAPA는 30년 7억 2,816만톤으로 24년 대비 55% 증가할 전망이다. [도표 2-3.] 가스 수출 확대를 핵심 정책으로 내세운 트럼프의 당선은 미국을 비롯한 전세계적인 LNG 수요 증가를 가속화할 것이다. 실제로, 트럼프 행정부는 출범 직후 보류중인 수출 프로젝트 승인을 우선시할 것이라고 밝혔고 23년에만 9천만t 이상의 LNG를 수출한 세계 1위 미국의 물량을 더욱 확대할 것이다.

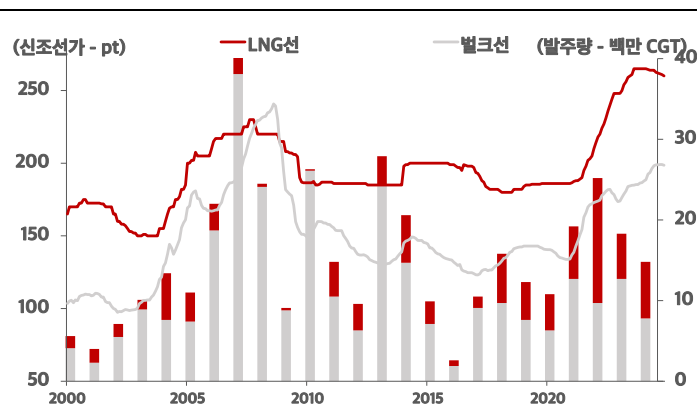
LNG 수요 증가→ LNG 선박 수요 증가

이에 LNG 수요 증가에 따른 LNG 선박 또한 증가 추세를 보이고 있다. 특히 수주의 규모가 대폭 증가하였는데, 05~08년 연 평균 신규 수주가 235만 CGT이었던데 반해, 23년과 24년 10월 발주량은 각각 560만 CGT, 730만 CGT로 확인한 증가를 보인다. 24년의 LNG 운반선 수주잔고는 3,026만 CGT로, 22년 1월 1,417만 CGT 대비 116.1% 증가하였고 수주잔고 증분 1,187척 중 LNG선은 176척이며 과거 비중이었던 0.2% 대비 14.8%까지 상승하였다.

점진적으로 확대될 LNG 신조시장

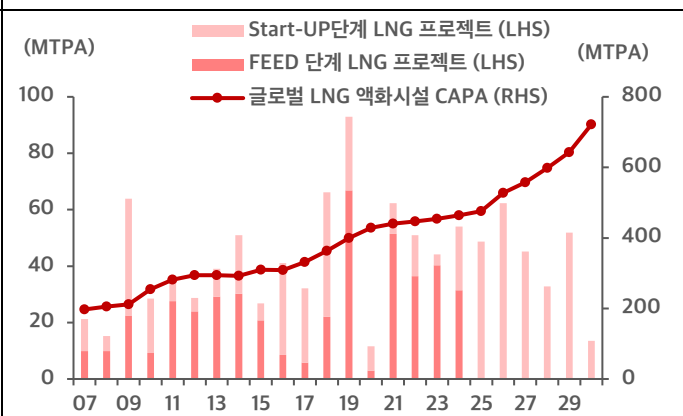
LNG 시대의 흐름 속 LNG선 신조시장의 호황은 점진적으로 확대될 것이다. 글로벌 LNG 화물창 1위 GTT사는 현 85척인 LNG선 슬롯이 100척까지 확대될 것으로 전망하였고, 삼성중공업은 3분기 실적발표에서 연 평균 70척 규모의 발주 예측하는 등 LNG 건조에 훈풍이 불어오고 있다.

도표 2-2. LNG선, 벌크선 신조선가 및 발주 추이



출처: Clarkson, SMIC 4팀

도표 2-3. 글로벌 LNG 액화시설 CAPA 및 관련 프로젝트 추이



출처: Clarkson, SMIC 4팀

2.3. 탱커선

미진한 공급 + 미비한 규제 대응 → 탱커선 증가

탱커선은 ①수요 대비 상대적으로 미진한 공급과 ②환경규제에 대한 대응이 미비했기 때문에 향후의 발주량이 D/F엔진 탑재 선박 위주로 증가할 전망이다. 탱커선의 수주잔량/선복량 비율은 7.5%로, 역사적 평균치인 18.6%에 비하면 지나치게 저조하다. 또한 선령 15년 이상이 되어 교체요구도 강한 노후선이 전체 1,502척 대비 1,017척으로, 벌크선은 9,021척 대비 3,967척인 점을 감안하면 노후선 교체 수요 또한 임박하였다. [도표 2-4.]

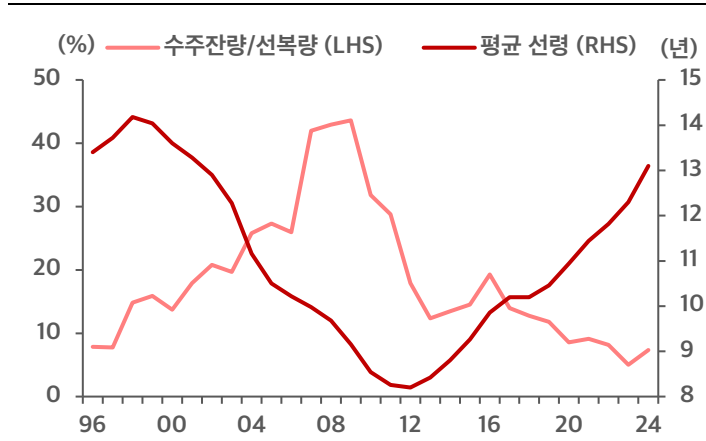
탱커선 수요 공급의 불균형

하지만 높은 수요와는 반대로 탱커선의 인도량은 감소하였고 수요와 공급의 불균형은 예상 외의 탱커선 발주로 이어졌다. 23년 탱커선 인도량은 전년 대비 약 49% 감소하였고, 24년의 인도량 또한 23년 대비 약 46% 감소가 예상된다. 부족한 공급 속 23년, 예상치인 1,300만 DWT를 상회하는 3,300만 DWT가 발주되었고 [도표 2-5.], 선복량 부족 및 노후선 교체 수요로 인한 탱커선 발주 랠리는 장기화될 전망이다. 실제로, 24년 9월에 이미 탱커선 발주량은 340척으로 전년의 350척에 인접했고 초대형 탱커선인 VLCC는 15년 이후 최고치인 42척이 발주되었다.

환경규제에 대응하는 탱커선

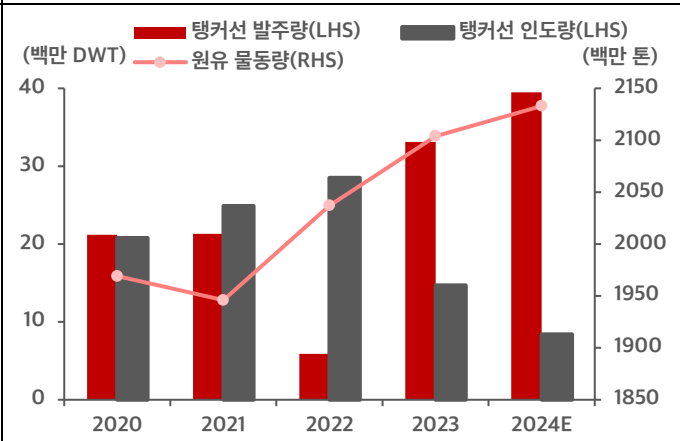
[투자포인트]에서 자세히 후술하겠지만 탱커선은 여지껏 환경규제에 대한 정공책인 D/F 엔진 탑재가 아니라 저속 운행이라는 우회로를 택했다. 하지만 이내 한계에 도래했고 향후 발주되는 탱커선들은 D/F 엔진을 탑재할 수밖에 없다. 실제로 탱커선의 전체 선대 대체연료 비율은 1.1%에 불과하였지만 24년 3분기부터 신규 발주의 40~50%가 친환경 D/F 선박으로 구성됐다. 탱커선의 D/F 엔진 탑재는 상술한 탱커선 발주 랠리에 힘입어 동사의 수혜로 이어질 것이다.

도표 2-4. 탱커선 수주잔량/선복량 및 평균 선령



출처: Clarkson, SMIC 4팀

도표 2-5. 원유 물동량 및 탱커선 발주/인도량



출처: Clarkson, SMIC 4팀

2.4. 중국 조선업

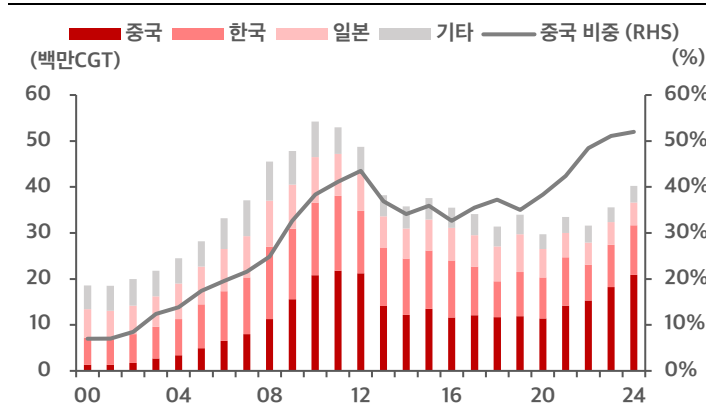
중국 조선업의 부상

70년대 사이클에는 일본 조선사, 00년대 사이클 때는 국내 조선사들이 주요 발주처였지만 이번 상승세 속 중국 조선사들의 비중을 절대 무시할 수 없다. 중국 조선업체들은 당국의 개입 하에 적극적인 CAPEX 투자와 기술력 확보를 통해 M/S를 올리면서 국내 조선업을 위협 중이다. 24년 상반기 전세계 신규 수주의 74.7%는 중국에게 발주되었고, 00년대 초반 인도량 비중은 7%에 불과했지만 최근 4년 인도량 비중에서 중국은 55%로 압도적인 1위를 차지하고 있다. [도표 2-6.]

중국의 발맞춘 증설

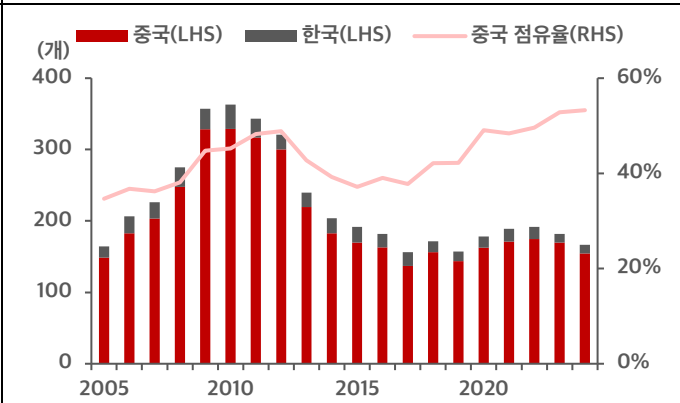
중국 선사들은 조선업 상승세에 발맞춘 증설을 진행하여 경쟁력을 강화 중이다. 실제로 조선소 야드 11곳은 CAPA 증설 및 재가동을 시작하여 27년까지 24년 대비 CAPA 80% 확장을 목표로 하고 있다. 특히 중국 엘리트 민영 조선사 New Times SB는 VLCC 3척을 동시 건조 가능한 4번째 대형 도크를 증설중이고, Yangzijiang SB도 4.1억 달러를 투자하여 80만 DWT 규모의 신규 조선사를 설립 중이다. 이와 같은 선제적인 CAPEX 투자는 향후 선박 발주 상승세가 더욱 가팔라질 때 준비된 중국 조선사들의 시장 지배력이 더욱 강화될 수 있음을 암시한다.

도표 2-6. 국가별 선박 인도량



출처: Clarkson, SMIC 4팀

도표 2-7. 한국-중국 조선소 야드 수



출처: Clarkson, SMIC 4팀

중국의 기술력 개발 중국 업체들은 당국의 적극적인 투자와 국외 기업들과의 기술 공유를 통해 기술력 또한 빠른 속도로 발전시키면서 고가선박까지 손을 뻗치는 중이다. 일례로 중국의 조선업체인 CSSC, CMI는 LNG 화물창 1위 GTT사로부터 LNG선 건조를 위한 박막 격납 기술을 공유 받고 있고, 중국의 에너지 기업인 PipeChina는 GTT사와 격납 기술 효율 향상을 위해 개발 협력을 진행중이다. 중국 조선업계는 기술력을 통해 고가의 선종에서도 침투율을 늘려가는 중인데, 컨테이너선과 벌크선은 24년 기준 각각 신규 수주의 90%, 81%를 발주 받았고 탱커선과 가스선 또한 각각 72%와 44%라는 높은 비중을 발주 받는 등 국내 조선업의 리스크 요인으로 자리잡고 있다.

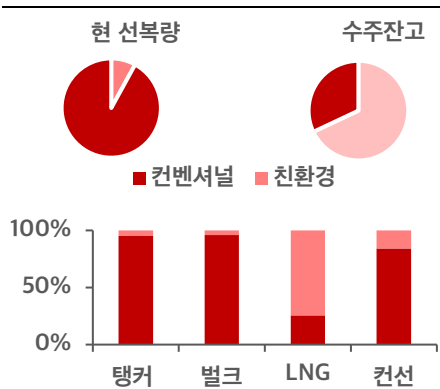
2.5. D/F 엔진

조선업 투자 기회: D/F 엔진 상기 내용을 종합한 거시적인 조선업의 현황은 투자 기회로 D/F 엔진을 가리킨다. ①친환경 규제는 신규 선박에 대한 수요 증가를 가속화할 것이고, ②가파르게 성장하는 중국의 조선업은 증가한 수요에 대응하여 선박을 공급할 수 있음은 물론이고 국내 조선업체에 대한 불안감을 가중시킨다. 하지만, 이러한 불확실성으로부터 자유로우면서도 조선업 전방의 수혜를 누릴 수 있는 D/F 엔진 업체의 밸류는 그 어느 때보다 매력적이다.

공급자 우위를 점할 D/F 엔진 공급업체 [투자포인트]에서 면밀히 다루겠지만, 조선 시장의 친환경 전환 속에서 진정한 우위를 점한 공급자는 다름 아닌 D/F 엔진 공급자이다. 향후 조선업 상승을 이끌어갈 신규 발주 선박의 절대 다수는 D/F 엔진을 탑재할 수밖에 없다. 현 선복량 중 친환경 추진선 비중은 8%에 불과하고 개종 친환경 연료의 절대 다수를 차지하는 LNG선의 발주 전망은 밝다. 따라서 ①LNG선 발주 랠리에 따른 수요와 ②친환경 추진선 비중이 낮은 타 선종들의 친환경 연료 전환 속에서 D/F 엔진의 수요는 점진적으로 확대될 것이다. [도표 2-8.] 실제로, 수주잔고 내 친환경 연료 비중은 이미 68%에 달하고 동사의 신규수주 내 D/F 엔진 비중 또한 23년 95%에 이르렀다. [도표 2-9.]

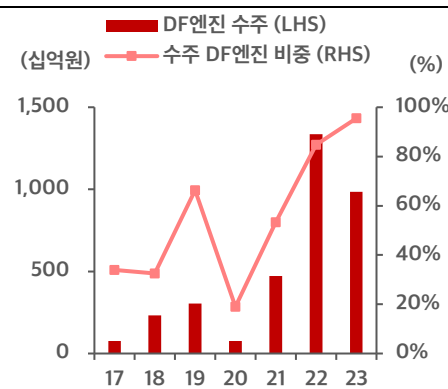
D/F 엔진 쇼티지 개발 D/F 엔진을 비롯한 글로벌 저속엔진 시장은 동사와 HD현대중공업의 엔진 사업부가 CAPA의 54%를 점유 중인 과점 시장이다. [도표 2-10.] 그런데 D/F 엔진에 대한 수요 폭증은 이 과점 시장에 엔진 쇼티지를 불러왔다. 이를 뒷받침하듯이 생산업체의 가동률은 3Q24 기준 이미 각각 98.5%, 146.3%에 달하고 양사의 수주잔고 또한 3분기 누적 매출액의 4배를 초과하는 금액이 산재해 있다. [투자포인트]에서 후술할 국내 엔진의 중국산 엔진 대비 양과 질 우위는 현 엔진 쇼티지의 최대 수혜자가 동사임을 입증할 것이다.

도표 2-8. 조선업 친환경 연료 비중



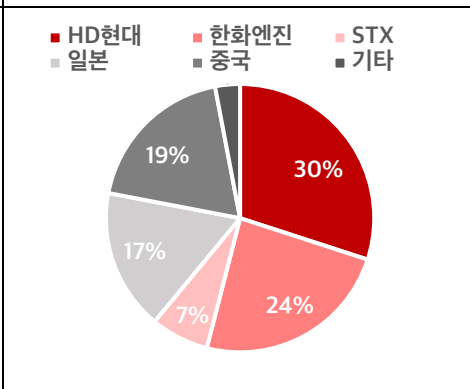
출처: Clarkson, SMIC 4팀

도표 2-9. 동사 D/F 엔진 수주



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

도표 2-10. D/F 엔진시장 CAPA M/S



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

전방 조선업에 불어오는 훈풍을 타고 갈 D/F 엔진의 투자 기회를 알아보았다.

Point 1.에서 D/F 엔진 탑재가 더욱 증가할 것임을, Point 2.에서 조선사의 발주가 동사의 수혜로 이어짐을 확인해보자.

투자포인트 1. 세상은 D/F엔진을 원한다

저속 D/F엔진은 부족, 또 부족하다. 선종을 가리지 않고 D/F엔진을 원하는 수요는 폭증해 동사에게 강력한 가격경쟁력, 공급자 우위 지위를 부여할 것이다. 투자포인트 1에서는 D/F엔진의 견조하게 이어질 거대한 수요를 논한다. ①LNG, 컨테이너선에서는 이미 D/F엔진으로의 전환이 대부분 완료된 상황에 기술적인 강점, 환경규제의 영향으로 앞으로도 신규와 교체수요 모두 D/F엔진에 집중될 것임을 보인다. 나아가 ②아직 전환이 미비한 탱커선도 25년을 원년으로 폭발적인 전환을 맞이할 것임을 주장한다. ③마지막으로 D/F엔진의 손을 잡은 AM사업부의 높은 성장성을 전망하며 과점화된 저속 D/F엔진 시장의 유일한 Pure 상장사인 동사의 진정한 가치를 조명한다.

3.1. 기술적으로 LNG선은 반드시 D/F엔진

LNG 선과 LNG D/F 호환성

D/F엔진의 수요를 가장 강력히 이끄는 것은 단연 LNG선인데, LNG선에는 반드시 D/F엔진이 탑재되어야 한다. 사실 D/F엔진은 친환경 규제를 충족시키기 위해 등장했다는 편견과는 달리 초기 수요는 LNG선의 기술적 결함의 보완을 위함이었다. LNG선은 LNG를 초저온(-162℃ 이하) 상태에서 액체로 저장하지만, 통제할 수 없는 외부 발열에 열이 유입되면 일부 LNG가 기화하고 이를 BOG(증발가스)라고 부른다. BOG가 과다하게 발생하면 탱크의 압력이 높아지고 선체의 안정성을 크게 떨어트리는데 LNG D/F를 탑재하면 BOG를 오히려 연료로 활용할 수 있게 되어 안정성을 확보하며 연료 비용 절감의 효과까지 누릴 수 있게 된다.

