EARNINGS REVIEW

8 May. 2025

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

DAOL 다올투자증권

HD현대마린엔진 (071970)

벌써 두 자릿수 OPM. CAPA는 고무줄

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	58,000	45,000	상향
Earnings			

Stock Information	
현재가 (05/07)	37,600원
예상 주가상승률	54.3%
시가총액	12,754억원
비중(KOSPI내)	0.06%
발행주식수	33,921천주
52주 최저가/최고가	14,760 - 37,700원
90일 일평균거래대금	283억원
외국인 지분율	12.3%
주요주주지분율(%)	
에이치디한국조선해양 (외 5인)	35.1
J.P. Morgan Securities (외 2인)	5.3
국민연금공단 (외 1인)	5.0

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	10.9	33.9	16.6
PBR(배)	2.7	3.7	3.0
EV/EBITDA(배)	20.5	23.2	9.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	51.0	83.0	135.4	53.8
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	40.5	82.6	141.3	46.5

Issue

1Q25 호실적 리뷰. 엔진 납품 스케쥴 모델 제시. 적정주가 상향

Pitch

1Q25 OPM 12.4%로 2022년 수주 고가 엔진 마진 가늠. 2023~2024년 수주 대박~초**대박 고가 물량 납품이 2026년부터 본격적으로 확대되는** 가운데, ASP 상승폭에 따라 백로그너머 2026~2027년 실적은 당사 예상보다 더 좋을 수 있음.

Rationale

- 매출 830억원(YoY +35%, QoQ -6%), 영업이익 103억원(+64%, +12%), 지배주주순이익 139억원(+107%, -72%)으로 컨센서스 상회
- 2022년 엔진들을 중심으로 만들어낸 1Q25 OPM은 벌써 12.4% 시현. 핸디막스, 수에즈막스 탱커 선가는 2022-2023 10%, 2023-2024 20% 안팎 올랐기 때문에, 2023년 수주 "대박 고가" 엔진과 2024년에 계약한 "초대박 고가" 물량 납품에 따라 동사의 턴어라운드는 아주 가파를 예정. 선가 상승폭이 2022-2024 30%에 달하는데 반해, 당사의 동사 2024-2026 OPM 개선폭을 13%p로 보수적으로 둠
- 1Q25 실적 호조 및 상반기 수주강세에 따른 2026~2027년 이익을 22~16% 상향, 동사 적정주가를 기존 45,000원에서 58,000원으로 올림
- 전자공시 기준 수주는 2024년 4,446억원에서 2025년에 벌써 2,863억원. 특히 HD현대미포 캡티브 수주 1,035억원을 개시했고, 현대필리핀조선의 295억원 수주로, 동사의 몫이 기존 HD현대미포를 너머 확대됨을 포착
- 동사는 올해 0.4조원 매출이 140만 마력 CAPA 기준 가동률 90%라고 안내하지만, 당사는 2026~2027년에 0.7조원 안팎(HD현대미포 물량 소화 20~40%)의 매출 예상치를 제시. 이는 동사의 풀 CAPA를 신뢰하지 않기 때문. 2012년 400만마력을 갖춘 이후, 이를 1) 풀 가동해본 경험 없이, 이후 조업량 감소 구간만을 지냈을 뿐, 2) 향후 SCR, 시운전 CAPA 확대 등으로 쉽게 CAPA 확대가 가능하다고 판단하기 때문. CAPA 확대만큼 HD현대미포 등의 캡티브 계약은 가파르게 확대될 예정

