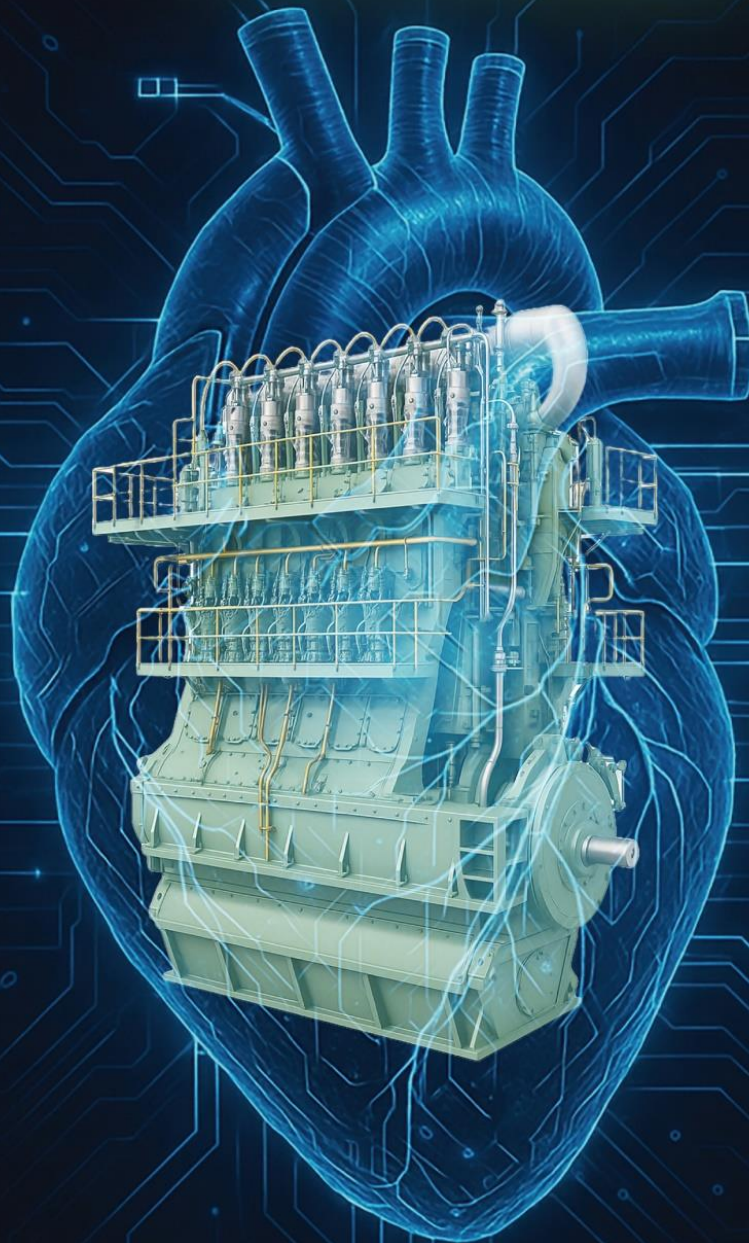


바다 위의 심장, 선박엔진



Contents

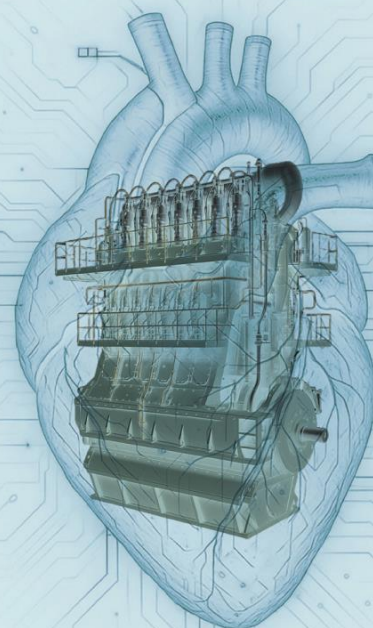
1. 선박엔진업체의 밸류에이션과 2025년 하반기 이후 투자 고민	3
2. 조선소 피크아웃 우려 해소되면 다음은 엔진 차례	6
3. 환경규제 강화 → CAPEX 투자 → 선박엔진 외형 성장 & 수익성 개선 사이클	12
4. IMO는 마침내 온실가스에 대한 전쟁을 선포, 2025년 10월 채택 여부 결정	15
5. 더 비싼 ME-G엔진, 듀얼퓨얼엔진 시장 점유율 확대 가능성	18
기업분석	
HD현대마린솔루션 (443060): DF사이클은 지속되고 확대된다	24
한화엔진 (082740): 멈추지 않는 외형 성장	29



조선/기계 Analyst 배기연
02. 6454- 4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

관심종목

종목	투자판단	적정주가
HD현대마린솔루션 (443060)	Buy (신규)	240,000원
한화엔진 (082740)	Buy	36,000원



1. 선박엔진업체의 밸류에이션과 2025년 하반기 이후 투자 고민

DF엔진 전성기가 도래했으며 핵심 엔진업체를 분석한다. 전일까지 연간 누적수익률은 HD현대마린엔진이 +107.0%, STX엔진이 +74.1%, 한화엔진이 +46.4%, HD현대중공업 +41.0%, HD현대마린솔루션 +11.2% 순이다. HD현대마린솔루션의 경우 엔진 생산 업체는 아니지만, 핵심사업부 내 엔진부품 판매 비중이 50%를 상회하는 업체이기 때문에 엔진 밸류체인에 포함한다.

전일 종가와 컨센서스를 기준으로 엔진업체 중 가장 투자 매력도가 높은 업체는 한화엔진이다. 2027년 컨센서스를 기준으로 단기성장률은 +41.4%로, HD현대마린엔진의 +52.6%보다 낮지만 업체 평균인 +34.5%보다 높다. 2027년 컨센서스 대비 PER은 업체 평균 16.8배보다 낮은 13.7배이다.