LNG 선은 반드시 LNG D/F!

이러한 높은 기술적 호환성으로 LNG선은 현재의 100% LNG D/F탑재율을 장기적으로도 유지할 것이다. 나아가 강력한 D/F엔진 수요 모멘텀이 산재해 있는 것은 구 선박의 D/F엔진 선박으로의 교체수요이다. 본격적으로 LNG D/F엔진이 시장에 확대되기 이전에 건조되었던 298대가량의 Steam Turbine, 2,4 - Stroke Single Fuel는 모두 교체 수순을 밟을 수밖에 없다. [도표 3-1,2]

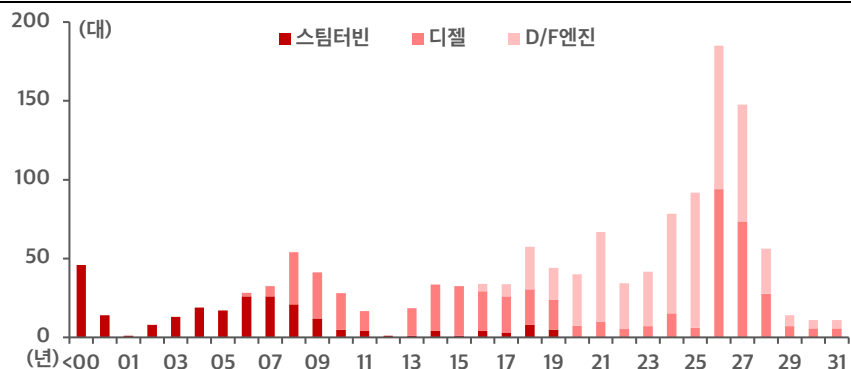
스팀 터빈 선박 전량 교체 예정

특히 LNG 스팀 터빈 선박은 연료 효율이 낮고 강화된 규제 또한 만족하지 못해 빠르게 LNG D/F엔진으로 교체될 것이다. 스팀 터빈 선박 200척 중 80척 이상이 20년 이상, 10척은 30년 이상 된 노후 선박이라 수요는 충분하다. 실제로 올해 SK해운은 스크랩 시장에서 스팀 터빈 LNG선 4척을 전례 없는 일괄매각 형태로 매각했고 NYK또한 9월부터 스팀 터빈 LNG선 스크랩 매각을 본격화했음에 D/F엔진의 노후 LNG선 교체에서 견조한 수요를 충분히 예상 가능하다.

LNG 수요에 힘입어 가격경쟁력 강화!

초호황을 맞은 LNG선 수요에 힘입어 그것에 탑재되어야 하는 D/F엔진의 가격경쟁력 또한 더 강화될 것이다. D/F엔진이 원래도 기존의 디젤 엔진에 비해 ASP는 20%가 높고 마진율도 3~5% 높음을 감안하면 가격경쟁력의 수혜는 상상 이상이다. 타 선종에서의 D/F엔진 수요도 알아보자.

도표 3-1. LNG선 분류



출처: Clarkson, SMIC 4팀

도표 3-2. 퇴출 예정 엔진 타입

엔진타입	선박 수	퇴출 예정
Stream Turbine	233	√
DFDE	216	
2-Stroke DF LP	177	
2-Stroke DF HP	73	
2-Stroke Single Fuel	50	√
4-Stroke Single Fuel	15	√
4-Stroke Dual Fuel	24	
Total	790	

출처: Clarkson, SMIC 4팀

3.2. 환경규제에 컨테이너선도 D/F

환경규제의 영향을 받는 컨테이너선

LNG선과 달리 컨테이너선, 탱커선의 D/F엔진 수요를 가능하기 위해선 IMO 환경 규제에 대해 알아야 한다. 간단하게 살펴보자. EEDI, EEXI, CII는 모두 온실가스 배출 감축을 목표로 하는 규제이다. 먼저 EEDI는 신조선의 에너지 효율성을 평가해 온실가스 배출량을 제한한다. 반면 EEXI는 기존 선박의 성능을 개선하기 위함으로 속도 제한이나 엔진 개조 등의 기술적 조치를 요구한다. 이 두 규제의 경우 Phase1, 2, 3에 걸쳐 온실가스 배출량을 08년 대비 각각 10%, 20%, 30% 점진적으로 줄여 나갈 것을 목표로 한다. 마지막으로 CII는 운항 데이터를 기반으로 탄소 배출 강도를 평가해 A~E 등급을 부여하고 저 등급 선박에 입항금지, 폐선 등 강력한 규제를 적용한다.

D/F 쉽지않아

사실 D/F엔진이 기술적으로 완벽히 적합했던 LNG선을 제외한 벌크선, 탱크선, 컨테이너선은 LNG, 메탄올, 암모니아 등의 D/F엔진을 달기 위해서 저온&고압의 탱크, 배관 등의 추가적인 장비들을 설치해야 해 선박 건조 가격이 비약적으로 상승한다.

그래도 성공!

이러한 비용 측면에서의 어려움에도 불구하고 컨테이너선은 환경규제를 회피할 방법이 제한적이기 때문에 빠르게 D/F엔진으로 전환되었는데, 이 기조는 장기적으로도 유지될 수밖에 없다. 실제로 23년에 이미 신규발주 선박에 대해 83%에 달하는 D/F엔진 침투율을 달성했다.

피할 수 없다면 합류하라. D/F 에

컨테이너선이 선제적으로 D/F엔진으로 전환되었던 이유는 다른 선택지가 없었기 때문이다. 본래 선박이 환경 규제에 대응하는 방법은 크게 2가지이다. 1). 선속을 낮춰 온실가스 배출을 줄이는 방법으로 우회하여 회피하거나 2). 디젤 엔진을 D/F엔진으로 교체하여 근본적 해결을 꾀하는 방법이다. 하지만 컨테이너선의 경우 1). 완제품을 나르는 선박인데 완제품은 시간이 지나면 자연스럽게 부패가 일어나거나 기능상의 문제가 발생할 수도 있기에 선속의 감소가 제한적이다. 또한 2). 온실가스 30%감축을 강제하는 Phase 3규제가 타 선종보다 2~3년 이른 22~23년부터 적용되었기에 D/F엔진을 교체하는 방법으로 규제를 만족할 수밖에 없었다. [도표 3-3]

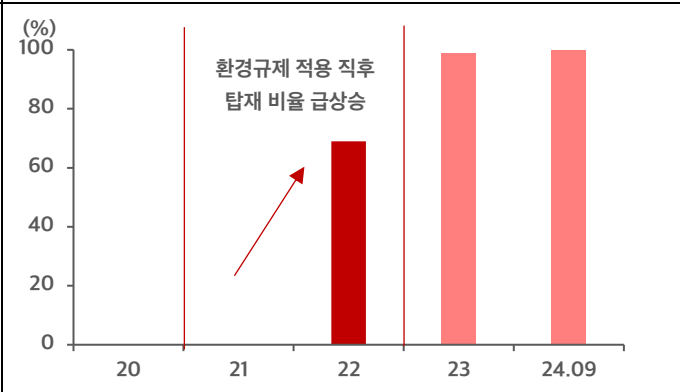
앞으로도 컨테이너선은 D/F

컨테이너선의 D/F엔진 탑재는 결코 거스를 수 없는 강력한 흐름으로 유지될 것이다. 현재의 환경 규제가 빠른 속도로 강화되는 추세에 있고 컨테이너선 특성상 환경 규제가 강력하게 집행되는 선진국에 기항하는 경우가 많기 때문이다. 실제로 동사의 신규수주 컨테이너선 엔진 부문에서 D/F엔진 비율 또한 22년 69%, 23년 99%로 빠르게 증가하였고 3Q24 현재까지의 24년도 컨테이너 수주는 100% D/F엔진이다. 환경 규제 영향뿐만 아니라 D/F엔진의 성능 발전 및 효율성 증대 또한 충분히 이루어져 디젤로 회귀할 유인이 없는 바, 장기적으로 동사의 컨테이너선 엔진 수주분에서 디젤엔진은 찾아볼 수 없을 것이 확실시된다. [도표 3-4]

도표 3-3. IMO 환경규제

	EEDI	EEXI	CII
개요	에너지효율설계지수	현존선박에너지효율지수	탄소집약도지수
도입 시기	13.01.01~	23.01.01~	23.01.01~
산출 방식	단위 톤마일 이동 시 배출되는 탄소배출량	단위 톤마일 이동 시 배출되는 탄소배출량	IMO DCS를 통해 측정된 연료 소모량을 통해 계산
적용 대상	신조선 400gt ↑	신조선 + 기존 400gt ↑	신조선 + 기존 5000gt ↑
규제 내용	Phase 1. -10% Phase 2. -20% Phase 3. -30% 컨테이너는 22년부터 3	Phase 2. -20% Phase 3. -30% 컨테이너는 23년부터 3	매년 A~E Rating 부여 E 또는 3연속 D받을 시 폐선까지 가는 규제 적용

도표 3-4. 컨테이너선 D/F엔진 탑재 비율



출처: SMIC 4팀

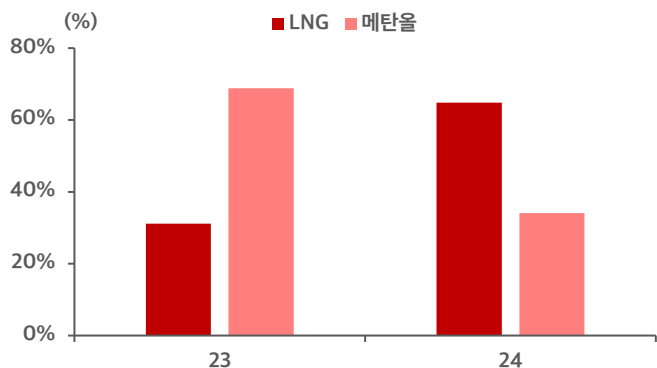
출처: 동사 IR, SMIC 4팀

메탄올 D/F가 우세 컨테이너선 D/F엔진의 NO.1연료가 24년들어 메탄올에서 LNG로 전환된 것 또한 동사에게는 또 다른 성장 동력이다. 24년 현재까지도 D/F엔진의 연료로 무엇이 가장 적합한지는 여전히 정해지지 않은 채 LNG, 메탄올이 각축전을 벌이고 있지만 컨테이너선에서는 본래 메탄올이 우세했다. 실제로 23년에 컨테이너선 D/F엔진은 총 154대 발주되었는데 그 중 메탄올D/F엔진은 106대로 48척이 발주되었던 LNG에 비해 2배 이상의 발주를 기록했다. [도표 3-5]

24년엔 LNG! 하지만 24년들어 오히려 LNG가 NO.1에너지 주도권을 잡는 듯 보이는데 이로 인해 동사는 엔진을 더 싸게 팔 수 있게 된다. 컨테이너선 D/F엔진의 24년 발주는 LNG 64.8%, 메탄올 34.1%로 나타나 판도가 완전히 뒤집혔다. LNG D/F선박이 메탄올 D/F선박에 비해 더 선가가 높고, 선가에 비례해 엔진가가 형성됨을 고려하면 컨테이너항 D/F엔진의 수익성이 더욱 좋아진다.

메탄올 D/F도 충분히 대응가능 메탄올 D/F선박 발주를 주도해온 세계 2위 해운사 Maersk 또한 당초 메탄올 D/F엔진으로 32척가량을 주문했으나 전량 LNG로 방향을 틀었다. 메탄올은 아직 안정된 공급망이 없어 비용관리에 어려움이 커 현재 상황에는 LNG가 우위를 가져가고 있는 것이다. 나아가 동사는 이미 Evergreen에서 삼성중공업이 수주한 메탄올 D/F엔진을 제작 예정이며 25년부터는 확실히 동사의 포트폴리오에 메탄올 D/F엔진이 편입될 예정이다. 따라서 흑어나 전방 수요의 판도가 변해 메탄올로 전환되더라도 동사는 충분히 대응 가능하다. [도표 3-6]

도표 3-5. 메탄올, LNG 비중 비교



출처: Clarkson, SMIC 4팀

도표 3-6. 상위 선단 에너지 이용 리스트

순위	선사	국적	친환경 연료 채택
1	MSC	스위스	LNG,메탄올
2	Mearsk	덴마크	LNG로 전환중
3	CMA CGM	프랑스	LNG
4	COSCO	중국	LNG
5	Hapag-Lloyd	독일	LNG
6	Evergreen	대만	LNG
7	ONE	일본	LNG
8	HMM	한국	메탄올
9	YangMing	대만	LNG
10	ZIM	이스라엘	LNG

출처: 기사종합, SMIC 4팀

3.3. 탱커선도 이제는 D/F엔진? 모두가 D/F를 원한다.

탱커선도 D/F? 마지막으로 아직 D/F엔진 비율이 타 선종에 비해 확연히 낮은 탱커선에게까지 25년을 원년으로 D/F엔진이 선택받으며 수요가 폭증하고 엔진사의 공급자 우위는 더욱 공고해질 것을 주장한다. 상대적으로 저부가가치인 탱커가 동사의 수주잔고에 편입되는 것은 제한적이겠지만 D/F엔진의 수요의 거대한 축이 새로이 생긴다면 엔진사의 가격경쟁력은 더욱 향상될 수밖에 없다.

더 이상 미룰 수 없다 비용적 어려움에도 강화되는 환경규제에 결국 전환을 할 수밖에 없었던 컨테이너선의 사례처럼 탱커선 또한 더 이상 D/F로의 전환을 미룰 수 없다. 기존에 탱커선은 주로 원유, 석유화학제품 등 부패에서 자유로운 화물들을 운반하고 운반 납기 또한 길어 환경규제를 저속운행을 통해 회피해왔다. 실제로 23년에 발주된 탱커선의 D/F엔진 채택률은 8%에 불과했다.

탱커선 편입으로 가격경쟁력 강화 하지만 이제는 아니다. 25년 1월 1일을 기준으로 Phase3가 탱커선에서도 적용되게 되며 이를 기점으로 탱커선에도 D/F엔진이 달리지 않을 수 없게 될 것이다. 탱커선이 D/F엔진으로의 전환을 미룰 수 있었던 가장 큰 이유는 컨테이너선과 달리 EEDI, EEXI의 Phase2 규제를 적용 받고 있었기 때문이다. 탱커선 마저 전환을 성공한다면 D/F엔진은 정말 부족, 또 부족해 질 것이다.

기존엔 스크러버가 대안 지금까지 탱커선에 가장 큰 영향을 주었던 환경규제는 IMO가 20년에 시행했던 ‘황산화물(SOx) 규제’이다. 20년 1월 1일을 기점으로 IMO는 전 세계 해역에서 선박연료유의 황 함유량 상한선을 3.5%에서 0.5%로 대폭 강화했다. 이에 탱커선주들은 주로 ‘스크러버’라는 배출가스를 정화하여 SOx를 제거하는 장치를 선박에 추가로 탑재하며 규제를 회피해 왔다.

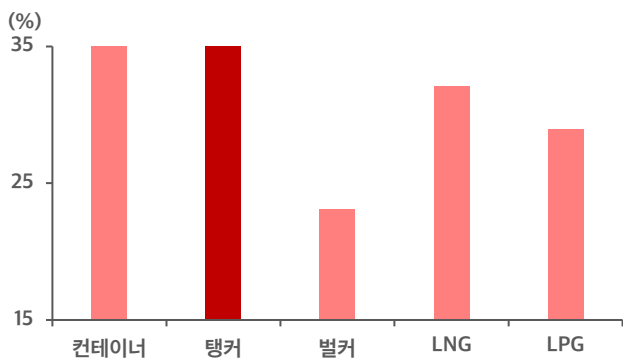
과거엔 대안이 항상 존재했다 황산화물 규제와 같은 과거의 해사 규제들은 비용 지출을 감수해야 하더라도 명확한 기술적 대안이 존재했다. 물론 황산화물 규제 당시에도 이를 만족하는 가장 근본적인 대안은 D/F엔진의 탑재를 통해 연료 자체를 친환경화 하는 것이었다. 하지만 ‘스크러버’라는 엔진에 비해서는 상대적으로 값싼 장비를 설치하여 규제의 기준을 만족할 수 있었기에 선주들 입장에서 큰 비용을 감수하고 D/F엔진을 도입할 이유가 없었던 것이다.

이제는 대안이 없는 상황 하지만 지금의 온실가스 규제는 기술적 대안이 없어 엔진 최대출력을 제한하는 에너지저감장치를 부착해 저속운항을 지속하며 근근이 규제를 회피하고 있는 상황이다. 아무리 저속운항에 거부감이 덜한 탱커선이라도 저출력 운전이 지속되면 연소가 불안정해져 탄소 침적이 증가하고, 장기적으로 엔진 내부가 손상된다. 또, 슬러지가 축적되어 선박 노후화가 가속화되기에 저속운항이 규제 회피의 만병통치약이 될 수는 없다. 탱커선이 컨테이너선과 함께 노후 선박 비중이 가장 높은 선박임을 고려하면 감속으로 버티기엔 한계가 머지 않았음이 더욱 체감된다. [도표 3-7]

탱커선 더 이상 감속 어려움 25년은 더 이상 버티지 못한 탱커선사들이 감속 대신 D/F엔진을 선택할 원년이 될 것이다. 결정적으로 탱커선의 속도는 더 이상 하향조정 할 수 없을 정도로 이미 느려져 있다. EEDI, EEXI의 Phase 1 규제가 시작될 13년 당시 탱커선은 운항 속도를 4.5% 하향조정하며 규제를 충족했다. 하지만 Phase2 규제가 적용되었던 20년은 1.6%의 운항 속도 감소 밖에 해내지 못했다. 반복된 규제를 견디며 간신히 11노트의 속도 하방을 지켜왔던 탱커선에 강화된 phase3규제가 새로이 적용되는 25년에는 기존보다 온실가스 배출량을 10%나 더 감축해야 하는 상황이 도래했다. 속도 감소세의 둔화를 이미 경험했고, 매년 강화된 CII규제가 적용되고 있는 탱커선에 큰 속도 하향 조정을 더 이상은 기대할 수 없다. [도표 3-8]

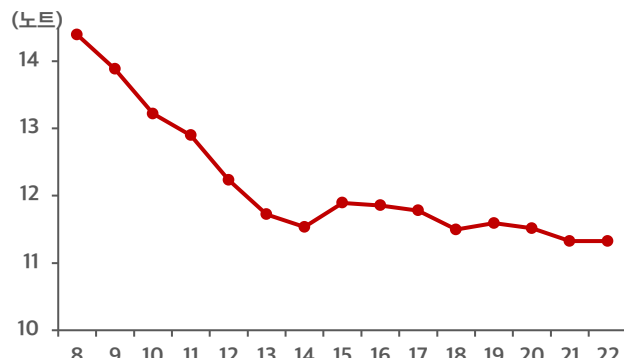
25년부터 대량 발주 쏟아낼 것 LNG선, 컨테이너선에 이어 탱커선 또한 25년 규제 적용 이후에 빠르게 D/F엔진을 채택하게 되면서 D/F엔진에 대한 전방의 수요는 상상할 수 없을 정도로 포화상태에 다다를 것이다. 컨테이너선에 EEDI Phase 3규제가 적용되기 직전인 21년을 톺아보면 동사 컨테이너선 엔진 수주 중 단 0.1%만이 D/F엔진이었다. 하지만 Phase 3가 도입되기 시작했던 22년에는 D/F엔진 비중이 69%로 빠르게 상승했다. 선주들은 규제의 시행을 지켜보고 운항 속도 감속으로 대응이 실패하자 곧바로 D/F엔진의 대량 발주를 쏟아낸 것이다.