1Q25 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.03(P)	2025.03(E)	vs Chg	2025.03(E)	vs Con	2024.03(A)	YoY	2024.12(A)	QoQ
매출액	83.0	83.0	0.0	89.9	(7.7)	61.4	35.3	88.6	(6.3)
영업이익	10.3	8.4	22.6	10.5	(1.9)	6.2	64.9	9.1	12.8
지배주주순이익	13.9	4.6	202.2	4.3	227.1	6.7	107.3	50.2	(72.3)
OPM	12.4%	10.1%	2.3%p	11.7%	0.7%p	10.2%	2.2%p	10.3%	2.1%p
NIM	16.7%	5.5%	11.2%p	4.7%	12.0%p	10.9%	5.8%p	56.7%	-39.9%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: HD현대마린엔진 적정PER 20배 유지 x 2026~2027년 실적 상향으로 적정 주가 58,000원으로 29% 상향 (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	1,110	2,261	3,575	4,972
PER(고)		22	4	11	28			
PER(평)		17.8	5	7	32			
PER(저)		12.3	3	4	21			
적정PER				20	20	적정 20배	20	20
주당 적정가치				*44,677*	*22,196*	*45,222*	*71,502*	*99,448*
Weight						*50%*	*50%*	
						58,362		
적정주가					58,000			
종가(05월 7일)					37,600			
상승여력					54.3%			

Source: 다올투자증권

Fig. 2: HD현대마린엔진 실적 조정: 2023~2025년 수주엔진의 2026~2028년 납품 이익률 상향 조절 (억원)

HD현대마린엔진	변경 후				변경 전				차이(변경 후/변경 전)			
계정	2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	4,015	6,993	7,213	10,425	4,369	6,918	8,097	9,219	-8%	1%	-11%	13%
미포 내 M/S	5%	20%	40%	70%	5%	40%	60%	80%	0%	-20%	-20%	-10%
영업이익	487	1,233	1,532	2,513	489	1,003	1,360	1,567	-1%	23%	13%	60%
영업외	21	-138	201	-103	-66	-104	133	-101				
세전이익	508	1,096	1,732	2,410	423	899	1,493	1,466	20%	22%	16%	64%
순이익	376	767	1,213	1,687	296	629	1,045	1,026	27%	22%	16%	64%
영업이익률	*12.1%*	*17.6%*	*21.2%*	*24.1%*	*11.2%*	*14.5%*	*16.8%*	*17.0%*	*0.9%p*	*3.1%p*	*4.4%p*	*7.1%p*
순이익률	*9.4%*	*11.0%*	*16.8%*	*16.2%*	*6.8%*	*9.1%*	*12.9%*	*11.1%*	*2.6%p*	*1.9%p*	*3.9%p*	*5.0%p*

분기 변경	변경 후				변경 전				차이(변경 후/변경 전)			
(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q25	2Q25	3Q25	3Q25	1Q25	2Q25	3Q25	3Q25
매출액	830	1,103	1,023	1,058	830	1,223	1,136	1,180	0%	-10%	-10%	-10%
영업이익	103	114	132	137	84	124	138	143	22%	-8%	-4%	-4%
영업외	65	-18	-15	-11	-19	-19	-16	-13	적전	적지	적지	적지
세전이익	168	96	118	126	66	106	122	130	156%	-9%	-4%	-3%
순이익	139	67	82	88	46	74	86	91	201%	-9%	-4%	-3%
영업이익률	*12.4%*	*10.4%*	*12.9%*	*12.9%*	*10.1%*	*10.2%*	*12.2%*	*12.1%*	*2.2%p*	*0.2%p*	*0.8%p*	*0.8%p*
순이익률	*16.7%*	*6.1%*	*8.1%*	*8.3%*	*5.5%*	*6.0%*	*7.5%*	*7.7%*	*11.2%p*	*0.1%p*	*0.5%p*	*0.6%p*

Source: 다올투자증권

Fig. 3: HD현대마린엔진 실적: 2Q25, 3Q25에 2023년에 수주한 고가 엔진 납품 수익성 관심 (십억원)