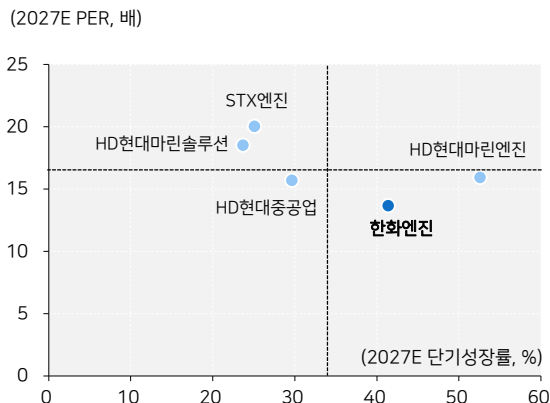
업체들 간 PBR 비교에서도 한화엔진의 투자 매력도는 상위권이다. 그림 2번을 참고하여, 예상 ROE 대비 전일 종가 기준 멀티플을 비교하면 한화엔진은 2027년 예상 ROE에 대한 컨센서스가 24.4%로 형성돼 있음에도 타 업체 대비 상대적으로 PBR이 낮게 형성돼 있다.

표1 선박엔진업체들의 밸류에이션 테이블

	단기성장률 (%)			PER (배)			ROE (%)			PBR (배)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
HD현대중공업	641.4	68.6	29.6	26.6	20.4	15.7	21.6	23.5	25.3	5.3	4.4	3.6
한화엔진	N/A	22.1	41.4	27.3	19.1	13.7	19.0	22.0	24.4	4.7	3.8	3.0
HD현대마린엔진	19.5	-2.5	52.6	37.1	23.3	15.9	13.3	17.7	21.4	4.5	3.8	3.1
STX엔진	113.9	8.3	25.1	31.3	25.5	20.0	8.5	9.2	10.6	2.4	2.2	2.0
HD현대마린솔루션	36.1	23.8	23.7	28.3	22.7	18.5	34.5	37.7	39.0	9.3	7.9	6.6

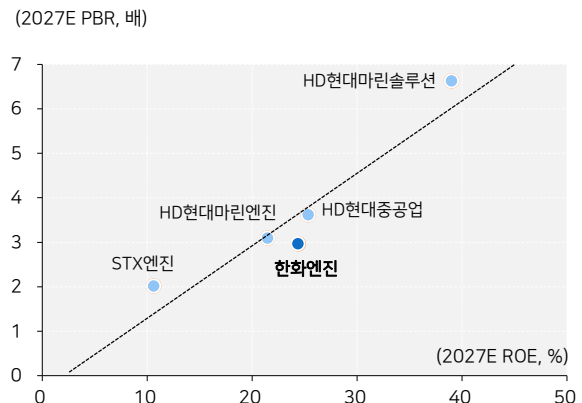
주: 2025년 7월 17일 종가 기준, 컨센서스 기준, 단기성장률은 순이익의 3년간 연평균 성장률
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화엔진: 예상 성장률 대비 상대적 낮은 PER 부각



주: 컨센서스 기준, 단기성장률은 2025~27년 지배주주순이익 CAGR
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한화엔진: 예상 ROE 대비 상대적 낮은 PBR 부각



주: 컨센서스 기준
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
HD현대마린솔루션 (443060)	Buy (신규)	240,000원
한화엔진 (082740)	Buy	36,000원

Industry Indepth
2025. 7. 21

▲ 조선/기계

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy (신규)

(20 거래일 평균종가
대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	240,000 원
현재주가 (7.18)	178,000 원
상승여력	34.8%

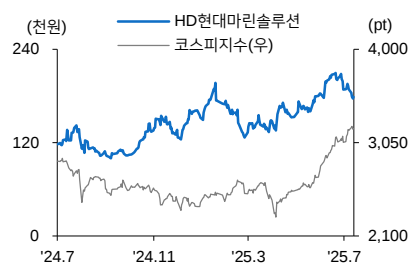
KOSPI	3,188.07pt
시가총액	79,796억원
발행주식수	4,483만주
유통주식비율	31.03%
외국인비중	29.63%
52주 최고/최저가	209,500원/100,100원
평균거래대금	422.9억원

주요주주(%)

에이치디현대 외 3인	55.34
Global Vessel Solutions, L.P.	9.99
국민연금공단	7.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.5	-1.2	36.0
상대주가	-18.5	-21.8	20.5

주가그래프



HD현대마린솔루션 443060

DF 사이클은 지속되고 확대된다

- ✓ 2027년 적정주가 240,000원을 제시하며 커버리지 개시
- ✓ 고마진의 선박부품 부문은 2024~27년 CAGR 15.2% 성장 전망
 - 27년 전사 매출대비 38.4%, 핵심사업부 내 매출 비중 57.7%인 최고 핵심
 - 2027년까지 선박용 부품 수요 중 DF 비중이 20% 돌파를 기대
- ✓ 2028년 IMO 넷-제로 프레임워크 발효를 대비한 친환경 개조 사업 개화하면,
 - 1) 새로운 먹거리 + 2) 선박부품 수요 중 DF 비중의 추가 확대 요소

2Q Preview: 영업이익 컨센서스 달성은 무난

2분기 매출액은 4,656억원(YoY +6.3%, QoQ -4.1%)로 추정한다. 영업이익은 871억원(YoY +22.6%, QoQ +4.9%), 영업이익률은 +18.7%(YoY +2.5%p, QoQ +1.6%p)이다. 유가 및 원/달러 하락으로 인해 벙커링 부문 매출액 감소는 불가피하다. 다만, 추정된 실적대로라면, 3개월 영업이익 컨센서스 달성은 무난하다.

