ISSUE & PITCH

26 Apr. 2026

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

이준범 연구원 I junebum34@daolfn.com

Companies on our radar

종목명	투자의견	적정주가	Top picks
HD현대마린솔루션	BUY	31만원	
한화엔진	BUY	11.2만원	●

DAOL 다올투자증권

조선-엔진 (Overweight)

피크아웃? 멀리 보내버리는 미국, 엔진!

Issue

HD현대중공업 힘센엔진의 **미국 DC 공급계약에 따른 산업 영향** 점검

Pitch

조선은 실적 개선폭이 완만해지는 피크아웃을 1) MASGA, 2) 아시아 생산거점 확대 등으로 돌파하고자 준비 중이었는데, **3) 조선-엔진에서 미국 DC향 발전엔진 수주**를 개시. 관련 서플라이 체인 회사들에게는, 피크아웃이 아니라 오히려 **2030년대까지 호황**이 펼쳐지는 강력한 변화

Rationale

- HD현대중공업의 미국 Aperion사로의 DC 향 보기엔진(중속, 2행정) 684MW(6,271억원) 공급계약 소식은 1) 후속 판매가 이어질 것이라는 예상, 2) 2030년대에 가동되면서 HD현대마린솔루션의 AM 수요가 커질 것이라는 기대, 3) 역시 보기엔진을 제작하는 STX엔진, 한화엔진으로도 확대될 것이라는 기대가, 해당 회사들(HD현대중공업, HD현대마린솔루션, 한화엔진, STX엔진)의 주가 상승으로 이어짐
- 이러한 주가 급등은 기대 이상으로 빠를 뿐, 과열이라고 생각하지 않음. 이는 2022년부터 HD현대일렉트릭을 시작으로 중전기 3사가 미국 전력수요 호황의 수혜를 누리며 현재 PER 30~50배에 거래 중이고,
- Caterpillar의 주가 급등. 그리고 HD건설기계의 미국 DC로의 발전엔진 공급으로 2025년에 PER이 10배에서 20배로 리레이팅된 바가 있기 때문
- 조선은 2021-2025년의 신조시장 호황 → 신조선가 상승 → '초대박 고가물량' MIX 개선으로 **2027년까지의 실적 성장이 진행 중**인데, 그 이후 실적 피크아웃에 대한 우려가 있는 것이 사실. 그러나 이를 1) MASGA, 2) 아시아 생산거점 확대 등으로 돌파할 것인가 지켜보며 기다리던 중에, 3) **피크아웃을 저 멀리 보내는 강력한 구조적 변화** 발생
- 물론 퓨어 쉽빌딩보다는, 엔진 및 기자재 회사로 한정되겠지만, HD현대중공업, 한화엔진, STX엔진, HD현대마린솔루션의 Valuation Relating이 조선업 전반에 영향을 미칠 것으로도 기대
- 기존 선호주 HD현대중공업, 한화엔진(적정주가 상향), HD현대마린엔진, HD한국조선해양에 대한 의견을 유지. HD현대마린솔루션의 적정주가를 상향
- HD현대중공업, HD현대마린엔진(힘센엔진 터보차저 담당)의 DC 발전엔진 영향에 대한 Valuation은 다음 1Q26 리뷰에서 제안하고자 함

I. HD현대중공업-힘센엔진의 미국 DC 향 수주

I-1. 기념비적인 계약 내용

힘센엔진 미국 DC향 발전엔진으로 공급계약

HD현대중공업은 4월 21일에 미국 전력 인프라 사업자 Aperion Energy와 6,271억원 규모의 684MW(34 여대) 중속 발전엔진 공급계약을 공시했다.

오지(외딴곳)에 발전 엔진으로서 중속엔진 공급 사업을 해왔지만, 연간 매출은 0.2조원 안팎으로 기억하고 있다. 2029~2030년에 무려 0.3조원의 미국 DC(데이터 센터)향 중속엔진 매출이 잡힌다. 통상 발전엔진은 선박용 엔진보다 수익성이 좋은 것으로 알고 있다. 지금 미국 AI DC의 투자가 급박한 상황이어서, 당연히 수익성은 더 좋을 것으로 예상한다.

조선의 피크아웃을 멀리 보내버리는 돌파구

조선과 기자재의 문제는 2027년까지의 실적 성장 이후, 더 이상 좋아질 Q와 P가 요원하다. Q의 성장을 위해 MASGA 또는 아시아 생산거점 확대가 진행 중이었다. 그리고 이번 미국 DC로의 진출은 또 다른 피크아웃을 뚫을 돌파구가 될 수 있다. 구조적 변화이며, 단발 수주가 아닐 것으로 전망하기 때문이다.

Fig. 1: HD현대중공업의 힘센엔진: Aperion을 통해 미국 진출

단일판매·공급계약 체결

자회사인	에이치디현대중공업(주)	의 주요경영사항신고

1. 판매·공급계약 구분		기타 판매·공급계약
- 체결계약명		엔진발전기 공급
2. 계약내역	계약금액(원)	627,100,000,000
	최근매출액(원)	17,580,600,000,000
	매출액대비(%)	3.57
	대규모법인여부	해당
3. 계약상대		Aperion Energy Group Holdings I, II, III LLC
- 회사와의 관계		-
4. 판매·공급지역		미국
5. 계약기간	시작일	2026-04-21
	종료일	2030-10-21
6. 주요 계약조건	계약금·선급금 유무	유
	대금지급 조건 등	선수금 20%, 중도금 30%, 잔금 50%
7. 계약(수주)일자		2026-04-21
8. 공시유보 관련내용	유보사유	-
	유보기한	-
9. 기타 투자판단과 관련한 중요사항		
1) 상기 최근매출액은 2025년 연결재무제표 기준임.		
2) 상기 계약금액 및 최근매출액은 억원 미만에서 반올림함.		
3) 상기 계약기간은 상대 발전소 건설 일정에 따라 변동될 수 있음.		
4) 상기 계약은 계약상대방의 선수금 지급을 조건으로 하는 조건부계약으로, 조건을 충족하지 못할 경우 계약을 취소할 수 있음. 이 경우 별도 공시를 진행할 예정임.		
5) 상기 계약금액은 계약일 최초 고시환율인 USD 1 = 1,475.60원을 적용하여 계산한 금액임.		
※ 관련공시	-	

Source: 다올투자증권

I-2. 후속 수주도 기대되는 것이, Caterpillar와 Wartsila의 행보

건설기계의 1~3MW급 발전엔진은 이미 미국에 판매

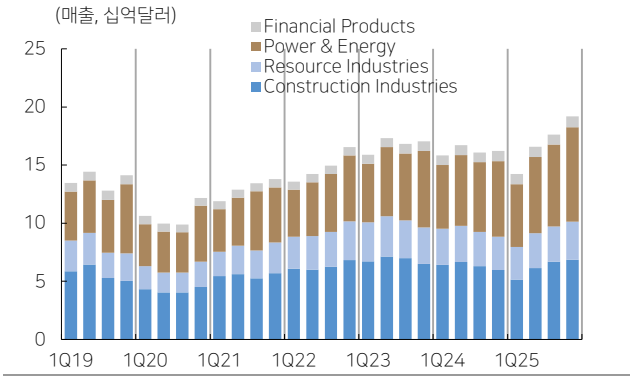
이미 Caterpillar는 Energy 부문이 미국 발전 엔진 시장 호황에 따라, 주가가 급등하고 있다. HD건설기계의 발전엔진도 2025년부터 미국에 공급되면서 주가와 Valuation이 리레이팅이 진행형이다.