HD현대마린엔진	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	614	851	808	886	830	1,103	1,023	1,058	2,444	3,158	4,015	6,993	7,213
YoY	*183%*	*48%*	*52%*	*95%*	*35%*	*30%*	*27%*	*20%*	*38%*	*29%*	*27%*	*74%*	*3%*
└HD현대미포 향					55	60	61	60			236	1,053	2,198
└HD현대미포 내 M/S					5%	5%	5%	5%			5%	20%	40%
영업이익	62	90	88	91	103	114	132	137	184	332	487	1,233	1,532
금융/기타영업외	6	16	15	-92	65	-18	-15	-11	19	-55	21	-138	201
세전사업이익	68	106	103	-1	168	96	118	126	203	277	508	1,096	1,732
순이익	67	94	95	502	139	67	82	88	316	758	376	767	1,213
영업이익률	*10.2%*	*10.6%*	*10.9%*	*10.3%*	*12.4%*	*10.4%*	*12.9%*	*12.9%*	*7.5%*	*10.5%*	*12.1%*	*17.6%*	*21.2%*
지배주주순이익률	*10.9%*	*11.0%*	*11.8%*	*56.7%*	*16.7%*	*6.1%*	*8.1%*	*8.3%*	*12.9%*	*24.0%*	*9.4%*	*11.0%*	*16.8%*

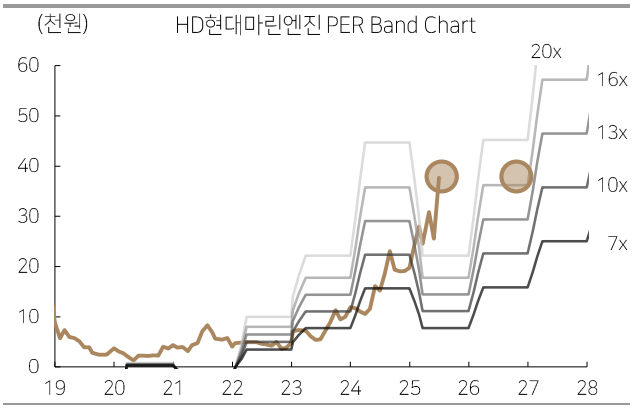
Source: 다올투자증권

Fig. 4: HD현대마린엔진의 수주 시점별 납품(매출) 일정 (십억원)

납품(매출) →	2024년		2025년				2026년				2027년				2028년	
↓수주	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
2021년 수주	0	233	0	0	0		0	0	0	0	0		0	0	0	0
2022년(고가)	398	139	0	227	0		0	0	0	0	0		0	0	0	0
2023년(대박 고가)	347	260	390	143	1,016		278	0	344	0	0		0	0	0	0
2024년(초대박 고가)	287	0	0	0	0		818	737	426	0	211		847	0	1,121	0
2025년	0	0	0	0	0		0	0	0	667	0		0	358	803	1,035
매출의 수주시점 비중																
2022	39%	22%	0%	61%	0%		0%	0%	0%	0%	0%		0%	0%	0%	0%
2023	34%	41%	100%	39%	100%		25%	0%	45%	0%	0%		0%	0%	0%	0%
2024	28%	0%	0%	0%	0%		75%	100%	55%	0%	100%		100%	0%	58%	0%
2025	0%	0%	0%	0%	0%		0%	0%	0%	100%	0%		0%	100%	42%	100%