선박부품에서 DF(이중연료) 비중은 2027년에 19.6% + α 까지 상승

AM사업부에서 선박부품 부문의 고수익성을 견인할 Dual-fuelled 비중은 2027년 중순에 20% 고지를 정복할 전망이다. 일반적으로 선박부품 중 엔진의 비중이 80%를 상회한다. DF엔진의 부품의 단가를 재래식 엔진 부품 대비 30~50% 높은 수준으로 추정하기 때문에 이중연료추진 선박들의 부품 교체 수요 증가는 HD현대마린솔루션의 외형과 수익성 모드를 견인할 동력이다.

선박부품 부문의 경우 2024년 기준 전사 매출액의 37.1%를 차지하며 벙커링 부문의 40.4%보다 낮지만, 전사 영업이익을 대부분 견인하는 핵심이다. 따라서 DF 비중 확대 흐름에 대한 정밀한 가정이 HD현대마린솔루션의 미래 이익 전망과 나아가 밸류에이션의 향방을 결정한다.

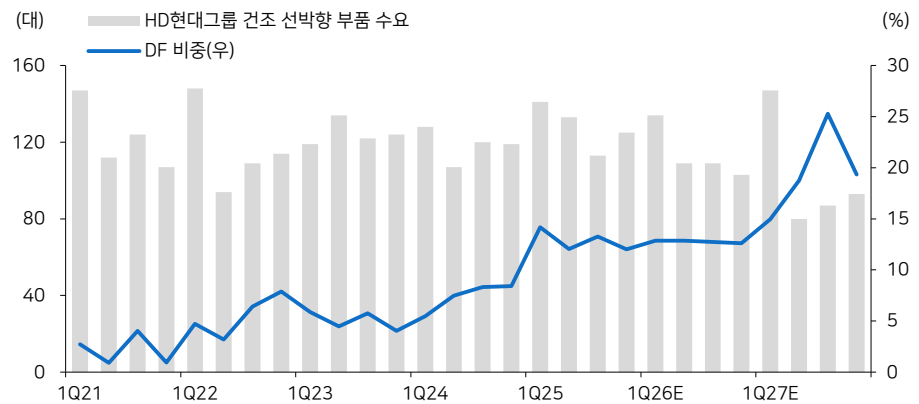
선박부품의 수요는 대부분 HD현대그룹 조선소들이 과거에 건조한 선박들의 부품 교체 사이클에서 창출된다. 선박의 드라이도크 수리 주기는 보통 5년으로 가정한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,430.5	201.5	151.1	3,778	44.0	5,999	0.0	0.0	0.2	71.6	173.6
2024	1,745.5	271.7	227.9	5,302	40.3	17,255	30.4	9.4	23.7	45.0	49.0
2025E	1,941.4	349.6	271.0	6,045	14.0	15,795	29.4	11.3	20.6	36.6	58.5
2026E	2,241.9	428.5	337.0	7,517	24.4	19,712	23.7	9.0	16.6	42.3	54.6
2027E	2,581.6	537.7	427.5	9,536	26.9	24,848	18.7	7.2	12.8	42.8	47.1

실제로는 'HD현대그룹의 인도량 × 가격지표'와 선박부품 매출액 간의 상관계수는 시차를 4년으로 했을 때가 시차를 5년으로 했을 때보다 근소하게 높았다. 예를 들어, 2025년에 발생한 부품 수요의 근원을 2021년, 2016년, 2011년에 HD현대그룹에서 건조한 선박이라고 가정했을 때 상관계수는 +0.8757이다.

선박부품 중 이중연료추진 선박용 엔진 비중 역시 같은 방식으로 도출하면, 2027년 중순 경 20% 수준으로 비중이 확대됨을 알 수 있다. LNG 또는 메탄올 등의 ready선으로 건조된 선박에 대한 리트로핏(retrofit) 시장이 개화하면 선박부품 부문 내 DF 비중은 더욱 확대될 수 있다.

그림20 선박부품 수요 및 DF 비중 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

HD현대마린솔루션의 친환경사업부가 이러한 리트로핏 시장을 개척하는 역할을 수행하기 때문에 향후 일석이조의 효과를 기대한다. IMO 넷-제로 프레임워크의 발효 시점이 2028년부터인 점과 ready선들의 개조 공사에 소요되는 시간 1.5년을 가정하면 2026년 하반기부터는 시장 가시화를 예상한다.

표16 선박부품 실적 추정을 위한 논리 검증

(십억원, 척)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
선박부품 매출액	62.4	72.7	64.0	80.5	74.1	103.4	88.0	121.5	106.3	118.3	133.4	129.9	136.8	155.1	180.9	175.6	185.3
(A) HD현대그룹 인도량의 4, 9, 14년 전 건조량	147	112	124	107	148	94	109	114	119	134	122	124	128	107	120	119	141
(B) HD현대마린솔루션의 가격 정책 추정	100	104	116	116	129	129	146	146	166	166	188	188	213	213	228	228	244
(C = AxB / 1000)	15	12	14	12	19	12	16	17	20	22	23	23	27	23	27	27	34
선박부품 매출액과 C 간 상관계수	0.8757																
(A) HD현대그룹 인도량의 5, 10, 15년 전 건조량	144	135	120	139	147	112	124	107	148	94	109	114	119	134	122	124	128
(B) HD현대마린솔루션의 가격 정책 추정	100	103	114	114	126	126	143	143	163	163	185	185	210	210	224	224	240
(C = AxB / 1000)	14	14	14	16	19	14	18	15	24	15	20	21	25	28	27	28	31
선박부품 매출액과 C 간 상관계수	0.8601																
(A) HD현대그룹 인도량의 6, 11, 16년 전 건조량	128	112	116	132	144	135	120	139	147	112	124	107	148	94	109	114	119
(B) HD현대마린솔루션의 가격 정책 추정	100	98	109	109	121	121	138	138	156	156	177	177	201	201	215	215	231
(C = AxB / 1000)	13	11	13	14	17	16	17	19	23	18	22	19	30	19	23	25	27
선박부품 매출액과 C 간 상관계수	0.8077																

자료: 메리츠증권 리서치센터

2027년 매출액은 2조 5,816억원(YoY +15.2%), 영업이익은 5,377억원(YoY +25.5%), 영업이익률은 +20.8%(YoY +1.7%p)로 성장을 예상한다. AM사업부는 선박부품 부문의 2024~27년 CAGR 15.2% 성장에 힘입어 2027년 2조 157억원(YoY +15.3%)을 예상한다.