이미 단납기 발전엔진 호황을 누리고 있는 Caterpillar. 그들은 '구조적 변화'로 판단

Caterpillar은 4Q25 실적 발표에서 Power & Energy 안의 Power Generation이 단독 매출 10십억달러(YoY +44%, P&E 27십억달러 중)를 돌파하며 사상 최대를 기록했다. 사측은 이를 '클라우드 및 생성형 AI 열풍으로 인한 데이터센터 빌드업 수요 때문'이라고 설명했고, 역대 최대 수준인 51십억달러 잔고를 보유하고 있다고 안내했다. 캐터필라는 Atlas Energy와의 1.4GW 계약을 포함해, 1GW 이상의 계약 4건을 확보했다.

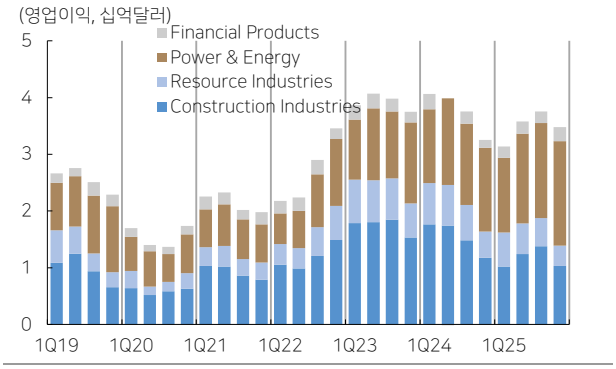
또한 질답 시간에 데이터센터 수요의 지속가능성에 대해, '단순 피크가 아니라, 구조적인 변화로 본다'는 의견을 제시하며, '고객들이 1년 이내에 전력을 공급받길 원하기 때문에 동사의 빠른 인도 능력이 경쟁우위가 되고 있다'고 설명했다.