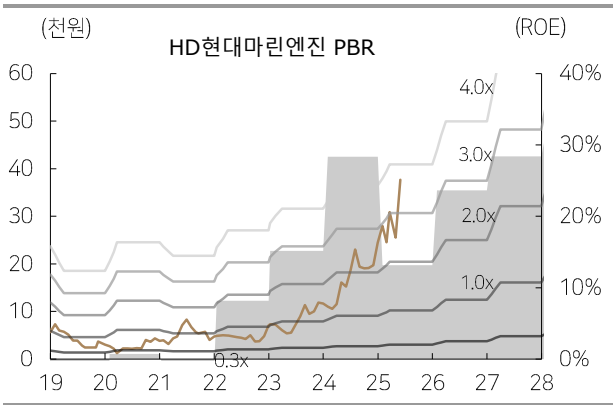
Source: 다올투자증권

Fig. 5: HD현대마린엔진 PER



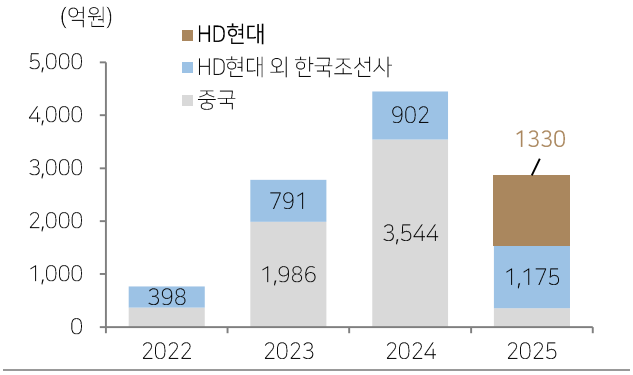
Source: 다올투자증권

Fig. 6: HD현대마린엔진 PBR



Source: 다올투자증권

Fig. 7: HD현대마린엔진 연간 수주



Source: 다올투자증권

Fig. 8: HD현대마린엔진 수주 추이

조선사	2022년	2023년	2024년	2025년
중국	**366**	**1,986**	**3,544**	**358**
Yangzijiang			1,121	
Nantong CIMC Sinopaciffic		278	287	
한국	**398**	**791**	**902**	**2,505**
HD한국조선해양				295
HD현대미포				1,035
삼성중공업		156		1,175
대선조선				
대한조선		129		
케이조선		507	902	
Uknown	398			
총합계	**764**	**2,777**	**4,446**	**2,863**

Source: 다올투자증권

HD현대마린엔진 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	196.5	293.9	320.2	431.2	514.2
현금성자산	67.2	93.6	128.6	140.3	246.3
매출채권	39.2	28.9	59.3	115.1	95.7
재고자산	89.1	86.7	47.2	90.2	86.3
비유동자산	257.5	201.1	231.4	261.7	291.6
투자자산	111.8	49.1	51.1	53.1	55.3
유형자산	146.4	151.3	178.3	205.3	232.0
무형자산	0.4	0.7	2.1	3.2	4.3
자산총계	454.0	495.0	551.6	692.8	805.8
유동부채	206.6	180.9	199.8	264.2	255.8
매입채무	46.9	50.6	69.2	132.9	123.3
유동성이자부채	88.7	10.4	9.6	9.0	9.0
비유동부채	22.0	4.7	4.8	4.9	5.0
비유동이자부채	2.2	1.3	1.3	1.3	1.3
부채총계	228.6	185.6	204.6	269.1	260.8
자본금	71.4	84.8	84.8	84.8	84.8
자본잉여금	338.3	338.3	338.3	338.3	338.3
이익잉여금	55.4	130.3	167.9	244.6	365.9
자본조정	(239.7)	(244.0)	(244.0)	(244.0)	(244.0)
자기주식	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	225.4	309.4	347.0	423.7	545.0
투하자본	250.1	227.4	229.3	293.7	309.0
순차입금	23.7	(81.9)	(117.6)	(130.0)	(235.9)
ROA	7.3	16.0	7.2	12.3	16.2
ROE	15.2	28.3	11.5	19.9	25.0
ROIC	5.4	10.1	15.8	33.0	35.6

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	244.4	315.8	401.5	699.3	721.3
증가율 (Y-Y,%)	37.7	29.2	27.1	74.2	3.1
영업이익	18.4	33.2	48.7	123.3	153.2
증가율 (Y-Y,%)	65.3	80.6	46.6	153.5	24.2
EBITDA	20.9	36.4	49.8	124.7	155.0
영업외손익	(0.0)	(5.5)	2.1	(13.8)	20.1
순이자수익	(4.2)	2.4	2.6	3.1	40.9
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.1	0.6	0.6	0.6
세전계속사업손익	18.4	27.7	50.8	109.6	173.2
당기순이익	31.6	75.8	37.7	76.7	121.3
지배기업당기순이익	31.6	75.8	37.6	76.7	121.3
증가율 (Y-Y,%)	123.7	139.5	(50.3)	103.7	58.1
NOPLAT	13.3	24.1	36.1	86.3	107.2
(+) Dep	2.6	3.2	1.2	1.3	1.8
(-) 운전자본투자	(13.7)	18.4	(28.3)	34.2	(14.5)
(-) Capex	5.4	7.8	28.0	28.0	28.0
OpFCF	24.2	1.1	37.6	25.5	95.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(0.5)	32.0	31.3	42.0	31.7
영업이익증가율(3Yr)	99.4	n/a	63.6	88.6	66.5
EBITDA증가율(3Yr)	47.3	n/a	59.2	81.2	62.1
순이익증가율(3Yr)	206.1	n/a	38.6	34.3	17.0
영업이익률(%)	7.5	10.5	12.1	17.6	21.2
EBITDA마진(%)	8.6	11.5	12.4	17.8	21.5
순이익률(%)	12.9	24.0	9.4	11.0	16.8

