MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.4.23

	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	EUR 31.7
현재주가(26/4/22)	EUR 37.04
상승여력	-14.4%

FINLAND HEL25(p)	6,220.03
EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	-
배당수익률(%)	3.5
시가총액(십억EUR)	21.92
시가총액(조원)	37.84
상장주식수(백만주)	591.7
60일 평균 거래대금(백만EUR)	35.95
52주 최저가(EUR)	15.29
52주 최고가(EUR)	37.81

(%)	1M	6M	12M
절대주가	18.8	44.7	142.3
상대주가	11.5	20.6	69.4

[글로벌 에너지]

김태형
taehyoung.kim@miraeasset.com

WRT1V FI · 에너지 · 핀란드

바르질라

가스터빈, 원전, 연료전지 그 다음엔?

발전 및 해상 엔진의 절대강자

동사는 핀란드에 상장된 육상 및 해상 에너지 솔루션 기업이다. 주요 사업으로는 발전용 엔진, ESS, 해양 추진체를 판매하며 관련된 서비스 용역을 제공하고 있다. 동사의 사업부는 크게 에너지, ESS, 해양 사업으로 구분된다. 에너지 사업에서는 가스 및 다연료 기반 발전용 엔진과 발전소용 기자재를 판매한다. ESS 사업에서는 ESS 구축 및 운영 최적화 솔루션을 제공한다. 해양 사업에서는 상선 및 특수선 전반에 걸쳐 추진 시스템과 엔진을 공급하며, 친환경 연료 기반 기술을 통한 탈탄소 솔루션을 제공한다. 2025년 기준 매출액은 €69.1억, 영업이익은 €1.2억이며, 사업부별 매출 비중은 에너지 29.6%, ESS 19.8%, 해양 50.5%다.

On-site 데이터센터 발전원으로 도약

동사 가스 엔진의 데이터센터 발전원으로의 도약에 주목한다. 동사의 발전용 엔진은 모듈형 가스 엔진 기반의 분산형 전원으로, 제작 리드타임이 짧으며 빠른 설치가 가능하다. 이에 따라 현재 데이터센터의 전력 병목을 효과적으로 해결할 수 있는 대안이 될 것으로 분석한다. 특히 동사의 제품은 엔진 단위로 증설이 가능해 수백 MW까지 확장이 가능하며, 부화 추종을 통해 전력 수요에 맞춰 출력을 조절할 수 있다.

이 같은 장점으로 최근 미국 하이퍼스케일 데이터센터에서 수주가 이어지고 있다. 동사는 최근 미국 오하이오 지역 데이터센터 프로젝트에 18V50SG 엔진 15기(총 282MW), 34SG 엔진 40기(총 412MW) 공급 계약을 체결했다. 해당 프로젝트들은 단계적으로 2026~2028년에 걸쳐 상업 운전에 돌입할 예정으로 기타 전력원 대비 압도적으로 빠른 기간 내 전력 공급이 가능하다. 동사의 미국 내 데이터센터 관련 백로그는 1.6GW로 적은편이나 이미 후속 주문을 대비해 80%의 데이터센터용 엔진 증설 계획을 발표하는 등 데이터센터향 사업의 빠른 성장세가 예상된다.