Fig. 2: 2025년에 CATERPILLAR의 매출 성장을 견인하는 Power & Energy 부문. 그 안에서 발전엔진



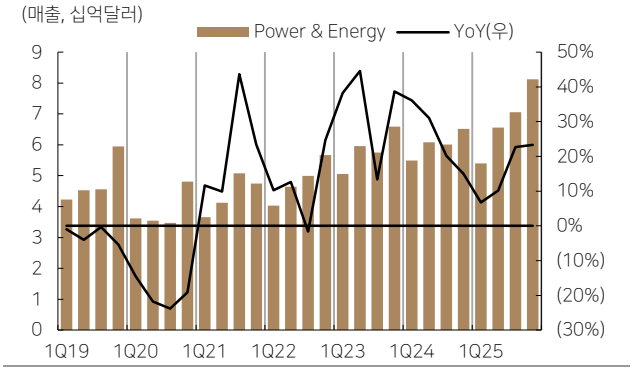
Source: 다올투자증권

Fig. 3: 2025년에 CATERPILLAR의 영업이익 절반 이상을 차지하는 Power & Energy 부문



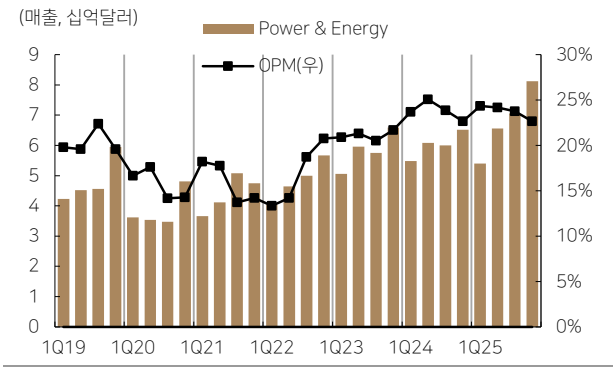
Source: 다올투자증권

Fig. 4: Caterpillar의 Energy 부문 매출은 급성장



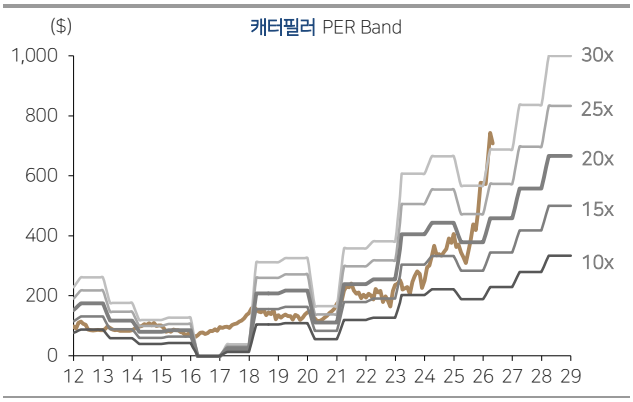
Source: 다올투자증권

Fig. 5: Caterpillar의 Energy 부문 수익성 높은 수준 유지



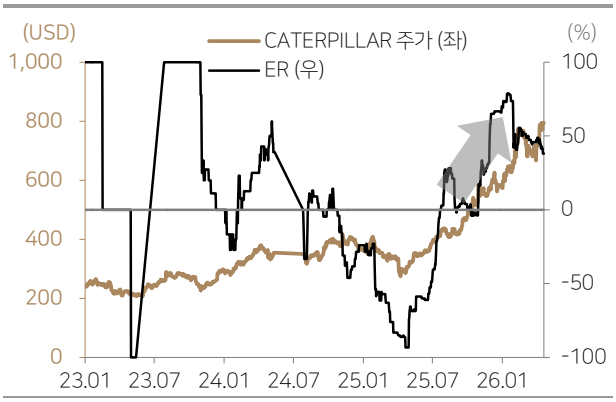
Source: 다올투자증권

Fig. 6: 2025년부터 주가가 급등해 PER 30배를 넘긴 CATERPILLAR. 건설기계 업황보다는 Energy(발전엔진) 때문



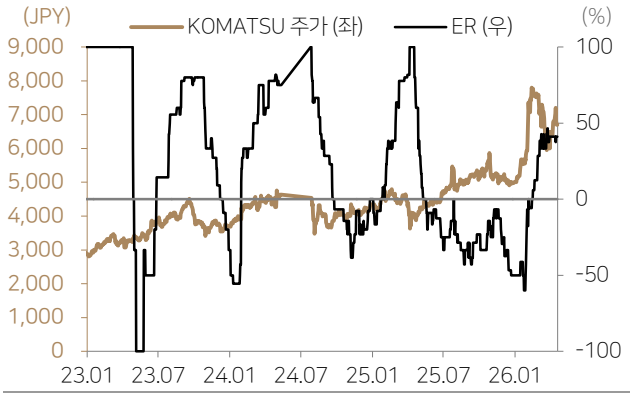
Source: 다올투자증권

Fig. 7: 캐터필러 ER(어닝스 리비젼) 2H25부터 지속 상향 조정 뿐



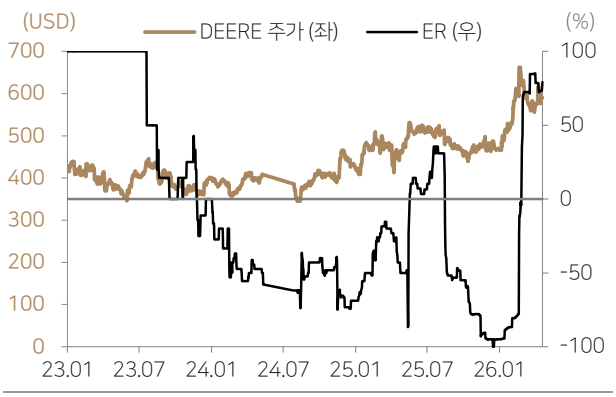
Source: 다올투자증권

Fig. 8: 코마츠는 실적 상향 조정 없음



Source: 다올투자증권

Fig. 9: 디어도 실적 상향 조정은 최근일 뿐



Source: 다올투자증권

선박 전기 생산에 사용 중인 보기엔진도 공급계약

Caterpillar와 HD건설기계의 발전엔진이 2H25부터 미국에 공급이 늘고, 알려지면서, 주가와 Valuation 리레이팅이 진행되고 있다. 그리고 이제 선박에서 전기 생산을 위해 사용 중인 보기엔진(중속)도 막 미국으로 공급계약이 시작되었다. 선박의 중속엔진은 이미 전력 계통에 연결하기 어렵거나, 대규모 전력이 필요하지 않은 외딴곳에 공급되어 왔기 때문에, 낯선 상황은 아니다.

이미 선박 보기엔진의 Wartsila가 미국 진출

먼저 Wartsila가 시작했다.
2025년부터 먼저 미국 DC 향 중속 발전엔진 공급을 시작한 Wartsila는 2025년 7월에 282MW 수주를 시작으로, 11월에 507MW를 수주했다. 그리고 2026년에도 1월에 429MW, 그리고 4월에는 두 차례의 412MW, 490MW의 공급계약 소식을 알렸다.
Wartsila의 미국 DC 계약잔고는 2.4GW에 달한다.

힘센엔진도 후속 공급계약이 잇다를 것으로 예상

HD현대중공업의 미국 DC 향 중속 발전엔진 공급도 개시일 뿐이고, Wartsila처럼 연속 수주가 이어질 것으로 예상한다. 또한 선박용 보기엔진(중속)을 공급해 온 STX엔진과 2025년에 보기엔진을 재개한 한화엔진도 미국 전력 인프라 사업자들의 연락을 받고 있거나, 미국 진출에 도전하고 있을 가능성이 높다.

Fig. 10: Wartsila는 1Q26에만 1.6GW 계약

Wärtsilä의 북미 트렉레코드	수주 시점	납품 시점	용량 (MW)	모델	대수	MW
오하이오 DC	25.07.15	인도: 2H26~2027	282	18V50SG	15	18.8
미국 DC(독립형, Off-grid)	25.11.20	인도: 2027	507	50SG	27	18.8
미국 민영 유틸리티	26.01.29	가동: 2H28~29년초	429	50SG	24	17.9
오하이어 하이퍼스케일DC	26.04.16	인도: 2028년초	412	34SG(첫)	40	10.3
텍사스주 DC	26.04.23	인도: 2028 가동: 2029말	790	50SG	42	18.8
누적			2,420		148	

Source: 다올투자증권

Fig. 11: 발전엔진 공급자들

항목	HD현대중공업 (HiMSEN)	바질라 (Wärtsilä)	캐터필러 (Caterpillar)	커민스 (Cummins)	한화엔진	STX엔진	HD건설기계
주력 엔진 모델	H46/G (20MW급)	50SG (18.8MW)	G3520 (2.5MW)	QSK95 (3.7MW)			대형 DX22(1.0MW) 가스 GV22(0.5MW)
엔진 속도 타입	중속 (Medium Speed)	중속	고속 (High Speed)	고속	중속	중속	고속
최대 발전 효율	약 48 - 49%	50% 이상 (Flexicycle 시 54%)	약 42 - 44%	약 43 - 45%			
주요 연료	천연가스 / 이중연료	천연가스/ LNG / H2 혼소	천연가스 / 디젤	디젤 / 가스 / HVO	천연가스 / 이중연료		디젤 / 가스
CAPA(MW)	2.9GW (400만마력, 1600대)	4~7GW (언론보도의 BAND)			0.4GW (180대)	2.7GW (373만마력) 2025년 가동률 23.6%	기존 5.2만대 GW 9.8만대 2025년에 0.2조원 미국DC 추정

Source: 다올투자증권

II. Peer 사례 참조. 멀티플 리레이팅 불가피

II-1. 발전엔진-미국으로 리레이팅된 HD현대건설기계를 보자

HD건설기계의 PER
2025년에
10배 → 20배로 리레이팅

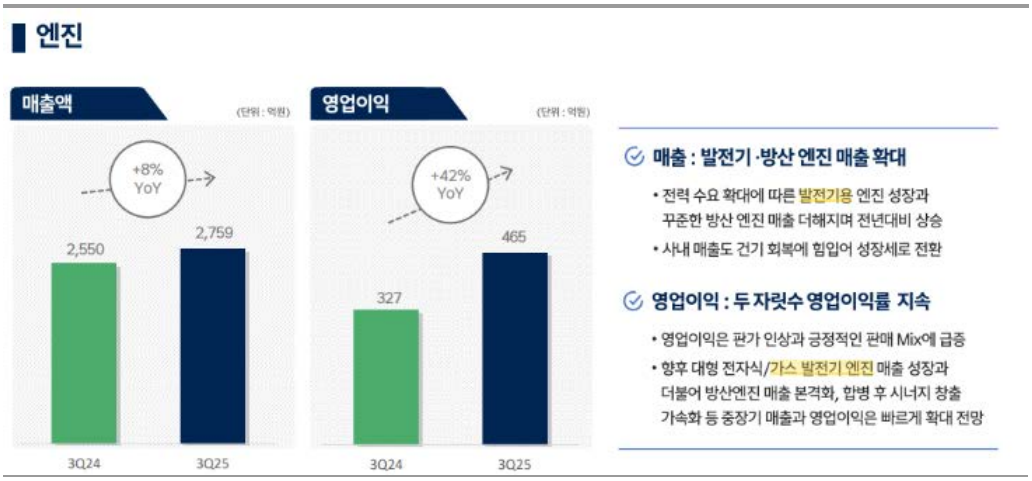
HD건설기계로 합병된 HD현대인프라코어의 마지막 2025년 3분기 실적발표 자료에 미국 DC향 대형 전자식/가스 엔진 매출 성장이 적혀있다. HD현대인프라코어의 IR 자료에 처음으로 미국 데이터센터가 기재된 것은 3Q24부터였다.

