한화엔진 (082740)

4Q Preview: 뒤 늦은 상향 조정

조선/기계
Analyst 배기연
kiyeon.bae@meritz.co.kr

영업이익은 컨센서스 9.0% 상회 추정

2025년 4분기 매출액은 3,365억원(YoY +3.1%, QoQ +13.2%), 영업이익은 394억원(YoY +116.8%, QoQ +48.1%), 영업이익률 +11.7%(YoY +6.1%p, QoQ +2.8%p)로 추정한다. 영업이익은 컨센서스를 9.0% 상회한다.

적정 주가 상향까지 오래 걸린 이유

한화엔진의 적정주가를 59,000원으로 상향 조정한다. 한화엔진의 주가가 기존에 메리츠증권이 제시한 적정주가 36,000원(2025년 7월 25일 발간, 당시 전일종가 31,850원)을 추월한지 약 5개월이 지났다. 그동안 적정주가를 조정하지 않고 유보해왔다.

이번 자료를 통해 적정주가를 상향 조정한 이유는 4가지이다. 1) 2025년에 확인된 비계열사들의 단납기 및 투기적 발주가 기존의 엔진 판가 상승률을 상회했다. 2) CAPA 증설이 야기한 프로덕트믹스 개선 효과를 전방 고객의 건조 스케줄을 통해 확인했다. 3) SEAM사 인수를 통해 안정적인 수익원을 추가 확보했다. 4) 한화그룹에 인수된 후 확보한 글로벌 네트워크가 AM 사업부의 성장을 중장기 가속한다.

한화엔진의 CAPA 증설, 기준에 따라 달라 보였던 효과

2 스트로크 엔진에 대한 기존 CAPA는 2026년말까지 530만 마력으로, 2024년 대비 약 53% 증가한다. 그러나 대수로 환산하면 증설 전후에도 약 130대로 변함이 없다. 납품 대수에 변화가 없다면 매출액 전망치는 신조선가의 상승률에 비례하는 엔진 판가 상승률이 결정 변수라고 판단했었다.

그러나 2025년은 2021년 ~ 현재 조선업 상승국면에서 엔진의 판가 상승률이 가장 높았으리라 추정되는 해다. 중국발 쇼티지로 대변할 수 있다. 당초 2024년말, 중국 조선소들의 CAPA 증설 계획은 약 +30%지만 중국 내 엔진 CAPA의 제약으로 인한 현실적인 증설은 목표에 미칠 수 없다고 전망한 바 있다. 그러나 중국 조선소는 한국 엔진업체에 단납기 및 투기적 발주를 통해 공격적으로 엔진 슬롯을 확보했다.

Meritz Research 2026. 1. 16

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	59,000원
현재주가 (1.15)	53,300원
상승여력	10.7%

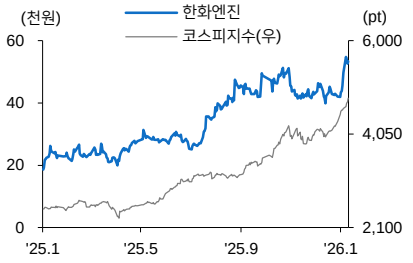
KOSPI	4,797.55pt
시가총액	44,477억원
발행주식수	8,345만주
유동주식비율	67.16%
외국인비중	20.60%
52주 최고/최저가	54,800원/20,000원
평균거래대금	611.9억원

주요주주(%)

한화임팩트	32.77
국민연금공단	9.98

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.6	100.8	103.0
상대주가	3.6	34.5	5.7

주가그래프



(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	1,339.8	122.2	98.7	1,183	21.9	5,860	36.3	7.3	25.6	22.4	199.3
2026E	1,578.1	237.3	181.3	2,173	83.7	8,033	24.5	6.6	16.6	31.3	172.9
2027E	1,786.6	332.9	255.1	3,057	40.7	11,090	17.4	4.8	11.4	32.0	136.3

한화엔진의 CAPA 증설 다시 돌아보기: 마력 증가는 곧 판가 상승이었다

전반적인 엔진 판가 상승과 더불어, 한화엔진은 마력 기준 CAPA 증설을 통해 프로덕트믹스 개선을 유도하고 있다. 대당 더 높은 마력의 엔진을 생산할 수 있는 체력을 갖춤으로써, 고객 조선소들의 대형 선박에 탑재될 고스펙 엔진 중심으로 수주잔고를 채울 수 있었다.