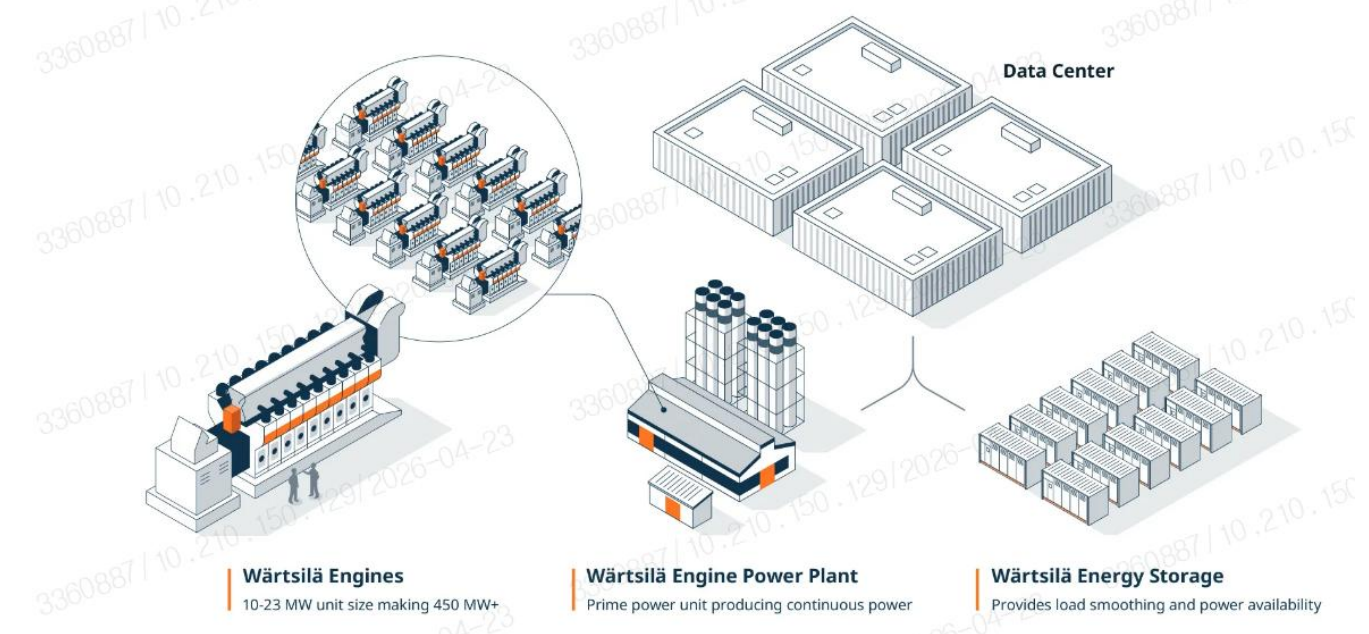
All of the above 소리질라!

현재 데이터센터 전력 시장은 심각한 병목 상태다. H급 가스터빈은 2030년 이후 납기가 가능하며, 연료전지 역시 생산능력 제약으로 단기간 내 확장이 어려운 상태다. 이에 따라 FTAI Aviation과 같이 항공기 엔진을 활용한 발전 솔루션이 대안으로 부상하고 있으나, 항공용 엔진을 전용하는 방식으로 효율성에 한계가 있다. 반면 동사의 엔진은 발전용으로 설계된 솔루션으로, 단순 발전(단일 사이클) 기준에서 높은 효율과 운전 안정성을 확보하고 있다. FTAI가 데이터센터 사업 진출만으로 주가가 큰 폭으로 상승한 점은 On-site 발전원의 필요성을 대변한다. 동사의 발전 엔진은 보다 검증된 기술이며 효율성이 높다. 동사의 27F EV/EBITDA 멀티플은 17.1배로 On-site 발전원 기업(23.2배) 대비 밸류에이션 측면에서도 매력적이다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액 (EUR 100mn)	48	58	60	64	69
영업이익 (EUR 100mn)	3	0	4	7	8
영업이익률 (%)	6.3	0.0	6.7	10.9	11.6
순이익 (EUR 100mn)	2	-1	3	5	6
EPS	0.33	-0.11	0.44	0.85	1.06
ROE (%)	8.6	-2.9	11.8	21.2	23.2
P/E (배)	37.8	-71.4	30.1	20.0	28.6
P/B (배)	3.2	2.2	3.5	4.0	6.2

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 바르질라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 바르질라의 가스 엔진을 활용한 데이터센터 온사이트 발전(450MW 급) 2028년 준공으로 기타 발전원 대비 속도 측면에서 우월