2025년 여름부터 HD현대인프라코어는 미국 데이터센터(이하 DC) 투자에 따른 수혜주로 간택되면서 Valuation Relating이 진행되었다. 과거 호황기에도 PER 10배가 상단이었던 HD현대인프라코어는 PER 20배까지 올랐고, 이후 HD현대인프라코어를 합병한 HD건설기계 주가도 계속 올라, 현재 PER 25배에 달한다.

7.5조원 중 0.2조원의 미국
DC 발전엔진으로
멀티플 급등

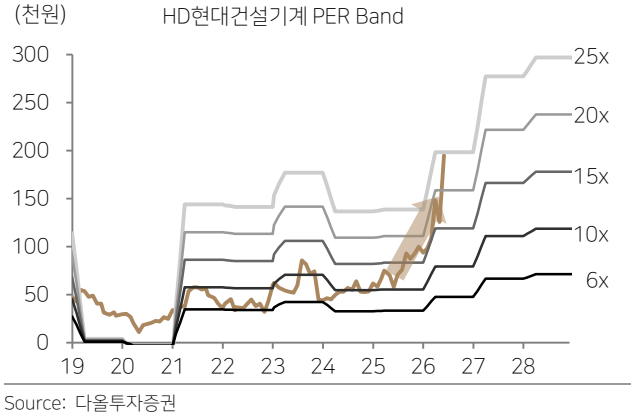
통합 HD건설기계의 2026년 가이던스 매출 7.5조원, 엔진 매출 1.5조원(비중 20%)인데, 엔진 부문에서 발전이 30%, 이 중 미국으로의 공급이 40%여서, 0.2조원(비중 2.6%) 안팎의 미국 DC 향 발전엔진의 성장성이 동사 주가에는 더 중요하게 반영되고 있다.

Fig. 12: 3Q25 마지막 HD현대인프라코어 실적발표에서, 미국 DC향 발전엔진 수요 증가 안내. 수익성도 높은 것으로 가이던스



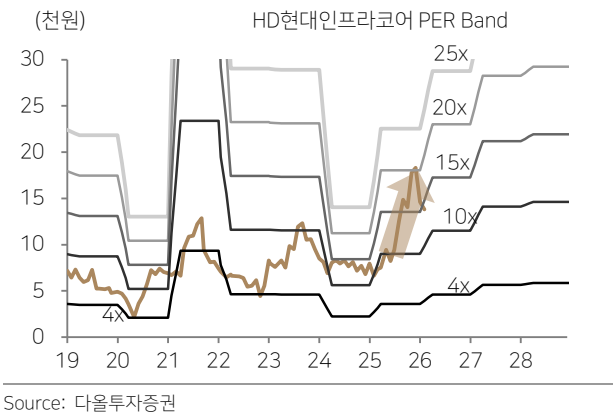
Source: 다올투자증권

Fig. 13: 2H25 HD현대건설기계(현, HD건설기계)의 주가 상승과 Valuation Relating



Source: 다올투자증권

Fig. 14: 2H25 HD현대인프라코어(HD건설기계로 합병)의 주가 상승과 Valuation Relating



Source: 다올투자증권

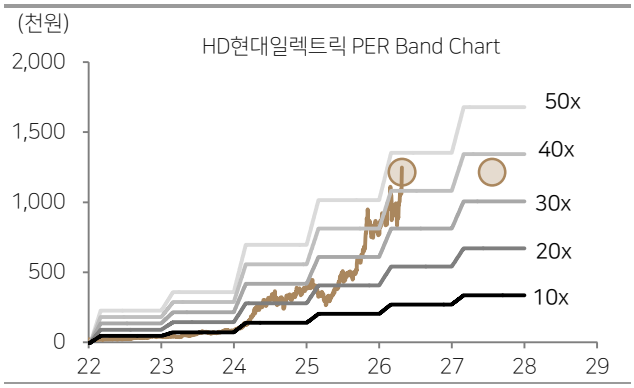
미국 AI 및 데이터센터 수요 등으로 호황기에 접어든 중전기 산업

중전기가 너무 커져서 별도의 '그린인프라' 섹터가 되기 전에, 본 연구원이 커버했던 HD현대일렉트릭은 진작부터 미국 전력 수요 호황기를 타고 주가가 올라왔다. 단납기 전력장치를 프리미엄 가격에 공급하며 Q, P와 Margin이 계속 좋아졌고, 백로그도 쌓여가면서, 이를 소화하기 위한 미국 증설이 진행되고 있다.

미국 전력기기 호황기에 중전기도 PER 30~50배 → 엔진 회사로 전이 기대

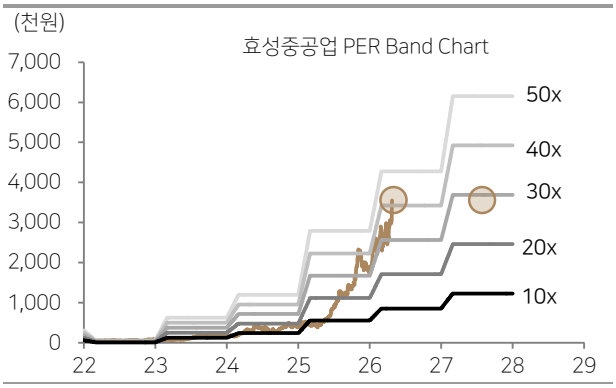
피어그룹 3사 모두 마찬가지 상황이다. 그리고 한국 중전기 3사의 2026년 PER은 30~50배에 달한다. 한국이 공급하는 변압기, 차단기에 이제 곧 한국의 엔진 회사들이 생산하는 전력이 흐른다. 엔진 회사들의 PER도 중전기 3사의 멀티플로 흘러가야 한다.

Fig. 15: HD현대일렉트릭 PER 50배에 근접



Source: 다올투자증권

Fig. 16: 효성중공업 PER 40배 안팎



Source: 다올투자증권

II-2. 먼저, 한화엔진과 HD현대마린솔루션 적정주가 상향

미국 DC 공급 개시를 이유로 적정주가 상향

막 호실적이 발표된 한화엔진, HD현대마린솔루션의 1Q26 자료를 발간하는 김에, 미국 DC향 엔진 호황 사이클 시작을 이유로 적정 주가를 상향한다.

한화엔진 적정PER 20배 → 30배 상향

한화엔진의 적정 PER을 중전기 3사 및 HD건설기계, Caterpillar의 PER에 한발 가까워진 PER 30배(기존 20배)를 적용한다.