한화엔진 2-스트로크 엔진 매출의 약 30%를 차지하는 주요 고객인 삼성중공업을 예로 설명한다. 삼성중공업은 2023년 7월에 Evergreen으로부터 수주한 16,000TEU급 메탄올 추진 컨테이너선 16척을 2026~27년에 본격 인도할 예정이다.

척당 1.93억달러인 해당 선박은 삼성중공업의 2026년 건조선가지표(당해 매출액 / 일감)를 전년대비 15.5%나 상승시킬 만큼 비싸고, 많다. 한화엔진은 해당 일감을 모두 수주하여 2026년에 본격 납품한다. 2023년 8월에 이미 2억 8,803만달러의 계약금액을 공시했었다. 마력 기준 CAPA 증설이 완료되는 2026년말 이후 한화엔진은 쇼티지 상황 하에 더 비싼 엔진 일감을 선택적으로 확보할 수 있다.

추가 상향 조정을 위한 조건, SEAM사 시너지 + AM 사업부 성장

한화엔진의 적정주가 산출은 2028년 실적을 기준으로 도출했다. 2028년 ROE +27.0%, 적정 PBR 4.5배를 적용했다. 다음 레벨업은 2026년 2분기부터 연결 반영할 SEAM사의 시너지 강화, 그리고 AM 사업부의 유의미한 성장이다.

2025년 12월 인수 결정을 발표한 SEAM Topco AS는 2024년, EPS SI 사업으로 매출액 1,000억원을 돌파했으며, 한화엔진이 인수한 후 AM 사업부와 시너지를 기대한다. 수익성의 경우, 노르웨이-GAAP 당시 현금 유출없이 비용처리 하던 항목이 사라지게 되며 K-IFRS 적용시 BEP 우려 없는 새로운 먹거리 역할을 수행할 예정이다. 한화 그룹의 사업망과 누적된 납품처로부터 AM 사업의 성장을 도모 중인 한화엔진은 새로운 제품 라인업을 갖춘 셈이다.

표1 한화엔진 4Q25E Preview

(십억원)	4Q25E	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**336.5**	326.3	3.1	297.3	13.2	326.1	3.2	347.2	-3.1
영업이익	**39.4**	18.2	116.8	26.6	48.1	36.8	7.2	36.2	9.0
세전이익	**36.6**	26.5	38.3	31.2	17.1	36.4	0.5	43.7	-16.3
지배주주순이익	**27.4**	39.4	-30.3	30.3	-9.4	27.3	0.5	34.9	-21.4
영업이익률(%)	**11.7%**	5.6%		9.0%		11.3%		10.4%	
세전이익률(%)	**10.9%**	8.1%		10.5%		11.2%		12.6%	
순이익률(%)	**8.2%**	12.1%		10.2%		8.4%		10.1%	

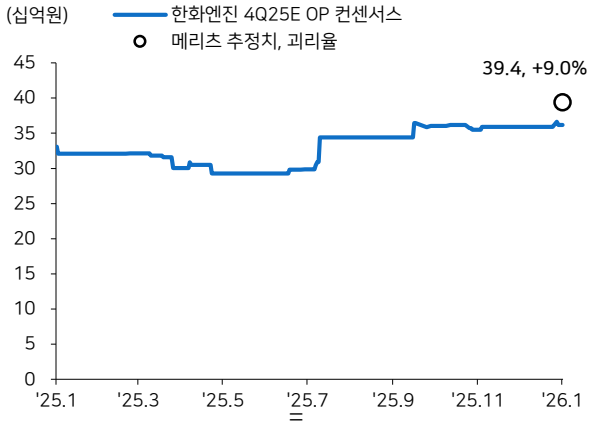
자료: 한화엔진, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화엔진 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**1,339.8**	1,202.2	11.4	1,382.1	-3.1	1,357.5	-1.3
영업이익	**122.2**	71.5	70.8	123.2	-0.8	118.3	3.2
세전이익	**102.9**	77.4	33.0	101.2	1.6	106.8	-3.6
지배주주순이익	**98.7**	79.2	24.7	90.6	8.9	97.4	1.4
영업이익률(%)	**9.1%**	6.0%		8.9%		8.7%	
세전이익률(%)	**7.7%**	6.4%		7.3%		7.9%	
순이익률(%)	**7.4%**	6.6%		6.6%		7.2%	