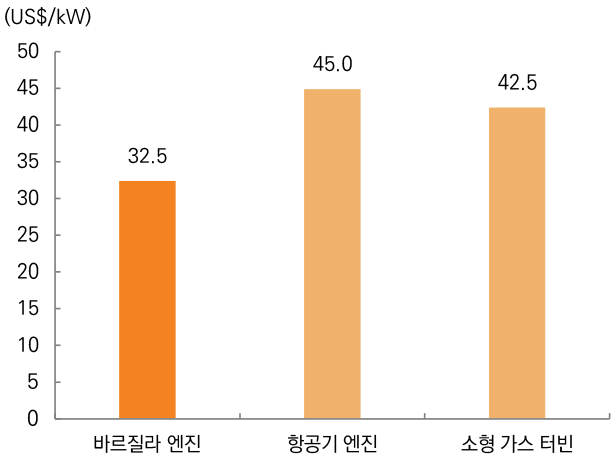


자료: 바르질라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 바르질라 34SG 가스엔진 10.3MW

자료: 바르질라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. On-site 가스발전원별 자본비용 비교



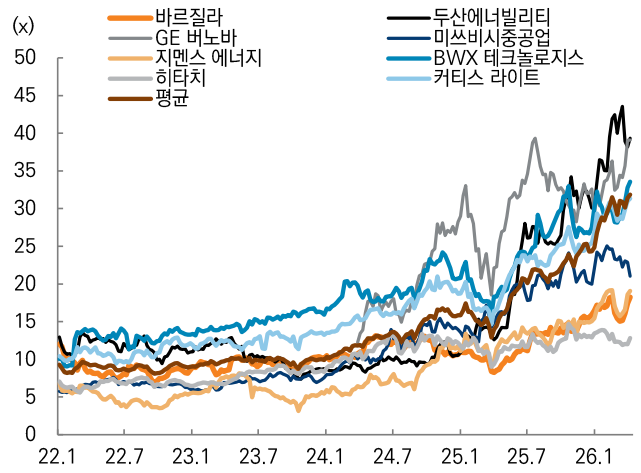
자료: 바르질라, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. On-site 가스 발전원 비교

항목	바르질라 엔진	항공기 엔진	단순 가스 터빈
기동시간	2분	8분	5~10분
평균 램프업율(% Pnom/분)	〉100%	50%	8~15%
최소 가동 시간	0분	10분	10~30분
최소 정지 시간	0분	30분	30~60분
설비 최소 부하(% Pnom)	10%	20~40%	20~50%
효율(100% 부하 시)	**45~48%**	**36~40%**	**35~39%**
효율(50% 부하 시)	**45~48%**	**28~33%**	**27~32%**

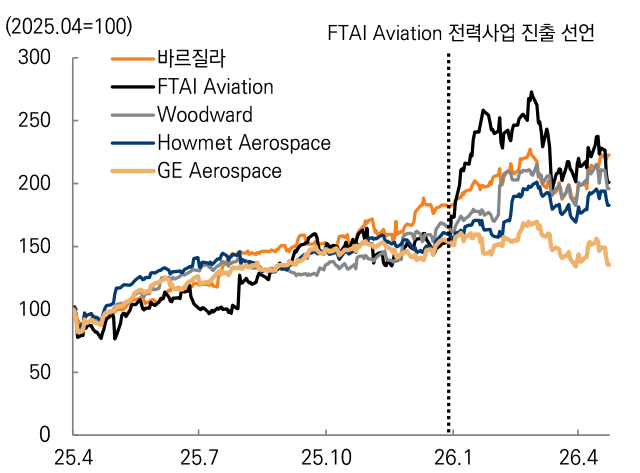
자료: 바르질라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 에너지 기자재 기업 12MF EV/EBITDA 추이



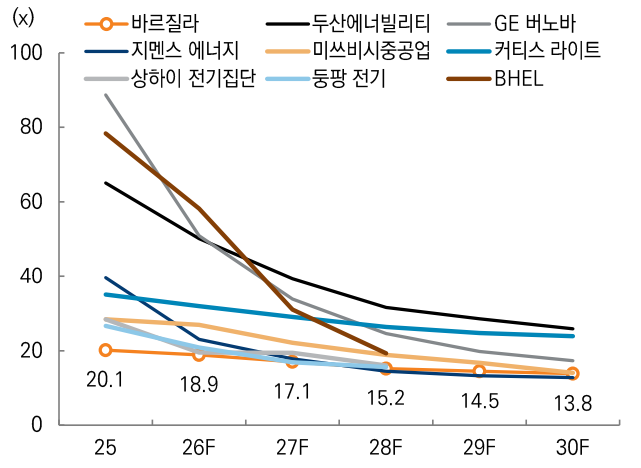
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 비전통형 가스발전 기자재 기업 상대주가 추이