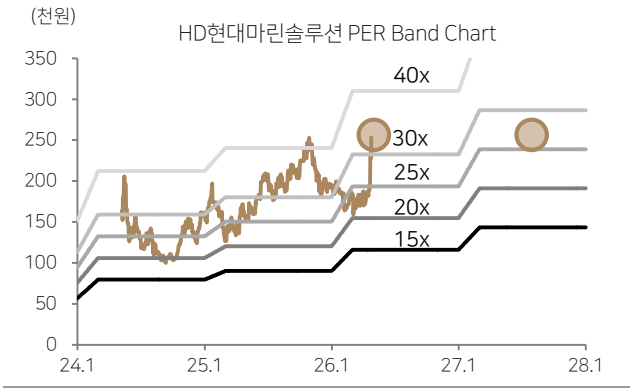
HD현대마린솔루션은 FWD 2년 → 4년으로 변경

이미 영원히 성장하는 AM 시장과 블랙마켓을 가져오는 D/F의 확대의 이유로 PER 30배를 부여하고 있던 HD현대마린솔루션은 EPS 지점을 기존 FWD 2년에서 FWD 4년으로 확대하며, 적정주가를 상향한다. HD현대중공업의 발전엔진(중속)이 미국에 가동을 시작한 이후, 이의 AM으로 2030년대에 HD현대마린솔루션의 성장은 더 가팔라지기 때문이다.

HD현대중공업은 1Q26 리뷰에서 업데이트 예정

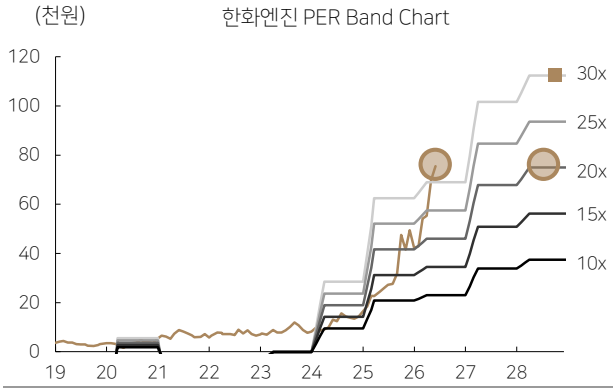
이후 HD현대중공업에 대한 고민은 1Q26 실적 발표(5월 7일) 이후 제시하겠다.

Fig. 17: HD현대마린솔루션 PER



Source: 다올투자증권

Fig. 18: 한화엔진 PER



Source: 다올투자증권

III. 부록

기존에 조선이나 엔진에 관심 없다가, AI 산업 급성장과 전력 수요 급증에 따라 엔진을 보게 되는 투자자들을 위해 이준범 연구원이 정리한 엔진의 기초 부분을 보고서에 부록으로 포함한다.

III-1. 엔진의 분류

신조선가의 10% 차지 : 8% + 2%

선박 엔진은 통상 선가의 10%를 차지하는 핵심 부품 중 하나이다. 선주 입장에서는 25-30년 가까이 선박을 써야 하므로 엔진 퀄리티는 중요한 부분이다.

주기엔진: 선박 추진
보기엔진: 전기 생산

엔진은 목적, 속도, 작동 방식에 따라 정의가 가능하다.
목적에 따라서는 주기엔진과 보기엔진으로 나눈다. 주기엔진은 선박을 추진하기 위한 동력 기관, 보기엔진은 선박 내에서 사용할 전기를 생산하는 발전기의 역할을 한다. 선박에 주기엔진은 1대, 보기엔진은 4대 안팎이 장착된다. 힘센엔진이라는 한국의 HD현대의 원천기술이 자리 잡을 수 있었던 것은 보기엔진 4대 중 2~3대가 전기생산을 위해서 가동되고, 1~2대는 예비 전력원으로 대기 상태이기 때문이다. 불량을 용인할 수 있는 보기엔진에 HD현대중공업이 제안하는 힘센엔진을 선주들은 채택해 주었다.

저속: 주기엔진
중속: 보기엔진

속도에 의해서는 저속, 중속으로 분류한다.
저속엔진은 분당 회전수가 70RPM에서 130RPM 정도로 중대형 선박의 추진기관으로 사용된다.
중속엔진은 분당 회전수가 400RPM에서 1,200RPM 정도로 중소형 선박(크루즈선, 페리선, 군함 등)의 추진용으로 사용되거나, 대부분 대형 선박의 보기엔진이나 육상 발전 플랜트에 사용된다.

2행정: 주기엔진
4행정: 보기엔진

작동 방식에 따라서는 2행정과 4행정 엔진으로 구분한다. 2행정은 피스톤 2회 왕복당, 4행정은 4회 왕복당 한 사이클이 완료되는 방식이다.
2행정이 대형 선박의 추진용 엔진, 4행정이 대형 선박의 발전용 또는 중소 선박 추진용, 그리고 육상 발전 플랜트 등에 활용된다.

Fig. 19: 엔진의 분류

분류 기준	구분	
목적	주기엔진(추진)/ 보조엔진(발전기)	
속도	저속(중대형선 추진)/ **중속(중소형 추진, 대형 보조, 육상 발전)**	
작동 방식	2행정(대형 추진)/ **4행정(중소형 추진, 대형 보조, 육상 발전)**	
항목	2행정 엔진	4행정 엔진
사이클	1회 왕복당 1번 폭발	2회 왕복당 1번 폭발
출력 특성	매우 높음 (저속 고토크)	중간 (고속 대응 가능)
회전수	저속 (70~130 RPM)	중속~고속 (400~1,200+ RPM)
크기	매우 큼 (대형화 용이)	상대적으로 컴팩트
유지보수	대형 정비 필요 (주기 김)	비교적 자주, 간편
초기비용	높음	상대적으로 낮음
운용 유연성	**낮음 (정속 운전 최적)**	**높음 (부하 변화 대응)**

Source: 다올투자증권

III-2. 라이선스 형태의 사업구조

저속엔진의 양대 Licensor: Everllence와 WiNGD

대형선박의 추진기관인 저속엔진은 독일 Everllence(과거 MAN에너지솔루션, 2025년 사명 변경)와 과거 핀란드 Wartsila(바르질라)의 2행정 부문을 중국선박공업그룹(CSSC)이 인수하여 설립한 WinGD가 7대 3의 비율로 시장을 양분하고 있다.

일본의 J-ENG(Japan Engine Corporation)역시 독자모델인 UE Type가 있으나 점유율은 미미한 수준이다. 해당 기업들은 선박용 저속엔진에 대한 원천 기술을 보유한 Licensor로 지적재산권을 갖고 있어, Licensee들이 이들의 라이선스를 이용해 제품을 생산하고 기술료를 지불하는 형태이다. 기술료는 엔진 가격의 5~8%를 차지한다.

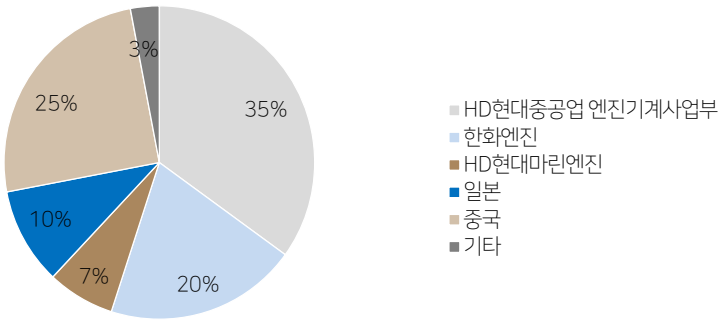
두 기업은 각기 다른 기술 표준을 제시한다.