도표 3-7. 선박별 노후 선박 비율



출처: Clarkson, SMIC 4팀

도표 3-8. 탱커선 평균 운항 속도



출처: Clarkson, SMIC 4팀

3.4. 확실한 잠재 고객 READY

Ready 는 확실한 거대 수요

지금까지 모든 선종에서 지속될 거대한 D/F엔진 수요를 보였다. 나아가 Ready선이라는 확실한 대규모 수요를 조명하며 저속 D/F엔진 Pure 상장사로서 동사의 가격경쟁력은 장기적으로도 견조할 것이고 공급자 우위 또한 유지될 것임을 논한다. Ready선이란 기본적으로 디젤 엔진으로 선박을 건조하지만 향후 암모니아, 메탄올, LNG D/F로 더 싸게 개조할 수 있게끔 준비를 완료한 상태로 건조한 선박을 의미한다. 연료탱크 공간, 파이프라인, 후처리설비 등을 모두 D/F엔진 탑재를 사전에 감안해서 건조하는 방식으로 선박을 건조한다.

엔진사들에게 Ready 는 강력한 힘

Ready선박은 확실한 D/F엔진 잠정 수요이다. Ready선을 건조하려면 선박당 백만달러 안팎의 비용이 더 필요하다. 따라서 이런 금액을 감수하고 Ready로 건조했다는 것은 향후 D/F엔진으로의 전환 의지가 매우 강력하다는 의미이다. 심지어 선박 발주사들의 업황이 악화되어 완성선박 신규 수주가 줄어들 때에도 Ready선 향으로 완성배에 비해 압도적으로 저렴한 D/F엔진 탑재 수주는 지속될 수 있다는 점에서 Ready선의 존재는 엔진사에게 상상 이상의 가치를 지닌다.

가격경쟁력은 하늘을 뚫고

Ready선 덕분에 동사는 가격 협상에서 장기적으로 소위 '배째'라는 태도로 임할 수 있을 것이다. 전세계적으로 LNG Ready 선박은 이미 444척이 운항중이고 135척이 건조되고 있다. 또한 메탄올, 암모니아는 각각 247,249척 심지어 수소 또한 14척이 건조되고 있기 때문이다. [도표 3-9]

3.5. DF엔진과 함께 성장할 AM사업부

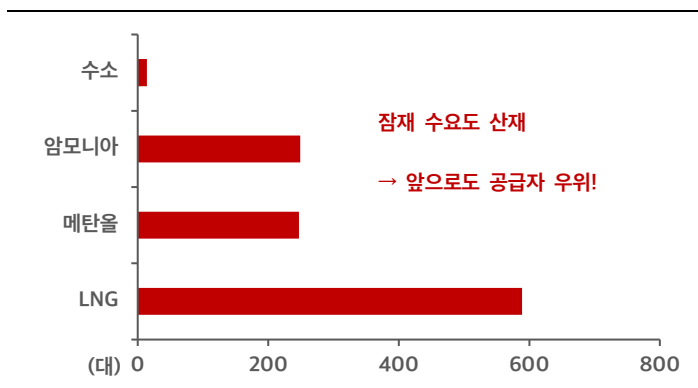
D/F 엔진은 AM 수주를 받아온다

D/F엔진 시장의 확대는 동사에게 또 다른 성장 기회를 제공하는데, 바로 동사의 AM사업부이다. AM(Aftermarket) 사업은 선박의 A/S사업을 일컫는다. 오랜 역사를 가진 디젤 엔진의 경우 상대적으로 기술적 접근이 용이해 선주가 자체적으로 해결하며 엔진 업체까지 AM 발주가 이어지지 않는 경우가 대다수였다. 하지만 D/F엔진은 다르다. D/F엔진은 선박에 탑재된 역사가 짧고 디젤 엔진과 기술과 부품에서 차이가 크게 존재하기 때문에 당장은 엔진사와 직접 A/S계약을 맺을 수밖에 없다. 심지어 CII가 지속적으로 강화되고 있는 상황에 강화된 규제를 만족하기 위한 개조 수요 또한 발생할 수 있다. [도표 3-10]

고마진 사업부 AM 의 성장

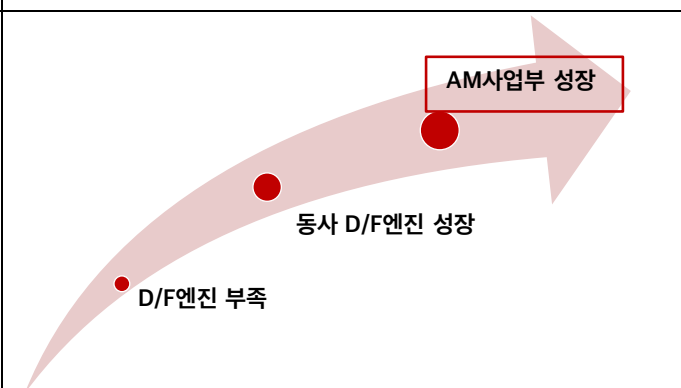
따라서 AM사업부는 동사의 D/F엔진 누적 인도량에 비례해 매출 규모가 성장할 것이다. 23년 기준으로 동사의 누적 인도량 기준 D/F엔진 비중이 33%에 불과해 성장 업사이드가 열려 있다. 특히 AM사업부는 한번 수주 받으면 선박의 수명 25년 동안 지속적으로 매출이 발생하고 OPM또한 20~25% 수준이 예상되기에 1). 전방의 업황에 상대적으로 자유롭다는 점 2). 장기간 적자에 시달렸던 동사에 탄탄한 이익체력이 되어 줄 것이라는 점에서 강력한 성장 동력이 될 수 있다.

도표 3-9. Ready 선박 개수



출처: Clarkson, SMIC 4팀

도표 3-10. AM사업부의 성장



출처: SMIC 4팀

투자포인트 2. 한국과 중국, 이중 연료를 태우는 한화엔진

컨테이너선에서 시작해서 이제는 LNG운반선까지, 선종을 가리지 않고 중국 조선업의 침투율이 높아지는 가운데, 중국과 한국 조선소를 모두 고객으로 두고 있는 동사를 볼 이유는 충분하다. 증가하는 중국의 선박 발주를 엔진 제작 능력이 따라가지 못하고 있고, 그 중에서도 저속 D/F엔진에서 더 강한 쇼티지가 발생하며 동사의 협상력을 공고히 할 것이다. 중국발 발주 증가가 기대되는 가운데, 동사의 주요 고객인 한화오션과 삼성중공업 역시 고가 선별수주로 엔진의 P를 견고히 지킬 것이다. 1) 중국발 엔진 쇼티지, 2) 한국의 고가 선별수주로 Seller's market에서의 입지를 공고히 다질 동사를 알아보자.

4.1. 중국 조선의 약진

중국 조선업의 약진은 기회의 땅

중국 조선업은 저렴한 비용 및 CAPA 증설을 바탕으로 다양한 선종에서 신규 발주를 이어갈 것이다. 중국의 국영/민간 조선소를 가리지 않고 엔진 발주를 받는 동사에게 있어, 이는 곧 전방 수요의 확대라는 긍정적인 흐름이다. 중국 조선소들의 27년까지의 도크는 대부분 컨테이너선 및 탱커 등으로 채워져 있으나, 공고해진 입지와 건조능력의 발전을 바탕으로 최근에는 LNG 운반선 등 한국이 경쟁우위를 가지는 고가 선종에서의 침투율도 높아지고 있다. [도표 4-1]

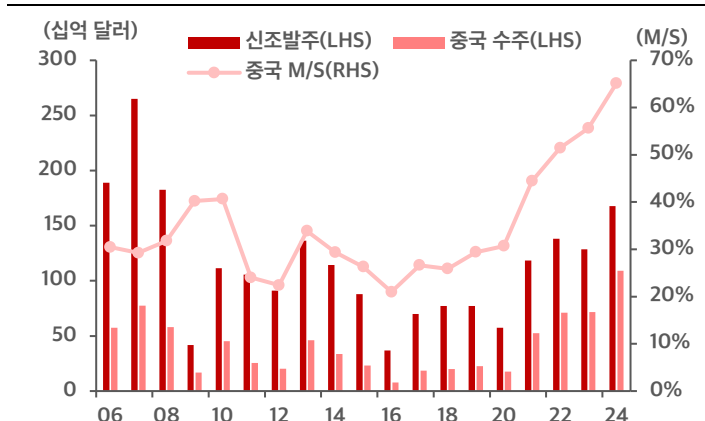
고마진 선박으로 이어지는 중국의 침투

중국 조선소들은 과거 대비 급증한 LNG 운반선 수주를 통해 레퍼런스 및 기술력을 쌓고 있다. 중국은 21년까지 2~3척 이내의 LNG 운반선을 수주해왔고, 제작 가능한 조선소도 후동중화 1개에 불과하였다. 그러나 22년 LNG 운반선 신조선 발주가 폭증했을 당시 LNG 운반선 55척 수주를 시작으로, 올해는 과거 한자릿수에 불과했던 점유율을 38%까지 끌어올렸고, 수주를 받은 조선소도 4개로 증가하였다. 올해 카타르에너지와의 초대형 LNG 운반선 24척 수주 계약은, 고가 선박에서도 중국의 경쟁력이 무시할 수 없는 수준으로 상승하였음을 보여준다.

여러 선종으로 이어질 중국 수주 모멘텀

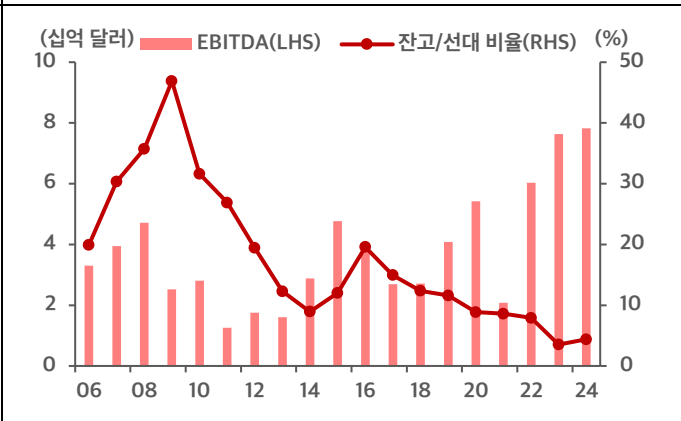
탱커선에서도 중국의 수주 모멘텀이 이어질 것이다. 우선, 중국은 일반 탱커뿐만 아니라 선가가 높은 VLCC(초대형 유조선)에서도 3년간 37척을 수주하며 점유율 74%를 차지하는 등 탱커선에서 강점을 가지고 있다. 탱커선 신조 발주 전망 또한 긍정적이다. 현재 탱커선의 잔고/선대 비율은 역사적 하단을 지나고 있고, 선박 공급 부족 및 지정학적 위기를 타고 탱커 선사들이 현금을 두둑이 쌓은 데다가, 올해 선령 15세 이상 노후선박 비중은 51.6%에 다다랐다. 이는 척수로 환산할 시 1,400여대에 해당한다. 다양한 선종에서 중국의 경쟁력이 상승하는 흐름은 한국 조선사에게는 리스크이지만, 동사에게는 고객사 다변화 및 협상력 확대의 기회이다. [도표 4-2]

도표 4-1. 상선 내 중국 침투율 증가



출처: Clarkson, SMIC 4팀

도표 4-2. 잔고/선대 비율 및 탱커사 EBITDA



출처: Clarkson, SMIC 4팀

4.2. 중국으로부터 일감 받는 선박 엔진업체 - 한화엔진

이제, 중국은 강력한 투자포인트

조선업 가치사슬에서, 동사는 중국발 수혜를 가장 강하게 받는 기업이다. 매출 및 수주잔고에서 중국이 차지하는 비중이 점점 증가하며, 이제 중국 고객사의 존재는 단순한 고객 다변화 차원을 넘어 강력한 투자포인트가 되었다. 3분기 동사는 China Merchants group, 중국으로 추정되는 미공개 기업, 신시대조선으로부터 총 4,268억 규모의 엔진을 수주했다. 이에 힘입어 동사 수주잔고에서 중국 비중은 3분기 40%를 넘기며 사상 최대 수준을 기록하였다. [도표 4-3]

이미 시작된 중국발 일감 폭증

근시일 내에도, 동사의 중국발 수주 모멘텀을 확인할 수 있다. 대략적으로 선박엔진 중 약 20%를 한화엔진에 발주하는 중국 주요 고객사인 양지장조선, 신시대조선은 이번 분기 중 총 48척, 242만 CGT의 일감을 확보하였다. 선박 발주 이후 3~6개월 이내 이루어지는 통상적인 엔진 발주 과정에 비추어 보아, 25년 1분기 이후 9~10여척 발주가 예상된다.

장기화될 중국향 엔진 발주

중국발 엔진 발주의 증가는 중국의 엔진 생산 능력이 선박 인도량을 따라가지 못해 벌어지는 현상이고, 이는 앞으로 수 년간 계속될 것이다. 중국발 엔진 쇼티지는 1) 중국 선박건조능력의 확대, 2) 부족한 중국 선박엔진 제조 역량으로 설명할 수 있다.

4.3. 쇼티지 원인 1 - 중국 선박건조능력의 확대

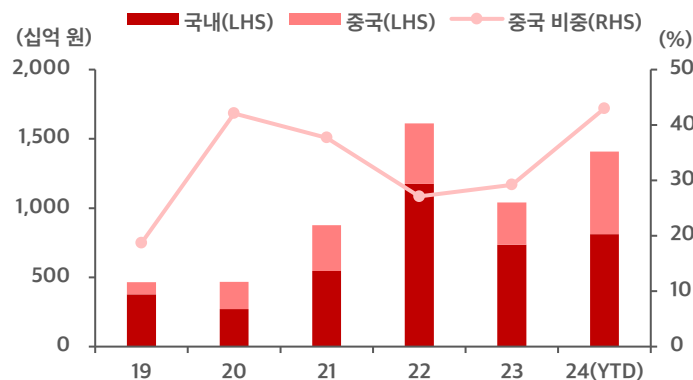
공격적으로 CAPA를 늘리는 중국 조선업

충분한 엔진 생산능력 확대가 뒷받침되지 못한 중국의 폭발적인 선박 건조능력 확대는, 동사와 같은 한국 엔진업체의 수요로 직결된다. 중국은 국영/민간 조선소를 가리지 않고 신규 도크 건설 및 유헴 설비 재가동을 통해 자국 총 CAPA(상선 기준 약 5,050만 DWT)의 약 30%에 해당하는 야드를 증설하고자 한다. 중국 국영조선소 CSSC는 지난 7월 6.9억 달러 규모 민간조선소를 인수하는 등의 행보를 보이며 350만 DWT 규모의 CAPA 증설 확정분을 가지고 있고, 재가동 후 보 설비를 추가로 반영하면 400만 DWT의 생산능력을 추가할 수 있다.

동사의 중국 고객사도 예외는 아니야

동사의 주요 중국 고객사인 양지장조선, China Merchants group, 신시대조선 역시 CAPA 확장 계획을 발표하였다. 양지장조선은 26년까지 LNG 운반선 건조가 가능한 30만 DWT급 도크와 20만 DWT급 조립 부두를 포함한 새로운 조선소를 건설할 계획이며, CAPA 증설 계획 확정분은 총 110만 DWT에 달한다. China Merchants group은 연간 3척 규모의 LNG 운반선 CAPA 증설을 최근 완료하였고, 유헴 설비 재가동 시 50만 DWT의 CAPA를 추가로 확보할 수 있다. 신시대조선은 탱커 및 컨테이너 생산능력 확장을 위해 7억 달러를 투자하여 27년까지 약 240만 DWT 규모의 4번째 드라이 도크를 건설할 예정이다. [도표 4-4]

도표 4-3. 동사 수주잔고, 중국 비중



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

도표 4-4. 중국 주요 조선소 증설 계획

조선소명	증설 완료 시기	확장 종류	내용
양지장조선	2026	신규 조선소	신규 조선소 건설을 위한 신규 부지
Hengli	2027	신규 조선소	연간 710만DWT CAPA 증설
신시대조선	2026	신규 도크	4번째 대형 드라이 도크 건설
Wilson Quidong	2026	시설 확장	Qidong에 신규 조선소 건설
Hantong WinG	2026	신규 도크	컨테이너선용 대형 건조 도크
CMCS	2026	시설 확장	2개의 조립 플랫폼 개발
상해외교조선	2025	크레인 설치	1도크에 1,000톤 크레인 설치
COSCO HI	2026	신규 도크	30만DWT급 건조 도크 건설
Chizhou Guichi	2026	시설 확장	100만DWT 규모 시설 확장

출처: 언론 종합, SMIC 4팀

폭발적으로 증가할
중국 D/F 엔진 수요

선박 건조능력의 공격적 확장으로, 중국 조선소들이 필요로 하는 저속 D/F엔진은 폭발적으로 증가할 것이다. 중국은 올해 LNG D/F 컨테이너선을 11대 인도하였으나, 25년부터 27년까지는 각각 42척, 29척, 58척을 인도하여야 하며, 메탄올 D/F 컨테이너의 경우 아직까지 인도 실적이 없으나 26년 19척, 27년 26척을 인도하여야 한다. **중국의 저속 D/F엔진 제작능력이 단기간에 폭발적인 성장을 보이지 않는 한, 동사에 대한 중국 조선소의 의존도는 높아질 수밖에 없는 상황이다.**

4.4. 쇼티지 원인 2 - 부족한 엔진제조 역량

배를 따라가지
못하는 엔진
생산능력

중국 조선업의 선박 건조 능력은 빠르게 증가하는 중이나, 핵심 부품인 선박 엔진 CAPA는 그 속도를 따라가지 못한다. 이에 따라 **중국발 엔진 쇼티지는 심화될 것이며, 이는 동사의 주력 제품인 저속 D/F엔진에서 더 크게 나타날 것이다.** 그 원인은 1) 현재 중국의 엔진 CAPA가 부족하고, 2) 단기간 내 CAPA 확대가 현실적으로 불가능하기 때문이다.