2027년 적정주가 240,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정 PER 25배를 적용해 도출했다. 조선소나 엔진 생산 업체와 달리 고정비 부담이 없는 사업구조로 인해 기존에 사용하던 Implied PBR 밸류에이션을 사용하지 않았다. 사실상 peer가 없는 회사이기 때문에 상대가치평가도 사용하지 않았다. 이익 성장성이 높은 회사이기 때문에 PEG 밸류에이션을 활용해 적정 PER 25배를 도출했다.

적정 PER = PEG x 단기성장률 x 1000을 도출하는 과정에서 PEG는 1로 가정했으며, 단기성장률은 지배주주순이익의 1) 2024~27년 CAGR, 2) 2025~27년 CAGR, 3) 2027년 YoY 성장률의 평균인 24.7%를 사용했다.

표17 HD현대마린솔루션 실적 추정 테이블

(십억원, %)	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
WTI(달러/배럴)	71.5	63.8	70.0	67.0	66.0	64.0	62.0	62.0	75.8	68.1	63.5	61.6
YoY	-7.1%	-20.8%	-7.2%	-4.7%	-7.7%	0.3%	-11.4%	-7.5%	-2.3%	-10.2%	-6.7%	-3.0%
환율(원/달러)	1,452.7	1,404.0	1,390.0	1,400.0	1,420.0	1,420.0	1,420.0	1,420.0	1,356.8	1,411.7	1,420.0	1,420.0
YoY	9.3%	4.6%	2.3%	0.2%	-2.2%	1.1%	2.2%	1.4%	3.9%	4.0%	0.6%	0.0%
HD현대그룹 DF 선박 인도 비중(%)	14.2%	12.0%	13.3%	12.0%	12.9%	12.8%	12.7%	12.6%	7.4%	12.9%	12.8%	19.6%
YoY	8.7%p	4.6%p	4.9%p	3.6%p	-1.3%p	0.8%p	-0.5%p	0.6%p	2.4%p	5.5%p	-0.1%p	6.8%p
매출액	485.6	465.6	484.2	506.0	549.9	538.1	562.1	591.8	1,745.5	1,941.4	2,241.9	2,581.6
YoY	26.8%	6.3%	5.0%	9.2%	13.2%	15.6%	16.1%	17.0%	22.0%	11.2%	15.5%	15.2%
사업부별 매출액												
AM사업부	407.5	395.7	381.7	402.0	438.9	414.0	440.2	454.4	1511.4	1586.9	1747.6	2015.7
선박부품	185.3	188.8	177.6	188.4	208.5	196.8	216.3	220.4	648.4	740.2	842.1	991.8
병커링	191.4	168.3	172.0	175.9	194.4	178.0	189.5	193.1	705.6	707.5	755.0	863.4
기타	30.8	38.5	32.1	37.7	35.9	39.2	34.4	40.8	157.4	139.2	150.5	160.6
친환경사업부	58.3	47.9	83.2	85.0	88.6	99.1	99.9	116.0	163.5	274.4	403.6	463.1
디지털사업부	19.8	22.1	19.4	18.9	22.4	25.0	21.9	21.4	70.7	80.1	90.7	102.7
영업이익	83.0	87.1	87.7	91.9	102.5	101.0	109.1	115.9	271.7	349.6	428.5	537.7
YoY	61.2%	22.6%	5.2%	39.4%	23.5%	16.1%	24.4%	26.2%	34.9%	28.7%	22.6%	25.5%
영업이익률	17.1%	18.7%	18.1%	18.2%	18.6%	18.8%	19.4%	19.6%	15.6%	18.0%	19.1%	20.8%
세전이익	83.9	90.8	90.8	95.2	106.9	106.4	114.4	121.6	296.9	360.7	449.3	570.0
YoY	49.0%	18.1%	17.4%	10.3%	27.5%	17.1%	26.0%	27.7%	흑전	21.5%	24.6%	26.9%
지배주주순이익	63.3	68.1	68.1	71.4	80.2	79.8	85.8	91.2	227.9	271.0	337.0	427.5
YoY	42.9%	20.2%	16.3%	4.4%	26.7%	17.1%	26.0%	27.7%	흑전	18.9%	24.4%	26.9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표18 HD현대마린솔루션 2Q25E Preview 테이블

(십억원)	2Q25E	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	465.6	437.9	6.3	485.6	-4.1	506.2	-8.0
영업이익	87.1	71.0	22.6	83.0	4.9	85.8	1.5
세전이익	90.8	76.9	18.1	83.9	8.3	91.9	-1.2
지배주주 순이익	68.1	56.7	20.2	63.3	7.6	69.5	-2.0
영업이익률(%)	18.7%	16.2%		17.1%		2.6%	
세전이익률(%)	19.5%	17.6%		17.3%		2.8%	
순이익률(%)	14.6%	12.9%		13.0%		2.1%	