Everllence는 ME-엔진, WinGD는 X-Engine 시리즈이다. HD현대중공업, 한화엔진 등 국내 업체들은 Everllence, WinGD사와 기술제휴계약을 체결하였고 생산 CAPA 기준으로 점유율은 60%에 달한다.

반면 중속엔진은 자체 브랜드를 지닌 다수의 Licensor 존재

저속엔진이 2강 구도로 시장이 양분되어 있는 반면, 중속엔진은 자체 브랜드를 지닌 다수의 Licensor들이 있다. Wartsila뿐만 아니라 일본의 Yanmar, Daihatsu, Kawasaki, 미국의 Caterpillar 및 한국의 HD현대중공업 등이 대표적이다.

Fig. 20: 글로벌 저속엔진 제작사 생산 CAPA 비중 (%)



Source: 다올투자증권

Fig. 21: 중속엔진 브랜드: 데이터센터 납품 이력 있는 업체는 캐터필러, 바르질라, 그리고 한국의 자랑스러운 원천기술 힘센엔진

업체	대표 제품	적용 분야
바르질라	**Wartsila 31, 32, 34SG, 46F**	**선박 + 육상 (발전/데이터센터)**
MAN Energy Solutions	32/44CR, 48/60CR	선박 + 육상
Caterpillar (MaK)	**MaK M32, M43, M46**	**선박 + 육상 (데이터센터 디젤 발전기)**
힘센엔진	**H17, H21, H25/33**	**선박 중심 (보조엔진)+ 육상(데이터센터 진출)**
Rolls-Royce Power Systems (MTU)	Series 4000, Series 8000	선박(군함) + 육상(발전)
Daihatsu Diesel	DK-20, DK-28, DK-36	선박 중심 (보조엔진)
Yanmar	6EY18, 6EY22, 6EY26	소형선박(페리선) 중심 + 일부 육상
Bergen Engines	B33:45, B35:40	육상(발전) + 일부 선박
Kawasaki Heavy Industries	L30KG, L20	육상(LNG) + 일부 선박

Source: 다올투자증권

III-3. 국내 선박엔진 제작 3사

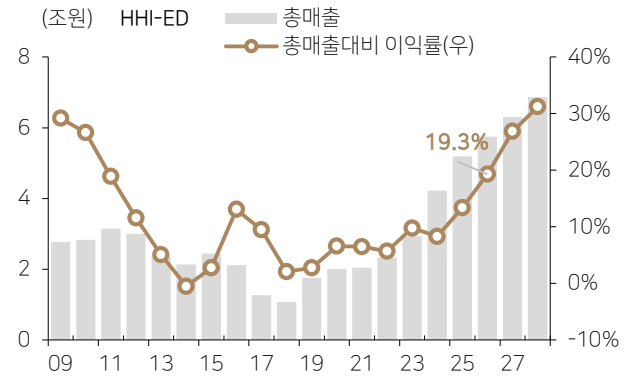
① HD현대중공업의 엔진기계사업부

저속엔진 1위 Licensee
HD현대중공업은
보기엔진(중속) 1위
힘센엔진도 보유

HD현대중공업 엔진기계사업부는 글로벌 저속엔진 시장의 약 35%, 선박용 중속엔진 시장은 45%의 높은 점유율을 보이고 있다.

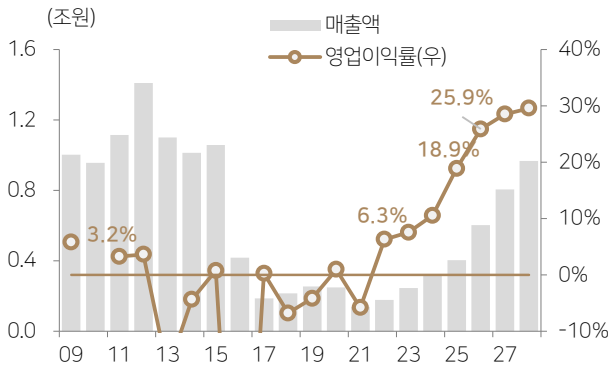
저속엔진 분야에서는 앞서 살펴봤듯 Licensee이지만, 중속엔진에서는 힘센엔진이라는 자체 브랜드를 갖고 있다. 힘센엔진(Himsen)은 4행정 중형엔진으로 2000년에 국내 독자 기술로 개발한 브랜드다. 선박용 중속엔진 분야에서 세계 1위로, 누계 생산량 15,000대(2024년 기준)를 기록한다.

Fig. 22: HD현대중공업 엔진기계사업부 실적 추이 및 전망



Source: 다올투자증권

Fig. 23: HD현대마린엔진의 실적 및 전망: HD가 된 이후



Source: 다올투자증권

② HD현대마린엔진

STX중공업을 인수해서 HD현대마린엔진으로 사명

과거 STX조선해양을 위한 주기엔진 회사였던 STX중공업을 HD현대중공업이 2023년 8월에 인수해서 HD현대마린엔진으로 사명을 변경했다.

힘센엔진의 터보차져 국산화 담당 중

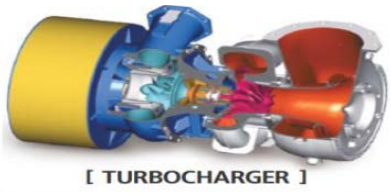
과거 STX조선해양의 보기엔진을 담당하는 STX엔진(구, 쌍용중공업)이 있고, STX중공업은 2001년에 STX에서 소재사업부문을 분사해서 설립되었다. 따라서, HD현대마린엔진은 이번 자료에서 핵심인 보기엔진(중속, 발전)은 영위하고 있지 않다.

그러나 동사는 터보차져를 생산하고 있고, 특히 HD현대중공업이 엑셀러론(Accelleron)으로부터 수입하던 부품의 국산화를 시작했기 때문에, 힘센엔진의 부품으로서 수혜가 있다.

HD한국조선해양의 중소형 선박용 주기엔진 담당

HD한국조선해양의 30~60보어의 중소형 선박을 위한 엔진을 담당한다. 미국 DC향 발전엔진(중속) 스토리에서는 힘센엔진의 부품(터보차져)으로서 조금의 수혜가 있지만, HD한국조선해양의 아시아 생산거점 확대(2026년 4월 9일 발간한 '해가 지지 않는 조선제국: 2번째 발걸음 HHIP' 참고)에 따른 Q의 성장이 지속된다는 점에서, 피크아웃이 아주 멀리 있다는 공통점이 있겠다.

Fig. 24: 터보차져 전문회사: STX엔진에 공급 중이고, 힘센엔진의 국산화 담당하면서, 한화엔진도 접근 가능



생산 기종	제품명
2-ST	주기 엔진용 (Main-Engine)
4-ST	보기 엔진용 (보조-Engine)

Source: 다올투자증권

③ 저속엔진 2위의 한화엔진, 중속엔진 생산 재개

글로벌 저속엔진 2위 한화엔진

한화그룹은 2023년 2월 HSD엔진을 인수하여 한화엔진으로 사명을 바꿨다.
현재 2행정 저속엔진의 Licensee이며, 글로벌 저속엔진 시장점유율 세계 2위로 누계생산 1억마력을 달성하였다. 주요 고객사로 한화오션과 삼성중공업, 상해 외고교, 뉴타임즈 등 중국 조선사들에게도 엔진을 납품한다.