한국에 뒤쳐지는
중국 선박 엔진
제조업체

중국의 엔진 생산능력은 현재 한국에 크게 뒤쳐지고 있고, 저속 D/F엔진과 같은 고부가가치 엔진으로 갈수록 그 격차가 크다. 동사를 포함한 한국 엔진 3사(HD현대중공업, HD현대마린엔진)의 선박 엔진 생산능력이 연간 2,140만 마력인데 반해, 중국의 생산능력은 964만 마력으로 추정된다. D/F엔진 등의 고부가가치 엔진으로 범위를 좁히면 중국의 경쟁력은 더 떨어진다. D/F엔진은 LNG 저장탱크 설치의 용이성 및 열 효율 등의 이유로 초대형 및 대형 선박에 주로 탑재되어 강한 마력을 요구한다. 동사가 공급하는 엔진의 평균 마력은 약 2.6만인 데 반해 CSSC Engine의 엔진은 평균 1만 마력 수준으로, 상대적으로 제품 mix에서 저속 D/F엔진과 같은 대형 엔진의 비중이 적음을 유추할 수 있다. [도표 4-5]

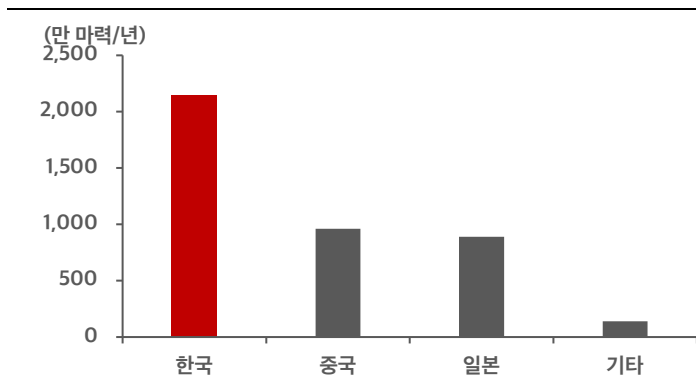
D/F 엔진에서 더욱
심화될 한-중 격차

현재 중국의 저속 D/F엔진 생산능력은 LNG 운반선, D/F 컨테이너선, Ready선 교체수요 등을 감당하기에는 턱없이 모자라다. 중국 1위 선박용 엔진업체인 CSSC Engine의 저속 D/F엔진 생산능력은 올해 기준 연간 150만 마력 수준이고, 이는 CSSC Engine의 총 선박엔진 생산능력 중 37.5% 수준에 불과하다. HHM, YCMP 등 저속 D/F엔진 생산능력을 가지고 있는 중국 엔진 업체의 생산능력도 각각 113만 마력, 68만 마력 수준으로 추정된다. 중국의 생산능력이 한국을 따라올 길도 요원하기만 하다. CSSC Engine의 작년 저속 D/F엔진 생산능력 증가율을 그대로 적용해도 증분은 45만 마력에 불과하며, 주요 엔진 업체 중 조선업에 신규 진입하는 Hengli 그룹 외 증설을 발표한 업체는 현재로서는 전무하다.

늘어나는 한국
의존도 - (1) 선박
엔진

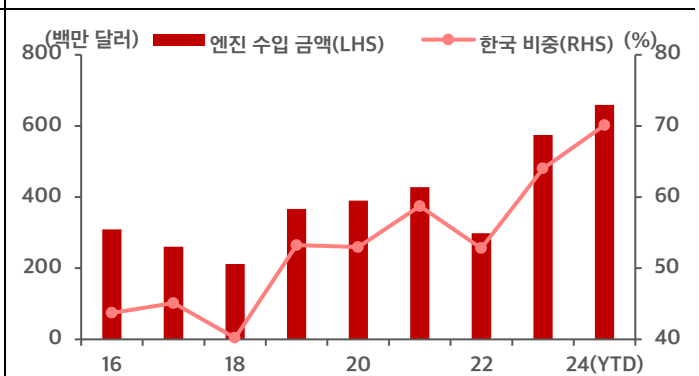
중국은 선박 엔진 수입이라는 대안을 선택할 수밖에 없고, 그 과정에서 가장 크게 수혜를 보는 것은 동사와 같은 한국 엔진 업체이다. 중국은 꾸준히 선박 엔진 수입의 50% 정도를 한국에 의존해왔으나, 수요-공급 불균형이 심화되며 중국의 선박 엔진 수입 금액도 급격히 상승하였고, 수입 금액 중 한국이 차지하는 비중 역시 2년간 약 20%p 증가하였다. [도표 4-6]

도표 4-5. 글로벌 선박용 저속엔진 CAPA



출처: 각 사, 언론 종합, SMIC 4팀

도표 4-6. 중국 선박 엔진 수입 동향



출처: 중국해관총서, SMIC 4팀

늘어나는 한국
의존도 -
(2)엔진기자재

단기간에 엔진 생산능력을 빠르게 확대하는 것도 현실적으로 불가능하다. **엔진기자재 가치사슬의 제약이 병목으로 작용하기 때문이다.** 엔진기자재 산업은 자본 회수기간이 길고, 숙련된 기술 인력이 확보되어야 하며 고객의 높은 요구수준을 만족해야 하기 때문에 생태계가 조성되는 데 오랜 시간이 걸린다. 한국은 친환경·고가부가가치 선박을 오랜 기간 선도해온 대형 조선사들을 보유하고 있어, D/F엔진으로의 전환에 필요한 핵심 기자재의 조달경쟁력이 높다. 반면, 중국은 D/F엔진이 탑재되는 고가 선박 수주가 본격적으로 증가하는 초기 단계에 있어 합작법인, 한국/일본/유럽 등으로부터의 수입을 통한 조달 비중이 높다. [도표 4-7]

엔진기자재 자체
조달능력의 한계

특히, 몇몇 필수 엔진기자재에서 중국은 점유율이 극히 낮아 대부분을 수입에 의존하여야 하며, **내부적인 조달능력의 한계는 엔진 생산능력 확대의 상방을 제한한다.** 그 대표적인 사례가 선박 엔진용 실린더라이너 시장이다. 이 시장은 케이프(한국), Toakoki(일본) 두 기업의 점유율이 70% 이상인 과점시장이며, 중국 점유율은 10% 수준이다. 실린더 라이너는 피스톤 운동으로 인한 엔진 실린더의 마모를 방지하는 부품으로, 엔진 당 10여개가 탑재된다. D/F엔진의 경우 두 가지 연료를 사용하기 때문에 기존 엔진 대비 두 배가 필요해, 중요성이 더욱 강조된다. [도표 4-8]

결국 선박 CAPA
확장을 따라가지
못할 엔진 CAPA

한 마디로, 세 기업의 증설 없이는 선박용 저속엔진 생산능력을 함부로 늘릴 수 없다. 사측(케이프)와의 연락을 통해 엔진 업체의 증설이 반드시 실린더라이너 증설로 이어지지 않으며, 중국 엔진업체의 증설과는 관련성이 없다는 입장을 확인하였다. 주요 기업들은 30~80년의 업력을 지니고 있어 새로운 플레이어의 진입이 어렵고, 최근 D/F 엔진 발주 비중이 높아지며 현재는 블랙마켓을 통한 실린더라이너 조달 또한 불가능하다. 그 외에도 피팅(성광벤드, 태광), 크랭크샤프트(HD현대마린엔진)등 각종 엔진기자재에서 한국이 중국에 우위를 점하고 있어, 단기간 내 폭발적인 생산능력 확대는 불가능하다고 판단한다.

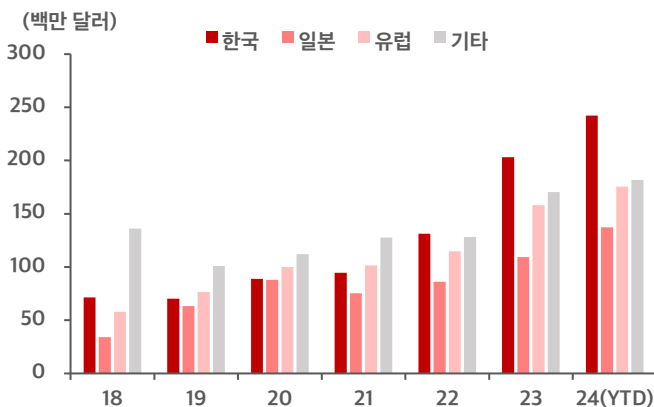
아직 부족한 중국
엔진 레퍼런스

부족한 레퍼런스 또한 중국의 엔진 생산능력 확대가 단기간 내 이루어지기 어려운 하나의 이유이다. 선박 엔진은 20~30년 이상 사용되는 핵심 부품인 만큼, 라이선스를 가진 제조업체라도 납품에 공백기가 있거나 납품한 제품이 문제없이 작동했다는 레퍼런스가 충분히 쌓여야 한다. 특히 LNG 운반선의 경우, 18년 후동중화가 제작한 엔진 결함으로 해상에서 정지한 사고가 있어 선주들의 중국 신뢰도가 더욱 낮다. 이는 곧 동사와 같은 한국 엔진업체의 수혜로 이어진다.

결론: 중국발 Q
폭증!

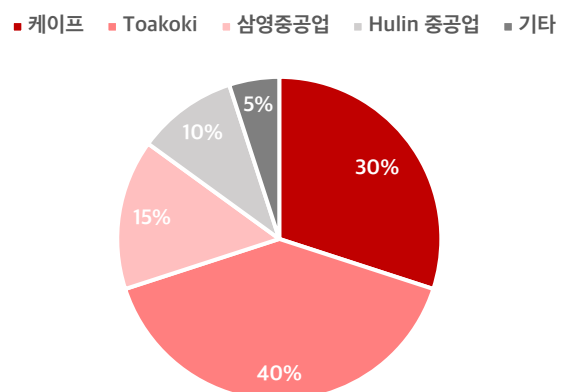
강한 중국발 D/F엔진 수요, 부족한 공급, 동사의 높은 중국 익스포저 삼박자가 겹치며 동사는 강력한 협상력을 확보하였다. 이를 통해 동사는 중국과의 계약에서 상대적으로 선가가 저렴한 탱커보다는 LNG 운반선, 대형 컨테이너선 등 고가 선박 위주로 D/F엔진을 선별 수주할 것이다.

도표 4-7. 중국 엔진기자재 수입 동향



출처: 한국무역협회, 중국해관총서, SMIC 4팀

도표 4-8. 선박엔진용 실린더라이너 시장 점유율



출처: 한국IR협의회, SMIC 4팀

4.5. 고가 선별수주로 P를 지탱할 한국 조선소

고가 선별수주로, 비싼 엔진을 발주하는 한국

현재 중국 조선업은 한국을 빠르게 추격하며 동사 수주잔고에서의 비중을 높이고 있으나, 그렇다고 국내 전방사 2사(한화오션, 삼성중공업)의 중요성이 떨어짐을 의미하지는 않는다. 중국 소티지와는 별개로, 동사가 수주하여야 할 국내 전방사발 수주 역시 가스선, 초대형 컨테이너선 등 고부가가치·고마진 선박으로 채워지며 동사 엔진의 ASP를 단단히 다질 것이다. 동사의 국내 전방사가 고가 선별수주의 수혜를 맞이할 준비가 되어 있는지, 한국 조선업에는 어떠한 신조선 발주 모멘텀이 기대되는지 알아보자.

(1) 한화오션, 삼성중공업 잘할 수 있지?

인력 check

동사의 주요 고객사인 한화오션과 삼성중공업은 앞으로 계속될 고가 선박 수주에 대응할 준비를 마쳤다. 조선업은 노동집약적인 산업으로서, 납기를 준수하고 생산능력을 개선하기 위해서는 신규 인력의 채용 및 기존 인력의 숙련도 상승이 필요하다. 23년 정부는 기업별 외국인 인력 도입 비중을 20%에서 30%로 조정하였으며, E7(기능인력)비자의 쿼터 역시 연간 2천명에서 5천명으로 확대되었고 신속 심사제도를 통해 발급 기간을 축소하였다. 이를 통해 한국 조선소들은 작년 1만 4천여명의 신규 인력을 확보할 수 있었다. [도표 4-9]

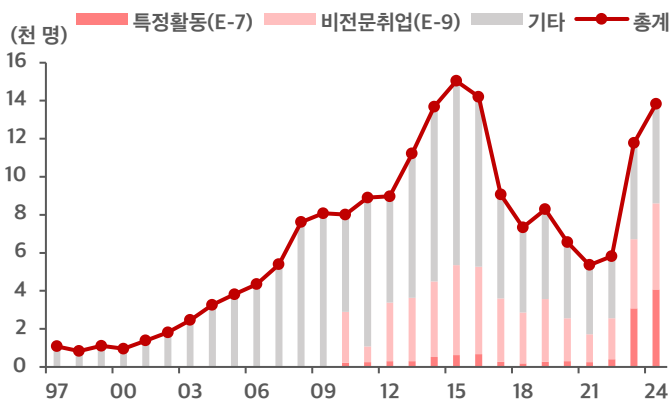
뚜렷한 생산성 개선세

한화오션과 삼성중공업은 생산성의 개선을 통해 계속될 신규 수주에 효율적으로 대응할 수 있다. 두 조선소는 신규 인력 확보 및 작년 채용된 인력의 숙련도 상승을 통해 안정적으로 선박 건조가 가능한 수준의 생산성을 확보하였다. 한화오션은 22년 대우조선해양 당시 파업의 여파로 아직까지 일회성비용을 반영하고 있으나, 전년 대비 공정만회비용을 절반 이하로 줄이면서 본격적인 공정 정상화 국면에 진입하였다. 삼성중공업 역시 3분기 조선 부문에서 110%의 가동률을 기록하였고, 9개월 만에 작년 생산실적의 86.2%를 달성하며 생산성의 개선을 보여주었다.

한화오션: LNG 잘해요

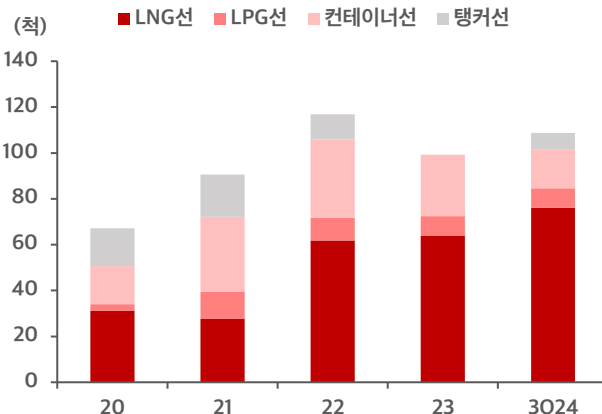
동사의 캡티브 물량을 책임지는 1위 고객사인 한화오션은 LNG 운반선에서 강력한 경쟁력을 가지고 있다. 국내외 조선사를 통틀어 가장 많은 LNG 운반선 발주 이력을 가지고 있으며, 여러 국적의 선주들과의 레퍼런스를 바탕으로 꾸준히 LNG 운반선 수주를 이어가고 있다. 한화오션은 올해 LNG 운반선 및 FSRU 19척 등 총 39척을 수주하며 국내 개별 조선사 중 가장 높은 신규수주를 달성하였고, 그 결과 수주잔고 내 LNG 운반선 비중은 75%를 기록하였다. 25년 이후의 선박 입찰에서도 LNG 운반선에서의 강력한 경쟁력을 바탕으로 지속적으로 고가의 신규 수주를 받으며 수익성을 개선시켜 나갈 것으로 판단한다. [도표 4-10]

도표 4-9. 거제시(한화오션, 삼성중공업) 등록 외국인 수



출처: 법무부, SMIC 4팀

도표 4-10. 한화오션 선종별 수주잔고 추이



출처: 한화오션 IR, SMIC 4팀

여유 슬롯에
채워나갈 동사 엔진

한화오션은 27년 하반기 이후 인도 슬롯의 여유분을 바탕으로 신규 수주를 받으며 동사 엔진 발주를 늘려갈 것이다. 한화오션은 대형 조선사들 중 27년 컨테이너선 슬롯 여유분을 가장 많이 보유하고 있으며, 28년 이후의 인도 슬롯에 대해 15척 이상의 LNG 운반선을 수주할 수 있는 상태이다. 이번달에만 1조 458억 규모의 LNG/LPG 운반선 4척을 수주하며, 한화오션향 D/F엔진 매출의 수혜는 빠르게 가시화되고 있다.

삼성중공업: 뛰어난
업황 대응능력

삼성중공업은 선박 시장의 흐름에 따라 mix를 다변화할 수 있는 전략적 유연함을 갖추고 있어, 어떤 흐름에서도 동사에게 꾸준히 고가의 엔진 발주를 맡길 수 있다. 팬데믹 이전까지는 셔틀탱커 분야 1위 조선소였으나, 21년 팬데믹 이연수요로 컨테이너선 발주가 폭증하자 컨테이너선 44척을 수주하였고, 러-우 전쟁으로 LNG 수요가 급증한 21~22년 LNG 운반선 58척을 수주하는 등, 최근 몇 년간 전방 수요에 민첩하게 대응하는 모습을 보였다.

앞으로도 이어질
삼성중공업발 수주

현재의 삼성중공업은 매출 대비 3배 이상의 수주잔고를 쌓아놓고, 고가 선별수주를 진행하고 있다. 수주잔고 121척 중 79척을 LNG, LPG 및 암모니아 운반선으로 채우고 있으며, 환경규제 강화 트렌드에 발맞추어 D/F 컨테이너선과 LNG 운반선, VLAC 등의 고부가가치 선종 위주로 인도 슬롯을 채울 전망이다. 삼성중공업 LNG 운반선 건조 CAPA 20척 중 27년에는 4척, 28년에는 10척의 슬롯이 남아있어 동사로의 추가적인 엔진 발주를 기대할 수 있다. [도표 4-11]

신조선 발주 받을 준비
완료

한화오션 및 삼성중공업은 모두 개선된 생산성 및 LNG 운반선 등 고마진 선박에서의 경쟁력을 바탕으로 한국 조선소로 향할 신조선 발주 모멘텀을 받아낼 것이다. 25년 이후 한국 조선업에 어떠한 신조선 발주 모멘텀이 기대되는지, LNG 운반선 및 컨테이너선을 중심으로 분석하고자 한다.

(2) LNG 운반선, 지금까지 잘해왔고 앞으로도 잘 할 것이다

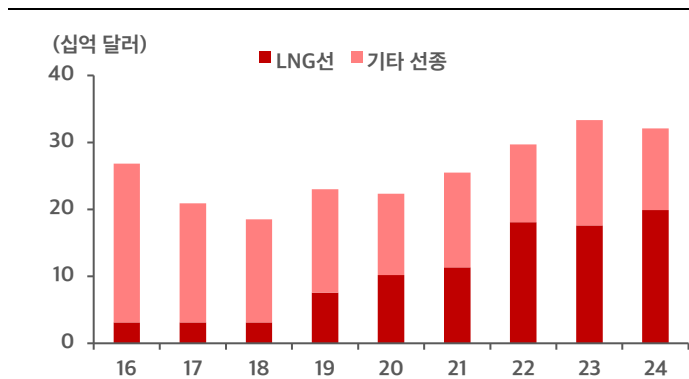
신규 프로젝트와
교체발주가 끌어갈
LNG 운반선 발주

LNG 운반선의 경우, 신규 프로젝트 및 노후선 교체 발주로 30년까지 560여척이 추가로 필요하며, 이는 향후 5년 이상 한국 조선소의 도크를 채우기에 충분한 수준이다. 현재 LNG 터미널 프로젝트 단계별 요구되는 174k급 이상 LNG 운반선은 건설 중 단계 365척, FEED 단계 408척, 제안 단계 386척 수준이다. FEED 단계, 제안 단계 LNG 프로젝트의 평균적인 최종 투자 승인률인 50%, 20%를 적용하고, 보수적으로 건설 중 단계에 필요한 LNG 운반선은 전량 기수주 물량임을 가정하면 총 281척의 발주가 필요하다. [도표 4-12]

노후선 교체의 당위성

30년 기준 노후 LNG 운반선 282척이 교체 발주로 이어질 것이라 전망한다. 노후 LNG 운반선은 높아진 LNG 기화율로 인해 선속을 높이지 않으면 연간 200억 원 이상의 손해가 발생하지만, 높아진 선속으로 인해 대형 컨테이너선 수준의 탄소를 배출하게 되어 규제대상이 되기 때문이다.