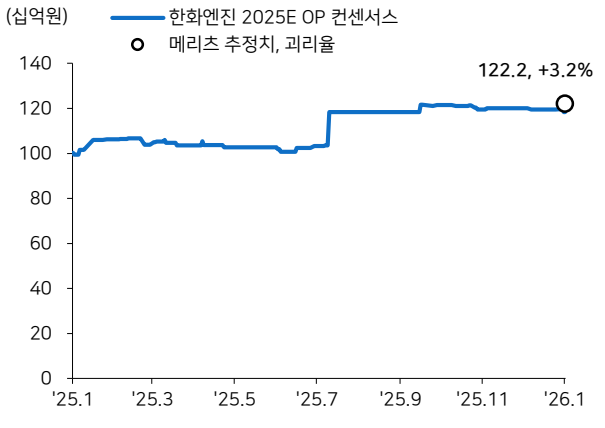
자료: Quantiwise, 한화엔진, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25E 영업이익, 컨센서스 대비 9.0% 상회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익 컨센서스 대비 3.2% 상회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한화엔진의 적정주가 산출 – Implied PBR Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
COE(%)	8.3	5.5	6.7	6.5	6.4	6.1
RiskFree	3.7	3.0	2.4	2.3	2.2	2.1
Risk Premium	6.0	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
Beta	0.8	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0
ROE(%)	-0.2	25.6	22.4	31.3	32.0	27.0
BPS(원)	3,134	4,714	6,119	7,838	10,141	13,129
Implied PBR = (ROE - g) / (COE -g)						4.5
적정주가(원)						59,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	318.2	387.7	297.3	336.5	357.8	394.2	410.0	416.2	1,202.2	1,339.8	1,578.1	1,786.5
YoY	8.5%	35.3%	0.4%	3.1%	12.4%	1.7%	37.9%	23.7%	40.7%	11.4%	17.8%	13.2%
영업이익	22.3	33.8	26.6	39.4	47.8	55.1	64.4	70.0	71.5	122.2	237.3	332.9
YoY	14.9%	81.4%	74.2%	116.8%	114.3%	63.0%	142.0%	77.3%	719.5%	70.8%	94.2%	40.3%
영업이익률	7.0%	8.7%	9.0%	11.7%	13.4%	14.0%	15.7%	16.8%	6.0%	9.1%	15.0%	18.6%
세전이익	20.0	15.1	31.2	36.6	48.3	56.0	66.1	71.4	77.4	102.9	241.7	340.1
YoY	7.2%	-18.8%	127.9%	38.3%	141.7%	272.2%	111.4%	95.0%	흑전	33.0%	135.0%	40.7%
지배주주순이익	19.4	21.6	30.3	27.4	36.2	42.0	49.5	53.5	79.2	98.7	181.3	255.1
YoY	30.5%	50.7%	186.2%	-30.3%	86.6%	94.9%	63.5%	95.0%	흑전	24.7%	83.7%	40.7%

자료: 한화엔진, 메리츠증권 리서치센터

한화엔진 (082740)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**854.4**	**1,202.2**	**1,339.8**	**1,578.1**	**1,786.6**
매출액증가율(%)	11.8	40.7	11.4	17.8	13.2
매출원가	810.9	1,085.9	1,165.8	1,278.9	1,384.9
매출총이익	43.5	116.3	174.0	299.3	401.7
판매관리비	34.7	44.8	51.8	62.0	68.8
영업이익	**8.7**	**71.5**	**122.2**	**237.3**	**332.9**
영업이익률(%)	1.0	5.9	9.1	15.0	18.6
금융손익	-14.2	2.9	-8.5	3.1	5.9
종속/관계기업손익	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
기타영업외손익	4.3	2.8	-11.0	1.2	1.2
세전계속사업이익	-0.9	77.4	102.9	241.7	340.2
법인세비용	-0.5	-1.8	4.2	60.4	85.0
당기순이익	**-0.4**	**79.2**	**98.7**	**181.3**	**255.1**
지배주주지분 순이익	-0.4	79.2	98.7	181.3	255.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**70.2**	**90.4**	**97.5**	**242.1**	**297.7**
당기순이익(손실)	-0.4	79.2	98.7	181.3	255.1
유형자산상각비	14.1	14.8	16.4	17.3	18.6
무형자산상각비	0.9	0.5	0.7	0.8	0.7
운전자본의 증감	127.9	57.4	-61.1	42.6	23.3
투자활동 현금흐름	**-30.3**	**-4.3**	**-164.0**	**-87.6**	**-65.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-31.1	-51.0	-23.9	-26.3	-32.0
투자자산의감소(증가)	33.0	-103.2	-11.7	-30.7	-16.7
재무활동 현금흐름	**8.8**	**-57.3**	**67.3**	**13.3**	**9.1**
차입금의 증감	-12.4	53.3	-67.3	13.3	9.1
자본의 증가	0.0	88.7	2.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	48.3	30.2	1.9	167.7	241.3
기초현금	54.6	102.8	133.0	134.9	302.6
기말현금	102.8	133.0	134.9	302.6	543.8