보기엔진 8월부터 생산

2026년부터 기존의 저속엔진 포트폴리오에서 확장하여, 4행정 중속 엔진을 생산할 계획이다. Everllence의 4행정 중속 엔진 라이선스에 기반한 면허 생산이다. 현재 창원 공장 내 유후 부지에 건설 중인 중속엔진 공장은 오는 8월 준공 예정이며 2027년부터 연간 180대 생산체제를 목표로 한다. 기존에는 힘센엔진에 대한 의존도를 낮추는 목적이었지만, 데이터센터로의 공급 역시 새로운 옵션으로 떠올랐다. 육상발전용 엔진을 제작 및 수주하기 위해서는 Everllence와 새로운 계약을 맺어야 하지만, 생산 능력을 보유하고 있다는 점에서 데이터센터향 납품도 기대할 수 있다

④ STX엔진, 방산에 데이터센터까지?

선박 보기엔진보다는 방산 엔진이 더 커짐

STX엔진은 앞서 HD현대중공업, 한화엔진과는 달리 민수부문과 방산용 엔진이 매출에 큰 부분을 차지한다. 방산에서는 K9자주포 및 해군 군함, 해양경찰 경비함 등에 납품하며 민수용으로는 Everllence의 제품을 면허생산으로 육상 발전 프로젝트를 다수 수행한 바 있다.

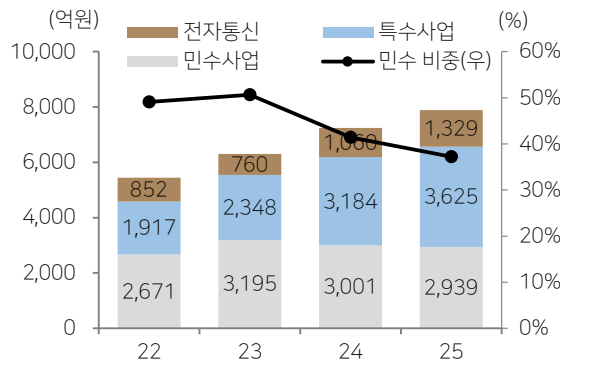
과거 조선산업 호황기에는 힘센엔진과 시장을 양분할 정도였지만, D/F에서 힘센엔진의 경쟁력이 제고되면서, M/S를 잃고 있다.

Fig. 25: 한화엔진 10여년 만에 중속엔진 재개

구분	내용
사업 진입	2007년 선박용 중속엔진 시장 진입
사업 중단	금융위기 이후 발주 감소 → 2016년 구조조정 중속엔진 공장 자산 대부분 정리 (시험설비 제외)
사업 재개	2026년 8월부터 4행정 중속엔진 생산 재개 예정 약 8년 만의 재진입
생산 규모	2027년부터 연 180대 체제 목표
의의	1) HD현대중공업 힘센 엔진 의존도 탈피 2) 노르웨이 전기추진 Seam AS 인수 시너지 + 데이터센터 진출

Source: 다올투자증권

Fig. 26: STX엔진 사업부문, 민수부문(육상플랜트 등) 기여도 40%로 높음



Source: 다올투자증권

HD현대마린솔루션
(443060)

최광식 조선 · 기계 · 방산 | gs.choie@daolfn.com
이준범 연구원 | junebum34@daolfn.com

2030년대에는 미국 AM이 가세한다

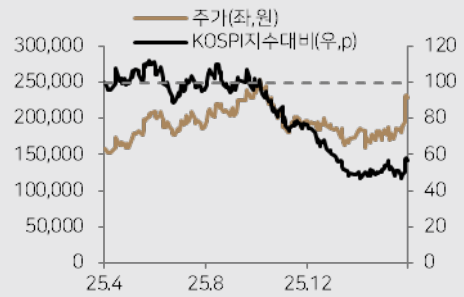
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	310,000	250,000	상향
Earnings			

Stock Information	
현재가 (04/24)	253,500원
예상 주가상승률	22.3%
시가총액	113,653억원
비중(KOSPI내)	0.21%
발행주식수	44,833천주
52주 최저가/최고가	152,700 - 253,500원
90일 일평균거래대금	396억원
외국인 지분율	29.7%
주요주주지분율(%)	
에이치디현대 (외 5인)	55.3
GIC Private Limited (외 1인)	7.0
국민연금공단 (외 1인)	6.2

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	32.2	31.5	27.1
PBR(배)	10.5	11.6	9.8
EV/EBITDA(배)	22.4	25.1	19.8
배당수익률(%)	2.0	2.2	2.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	41.0	5.2	61.3	31.0
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	24.4	(59.1)	(95.5)	(19.3)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

Issue

1Q26 리뷰. 적정주가 상향. 힘센엔진 미국 진출 시너지 소개

Pitch

1Q26 실적은 핵심사업 OPM 30.0%(+1.6%p), 엔진부품의 +23% 회복 등으로 **내용 양호.** 2Q와 2H도 발전과 개조사업으로 호조 계속 **힘센엔진의 미국 진출**에 따라 2030년대에 마진이 더 좋고, 교체수요도 더 빈번하고, 큰 DC에 대한 AM 수요 증가는 중장기 호재. 이에 **적정주가를 31만원으로 상향**

Rationale

- 1Q에 매출 5,746억원(YoY +18%, QoQ +11%), 영업이익 934억원(+13%, +3%), 지배주주순이익 981억원(+55%, +33%)로 성장. AM솔루션 매출이 2,624억원(+21%, +7%) 성장했고, (벙커링을 제외한) **핵심사업의 영업이익률이 30.0%**로 QoQ +1.6%p 개선. 2024년에 YoY +40%를 넘던 엔진 부품 매출이 2H25에 +9~16%로 부진했지만, 1Q26에 +23%로 회복한 점 긍정적
- LTSA 재계약 및 신규 계약(잔고 521백만달러로 +7.6% 증가), 싱가포르 물류 허브 본격 가동(납기와 물류비용 절감), 친환경개조의 가스솔루션 인콰이어리 증가 등 모두 호조
- 2Q에는 이연된 발전엔진 매출(100억원), 막 수주한 에콰도르 전력청(56백만달러)의 벌크 물량 등으로 실적 성장, 하반기에는 친환경개조 매출 인식 증가로 향후 실적도 기대
- 성장하는 본업에 더해 **그룹사 힘센엔진의 미국 DC 진출**에 따른 주가 모멘텀 발생. 이에 대해 1) **2028년 하반기 인도 이후** 보증 및 정비 주기가 시작, 2) 통상 선박용보다 **수익성이 좋은** 발전용 엔진, 3) 선박보다 더 **긴 운전시간**에 따른 수요가 장점. D/F 선대 확대와 함께 **2030년대에는** 미국에 진출한 힘센엔진 AS로 추가 성장 기대
- 적정주가를 **FWD 4년(확대) EPS**, PER 30배(유지)로 31만원으로 상향