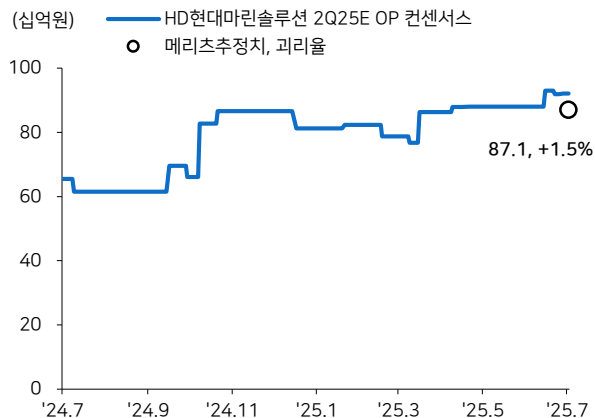
자료: HD현대마린솔루션, 메리츠증권 리서치센터

표19 HD현대마린솔루션 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,941.4	1,745.5	11.2	2,051.1	-5.3
영업이익	349.6	271.7	28.7	351.7	-0.6
세전이익	360.7	296.9	21.5	371.2	-2.8
지배주주 순이익	271.0	227.9	18.9	280.0	-3.2
영업이익률(%)	18.0%	15.6%		2.7%	
세전이익률(%)	18.6%	17.0%		2.9%	
순이익률(%)	14.0%	13.1%		2.2%	

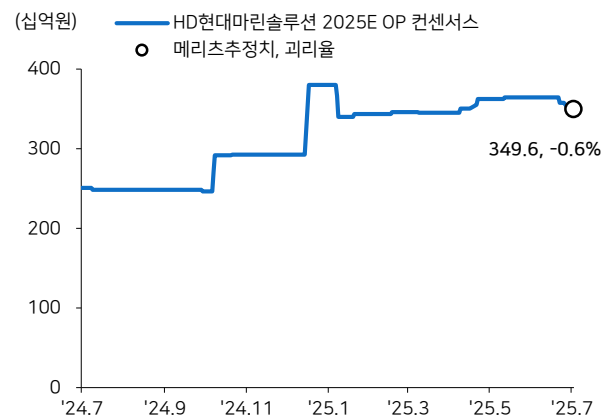
자료: HD현대마린솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림21 2Q25 영업이익 컨센서스 대비 +1.5% 상회 추정



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림22 2025E 영업이익 컨센서스 대비 -0.6% 하회 전망



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

HD 현대마린솔루션 (443060)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,430.5	1,745.5	1,941.4	2,241.9	2,581.6
매출액증가율(%)	7.2	22.0	11.2	15.5	15.2
매출원가	1,157.6	1,383.3	1,492.4	1,698.6	1,911.8
매출총이익	272.9	362.2	449.1	543.3	669.8
판매관리비	71.4	90.5	99.4	114.7	132.1
영업이익	201.5	271.7	349.6	428.5	537.7
영업이익률(%)	14.1	15.6	18.0	19.1	20.8
금융손익	0.1	28.3	15.2	24.5	36.0
종속/관계기업손익	0.0	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4
기타영업외손익	-0.6	-2.9	-3.7	-3.3	-3.3
세전계속사업이익	201.0	296.9	360.8	449.3	570.0
법인세비용	49.9	69.0	89.8	112.3	142.5
당기순이익	151.1	227.9	271.0	337.0	427.5
지배주주지분 순이익	151.1	227.9	271.0	337.0	427.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	72.9	246.5	198.9	414.2	480.2
당기순이익(손실)	151.1	227.9	271.0	337.0	427.5
유형자산상각비	10.0	11.8	17.3	11.0	10.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-96.5	-5.8	-98.0	66.3	41.8
투자활동 현금흐름	4.7	-195.9	-23.9	-42.4	-33.7
유형자산의증가(CAPEX)	-2.6	-9.6	-6.7	-8.0	-12.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-3.2	-0.4	-0.6	-0.4
재무활동 현금흐름	-43.9	149.1	-216.8	-159.9	-196.3
차입금의 증감	50.6	-125.0	2.7	1.5	0.9
자본의 증가	0.0	366.9	19.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	32.2	202.8	-42.0	211.9	250.2
기초현금	63.6	95.7	298.5	256.5	468.4
기말현금	95.7	298.5	256.5	468.4	718.5

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	597.3	1,075.5	1,050.3	1,296.1	1,567.6
현금및현금성자산	95.7	298.5	256.5	468.4	718.5
매출채권	201.2	248.6	248.6	248.6	248.6
재고자산	237.6	273.4	273.4	273.4	273.4
비유동자산	59.4	76.7	72.1	69.7	71.1
유형자산	11.2	19.6	9.2	6.2	7.3
무형자산	4.1	4.5	4.5	4.5	4.5
투자자산	0.0	3.0	3.3	3.8	4.2
자산총계	656.6	1,152.2	1,122.4	1,365.8	1,638.8
유동부채	387.8	342.6	374.1	437.6	477.6
매입채무	128.0	151.6	165.6	193.7	211.4
단기차입금	128.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	28.9	36.1	40.2	44.5	47.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	416.7	378.7	414.3	482.1	524.8
자본금	20.0	22.2	22.4	22.4	22.4
자본잉여금	20.0	384.6	404.4	404.4	404.4
기타포괄이익누계액	1.1	13.7	13.5	13.5	13.5
이익잉여금	198.4	323.5	258.3	433.9	664.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	240.0	773.5	708.1	883.7	1,113.9

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	35,762	40,599	43,307	50,009	57,587
EPS(지배주주)	3,778	5,302	6,045	7,517	9,536
CFPS	5,521	7,097	8,065	9,720	12,155
EBITDAPS	5,288	6,595	8,185	9,803	12,237
BPS	5,999	17,255	15,795	19,712	24,848
DPS	2,500	3,150	3,000	3,800	4,800
배당수익률(%)	0.0	2.0	1.7	2.1	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	30.4	29.4	23.7	18.7
PCR	0.0	22.7	22.1	18.3	14.6
PSR	0.0	4.0	4.1	3.6	3.1
PBR	0.0	9.4	11.3	9.0	7.2
EBITDA(십억원)	211.5	283.6	366.9	439.5	548.6
EV/EBITDA	0.2	23.7	20.6	16.6	12.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	71.6	45.0	36.6	42.3	42.8
EBITDA 이익률	14.8	16.2	18.9	19.6	21.2
부채비율	173.6	49.0	58.5	54.6	47.1
금융비용부담률	0.4	0.3	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	32.7	59.8	357.3	440.3	519.1
매출채권회전율(x)	7.9	7.8	7.8	9.0	10.4
재고자산회전율(x)	7.2	6.8	7.1	8.2	9.4