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	655.7	785.0	807.4	1,134.2	1,462.3
현금및현금성자산	102.8	133.0	134.9	302.6	543.8
매출채권	83.6	133.9	138.1	170.8	188.6
재고자산	366.5	370.3	382.0	472.4	521.7
비유동자산	481.2	628.1	656.2	695.0	724.5
유형자산	380.0	415.5	427.6	436.6	450.0
무형자산	2.9	5.7	7.2	6.4	5.7
투자자산	23.6	126.8	130.8	161.4	178.2
자산총계	**1,136.9**	**1,413.1**	**1,463.6**	**1,829.2**	**2,186.7**
유동부채	603.6	586.6	631.1	760.9	843.0
매입채무	182.9	141.2	145.7	180.1	198.9
단기차입금	153.0	30.0	15.0	5.0	5.0
유동성장기부채	17.1	0.0	42.0	46.0	54.0
비유동부채	309.1	433.2	343.5	398.0	418.3
사채	38.5	44.0	-2.0	-14.0	-30.0
장기차입금	2.6	0.0	10.0	10.0	10.0
부채총계	**912.7**	**1,019.8**	**974.6**	**1,158.9**	**1,261.3**
자본금	71.5	83.5	83.5	83.5	83.5
자본잉여금	273.5	350.3	352.2	352.2	352.2
기타포괄이익누계액	85.3	85.6	85.8	85.8	85.8
이익잉여금	-151.3	-71.1	22.5	203.8	458.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**224.2**	**393.3**	**489.0**	**670.3**	**925.4**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	11,942	14,734	16,055	18,912	21,409
EPS(지배주주)	-6	970	1,183	2,173	3,057
CFPS	-678	456	1,959	3,077	4,236
EBITDAPS	332	1,065	1,669	3,061	4,220
BPS	3,133	4,713	5,860	8,033	11,090
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	36.3	24.5	17.4
PCR	-14.4	40.5	21.9	17.3	12.6
PSR	0.8	1.3	2.7	2.8	2.5
PBR	3.1	3.9	7.3	6.6	4.8
EBITDA(십억원)	23.8	86.9	139.3	255.4	352.2
EV/EBITDA	34.4	18.4	25.6	16.6	11.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.2	25.6	22.4	31.3	32.0
EBITDA 이익률	2.8	7.2	10.4	16.2	19.7
부채비율	407.2	259.3	199.3	172.9	136.3
금융비용부담률	1.4	0.6	0.2	0.2	0.1
이자보상배율(x)	0.7	9.3	38.2	95.0	129.4
매출채권회전율(x)	11.1	11.1	9.8	10.2	9.9
재고자산회전율(x)	2.8	3.3	3.6	3.7	3.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

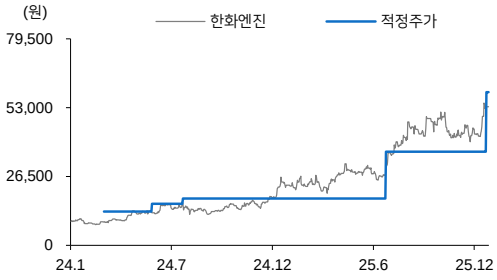
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025 년 12 월 31 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한화엔진 (082740) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.03.05	기업분석	Buy	13,000	배기연	-15.1	3.1
2024.05.30	산업분석	Buy	16,000	배기연	-9.6	5.6
2024.07.24	기업브리프	Buy	18,000	배기연	14.7	74.2
2025.07.21	산업분석	Buy	36,000	배기연	20.3	52.2
2026.01.16	기업브리프	Buy	59,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이