도표 4-11. 삼성중공업 수주잔고 추이



출처: 삼성중공업 IR, SMIC 4팀

도표 4-12. LNG 운반선 발주 예상치

LNG 운반선 발주 전망			
신규 LNG 프로젝트	필요 LNG 운반선	FID 비율	예상 발주량
건설 중 단계	365	0%(기수주)	0
FEED 단계	408	50%	204
제안 단계	386	20%	77
신규 프로젝트발 수요			281
노후선 교체 수요			282
총 발주 전망치			563

출처: SMIC 4팀

P를 지켜가며 이어질 LNG 운반선 수주

동사에게 있어 가장 중요한 부분인, 25년 이후 LNG 운반선의 P는 상방이 열려있고 하방은 제한적이다. 우선, 한국 및 중국 조선소들의 백로그 길이가 모두 3년 이상인 현재와 같은 구간에서는 추세적으로 P의 상승 압력이 하락 압력보다 높다. 최근 LNG 운반선 신조선가가 소폭 조정받았으나, 이는 일시적인 현상에 불과하다. 28년 LNG 터미널 완공 규모가 일시적으로 줄어들며, 여유가 생긴 단기납 인도 슬롯을 채우는 과정에서 P가 일시적으로 하락한 것이고, 29년부터 다시 LNG 터미널 완공 규모가 상승하기 때문에 이는 곧바로 해결될 것이다. [도표 4-13]

미국발 LNG 발주는 한국 예비수요

27~30년 FEED 단계에 있는 LNG 프로젝트의 64%가 미국발이라는 점 역시 한국 조선업계에 긍정적이다. 중국으로 수입될 예정이 아닌 LNG 프로젝트의 필요 선박은 곧 한국의 예비수요로 직결된다. 여기에, 최근 트럼프가 당선되며 미국 LNG 수출 재개가 기대되는 등, 미국발 훈풍 역시 한국 조선소들의 LNG 운반선 수주를 이끌 것이다.

(3) 컨테이너선, 뒤쳐진 줄 알았지만 다시 한 번

다시 한국을 향하는 선사들의 발걸음

한국 조선소들은 고가 선별수주 정책에 적합한 대형 컨테이너선에서도 조금씩 수주를 이어갈 수 있을 것이다. 최근 중국은 크기를 가리지 않고 컨테이너선 수주의 80% 이상을 독식하였다. 그러나 최근의 독식으로 인해 중국은 28년 슬롯을 대부분 소진하였고, 이에 해운사들은 조금씩 신규 발주의 방향을 한국으로 돌리고 있다.

최근 증가하는 대형 컨테이너선 수주

한국 조선소로 다시 돌아오는 컨테이너선 수주는 이미 가시화되었고, 25년의 수주 모멘텀 또한 충분하다. 글로벌 1위 해운사 Maersk는 10월 LNG D/F 위주로 포트폴리오를 재편하며, 16,000TEU급 LNG D/F 컨테이너선 6대 (+ 옵션 4대)를 한화오션에 수주하였다. 삼성중공업 역시 11월 대만 해운사 완하이로부터 16,000TEU 메탄올 D/F 컨테이너선 4대를 수주하며 한국 조선소들이 대형 컨테이너선 수주를 다시 받기 시작하고 있음을 보여주었다. [도표 4-14]

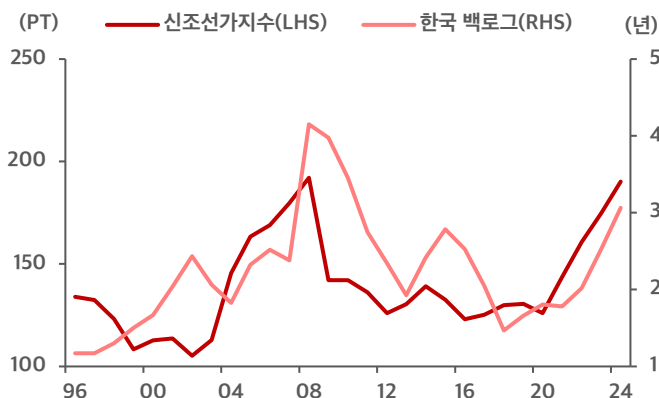
기대되는 컨테이너선 수주 모멘텀

한국 조선소들은 근시일 내에 이어질 선사들의 대형 컨테이너선 발주에 대한 28년 이후의 슬롯을 어느 정도 가져갈 수 있을 것이다. 현재 발주/잔고비율이 낮고 선대 확대 계획이 있어 한국으로 일감을 줄 가능성이 가장 높은 선사는 HMM과 대만의 Yang ming으로, 총 63척 규모의 대형 컨테이너선 발주가 예상된다.

고가 선별수주의 수혜를 받을 동사

한국 조선소들은 25년 이후에도 LNG 운반선, 대형 컨테이너선 등 고가 선박을 꾸준히 수주하며 선박의 P를 견고히 할 것이다. 그 가운데에서, 동사는 두 고객사를 통해 선박의 높은 P를 엔진 가격으로 전가하며, 고가 선별수주 전략의 수혜를 고스란히 받는다.

도표 4-13. 한국 조선소 백로그 및 신조선가지수



출처: Clarkson, SMIC 4팀

도표 4-14. 최근 발주 및 발주 예상 컨테이너선 물량

선주	계약시기	크기	척수	협업 조선소
Maersk	4Q24	16K	6+4 52	한화오션 중국
Wan hai	4Q24	16K	4	삼성중공업 HD현대삼호
HMM	2025~	미정	45	한국 유력
Evergreen	2025~	24K	11	한국, 중국 등
Yang ming	2025~	16K	18	한국 유력

출처: 언론 종합, SMIC 4팀

Issue & Risk

트럼프의 당선으로 동사는 기회와 리스크 모두를 목도하고 있다. **선술했듯 트럼프 당선으로 동사는 LNG선의 장기 발주 호황을 기대할 수 있지만 반면에 1)환경 규제의 축소와 2)컨테이너선 물동량 감소 3)규제로 인한 중국 조선사 불황은 충분히 우려될 수 있는 상황이다.** 하지만 조선업, 특히 D/F엔진을 만드는 동사에 트럼프 리스크는 시장의 우려와 달리 크지 않다. 트럼프 집권 이후 달라질 업황의 형태를 하나하나 짚어본다.

5.1 스크래치조차 나지 않을 IMO 규제

트럼프 1기때
IMO 규제의 향방은?

트럼프 당선으로 인한 가장 큰 리스크는 단연 현재 진행중인 IMO 해사규제가 미국의 외압으로 인해 조기 중단될 수 있다는 우려이다. 하지만 **아무리 트럼프라도 IMO가 이미 공표를 완료한 규제를 뒤로 되돌리는 것은 결코 일어날 수 없는 시나리오이다.** 트럼프가 미국 대통령이 된 것은 이번이 처음이 아니다. 앞으로의 환경 규제의 향방을 정확히 진단하기 위해서 트럼프 1기에 IMO해사규제가 어떤 영향을 받았었는지 훑아보자. [도표 5-1]

황산화물 규제는
아무 일도 없었다

가장 대표적인 것은 선술했던 황산화물 규제인데, 계획수립(17년), 실행(20년 1월) 단계까지 모두 트럼프 재임기간에 걸쳐 진행되었음에도 불구하고 기존에 계획되었던 타임라인을 정확히 지키며 규제 실행을 완료했다. 물론 어려움이 없었던 것은 아니다. **IMO가 황산화물 규제의 적용을 확실히 공언한 18년, 미국 행정부(트럼프)와 그리스를 중심으로 황산화물 규제 연기 압박이 있었다.** 미국과 그리스는 MEPC 73차 회의에서 황산화물 규제에 대해 EBP(경험축적기)를 제안했다. 규제 적용 단계를 실제로 지켜보고 시행 이후에도 개정 가능성을 열어두자는 절충안의 제시였다.

고작 제안?
트럼프도 못말려

여기서 두 가지 중요한 사실을 확인할 수 있다. 1)트럼프 행정부가 행정적으로 IMO의 규제를 강제로 해산시킬 수 없었고 고작 절충안에 불과한 EBP를 '제안'할 뿐이었다는 것 2)IMO는 그 제안을 곧바로 묵인하고 기존의 규제 타임라인을 정확히 준수했다는 것이다.

트럼프 당선 이후에도
지금의 기초 유지

심지어 트럼프 재임기간이었던 18년, MEPC 72차에서 온실가스 감축 초기 전략을 수립했고 19년, 타국 항만에서 처리 전 선박평형수의 배출을 금지하는 BWTS(선박평형수관리협약)가 처음으로 시행되었다. 나아가 20년에는 08년에 비해 온실가스를 20%감축하는 EEDI Phase2가 차질 없이 실시되기도 하였다. **이렇듯 트럼프 집권은 IMO의 친환경 규제에 어떤 영향도 주지 못했다.** 따라서 트럼프 집권 이전(25년 1월 1일)에 발표되는 Phase3은 규제의 시행을 의심조차 할 필요 없고 26년까지 매년 2% 강화되는 CII또한 지금의 기초를 유지한다 보는 것이 합당하다.

도표 5-1. 친환경 규제 진행 타임라인



출처: SMIC 4팀

5.2 관세로 인한 컨테이너선 물동량 감소 우려

컨테이너선이 가장 큰 타격

사실 트럼프 당선으로 가장 쓴 고배를 마신 선종은 컨테이너선이다. 미국의 보호무역주의 강화로 교역이 위축되고 완제품이 주로 보호무역의 대상이 되는 만큼 이를 운송하는 컨테이너선이 가장 큰 영향을 받을 것이라는 우려가 제기되고 있다. 과거 트럼프 행정부 1기에도 중국과의 무역분쟁이 발생하며 물동량이 둔화되는 현상이 있었기에 충분히 합리적인 우려이다.

단기적으로는 오히려 물동량 증가!

하지만 오히려 관세 인상이 본격화되기 전인 25년에는 물동량이 일시적으로 증가할 예정이다. 실제로 트럼프 1기가 시작되었던 17년은 오히려 전년에 비해 물동량 증가율이 더 높아지기도 했다. 18년 또한 당선 이전인 16년과 유사한 수준의 물동량 증가율로 회귀했을 뿐으로 트럼프 당선에 따른 물동량 감소 우려는 적어도 2년정도, 즉 26년까지는 제한적일 것이다. 또한 중국산 제품이 동남아 등으로 우회수출 되어 항만 체선이 가중되어 결과적으로 선박량이 추가 감소하는 시나리오 또한 배제할 수는 없다. 이렇게 되면 트럼프 당선이 물동량에는 큰 영향이 없고 심지어 운임에는 긍정적으로 작용할 수도 있다. [도표 5-2]

선별수주로 영향은 제한적

세계 2위 해운사 Maersk가 지난 9월 최대 32척의 대선단을 발주하며 아직 컨테이너선 업계에 상당한 발주 여력이 남아있음을 확인한 것 또한 긍정적이다. 혹여나 해운사들의 컨테이너선 발주가 전체적으로 줄어들더라도 동사는 D/F엔진 제조사로, 고부가 컨테이너선을 선별 수주할 수 있는 공급자 우위를 갖춘 상황이므로 완성배 업체에 비해 그 영향은 제한적일것이라 사료된다.

5.3 미국의 LNG 대중제제 우려

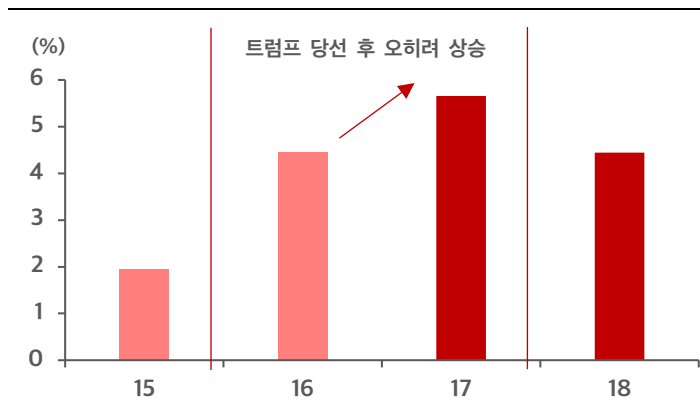
미국의 중국 조선을 향한 직접적 제제

마지막으로 미국의 중국 조선을 향한 직접적인 제제에 대한 우려이다. 동사는 국내사들 뿐만 아니라 중국향 매출비중도 높게 형성되어 있으므로 논의가 필요하다. 앞으로 LNG 공급망의 주도권을 가져갈 미국향 수주분에 대해 미국의 보호무역으로 인해 중국이 완벽히 배제당할 가능성이 높은 상황이다. 하지만 전혀 우려할 필요가 없다. 미국이 진행중인 LNG프로젝트를 한국이 모두 수주해 간다면 결국 한국 조선사들의 도크가 꽉 찰것이고 나머지 국가들에서 진행되는 LNG프로젝트에 대한 LNG선 수요는 결국 중국으로 향할 수밖에 없다. 미국 이외의 LNG프로젝트들의 규모를 모두 합하면 미국의 그것과 거의 유사하기 때문에 수요는 걱정할 필요가 없다. [도표 5-3]

누가 이기던 LNG는 간다

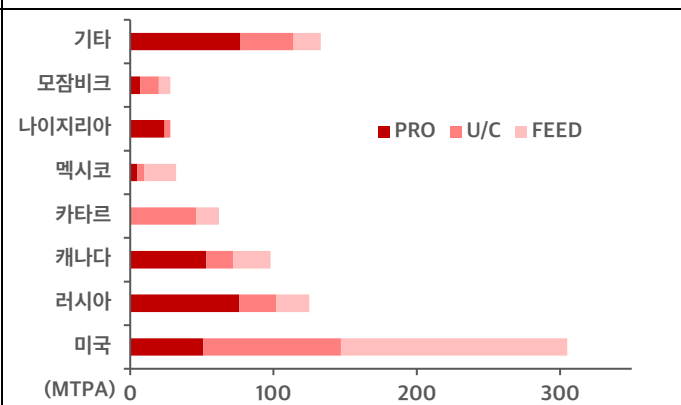
만약 중국의 LNG 수주량이 기대에 못 미칠 경우에도 결과는 동일하다. LNG선 발주가 늘어나는 모멘텀 자체는 의심할 여지가 없고 중국 고객사들이 물량을 받지 못한다면 수요는 한국으로 온다. 중국과 한국. 누가 이기더라도 수혜를 받는 동사의 강점이 LNG선에서 크게 부각될 것이다.

도표 5-2. 세계 컨테이너 해운물동량 증가율



출처: Clarkson, SMIC 4팀

도표 5-3. 진행 중인 LNG 프로젝트



출처: Clarkson, SMIC 4팀

매출추정

상기 투자포인트를 종합하여 도출한 매출 추정 테이블은 다음과 같다.

한화엔진 매출추정											
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	~3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	673.8	830.1	599.0	764.1	854.3	875.9	363.6	1,211.3	1,378.0	1,466.8	1,633.6
YoY(%)	24.1%	18.8%	-38.6%	21.6%	10.6%	52.1%	30.6%	41.8%	13.8%	6.4%	11.4%
선박용 엔진	558.1	675.6	437.9	603.3	692.9	743.0	335.4	1,078.4	1,215.8	1,302.3	1,465.4
삼성 & 한화	362.6	501.0	210.6	310.8	425.4	501.5	253.4	754.9	875.4	859.5	937.9
중국	127.0	144.1	218.5	268.0	216.7	233.2	68.7	301.9	340.4	442.8	527.6
기타 엔진	68.5	30.5	8.8	24.5	50.8	8.3	13.3	21.6	-	-	-
비선박 엔진	115.7	154.5	161.1	160.8	161.4	132.9	28.2	161.1	162.2	164.5	168.2
SCR	39.8	68.5	35.0	40.7	38.5	26.7	11.4	38.1	26.8	15.6	4.4
AM 등 기타	75.9	86.0	126.1	120.1	122.9	106.2	16.8	123.0	135.3	148.9	163.8

6.1. 선박용 엔진 부문 매출 추정

동사의 매출은 인도기준으로 인식된다. 평균 계약 기간은 약 2~3년이며, 엔진가격은 계약체결 시점을 기준으로 선종별 신조선가에 연동된다. 선박용 엔진 부문 매출 추정 논리는 (1)공시분 매출 추정 + (2)미공시분 매출 추정 + (3)신규 수주분 매출 추정을 따른다.

(1) 공시분 매출 추정

공시분 매출 추정				
(단위: 십억 원)	4Q24E	2025E	2026E	2027E
공시분 매출	209.3	905.0	1,061.9	423.1
한화 & 삼성	119.8	600.1	845.0	186.2
% of Sales	57.2%	66.3%	79.6%	44.0%
한화오션	60.6	167.4	423.1	-
삼성중공업	59.2	432.7	421.9	186.2
중국	89.5	304.8	216.8	237.0
% of Sales	42.8%	33.7%	20.4%	56.0%

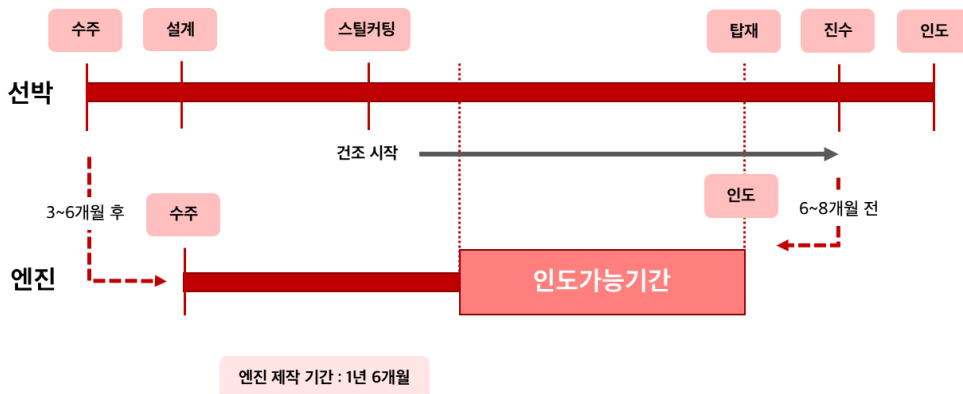
엔진 제작에는 대략 1년~1년 6개월의 제작 기간을 걸쳐, 최종 계약종료시점까지 나누어 인도된다. 따라서 공시분 매출 추정을 위해 ① 인도가능시기 ② 계약 당 엔진 수를 추정하여, 인식 가능한 기간에 걸쳐 균등하게 인도된다고 가정하였다.