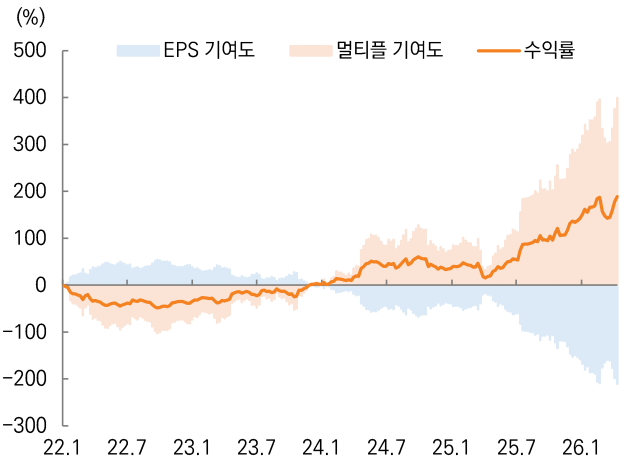
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 글로벌 에너지 기자재 기업 선행 EV/EBITDA



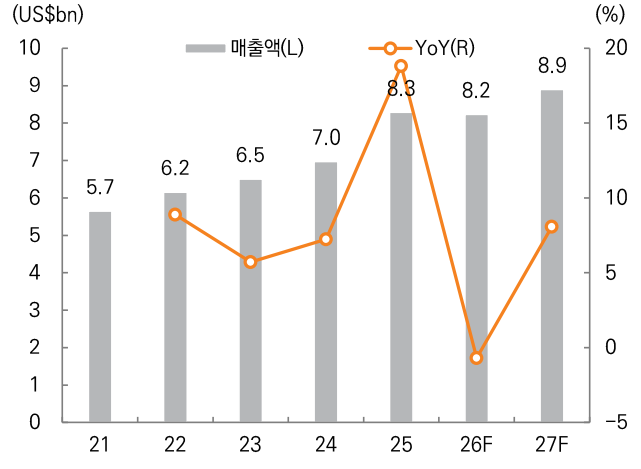
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 바르질라 수익률 분석(EPS vs 멀티플)



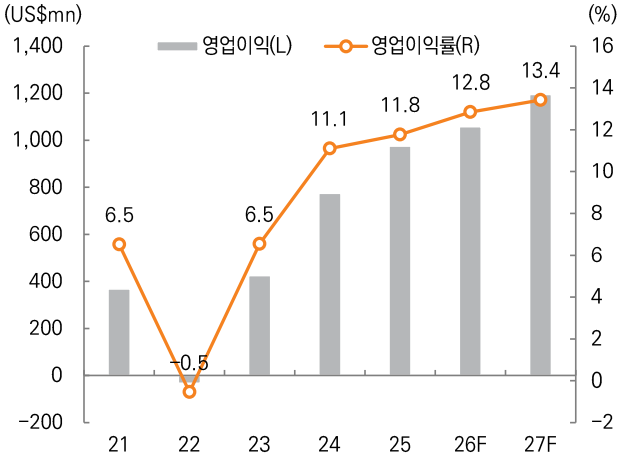
주: 최근 주가 상승은 멀티플 리레이팅으로 데이터센터향 실적은 반영되지 않은 상태
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 바르질라 연간 매출액 추이