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	33.1	101.4	46.4	43.4	137.1
당기순이익	31.6	75.8	37.6	76.7	121.3
자산상각비	2.6	3.2	1.2	1.3	1.8
운전자본증감	9.7	48.3	28.3	(34.2)	14.5
매출채권감소(증가)	1.3	7.6	(30.5)	(55.7)	19.4
재고자산감소(증가)	(19.3)	1.8	39.5	(43.0)	3.9
매입채무증가(감소)	11.1	1.3	18.5	63.8	(9.6)
투자현금	(10.2)	(24.1)	(32.3)	(32.5)	(32.6)
단기투자자산감소	(10.1)	(20.9)	(1.4)	(1.4)	(1.5)
장기투자증권감소	0.0	0.1	0.6	0.6	0.6
설비투자	(5.4)	(7.8)	(28.0)	(28.0)	(28.0)
유무형자산감소	2.0	0.8	(1.5)	(1.5)	(1.5)
재무현금	(18.6)	(51.4)	19.4	(0.6)	0.0
차입금증가	(10.6)	(88.6)	19.4	(0.6)	0.0
자본증가	0.0	42.2	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	4.2	25.9	33.5	10.3	104.5
총현금흐름(Gross CF)	22.2	48.4	18.2	77.6	122.6
(-) 운전자본증가(감소)	(13.7)	18.4	(28.3)	34.2	(14.5)
(-) 설비투자	5.4	7.8	28.0	28.0	28.0
(+) 자산매각	2.0	0.8	(1.5)	(1.5)	(1.5)
Free Cash Flow	21.7	72.6	14.1	10.9	104.5
(-) 기타투자	0.0	(0.1)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
잉여현금	21.7	72.7	14.7	11.5	105.1

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	1,108	2,234	1,110	2,261	3,575
BPS	7,893	9,120	10,230	12,491	16,066
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	10.6	10.9	33.9	16.6	10.5
PBR	1.5	2.7	3.7	3.0	2.3
EV/ EBITDA	17.1	20.5	23.2	9.2	6.7
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	15.1	17.1	70.3	16.4	10.4
PSR	1.4	2.6	3.2	1.8	1.8
재무건전성 (%)					
부채비율	101.4	60.0	59.0	63.5	47.9
Net debt/Equity	10.5	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	113.2	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	95.1	162.5	160.3	163.2	201.0
이자보상배율	4.4	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	2.4	1.4	0.4	0.2	0.1
자산구조					
투하자본(%)	58.3	61.4	56.1	60.3	50.6
현금+투자자산(%)	41.7	38.6	43.9	39.7	49.4
자본구조					
차입금(%)	28.7	3.7	3.1	2.4	1.9
자기자본(%)	71.3	96.3	96.9	97.6	98.1

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

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

투자등급 비율

BUY : 87.8%	HOLD : 12.2%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

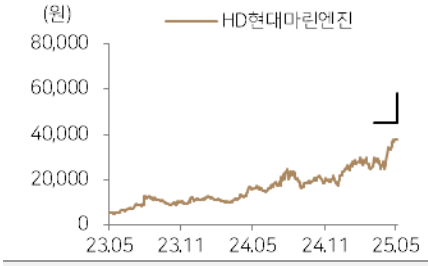
.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

HD현대마린엔진 (071970)



일자	애널리스트 변경	2025.03.10	2025.05.08
투자의견		BUY	BUY
적정주가		45,000원	58,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.03.10	45,000원	30,382원	37,700원	-32.5	-16.2
2025.05.08	58,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 05월 07일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

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