한화엔진 신규 수주 현황(공시분)									
발주처	계약시작일	계약종료일	인도예정분기	수주총액	발주처	계약시작일	계약종료일	인도예정분기	수주총액
삼성중공업	2018-04-17	2020-10-23	4Q 20	76,900,000,000	삼성중공업	2022-08-12	2025-08-21	3Q 25	170,500,000,000
한화오션	2018-06-21	2020-02-28	1Q 20	47,700,000,000	한화오션	2022-08-24	2024-05-07	2Q 24	65,900,000,000
한화오션	2018-10-01	2020-02-17	1Q 20	84,900,000,000	삼성중공업	2022-08-26	2024-02-01	1Q 24	29,200,000,000
CSBC Corporation	2018-10-04	2020-09-12	3Q 20	44,700,000,000	Taizhou Sanfu Ship Engineering	2022-08-31	2025-05-15	2Q 25	31,000,000,000
한화오션	2018-10-11	2020-06-03	2Q 20	39,500,000,000	한화오션	2022-09-15	2025-03-01	1Q 25	119,600,000,000
한화오션	2019-04-04	2020-07-21	3Q 20	29,500,000,000	삼성중공업	2022-09-30	2024-11-30	4Q 24	62,600,000,000
삼성중공업	2019-09-30	2021-07-09	3Q 21	54,900,000,000	Yangzijiang International Trading	2022-10-13	2025-04-25	2Q 25	61,700,000,000
Yangzijiang International Trading	2019-10-24	2021-06-15	2Q 21	26,800,000,000	Zhoushan Changhong International	2022-12-09	2025-10-30	4Q 25	147,000,000,000
한화오션	2020-01-31	2020-11-15	4Q 20	30,300,000,000	삼성중공업	2022-12-21	2025-05-10	2Q 25	44,200,000,000
한화오션	2020-02-24	2021-10-18	4Q 21	28,500,000,000	China Merchants Heavy Industry	2023-01-03	2025-05-15	2Q 25	64,300,000,000
중국 DSIC	2020-03-05	2022-01-05	1Q 22	35,800,000,000	삼성중공업	2023-01-05	2026-12-12	4Q 26	72,300,000,000
중국 NACKS/DACKS 조선소	2020-10-21	2023-02-20	1Q 23	61,500,000,000	삼성중공업	2023-01-19	2025-03-29	1Q 25	40,200,000,000
한화오션	2020-12-23	2022-02-25	1Q 22	43,000,000,000	Yangzijiang International Trading	2023-02-14	2025-03-08	1Q 25	34,400,000,000
한화오션	2021-02-18	2023-02-13	1Q 23	44,000,000,000	한화오션	2023-02-22	2025-06-23	2Q 25	63,600,000,000
삼성중공업	2021-03-11	2022-10-02	4Q 22	35,900,000,000	Nakilat Shipping (Qatar) Limited	2023-03-01	2028-02-28	1Q 28	89,800,000,000
한화오션	2021-03-15	2023-07-14	3Q 23	82,900,000,000	China Merchants Heavy Industry	2023-03-31	2025-12-31	4Q 25	33,100,000,000
Yangzijiang International Trading	2021-04-26	2023-03-26	1Q 23	64,000,000,000	한화오션	2023-04-03	2025-10-27	4Q 25	63,600,000,000
삼성중공업	2021-06-30	2023-07-28	3Q 23	52,900,000,000	삼성중공업	2023-05-31	2026-02-07	1Q 26	60,000,000,000
한화오션	2021-09-30	2023-03-03	1Q 23	50,600,000,000	New Times Shipbuilding	2023-07-28	2026-11-28	4Q 26	72,800,000,000
한화오션	2021-12-21	2023-09-25	3Q 23	56,700,000,000	삼성중공업	2023-08-28	2026-11-30	4Q 26	382,100,000,000
한화오션	2022-01-18	2024-02-05	1Q 24	68,300,000,000	한화오션	2024-02-22	2026-07-06	3Q 26	149,300,000,000
Shanghai Waigaoqiao Shipbuilding	2022-03-04	2024-07-02	3Q 24	94,500,000,000	삼성중공업	2024-04-26	2027-10-01	4Q 27	273,600,000,000
삼성중공업	2022-03-31	2025-03-10	1Q 25	56,300,000,000	New Times Shipbuilding	2024-05-20	2027-07-11	3Q 27	81,600,000,000
한화오션	2022-04-12	2024-09-30	3Q 24	52,800,000,000	경영상 비밀유지(중국)	2024-07-04	2028-07-12	3Q 28	113,800,000,000
한화오션	2022-04-15	2024-12-15	4Q 24	43,300,000,000	China Merchants Heavy Industries	2024-07-11	2027-05-30	2Q 27	80,000,000,000
한화오션	2022-04-19	2025-09-22	3Q 25	116,500,000,000	New Times Shipbuilding	2024-08-19	2028-06-25	2Q 28	233,000,000,000
삼성중공업	2022-04-29	2024-10-11	4Q 24	53,800,000,000	한화오션	2024-08-26	2026-06-15	2Q 26	57,600,000,000
한화오션	2022-05-27	2025-03-10	1Q 25	103,900,000,000	한화오션	2024-08-30	2027-01-04	1Q 27	225,900,000,000
한화오션	2022-05-30	2024-04-25	2Q 24	63,900,000,000	삼성중공업	2024-09-09	2027-10-01	3Q 27	68,100,000,000
한화오션	2022-07-05	2025-06-16	2Q 25	30,600,000,000					

① 인도 기간 가정

엔진 제작을 시작한 뒤 6분기(18개월) 뒤부터 인도를 시작하여, 계약상 만료일이 속한 분기보다 한 분기 먼저 인도가 완료된다고 가정하였다. 선종별로 엔진 제작 기간의 길이가 크게 다르지 않기 때문에, 해당 가정은 충분히 합리적이다. 또한 보수적인 추정을 위해 현재 백로그가 3년이 넘는 상황에서 기존 계약 분 납기가 1Q 25이전인 계약들의 경우 인도가 완료되어 이미 매출로 인식되었다는 가정 하에 공시분에서 제외하였다. [도표 6-1.]

도표 6-1. 인도가능기간 설정



출처: SMIC 4팀

② 계약 당 엔진 Q 추정 - 연도별 ASP에서 역산

동사의 ASP를 구한 후, 계약 당 Q를 역산하여 해당 기간에 인도될 수량을 구하였다. 대형엔진 1대에 3~5대의 중형엔진이 함께 인도된다는 점에서 일반적인 P와 Q로의 추정이 불가능하기 때문에, 통상적으로 선박에서 엔진 가격이 차지하는 비율이 5-10%임을 이용하여 가장 낮은 %를 적용하여 신조선가에 연동한 선종별 엔진의 P를 보수적으로 추정하였다. 연도별 ASP를 도출하기 위해 선종별 신조선가 연동 엔진가격에 해당 연도의 수주잔고 기준 선종별 비율로 가중평균하였다. 계약 체결 시점을 기준으로 가격이 산정되며 추후 변동이 없기 때문에, 24년 이후 매출 인식분의 공시분 매출을 추정하기 위해 22년부터의 신조선가와 수주잔고를 이용하였다.

선종별 신조선가 연동 엔진가격				
(단위 : 십억 원)	2022	2023	2024	신규수주E
VLCC	10.87	11.72	12.02	15.46
LNG	16.04	17.33	17.64	21.17
컨테이너(대형)	13.91	15.40	17.68	18.48

수주잔고(매출추정 기본 시트 수주잔고)			
(단위 : 십억 원)	2022	2023	2024
LNG	0.52	0.53	0.53
컨테이너(대형)	0.4	0.38	0.34
탱커	0.05	0.07	0.13
가중평균 ASP	14.45	15.86	16.93

공시된 계약의 총 계약금액을 수주한 연도별 가중평균 ASP로 나누어 해당 계약의 Q를 추정하였다. 이에 따라 도출된 계약별 총 물량을 ①의 기간으로 나누어, 분기마다 균등하게 배분하였다. 총 계약기간에서 6분기를 차감하였을 때 기간이 음수인 경우 계약상 종료일이 속하는 분기에 모두 인도된다고 가정하였다.

①의 논리에 따라 계산된 인식가능기간보다 ②의 논리에 따라 계산된 Q가 작은 경우 ①의 인식가능기간의 마지막 분기를 기준으로 1개씩 인도된다고 가정하였다. 이를 종합하여 정리하면 $\text{Min}[\text{①(전체 계약 기간}/90 - 6\text{분기)}, \text{②ASP로 역산한 Q}]$ 의 기간에 걸쳐 Q를 균등하게 배분한 후, 해당 물량의 계약체결 시점의 ASP를 곱하여 총 금액을 추정하였다.

(2) 미공시분 매출 추정

연도별 신규 수주액에서 해당 연도의 공시분 총액을 차감하여 당해 신규 수주분 중 미공시분의 금액을 구하였다. 22년과 23년의 공시분 수주 추이를 통해 2년 뒤 인식되는 수량과 3년 뒤 인식되는 수량의 비율이 50%씩임을 확인한 후, 이러한 논리가 미공시분에도 동일하게 적용된다고 추정하였다. 매출 인식 시점이 수주를 받은 2년 뒤라는 점을 고려하여 2년 전 수주잔고의 전방사 비율에 따라 배분하였다. 상기 논리를 종합한 매출 추정은 다음과 같다.

수주분 매출 추정				
(단위 : 십억 원)	4Q24E	2025E	2026E	2027E
공시분 매출	209.3	905.0	1,061.9	423.1
미공시분 매출	126.1	310.9	240.5	106.5
계	335.4	1,215.8	1,302.3	529.6

(3) 신규 수주분 매출 추정

신규 수주분의 매출의 경우 전방사의 현재 수주 여부에 따라 나누어 추정하였다. 평균적으로 선박 계약이 이루어진 후 엔진이 발주되기까지 3개월의 lagging이 발생한다는 점을 고려하여, ① 전방사 확정분은 9월부터 공시된 전방의 신규 수주 중 동사에게 발주될 물량을 추정하여 진행하였다. 이를 제외하고 ②25년부터 동사가 수주할 수 있는 신규 물량에 대해 투자포인트의 논리를 종합하여 추정을 진행하였다.

연료·기업별 수주 예측									
(단위: 십억 원)	LNG	컨테이너	VLCC	VLEC	PC선	계	한화&삼중	중국	
25년 신규수주	783.4	542.4	115.1	52.9	153.9	1,647.7	1,008.9	638.8	
전방사 확정분	211.7	265.2	84.2	52.9	57.7	671.7	419.8	252.0	
한화&삼중	158.8	176.8	84.2	-	-	419.8			
중국	52.9	88.4	-	52.9	57.7	252.0			
전방사 추정치	571.7	277.2	30.9	-	96.2	976.0	589.1	386.9	
한화&삼중	465.8	92.4	30.9	-	-	589.1			
중국	105.9	184.8	-	-	96.2	386.9			

① 전방사 확정분

전방사 확정분의 경우, 현재 확정된 동사 전방 수주량에 동사의 전방사별 현재 점유율을 곱하여 추정하였다. 단기간에 투자포인트 논리가 반영되기는 어렵다는 판단 하에, Q와 P의 증가 없이 보수적으로 추정하였다. Q의 경우 전방의 확정 수량의 동사의 현재 점유율을 반영하여 엔진 수주량을 추정하였고, P의 경우 공시분과 동일하게 24년 신조선가에 연동한 엔진가격을 사용하였다.

② 전방사 추정치

현 시점 이후 수주분에 대해서는 투자포인트의 논리를 반영하여 선종별로 엄밀하게 추정하였다. 엔진 가격은 선종과 전방의 요구에 따라 선가의 5-10%를 구성한다. 투자포인트 논리에 따라 엔진의 쇼티지로 인해, 선가에서 엔진이 차지하는 가격의 비중이 1% 상승한다고 가정하였다. 다만 상기 투자포인트 논리에 따라 탱커선의 엔진은 엔진 쇼티지가 더욱 강력함을 고려하여, 현재의 % 스프레드의 6-8% 중 최대값인 8%를 받을 수 있을 것이라 가정하였다. 공시분의 P 추정 시 보수적으로 가장 낮은 %를 가정하였기에 해당 논리를 반영해도 여전히 현재 받고 있는 금액 범위 내 상승이므로 충분히 보수적이라고 판단하였다.

선종별 업황에 대해서는 전방의 상황에 따라 매우 보수적으로 추정하였다. 업황에 대한 긍정적인 예측이 우세한 LNG선과 탱커선의 경우 매우 보수적으로 24년의 신조선가를 유지함을 가정하였다. 컨테이너선의 경우 소폭 하락하여 23년 수준으로 회귀함을 가정하였다.

엔진가격 추정					
(단위 : 십억 원)	2022	2023	2024	2025E	상승률
VLCC	10.867	11.719	12.025	15.461	28.6%
LNG	16.042	17.330	17.644	21.173	20.0%
컨테이너(대형)	13.907	15.401	17.678	18.481	4.5%

25년의 엔진 P 추정은 다음과 같다. 상기 가정을 종합하여 도출한 최종 엔진 가격 상승률은 약 20%로, 과거 00년대 사이클 당시 중소형 선박 엔진 쇼티지의 수혜 속 STX엔진의 ASP 상승률인 40%의 절반 수준이라는 점을 고려하면 충분히 합당한 상승 여력이라고 판단하였다.

전방사의 수주 예측치는 국가별로 나누어 추정하였다. 한국의 경우 LNG 추가 발주량과 CAPA를 고려하여 한화오션 15척, 삼성중공업 7척의 신규 수주가 이루어짐을 가정하였다. 28년까지의 LNG 생산량에 의해 추가로 필요한 LNG운반선의 수는 119척으로, 전 세계 full-CAPA인 90척을 초과한다. 이미 차 있는 38척의 슬롯을 제외하고 52척 중 한화오션, 삼성중공업의 글로벌 LNG 선 수주잔고 포함 점유율인 41%를 반영하여 총 22척을 수주받는다고 추정하였다.

대형 컨테이너선은 컨테이너선의 발주가 중국으로 편향되고 있음을 고려하여 보수적으로 각각 3척과 2척을 수주할 수 있다고 가정하였다. 한화오션과 삼성중공업의 공시된 수주가 24년 각각 6척, 8척이었다는 점을 고려하면 충분히 보수적인 수치라고 판단하였다. 탱커선 중 보다 선가가 비싼 VLCC 역시 올해 7척에 비해 보수적으로 각각 1척씩 수주할 것이라 추정하였다.

중국의 경우 동사의 레퍼런스가 풍부한 CM 그룹에서 최근 LNG 수주를 위한 CAPA 증설을 완료했다는 점과 중국의 LNG선 점유율이 올라온다는 점을 고려하여, CM그룹의 LNG선박 CAPA인 5척의 LNG 신규 수주가 가능할 것으로 추정하였다.

① 전방사 확정치는 전방의 계약상 종료일 비중에 따라 27년 매출인식분을 2/3으로 가정하였으며, ② 전방사 추정치의 경우 공시분 논리에 따라 50%가 27년에 인식될 것으로 가정하였다.

6.2. 비선박엔진 매출 추정

AM 사업부의 매출은 사측에서 제시한 연평균 10%의 성장률 가이드를 적용하여 추정하였다. 16년 이후 D/F 엔진 발주량 증가로 인해 19~23년 비선박부문 연평균 매출액이 15~19년 대비 약 2배 성장했다는 점을 고려하면 충분히 보수적인 성장률이라 판단하였다.

스크러버 사업부의 매출은 투자포인트의 논리에 따라 점진적인 비중의 축소를 반영하였다. 따라서, 27년까지 17년의 스크러버 매출 값인 44억 원으로 회귀할 것임을 반영하여 추정하였다. 상기 논의를 종합한 비선박엔진 매출은 다음과 같다.

비선박엔진 매출				
(단위 : 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E
SCR	38.1	26.8	15.6	4.4
AM 등 기타	123.0	135.3	148.9	163.8

Valuation - Historical Peer PER Method

7.1. 비용추정

매출원가 및 판매비와 관리비 추정												
(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	674,278	829,995	598,999	764,243	854,384	293,365	286,485	296,086	1,211,316	1,377,986	1,466,799	1,633,601
YoY(%)	31.9%	23.1%	-27.8%	27.6%	11.8%	47.2%	51.5%	57.8%	41.8%	13.8%	6.4%	11.4%
매출원가	663,569	776,695	609,139	761,981	810,920	264,197	259,382	269,527	1,079,189	1,204,010	1,264,259	1,329,021
매출원가율(%)	98.4%	93.6%	101.7%	99.7%	94.9%	90.1%	90.5%	91.0%	89.1%	87.4%	86.2%	81.4%
GPM(%)	1.6%	6.4%	-1.7%	0.3%	5.1%	9.9%	9.5%	9.0%	10.9%	12.6%	13.8%	18.6%
원재료비	472,513	589,016	458,038	606,177	643,837	214,020	204,860	213,442	843,095	943,235	987,182	1,031,130
% of Sales	70.1%	71.0%	76.5%	79.3%	75.4%	73.0%	71.5%	72.1%	69.6%	68.5%	67.3%	63.1%
인건비	50,011	58,193	49,540	54,207	61,013	16,999	18,606	20,268	69,044	73,381	77,990	82,889
% of Sales	7.4%	7.0%	8.3%	7.1%	7.1%	5.8%	6.5%	6.8%	5.7%	5.3%	5.3%	5.1%
기술사용료	51,731	51,894	35,160	48,696	41,823	12,635	12,653	12,609	50,529	54,970	55,895	56,820
% of Sales	7.7%	6.3%	5.9%	6.4%	4.9%	4.3%	4.4%	4.3%	4.2%	4.0%	3.8%	3.5%
감가상각&무형자산상각비	16,987	16,437	15,599	13,710	12,388	3,149	3,160	3,153	17,754	20,079	23,609	25,010
% of Sales	2.5%	2.0%	2.6%	1.8%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%
충당부채의 설정(환입)	-	-	-	(25,662)	(11,994)	252	(316)	147	83	83	83	83
% of Sales	0.0%	0.0%	0.0%	-3.4%	-1.4%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
기타비용	72,327	61,154	50,802	64,854	63,853	17,142	20,419	19,910	98,685	112,263	119,498	133,088
% of Sales	10.7%	7.4%	8.5%	8.5%	7.5%	5.8%	7.1%	6.7%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
판매비와 관리비	32,547	33,279	29,638	31,796	34,736	9,741	8,481	11,272	44,658	49,104	52,547	57,048
인건비	18,698	18,722	16,790	17,533	19,216	5,036	5,222	5,922	22,487	23,900	25,401	26,997
% of Sales	2.8%	2.3%	2.8%	2.3%	2.2%	1.7%	1.8%	2.0%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%
지급수수료	5,343	5,790	4,792	5,001	5,819	2,427	63	2,018	8,622	9,808	10,440	11,627
% of Sales	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
감가상각&무형자산상각비	1,571	1,792	2,092	2,309	2,641	618	620	615	2,518	2,848	3,348	3,547
% of Sales	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
경상연구개발비	3,265	3,508	2,617	2,899	3,183	772	838	826	4,800	5,460	5,812	6,473
% of Sales	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
기타	3,670	3,467	3,348	4,054	3,878	888	1,737	1,891	6,231	7,089	7,546	8,404
% of Sales	0.5%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.3%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

매출원가 및 판매비와 관리비에서 금액적 중요성을 갖는 계정인 ①원재료비, ②인건비, ③기술사용료 중심으로 엄밀히 추정하였다. 감가상각비와 무형자산상각비는 향후 CapEx 계획에 따라 별도 추정하였다. [Appx.3] 기타 금액적 중요성이 낮은 지급수수료, 경상연구개발비 등의 비용들은 이전 추이를 반영하여, 변동비 혹은 고정비적 성격을 감안하여 보수적으로 AVG를 적용하였다. 충당부채의 설정(환입)의 경우, 22년과 23년의 발생은 회계적 개정사항에 따라 발생했다는 점을 감안하여, 이후에는 큰 규모의 발생을 가정하지 않았다.

① 원재료비의 경우, 동사는 증설 계획이 없고, 가장 기본적인 원자재인 철광석을 직접 들여오는 것이 아닌, 두산에너지빌리티 등에서 생산한 Crankshaft 등의 완제품을 1년 단위 계약으로 들여와, 원재료비에서의 변동이 적다. 11월에 내후년의 원재료 도입 계약을 체결하며, 이미 26년까지의 원재료 도입 계약이 완료된 상태이다 강재(SS400 20T)의 가격을 결정하는 철광석의 가격 폭등이 없는 한, 안정적인 원재료비 추이를 유지할 수 있으며, 26년 계약이 올해와 큰 차이가 없다는 IR의 답변에 따라, 이를 반영하여 원재료비를 추정하였다.