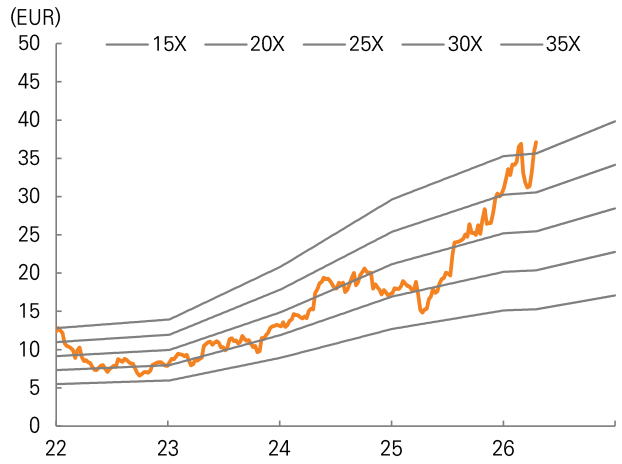
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 바르질라 연간 영업이익 및 영업이익률 추이



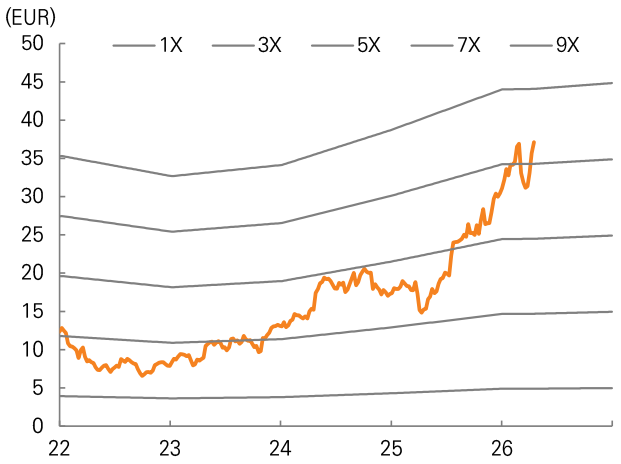
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 바르질라 12MF PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 바르질라 12MF PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 바르질라 Peer 밸류에이션 테이블

(백만달러, %, x)

기업명	시가총액	영업지표(26F)				영업지표(27F)				밸류에이션(26F)			밸류에이션(27F)		
		매출액	영업이익	OPM	ROE	매출액	영업이익	OPM	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	PER	PBR	EV/EBITDA
바르질라	25.7	8.9	1.2	13.4	25.2	9.8	1.3	13.6	25.6	32.5	7.4	18.9	28.8	6.7	17.1
두산에너빌리티	51.8	13.6	1.1	7.8	6.7	15.2	1.4	9.0	9.0	222.7	9.4	50.1	134.8	8.8	39.3
GE 버노바	303.0	50.8	7.1	13.9	38.2	57.9	9.8	16.9	38.9	78.3	23.0	50.9	48.5	17.3	33.9
히타치	143.2	71.4	8.5	12.0	14.6	76.9	9.7	12.6	15.7	28.5	3.8	13.9	24.3	3.5	12.4
지멘스 에너지	179.9	58.1	7.5	13.0	35.4	65.6	9.8	14.9	38.8	45.1	12.5	23.1	32.1	11.0	17.9
미쓰비시중공업	95.4	34.3	3.4	10.0	13.8	37.2	4.1	11.0	14.9	54.1	5.8	26.9	40.4	5.2	22.2
IHI	20.7	11.2	1.2	10.9	20.9	12.0	1.3	11.1	19.8	25.3	5.4	16.2	23.1	4.6	14.2
커티스 라이트	26.2	4.0	0.8	19.7	20.1	4.4	0.9	20.2	20.2	47.2	8.9	32.0	42.4	7.9	29.1
상하이 전기집단	16.4	18.9	0.8	4.3	2.8	19.8	1.0	5.1	3.7	94.8	2.3	19.5	79.8	2.2	19.4
BWX 테크놀로지스	20.1	4.1	0.6	14.9	27.6	4.5	0.7	15.0	26.2	47.5	13.0	33.1	42.2	10.8	28.9
바라트 중공업	12.4	4.5	0.4	9.5	11.1	6.0	0.6	10.5	15.0	97.3	4.5	58.2	37.5	4.2	31.1
평균										74.1	8.9	32.4	50.5	7.6	23.2

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.