Industry Indepth
2025. 7. 21

▲ 조선/기계

Analyst **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

한화엔진 082740

멈추지 않는 외형 성장

- ✓ 2024~27년 매출액은 연평균 12.1%의 성장세 예상
- ✓ 고객사들의 수주잔고에서 선가 상승세는 자명
- ✓ 2028년까지 고객사들의 수주잔고 가시화는 2027년 한화엔진 매출 전망 근거
- ✓ IMO의 선박 배출 가스 규제로 인해 친환경 선박엔진이 대두될수록, 한화엔진의 수익성 전망치는 상향될 가능성. 2027년 적정주가 36,000원으로 상향 조정

Buy

(20 거래일 평균종가
대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **36,000 원**
현재주가 (7.18) **27,000 원**
상승여력 **33.3%**

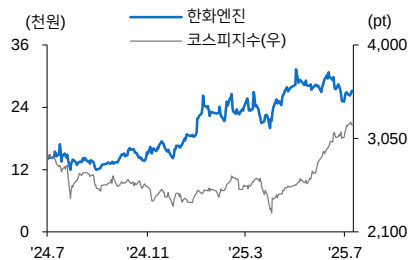
KOSPI	3,188.07pt
시가총액	22,531억원
발행주식수	8,345만주
유동주식비율	67.08%
외국인비중	12.90%
52주 최고/최저가	31,350원/11,960원
평균거래대금	300.0억원

주요주주(%)

한화임팩트	32.77
국민연금공단	11.63

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.2	11.1	76.8
상대주가	-18.1	-12.0	56.6

주가그래프



2024~27년 연평균 성장률 +12.1%의 성장세 지속 전망

2027년 매출액을 1조 6,946억원(YoY +16.8%)으로 예상하며, 멈추지 않는 외형 성장을 전망한다. 2024년에 이미 YoY +40.7%의 성장을 보였던 한화엔진은, 주요 고객사들의 2028년까지 선가 상승이 확인된 인도기준 수주잔고가 가시화 되면서 2024~27년에도 CAGR +12.1%의 외형 성장을 보일 전망이다.

AM사업부의 2024~27년 연평균 성장률(CAGR)은 +5.2% 수준으로 예상했다. 엔진 생산 자체의 매출액 성장보다는 보수적으로 추정했으나, 주요 고객 4사(한화오션, 삼성중공업, Yangzijiang, New Times)가 2024년 이후로 연간 160척 이상 건조 스케줄을 지속하기 때문에 한화엔진 AM사업부에 대한 트랙레코드는 개선세를 이어갈 전망이다.

수익성 역시 우상향 기조, 적정주가를 36,000원으로 상향 조정

한화엔진의 수익성 역시 외형성장과 마찬가지로 우상향 기조를 전망하며 2027년 영업이익률 +15.0%, ROE 26.7%를 예상한다. IMO에서 지정한 질소산화물 및 황산화물에 대한 배출규제지역 확대와 탄소 감축 노력으로 친환경 선박엔진의 중요성은 시간이 갈수록 대두된다. Implied PBR 3.7배를 적용하여 적정주가를 36,000원으로 상향 조정한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	854.4	8.7	-0.4	-6	-99.1	3,133	-1,631.7	3.1	34.4	-0.2	407.2
2024	1,202.2	71.5	79.2	970	-16,377.1	4,713	19.0	3.9	18.4	25.6	259.3
2025E	1,321.1	112.0	85.4	1,024	5.5	5,743	26.4	4.7	17.3	19.6	210.8
2026E	1,450.4	192.3	143.2	1,716	67.6	7,459	15.7	3.6	10.0	26.0	191.8
2027E	1,694.6	254.9	191.8	2,299	34.0	9,758	11.7	2.8	6.9	26.7	166.5

표20 한화엔진의 적정주가 산출 – Implied PBR Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
COE(%)	8.3	5.5	7.1	7.4	7.2
RiskFree	3.7	3.0	2.4	2.3	2.2
Risk Premium	6.0	4.2	4.2	4.2	4.2
Beta	0.8	0.6	1.1	1.2	1.2
ROE(%)	-0.2	25.6	19.6	26.0	26.7
BPS(원)	3,133	4,713	5,743	7,459	9,758
Implied PBR = (ROE-g)/(COE-g)					3.7
Fair Value(원)					36,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