동사의 원재료비를 결정하는 주요인은 더 많은 원재료비가 소모되는 D/F엔진으로의 공정 전환이다. 이는 동사는 증설 계획이 없어, Q의 증가가 사실상 없고, 전술한 계약 특성 상, 변동성도 낮고, 철광석 가격 추이가 안정화되고 있기 때문이다. 이를 방증하듯, 23년 동사의 생산실적은 전년대비 15% 감소했으나, 원재료비는 오히려 상승했다. 이는 23년에 매출로 인식될 것으로 예상되는 21년 D/F엔진의 신규 수주 비중이 20년 19%에서 55%로 상승했기 때문이다

이에 따라, 22년과 23년의 D/F엔진 신규 수주 비중인 83%, 95%를 활용하여, 이들이 매출로 인식되는 24년과 25년의 원재료비를 측정해주었다. 또한 투자포인트의 논리에 의거하여, 25년, 동사는 완전한 Seller's Market에서 동사가 선호하는 D/F 엔진의 발주만을 받아낼 수 있을 것이라고 판단, 이를 매출로 인식하는 27년에는 D/F엔진의 비중이 100%로 상승할 것으로 가정하여 원재료비를 추정해주었다. D/F엔진 신규 수주 비중은 [Appx.4]에 별첨하였다.

철광석 하방 안정화 논리는 다음과 같다. ①중국의 건설 경기가 24년 상반기 신규 착공이 24% 감소하는 등, 수요가 줄어들었고, ②브라질과 호주 등의 광산업체는 생산을 줄이지 않아 공급은 늘었다. ③중국 철강 재고 물량은 24년 8월 기준 546만톤으로 전년 동기 대비 48.4% 증가했고, ④한국자원정보서비스에서도 안정적인 철광석 가격 추이를 예측하고 있다. [Appx.5] 그러나, 원자재의 가격을 함부로 예측할 수 없으며, 업체의 협상력이 올라갈 수 있다는 점을 감안하여, 보수적으로 최근 10년 평균 철광석 가격 상승률을 매년 원재료비에 추가적으로 곱해주었다.

인건비 추정										
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E	2027E
인건비 (A)	68,709	76,915	66,330	71,740	80,228	72,053	91,531	97,281	103,392	109,886
매출원가	50,011	58,193	49,540	54,207	61,013	55,873	69,044	73,381	77,990	82,889
% of 인건비	72.8%	75.7%	74.7%	75.6%	76.0%	77.5%	75.4%	75.4%	75.4%	75.4%
판매관리비	18,698	18,722	16,790	17,533	19,216	16,181	22,487	23,900	25,401	26,997
% of 인건비	27.2%	24.3%	25.3%	24.4%	24.0%	22.5%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%
직원수*1인평균급여액 (B)	54,060	54,128	59,724	55,025	61,061	49,044	69,933	74,326	78,995	83,957
괴리율((A/B)/B), %)	27.1%	42.1%	11.1%	30.4%	31.4%	46.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
직원수 (단위: 명)	795	796	756	775	793	804	804	823	843	864
1인평균급여액	68	68	79	71	77	61	87	90	94	97

② 인건비는 평균급여와 종업원수의 곱의 계산을 바탕으로 추정하였다. 종업원수의 경우, 24년은 현재의 증가 추이를, 25~27년은 D/F엔진 수주가 증가하기 시작한 21~23년의 종업원수 증가율을 반영하였다. 1인평균급여액은 24년은 현재의 증가 추이를, 이후에는 꾸준한 상승을 찾지 못해, 보수적으로 전국 임금근로자 5개년 평균 임금 상승률을 반영하여 추정하였다. 이렇게 구한 값과 실제 인건비와의 괴리를 반영한 후, 매출원가 및 판매비와 관리비에 비율에 맞게 안분해주었다.

③ 기술사용료는 연간 제작한 엔진의 누적 마력에 따라 일정률의 기술사용료를 지급한다. 다만, 디젤엔진에 비해 D/F엔진이 더 많은 기술이 들어감에 따라 더 높은 기술사용료가 요구된다. 실제로 기술사용료는 생산실적과 높은 상관관계를 띄고 있으나, D/F엔진 비중이 증가한 24년의 경우, 선형식에서 다소 벗어난 모습을 보인다. [Appx.6] 이에 따라, 원재료비 추정 논리와 마찬가지로, 27년까지 D/F엔진 비중이 100%로 상승할 것임을 가정하여 추정하였다.

금융손익과 기타영업외손익은 발생하는 성격에 따라 보수적으로 Avg/0 flat을 사용하였다. [Appx.7] 이자수익과 이자비용은 별도로 추정하였으며, 유효이자율을 반영하였다. [Appx.8] 법인세의 경우, 최대 법인세율인 22.8%를 유효법인세율로 적용하였다. [Appx.9]

상기 논의를 종합한 포괄손익계산서는 다음과 같다.

추정포괄손익계산서												
(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	674,278	829,995	598,999	764,243	854,384	293,365	286,485	296,086	1,211,316	1,377,986	1,466,799	1,633,601
YoY(%)	31.9%	23.1%	-27.8%	27.6%	11.8%	47.2%	51.5%	57.8%	41.8%	13.8%	6.4%	11.4%
매출원가	663,569	776,695	609,139	761,981	810,920	264,197	259,382	269,527	1,079,189	1,204,010	1,264,259	1,329,021
매출총이익	10,709	53,300	(10,140)	2,262	43,464	29,168	27,104	26,559	132,127	173,976	202,540	304,580
GPM(%)	1.6%	6.4%	-1.7%	0.3%	5.1%	9.9%	9.5%	9.0%	10.9%	12.6%	13.8%	18.6%
판매비와관리비	32,547	33,279	29,638	31,796	34,736	9,741	8,481	11,272	44,658	49,104	52,547	57,048
영업이익	(21,838)	20,021	(39,778)	(29,534)	8,729	19,427	18,623	15,287	87,469	124,872	149,993	247,533
OPM(%)	-3.2%	2.4%	-6.6%	-3.9%	1.0%	6.6%	6.5%	5.2%	7.2%	9.1%	10.2%	15.2%
금융손익	(17,579)	(17,291)	(6,313)	(10,135)	(14,151)	(817)	210	(4,596)	(5,203)	(5,709)	(5,709)	(5,709)
기타영업외손익	(6,312)	6,075	(4,334)	2,349	4,309	32	(344)	3,048	3,056	2,916	2,916	2,916
지분법적용투자손익	(18)	(79)	10	(1,349)	177	-	50	(27)	23	36	36	36
법인세비용차감전순이익	(45,747)	8,725	(50,414)	(38,669)	(937)	18,642	18,539	13,712	85,345	122,115	147,236	244,776
법인세비용	(4,302)	2,677	(10,676)	1,604	(511)	3,772	4,231	3,127	19,469	27,856	33,587	55,837
당기순이익	(41,444)	6,048	(39,738)	(40,272)	(426)	14,870	14,308	10,586	65,876	94,258	113,649	188,938
NPM(%)	-6.1%	0.7%	-6.6%	-5.3%	0.0%	5.1%	5.0%	3.6%	5.4%	6.8%	7.7%	11.6%

본서가 제시하는 동사의 27년 OPM은 15.2%로, 23년 1%에 비해 과도한 수치로 보일 수 있다. 그러나 동사는 현재 상장 이래 최초로 Seller's Market에 진입하고 있으며, ① 상장 이전, 호황기였던 07년 OPM이 13.5%였으며, ② 동사와 비슷한 HD현대중공업 IR 문의 결과, 현재 엔진 가격을 30~40% 올려받고 있다는 답변을 감안한다면, 이는 충분히 합리적으로 사료된다.

7.2. Valuation - Historical Peer PER Method

동사의 Valuation을 위해 Peer PER Method를 사용하여, 2027E EPS 2,265원에 STX엔진의 07년 하반기 24mf PER의 평균 10.75x를 적용한다. 본서는 ① 친환경 전환으로 비롯된 조선업의 상승세 속, 그 수요가 끊기지 않을 것임을 밝혔고, ② 동사가 제한되어 있는 엔진 공급 속에서, 국내 및 해외 수출 확대에 의한 P 성장을 할 수 있음을 입증하였다. 이에 PER과 Peer 선정 논리를 밝히며 동사가 받아야 할 기대감에 대해 서술하겠다.

(1) Why PER Method?

동사는 11년 상장 이후로, 처음으로 엔진 Seller's Market으로 진입하고 있다. 이로 인해 발생하는 P 상승으로 인한 upside의 수혜를 누릴 수 있는 동사에게 가장 적절한 방법은 PER Method다. 동사는 현재 업계 Top급의 레퍼런스를 보유하고 있는 기업으로, P 상승을 오롯이 누리며 이익 성장을 지속할 수 있을 것으로 예상된다. 이전 사이클만으로 동사의 가치를 판단하는 것은, 앞으로 동사가 누릴 P 상승을 충분히 반영할 수 없기에, PER Method가 가장 적절한 방법이다.

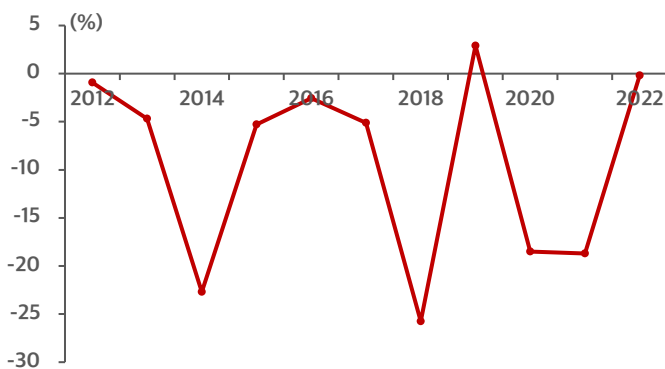
(2) Why Not PBR Method?

동사는 시클리컬한 조선업의 엔진을 생산한다는 점에서 사이클을 통해 가치를 평가할 수 있는 PBR Method가 적절해보일 수 있다. 그러나, 동사는 11년에 상장하였으며, 이후 현재와 비교할 수 있는 순간을 맞이한 적이 없다. PBR Method를 보는 이유는 ROE와 함께, 사이클을 파악하며 가치를 평가하기 위함이나, 동사의 ROE는 12년부터 지금까지 현재와 비슷한 수준을 기록한 적이 없으며, 지속적인 (-) 흐름으로 PBR과 뚜렷한 상관관계를 파악할 수도 없다. [도표 7-1] 자본을 계산하는 과정에서도 긴 적자로 인해 쌓인 1,000억원 이상의 결손금으로 인해, 동사가 앞으로 창출할 자본의 진정한 가치를 판단하기 어렵다. 이에 따라, 이전 시기의 ROE와 TTM PBR을 보며, 사이클을 가늠하는 PBR Method는 동사를 평가하기에 적절한 방법이 아니다.

(3) Why Historical Peer PER Method? (+ Why 24mf PER?)

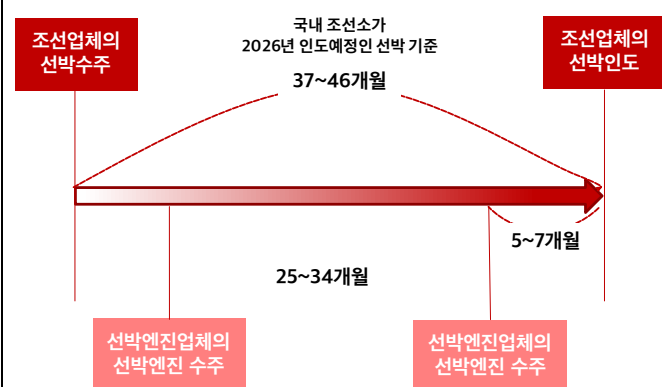
전술하였듯, 동사는 현재와 비슷한 이익 체력을 형성한 적이 없기에, 현재의 동사와 비슷한 상황에 놓여 있는 과거 Peer의 Multiple을 차용하는 Historical Peer PER Method가 가장 적합하다. 특히, 동사의 매출 인식 방법을 고려하여, 24mf PER을 사용하는 것이 제일 합당하다. 선박엔진업체의 일반적인 리드 타임은 2년 이상이며, 매출은 인도 시점을 기준으로 결정된다. [도표 7-2] 따라서, 일반적인 12mf가 아닌 24mf를 사용하는 것이 가장 합리적이다.

도표 7-1. 동사 ROE 추이



출처: DataGuide, SMIC 4팀

도표 7-2. 조선업체 배 및 엔진 인도 스케줄



출처: SMIC 4팀

(4) Why 2007 STX엔진?

① 전방의 견조한 수요

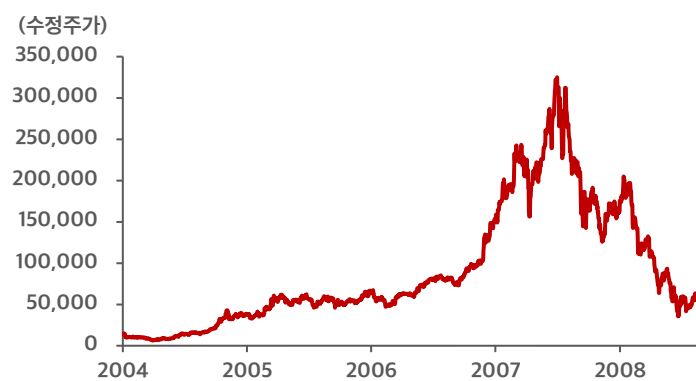
00년대 중반, 전 세계적인 조선업 호황기를 맞아, 전방의 선박 발주가 급증하면서 선박 발주가 크게 늘어났다. STX엔진은 당시 선박용 디젤 엔진을 주력으로 생산했고, 조선업 성장과 함께 선박 엔진 수요가 증가해 실적 개선에 기여했다. 당시 1위, 2위던 현대중공업, 두산엔진(現 동산, 당시 비상장)의 뒤를 이어, STX엔진의 수출이 폭발적으로 증가하는 계기가 되었다.

② 엔진 공급의 부족

07년 STX엔진은 전반적인 엔진 공급부족으로 P 상승에 대한 기대감을 받기 시작했다. ① 05년 -0.58%였던 OPM은 07년 수주가 실적에 반영되는 09년, 14.05%까지 성장하였고, ② STX엔진의 조선산업 엔진 가격도 07년 대비 09년 약 40% 성장하였다. [도표 7-4] 이는 Seller's Market의 도래로, 고부가가치 제품인 FPSO용 엔진 등의 수주 증가에 기인하며, 이는 본서가 제시하는 동사의 미래와 유사하다.

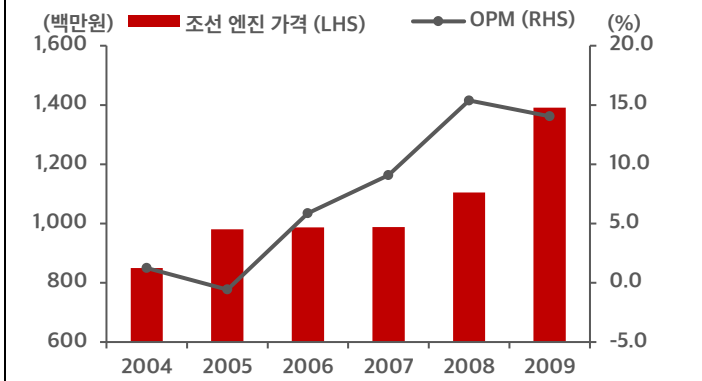
국내뿐만 아니라, 중국 조선사의 성장을 기회로 삼는다는 점도 비슷하다. 당시에도 중국의 엔진산업은 조선산업의 성장을 따라가지 못했고, 퀄리티에 대한 의심을 지속적으로 받아왔다. 이에 따라, 한국산 엔진을 요구하는 선박이 많았다. 이는 중국 조선사에서 한국산 D/F 엔진을 요구하는 현재 동사의 상황과 유사하다.

도표 7-3. STX엔진 수정주가 추이 (04~08)



출처: DataGuide, SMIC 4팀

도표 7-4. STX엔진 조선 엔진 가격 및 OPM



출처: DART, SMIC 4팀

상기 논의를 종합하여 동사의 FY27E EPS 2,265원에 Target PER Multiple 10.75x를 반영하여 예상 실현 시점 25년 말, 최종 목표 주가 24,352원, 상승여력 51.16%를 제시한다.

Valuation - Historical Peer PER Method (2027E)

2027E 당기순이익 (단위: 백만 원)	188,938
유통주식수	83,425,535
발행주식수 (단위: 주)	83,447,142
자기주식수	21,607
2027E EPS (단위: 원)	2,265
Target PER Multiple	10.75x
목표주가 (단위: 원)	24,352
현재주가 (단위: 원)	16,110
상승여력	51.16%

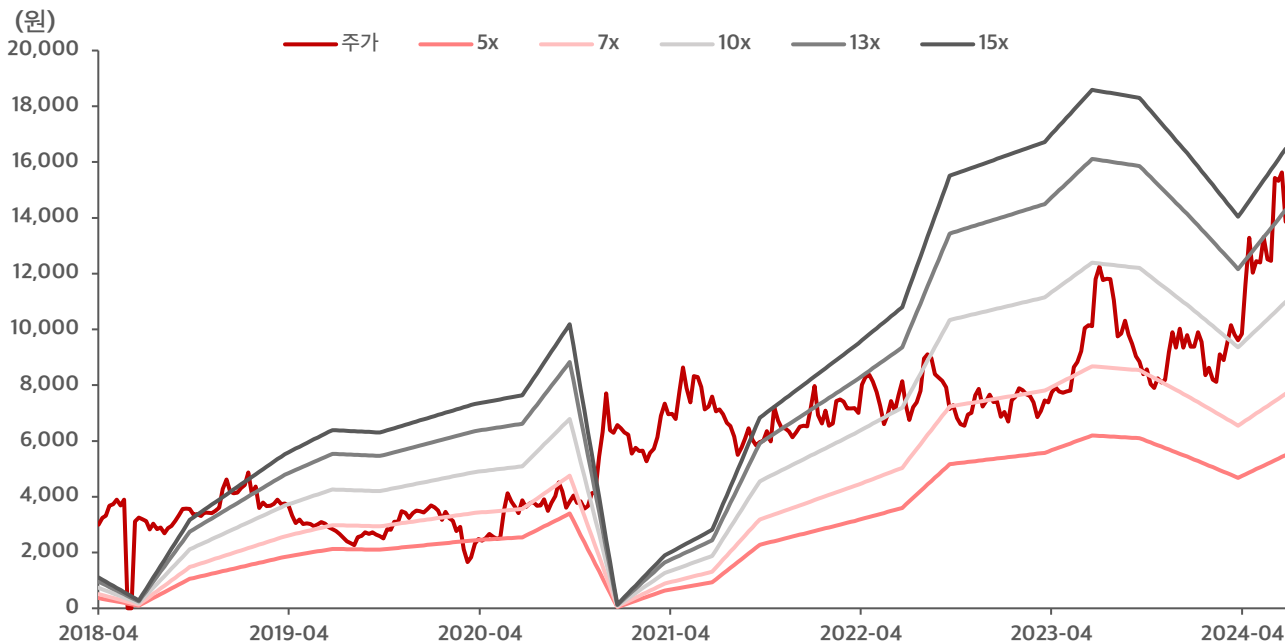
Appendix.