표21 한화엔진 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
환율(원/달러)	1,452.7	1,404.0	1,390.0	1,400.0	1,420.0	1,420.0	1,420.0	1,420.0	1,356.8	1,411.7	1,420.0	1,420.0
YoY	9.3%	4.6%	2.3%	0.2%	-2.2%	1.1%	2.2%	1.4%	3.9%	4.0%	0.6%	0.0%
주요 고객 조선소 4사의 인도량	41	32	37	49	44	35	45	42	170	159	166	194
YoY	-6.8%	-22.0%	-14.0%	16.7%	7.3%	9.4%	21.6%	-14.3%	23.2%	-6.5%	4.4%	16.9%
한국후판가격(달러/톤)	619.8	645.0	653.1	661.1	669.2	677.2	685.3	708.5	660.1	644.7	685.0	708.5
YoY	-8.4%	-1.6%	-1.6%	2.6%	8.0%	5.0%	4.9%	7.2%	-20.8%	-2.3%	6.2%	3.4%
매출액	318.2	326.7	350.0	326.1	324.4	351.0	369.6	405.3	1,202.2	1,321.1	1,450.4	1,694.6
YoY	8.5%	14.1%	18.2%	0.0%	2.0%	7.4%	5.6%	24.3%	40.7%	9.9%	9.8%	16.8%
2-stroke 선박엔진	273.1	276.8	306.2	277.6	276.3	299.3	324.0	354.5	1,022.3	1,133.7	1,254.1	1,485.4
한화오션	126.3	105.0	108.3	102.8	83.8	73.5	114.5	152.9	402.2	442.3	424.7	483.4
삼성중공업	112.8	69.7	88.0	65.1	78.1	108.8	78.8	69.0	302.3	335.7	334.8	469.6
Yangzijiang	19.9	35.4	37.9	36.3	37.1	37.5	43.3	44.0	96.6	129.5	161.9	180.2
New Times	0.0	21.2	18.6	11.9	19.7	25.1	30.7	31.1	65.3	51.7	106.5	125.8
4-stroke 선박엔진	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비선박엔진	45.1	49.9	43.8	48.6	48.1	51.7	45.6	50.8	179.9	187.4	196.2	209.2
영업이익	22.3	22.6	30.2	36.8	37.0	44.4	51.9	58.9	71.5	112.0	192.2	254.9
YoY	14.9%	21.4%	97.7%	102.5%	65.9%	96.4%	71.8%	59.9%	719.5%	56.6%	71.7%	32.6%
영업이익률	7.0%	6.9%	8.6%	11.3%	11.4%	12.6%	14.1%	14.5%	6.0%	8.5%	13.3%	15.0%
세전이익	20.0	22.1	29.6	36.3	36.4	44.0	51.7	58.8	77.4	108.0	190.9	255.8
YoY	7.2%	19.3%	115.8%	37.3%	82.2%	99.1%	74.9%	61.7%	흑전	39.6%	76.8%	34.0%
지배주주순이익	19.4	16.6	22.2	27.2	27.3	33.0	38.8	44.1	79.2	85.4	143.2	191.8
YoY	30.5%	15.9%	109.6%	-30.8%	40.7%	99.1%	74.9%	61.7%	흑전	7.9%	67.6%	34.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표22 한화엔진 2Q25E Preview 테이블

(십억원)	2Q25E	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	326.7	286.5	14.1	318.2	2.7	338.7	-3.5
영업이익	22.6	18.6	21.4	22.3	1.3	25.8	-12.4
세전이익	22.1	18.5	19.3	20.0	10.7	27.4	-19.1
지배주주 순이익	16.6	14.3	15.9	19.4	-14.5	19.7	-15.9
영업이익률(%)	6.9%	6.5%		7.0%		0.8%	
세전이익률(%)	6.8%	6.5%		6.3%		0.8%	
순이익률(%)	5.1%	5.0%		6.1%		0.6%	

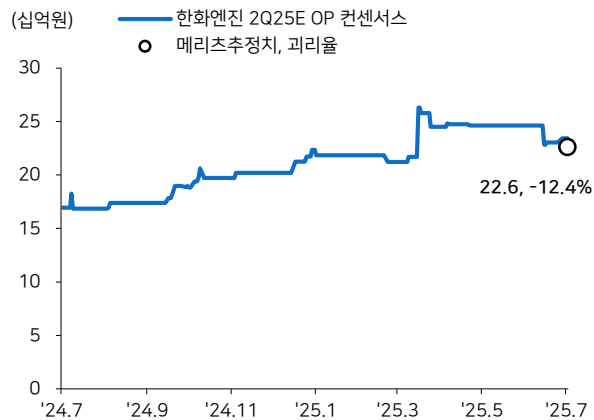
자료: 한화엔진, 메리츠증권 리서치센터

표23 한화엔진 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,321.1	1,202.2	9.9	1,334.6	-1.0
영업이익	112.0	71.5	56.6	103.2	8.5
세전이익	108.0	77.4	39.6	105.5	2.3
지배주주 순이익	85.4	79.2	7.9	82.7	3.3
영업이익률(%)	8.5%	6.0%		0.8%	
세전이익률(%)	8.2%	6.4%		0.8%	
순이익률(%)	6.5%	6.6%		0.6%	

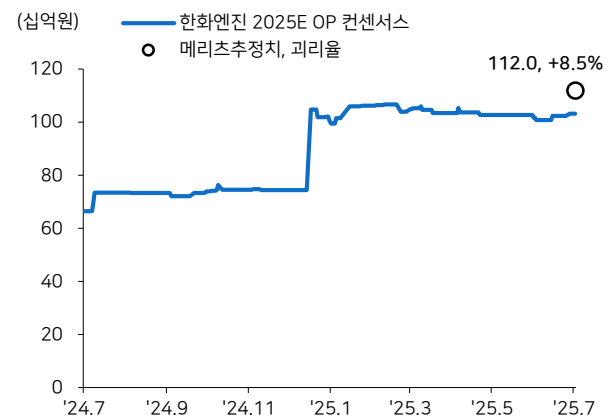
자료: 한화엔진, 메리츠증권 리서치센터

그림23 2Q25 영업이익 컨센서스 대비 -12.4% 하회 전망



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림24 2025E 영업이익 컨센서스 대비 +8.5% 상회 전망



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

한화엔진 (082740)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	854.4	1,202.2	1,321.1	1,450.4	1,694.6
매출액증가율(%)	11.8	40.7	9.9	9.8	16.8
매출원가	810.9	1,085.9	1,156.2	1,200.7	1,373.5
매출총이익	43.5	116.3	164.9	249.7	321.1
판매관리비	34.7	44.8	53.0	57.4	66.2
영업이익	8.7	71.5	112.0	192.3	254.9
영업이익률(%)	1.0	5.9	8.5	13.3	15.0
금융손익	-14.2	2.9	-0.9	1.5	3.7
종속/관계기업손익	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.3	2.8	-3.1	-2.9	-2.9
세전계속사업이익	-0.9	77.4	108.0	190.9	255.8
법인세비용	-0.5	-1.8	22.6	47.7	63.9
당기순이익	-0.4	79.2	85.4	143.2	191.8
지배주주지분 순이익	-0.4	79.2	85.4	143.2	191.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	70.2	90.4	98.1	203.5	246.7
당기순이익(손실)	-0.4	79.2	85.4	143.2	191.8
유형자산상각비	14.1	14.8	16.6	17.3	18.5
무형자산상각비	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
운전자본의 증감	127.9	57.4	-9.5	42.4	35.9
투자활동 현금흐름	-30.3	-4.3	-30.6	-87.3	-83.6
유형자산의증가(CAPEX)	-31.1	-51.0	-22.4	-26.3	-32.0
투자자산의감소(증가)	33.0	-103.2	1.2	-30.5	-25.8
재무활동 현금흐름	8.8	-57.3	-1.2	13.1	18.3
차입금의 증감	-12.4	53.3	-9.2	13.1	18.3
자본의 증가	0.0	88.7	0.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	48.3	30.2	66.6	129.3	181.4
기초현금	54.6	102.8	133.0	199.6	328.9
기말현금	102.8	133.0	199.6	328.9	510.3

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	655.7	785.0	851.3	1,138.9	1,454.3
현금및현금성자산	102.8	133.0	199.6	328.9	510.3
매출채권	83.6	133.9	133.9	166.4	193.9
재고자산	366.5	370.3	370.2	460.1	536.2
비유동자산	481.2	628.1	638.2	677.2	716.0
유형자산	380.0	415.5	421.5	430.5	443.9
무형자산	2.9	5.7	6.7	6.1	5.6
투자자산	23.6	126.8	125.6	156.1	181.9
자산총계	1,136.9	1,413.1	1,489.5	1,816.1	2,170.2
유동부채	603.6	586.6	571.3	700.5	822.8
매입채무	182.9	141.2	141.1	175.4	204.4
단기차입금	153.0	30.0	15.0	5.0	5.0
유동성장기부채	17.1	0.0	0.0	4.0	12.0
비유동부채	309.1	433.2	439.0	493.2	533.2
사채	38.5	44.0	37.9	25.9	9.9
장기차입금	2.6	0.0	10.0	10.0	10.0
부채총계	912.7	1,019.8	1,010.3	1,193.6	1,356.0
자본금	71.5	83.5	83.5	83.5	83.5
자본잉여금	273.5	350.3	350.7	350.7	350.7
기타포괄이익누계액	85.3	85.6	85.7	85.7	85.7
이익잉여금	-151.3	-71.1	14.4	157.6	349.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	224.2	393.3	479.3	622.5	814.3

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	11,942	14,734	15,832	17,381	20,307
EPS(지배주주)	-6	970	1,024	1,716	2,299
CFPS	-678	456	1,548	2,484	3,249
EBITDAPS	332	1,065	1,547	2,518	3,283
BPS	3,133	4,713	5,743	7,459	9,758
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-1,631.7	19.0	26.4	15.7	11.7
PCR	-14.4	40.5	17.4	10.9	8.3
PSR	0.8	1.3	1.7	1.6	1.3
PBR	3.1	3.9	4.7	3.6	2.8
EBITDA(십억원)	23.8	86.9	129.1	210.1	274.0
EV/EBITDA	34.4	18.4	17.3	10.0	6.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.2	25.6	19.6	26.0	26.7
EBITDA 이익률	2.8	7.2	9.8	14.5	16.2
부채비율	407.2	259.3	210.8	191.8	166.5
금융비용부담률	1.4	0.6	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	0.7	9.3	32.9	59.5	76.7
매출채권회전율(x)	11.1	11.1	9.9	9.7	9.4
재고자산회전율(x)	2.8	3.3	3.6	3.5	3.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

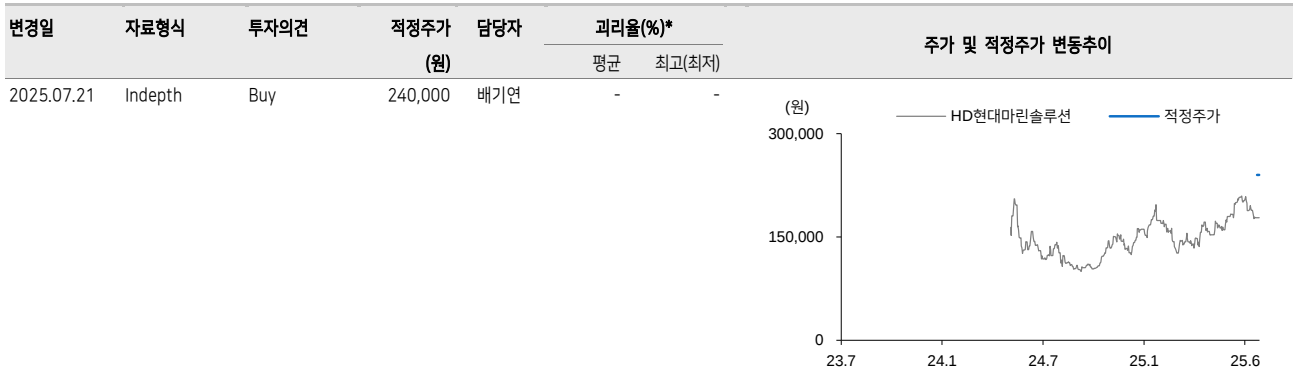
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

HD 현대마린솔루션 (443060) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한화엔진 (082740) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