Appx 1. 동사 BS, CF

재무상태표 (단위:백만원)	2021	2022	2023	~3Q24
자산	795,625	956,230	1,136,858	1,121,623
유동자산	344,869	471,074	655,667	612,864
현금및현금성자산	54,072	54,559	102,832	80,109
단기금융상품	12,702	15,157	18,612	12,539
매출채권및기타채권	59,574	71,263	86,308	103,633
파생상품&확정계약 평가자산	17,108	55,915	27,982	42,073
재고자산	179,428	252,293	366,492	358,368
기타유동자산	21,985	14,959	17,941	16,142
매각예정자산	-	6,927	35,500	-
비유동자산	450,755	485,157	481,191	508,759
장기금융상품 및 투자증권	519	8,008	3,072	1,159
관계기업투자	2,839	36,485	1,155	1,239
유형자산	361,263	354,242	379,949	410,808
사용권자산	11,938	10,742	10,792	10,459
투자부동산	47,674	47,192	48,966	48,966
무형자산	3,755	3,448	2,862	3,303
파생상품&확정계약 평가자산	6,131	10,032	18,975	25,390
기타비유동자산	16,636	15,007	15,421	7,434
부채	586,523	734,604	912,710	769,068
유동부채	431,104	498,756	603,568	443,990
매입채무및기타유동채무	124,029	133,170	199,824	136,815
계약부채	131,317	125,312	180,982	203,483
단기차입금	127,850	125,000	153,000	36,000
유동성장기차입금	8,412	57,056	17,056	-
파생상품평가부채	17,872	31,229	16,821	31,062
기타유동부채	14,134	17,184	30,467	32,252
비유동부채	155,420	235,848	309,142	325,078
사채 및 장기차입금	75,708	19,695	41,092	49,426
장기기타채무	9,705	8,747	8,709	9,593
계약부채	44,323	150,627	227,220	221,209
순확정급여부채	9,270	4,818	7,111	11,737
파생상품평가부채	7,166	6,869	10,507	14,015
확정계약평가부채	76	26,237	4,919	9,652
충당부채	5,707	15,612	5,958	5,567
기타비유동부채	3,465	3,241	3,626	3,879
자본	209,101	221,626	224,148	352,555
자본금	46,721	71,544	71,544	83,447
자본잉여금	208,953	273,461	273,461	350,027
기타자본구성요소	(54,789)	(54,910)	(54,910)	(54,910)
기타포괄손익누계액	79,023	79,076	85,311	85,485
이익잉여금(결손금)	(70,807)	(147,545)	(151,258)	(111,494)
자본과부채총계	795,625	956,230	1,136,858	1,121,623

현금흐름표 (단위:백만원)	2021	2022	2023	~3Q24
영업활동현금흐름	(45,756)	(21,113)	70,152	18,652
당기손익(손실)	(39,738)	(40,272)	(426)	39,764
당기손익조정을위한가감	34,735	(52,376)	(48,100)	(3,135)
영업활동 자산부채의변동	(33,856)	79,561	127,941	(14,151)
이자의수취	364	781	2,075	3,137
이자의지급	(7,207)	(8,763)	(11,178)	(6,134)
배당금의수취	-	21	15	18
법인세의환급(납부)	(54)	(66)	(174)	(848)
투자활동현금흐름	(7,061)	(54,509)	(30,279)	(185)
단기금융상품의감소	6,010	12,702	15,157	23,610
단기대여금의감소	40	7,350	-	-
장기금융상품의감소	-	-	1,000	280
장기대여금의증가	383	145	107	126
유형자산의처분	14	19	212	487
투자부동산의처분	-	520	-	-
무형자산의처분	178	-	-	-
매각예정자산의처분	-	-	-	35,500
단기금융상품의증가	2,751	15,157	11,076	(15,100)
장기금융상품의증가	553	7,490	3,153	(60)
단기대여금의증가	-	7,350	472	-
장기대여금의증가	340	71	280	(80)
장기금융자산의취득	-	-	(370)	(670)
관계기업투자주식의증가	-	35,500	-	-
유형자산의취득	(9,154)	(9,018)	(31,064)	(43,318)
투자부동산의취득	-	(23)	-	-
무형자산의취득	(888)	(638)	(340)	(961)
재무활동현금흐름	61,502	76,752	8,756	(40,840)
단기차입금의차입	119,000	81,000	127,000	6,000
사채의발행	-	-	39,899	-
장기차입금의차입	84,120	1,159	-	10,000
유상증자	-	90,042	-	87,646
단기차입금의상환	(119,300)	(84,202)	(99,000)	(123,000)
유동성장기차입금의상환	-	(8,528)	(57,056)	(17,320)
장기차입금의상환	-	-	-	(2,426)
유동화채무의상환	20,440	-	-	-
리스부채의상환	(1,796)	(1,886)	(2,087)	(1,740)
신주발행비지급	(82)	(711)	-	-
자기주식의취득	-	(121)	-	-
현금및현금성자산환율변동	99	(643)	(356)	(350)
현금및현금성자산의순증가	8,784	487	48,273	(22,723)
기초현금및현금성자산	45,288	54,072	54,559	102,832
기말현금및현금성자산	54,072	54,559	102,832	80,109

Appx 2. 동사 24mf PER BAND



Appx 3. 감가상각비 및 무형상각비 추정

Dep&Amor - CapEx 반영 전					
(단위: 백만원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물 및 구축물	4,330	4,330	4,330	4,330	4,330
기계장치	6,141	6,141	6,141	6,141	6,141
기타 유형자산	2,204	2,204	2,204	-	-
사용권자산	2,158	2,158	2,158	2,158	2,158
무형자산	715	715	715	715	-
합계	15,548	15,548	15,548	13,345	12,630

Dep&Amor - CapEx 추정					
(단위: 백만원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물 및 구축물	1,030	1,030	1,030	1,030	1,030
기계장치	46,755	20,899	38,111	35,255	35,255
기타 유형자산	2,858	2,858	2,858	2,858	2,858
사용권자산	1,493	1,493	1,493	1,493	1,493
무형자산	622	622	622	622	622
합계	52,757	26,901	44,114	41,257	41,257

Dep&Amor - CapEx 반영 후					
(단위: 백만원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물 및 구축물(22.5년)	4,376	4,421	4,467	4,513	4,559
기계장치(12.5년)	9,882	11,554	14,602	17,423	20,243
기타 유형자산(6.5년)	2,643	3,083	3,522	1,759	2,198
사용권자산	2,483	2,808	3,132	3,457	3,781
무형자산	888	1,061	1,234	1,406	864
합계	20,272	22,926	26,958	28,557	31,645

Dep&Amor 안분 비율 추정						
(단위: 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	Average
감가상각비 및 무형자산 상각	18,558	18,229	17,691	16,019	15,029	
매출원가	16,987	16,437	15,599	13,710	12,388	
% of 감가상각비	91.5%	90.2%	88.2%	85.6%	82.4%	87.6%
판매비와 관리비	1,571	1,792	2,092	2,309	2,641	
% of 감가상각비	8.5%	9.8%	11.8%	14.4%	17.6%	12.4%

Dep&Amor 추정					
(단위: 백만원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
감가상각비 및 무형자산 상각	20,272	22,926	26,958	28,557	31,645
매출원가	17,754	20,079	23,609	25,010	27,715
% of 감가상각비	87.6%	87.6%	87.6%	87.6%	87.6%
판매비와 관리비	2,518	2,848	3,348	3,547	3,930
% of 감가상각비	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%

건물 및 구축물									
(단위: 백만원)	기초 BV	취득	대체	처분	감가상각	기타	기말 BV	잔여내용연수	상각률
2019	126,634	105	-	(1,183)	(5,455)	27	120,127	23	4%
2020	120,127	274	88	(60)	(5,263)	95	115,262	23	4%
2021	115,262	-	-	(274)	(5,225)	(7,027)	102,736	21	5%
2022	102,736	1,145	(5,429)	(25)	(4,865)	2,724	96,485	22	5%
2023	96,485	914	-	(1,975)	(4,496)	-	90,928	21	5%

* 22년 건물 5,429,435천원이 매각예정자산으로 대체되었습니다.

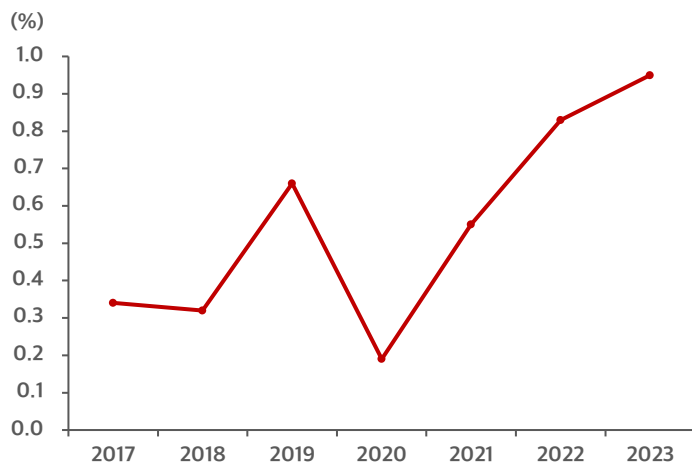
기계장치									
(단위: 백만원)	기초 BV	취득	대체	처분	감가상각	기타	기말 BV	잔여내용연수	상각률
2019	47,684	1,619	81	(469)	(8,678)	(2,589)	37,647	5	20%
2020	37,647	1,253	2,571	(21)	(8,000)	23	33,473	5	22%
2021	33,473	697	-	-	(7,432)	(1,874)	24,865	4	25%
2022	24,865	3,706	6,034	-	(6,480)	(575)	27,550	5	25%
2023	27,550	24,644	2,041	(119)	(4,986)	-	49,130	8	13%

기타유형자산									
(단위: 백만원)	기초 BV	취득	대체	처분	감가상각	기타	기말 BV	잔여내용연수	상각률
2019	1,664	2,916	359	(2)	(972)	8	3,974	3	34%
2020	3,974	1,306	189	(21)	(1,323)	4	4,128	4	33%
2021	4,128	2,689	149	(0)	(1,665)	(138)	5,163	3	36%
2022	5,163	1,417	253	(4)	(1,887)	-	4,943	3	37%
2023	4,943	3,048	1,016	(3)	(2,394)	-	6,611	3	41%

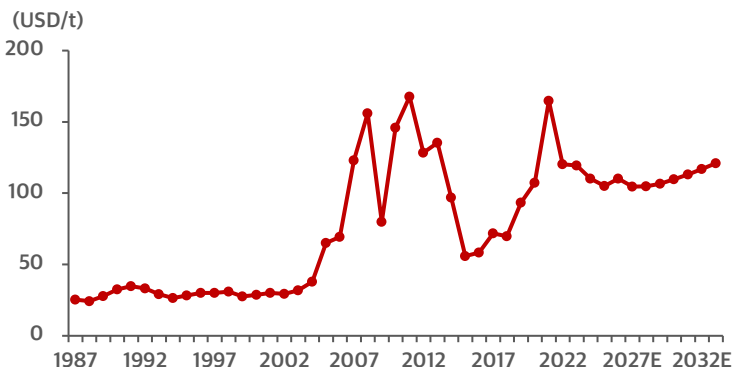
사용권자산									
(단위: 백만원)	기초 BV	취득	대체	처분	감가상각	기타	기말 BV	잔여내용연수	상각률
2019	-	154	-	-	(1,954)	3,866	2,066	1	189%
2020	2,066	10,754	-	-	(2,053)	1,592	12,359	4	28%
2021	12,359	1,250	-	-	(1,946)	275	11,938	7	16%
2022	11,938	859	-	-	(2,043)	(11)	10,742	6	18%
2023	10,742	2,371	-	-	(2,226)	(95)	10,792	5	21%

무형자산									
(단위: 백만원)	기초 BV	취득	대체	처분	감가상각	기타	기말 BV	잔여내용연수	상각률
2019	6,063	265	754	(603)	(1,533)	-	4,945	4	28%
2020	4,945	1,167	481	(518)	(1,590)	-	4,485	3	34%
2021	4,485	888	-	(194)	(1,423)	-	3,755	3	35%
2022	3,755	638	-	-	(944)	-	3,448	4	26%
2023	3,448	340	-	-	(927)	-	2,862	4	29%

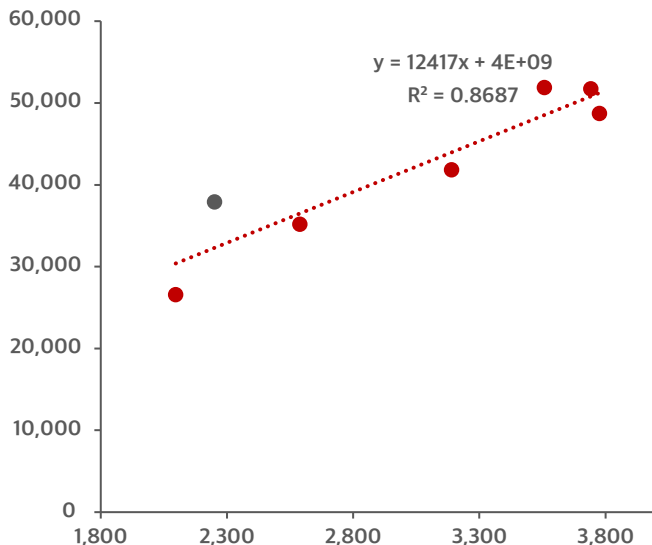
Appx 4. 신규 수주 중 D/F 엔진 비중



Appx 5. KOMIS 철광석 가격 추이 및 예측



Appx 6. 동사 생산실적&기술사용료 관계식 (회색 점 = ~3Q24, 제외 시 R² = 0.9548)



Appx 7. 금융손익 및 기타영업외손익 추정

금융손익 추정												
(단위: 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024E	2025E	2026E	2027E
금융손익	(17,579)	(17,291)	(6,313)	(10,135)	(14,151)	(817)	210	(4,596)	(5,203)	(5,709)	(5,709)	(5,709)
금융수익	68,680	80,476	56,097	137,102	127,764	88,953	74,986	(37,327)	126,612	131,689	131,689	131,689
이자수익	815	434	275	1,078	1,753	932	1,018	1,260	3,210	3,210	3,210	3,210
배당금수익	-	-	-	21	15	-	-	18	18	18	18	18
외환차익	19,678	18,632	13,065	25,513	28,257	8,586	11,681	6,317	26,584	26,785	26,785	26,785
외화환산이익	512	627	1,478	725	1,669	1,505	168	(1,484)	189	861	861	861
파생상품거래이익	7,150	14,166	1,220	7,982	9,277	400	566	4,556	5,522	7,594	7,594	7,594
파생상품평가이익	6,252	23,058	72	28,320	10,397	1,787	1,333	11,237	14,357	17,692	17,692	17,692
확정계약평가이익	34,272	23,558	39,987	73,461	76,397	75,744	60,220	(59,233)	76,731	75,530	75,530	75,530
금융비용	86,259	97,767	62,410	147,237	141,915	89,770	74,776	(32,731)	131,815	137,398	137,398	137,398
이자비용	17,667	14,188	8,268	9,602	12,355	3,188	1,969	1,460	6,618	6,618	6,618	6,618
지급보증료	763	643	1,273	1,924	3,759	1,006	990	986	2,983	2,889	2,889	2,889
외환차손	15,526	23,859	7,895	21,982	27,440	4,698	6,021	11,492	22,211	23,878	23,878	23,878
외화환산손실	1,787	1,035	350	2,556	1,324	1,787	1,269	(749)	2,307	2,062	2,062	2,062
파생상품거래손실	30,299	26,256	16,895	48,611	62,427	9,066	19,718	15,291	44,075	51,705	51,705	51,705
파생상품평가손실	10,183	15	26,819	32,278	20,569	69,950	44,531	(74,748)	39,733	30,860	30,860	30,860
확정계약평가손실	10,034	31,716	909	30,283	14,041	74	228	13,536	13,837	19,387	19,387	19,387
사채상환손실	-	55	-	-	-	-	51	-	51	-	-	-
영업외손익 추정												
(단위: 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024E	2025E	2026E	2027E
기타손익	(6,312)	6,075	(4,334)	2,349	4,309	32	(344)	3,048	3,056	2,916	2,916	2,916
기타이익	330	6,984	6,830	3,878	8,389	53	92	3,241	3,993	3,716	3,716	3,716
임대료수익	57	36	109	169	152	46	53	32	143	143	143	143
유형자산처분이익	164	5	14	14	48	-	-	301	301	25	25	25
무형자산처분이익	0	19	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
단기금융자산평가이익	0	8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
투자부동산평가이익	-	-	2,187	-	1,774	-	-	-	-	-	-	-
투자부동산처분이익	-	-	-	16	-	-	-	-	-	-	-	-
장기금융자산처분이익	-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
유형자산손상차손환입	-	-	-	2,945	-	-	-	-	-	-	-	-
재평가이익	-	-	170	-	2	-	-	-	-	-	-	-
해외사업장환산의재분류이익	-	785	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
잡이익	109	6,131	4,351	735	6,415	7	39	2,908	3,548	3,548	3,548	3,548
기타비용	6,642	909	11,164	1,529	4,080	22	436	193	937	800	800	800
유형자산처분손실	368	40	274	29	1,933	22	-	190	211	114	114	114
유형자산손상차손	2,835	-	9,982	575	-	-	-	-	-	-	-	-
무형자산처분손실	11	5	16	-	-	-	-	-	-	-	-	-
무형자산손상차손	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
매출채권처분손실	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타의대손상각비	29	(29)	-	-	472	-	-	-	-	-	-	-
기부금	35	59	28	86	40	-	-	3	50	50	50	50
매각예정비무동자산처분손실	-	-	-	-	1,389	-	-	-	-	-	-	-
재평가손실	208	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
장기금융자산처분손실	-	43	39	-	-	-	40	-	40	-	-	-
잡손실	3,142	791	825	838	246	0	396	0	636	636	636	636

Appx 8. 이자손익 추정

이자수익 추정											
(단위: 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
이자수익	815	434	275	1,078	1,753	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
유효이자율(%)	1.9%	0.7%	0.4%	1.4%	1.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
이자부자산	43,051	61,102	67,181	77,612	124,034	92,654	92,654	92,654	92,654	92,654	92,654
현금및현금성자산	21,129	45,288	54,072	54,559	102,832	80,109	80,109	80,109	80,109	80,109	80,109
장단기금융상품	21,922	15,814	13,108	23,052	21,202	12,545	12,545	12,545	12,545	12,545	12,545

이자비용 추정											
(단위: 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
이자비용	17,667	14,188	8,268	9,602	12,355	6,618	6,618	6,618	6,618	6,618	6,618
유효이자율(%)	6.9%	7.2%	3.9%	4.8%	5.9%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
이자부사채	255,696	196,971	211,970	201,751	211,148	85,426	85,426	85,426	85,426	85,426	85,426
단기차입금			127,850	125,000	153,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000
장기차입금			84,120	76,751	58,148	49,426	49,426	49,426	49,426	49,426	49,426

Appx 9. 법인세비용 추정

법인세 비용												
(단위: 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024E	2025E	2026E	2027E
법인세 비용	(4,302)	2,677	(10,676)	1,604	(511)	3,772	4,231	3,127	19,469	27,634	32,889	54,385
법인세비용차감전순이익	(45,747)	8,725	(50,414)	(38,669)	(937)	18,642	18,539	13,712	85,345	121,139	144,175	238,408
유효법인세율(%)	9.4%	30.7%	21.2%	-4.1%	54.5%	20.2%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.