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	1,430	1,745	1,983	2,399	2,744	3,088	3,451
영업이익	201	272	350	434	553	662	777
EBITDA	212	284	363	434	553	662	777
지배주주순이익	151	228	270	361	419	500	586
자산총계	657	1,152	1,272	1,516	2,220	2,479	2,765
자본총계	240	774	825	982	1,163	1,376	1,617
순차입금	50	(461)	(546)	(459)	(423)	(411)	(421)
매출증가율	7.2	22.0	13.6	21.0	14.4	12.5	11.8
영업이익률	14.1	15.6	17.7	18.1	20.1	21.4	22.5
지배순이익률	10.6	13.1	13.6	15.1	15.3	16.2	17.0
EPS증가율	44.0	34.6	18.3	34.0	15.9	19.4	17.2
ROE	71.6	45.0	33.7	40.0	39.0	39.4	39.2

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 27: HD현대마린솔루션 적정주가: FWD 4년(확대) EPS x 적정PER 30배에서, 적정주가 31만원으로 6만원 상향

(원, 배)

PER Valuation	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년
주식수(백만주)	40	45	45	45	45	45	45
		5월 상장 ↑					
EPS	3,778	5,085	6,013	8,056	9,338	11,153	13,070
PER(고)		40.8	34.5				
PER(저)		19.6	16.5				
적정PER	30	30	30	30	30	30	30
현재PER		49.9	42.2	31.5	27.1	22.7	19.4
주당 적정가치		152,540	180,390	241,670	280,130	334,590	392,090
Weight				*25%*	*25%*	*25%*	*25%*
주당 적정가치(FWD 2년)				312,120			
적정주가				310,000			
종가(04월 24일)				253,500			
상승여력				22.3%			
적정 시가총액(조원)				13.9			

Source: 다올투자증권

Fig. 28: HD현대마린솔루션 실적 변경

(십억원)

연간 변경	변경 후			변경 전			차이(변경 후/변경 전)		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
매출액	2,399	2,744	3,088	2,420	2,694	3,055	-1%	2%	1%
영업이익	434	553	662	444	548	659	-2%	1%	0%
지배주주 순이익	361	419	500	343	414	497	5%	1%	1%
EPS YoY	*55%*	*64%*	*3%*	*29%*	*67%*	*2%*	*25.9%p*	*-3.6%p*	*1.5%p*
영업이익률	*18.1%*	*20.1%*	*21.4%*	*18.4%*	*20.4%*	*21.6%*	*-0.3%p*	*-0.2%p*	*-0.1%p*
순이익률	*15.1%*	*15.3%*	*16.2%*	*14.2%*	*15.4%*	*16.3%*	*0.9%p*	*-0.1%p*	*-0.1%p*
AM솔루션									
매출액	1,128	1,392	1,670	1,141	1,392	1,670	-1%	0%	0%
YoY	*21%*	*23%*	*20%*	*22%*	*22%*	*20%*	*-1.3%p*	*1.4%p*	*0.0%p*
영업이익	397e	501e	601e	407e	501e	601e	-2%	0%	0%
영업이익률	*35.2%*	*36.0%*	*36.0%*	*35.6%*	*36.0%*	*36.0%*	*-0.5%p*	*0.0%p*	*0.0%p*
친환경솔루션									
매출액	211	270	273	264	220	240	-20%	23%	14%
영업이익	17e	23e	27e	17e	19e	24e	0%	23%	14%
영업이익률	*8.2%*	*8.6%*	*10.0%*	*6.6%*	*8.6%*	*10.0%*	*1.6%p*	*0.0%p*	*0.0%p*
디지털솔루션									
매출액	104	124	149	104	124	149	0%	0%	0%
영업이익	20e	25e	30e	20e	25e	30e	0%	0%	0%
영업이익률	19.1%	20.0%	20.0%	19.1%	20.0%	20.0%	0.0%p	0.0%p	0.0%p

분기 변경	변경 후			변경 후			차이(변경 후/변경 전)		
	1Q26	2Q26	3Q26	1Q26	2Q26	3Q26	1Q26	2Q26	3Q26
매출액	575	593	571	583	629	569	-1%	-6%	0%
영업이익	93	112	106	106	115	105	-12%	-2%	1%
지배주주 순이익	98	87	82	82	89	81	20%	-2%	1%
YoY	55%	64%	3%	29%	67%	2%			
영업이익률	*16.3%*	*19.0%*	*18.6%*	*18.1%*	*18.3%*	*18.4%*	*-1.8%p*	*0.7%p*	*0.2%p*
순이익률	*17.1%*	*14.6%*	*14.4%*	*14.0%*	*14.1%*	*14.2%*	*3.1%p*	*0.5%p*	*0.1%p*
AM솔루션									
매출액	262	297	268	275	297	268	-5%	0%	0%
YoY	*21%*	*29%*	*10%*	*27%*	*29%*	*10%*	*-5.8%p*	*0.0%p*	*0.0%p*
영업이익	87e	105e	96e	97e	105e	96e	-10%	0%	0%
영업이익률	*33.2%*	*35.5%*	*35.8%*	*35.3%*	*35.5%*	*35.8%*	*-2.0%p*	*0.0%p*	*0.0%p*

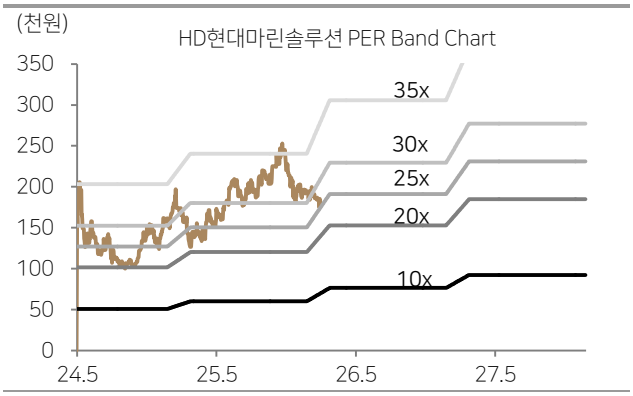
Source: 다올투자증권

Fig. 29: HD현대마린솔루션 실적: 2026년의 매출 가이던스 합리적. 환율에 따라 더 나올 수도 있음 (십억원)

HD현대마린솔루션	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
가이던스 매출									*2,055.6*	*2,334.9*		
매출액	485.6	467.7	513.2	516.2	574.6	592.9	571.1	660.5	1,982.7	2,399.1	2,743.8	3,088.1
YoY	*27%*	*7%*	*11%*	*11%*	*18%*	*27%*	*11%*	*28%*	*14%*	*21%*	*14%*	*13%*
영업이익	83.0	83.0	93.6	90.5	93.4	112.4	106.2	122.0	350.1	434.0	552.6	661.9
YoY	*61%*	*17%*	*12%*	*37%*	*13%*	*35%*	*13%*	*35%*	*29%*	*24%*	*27%*	*20%*
금융/기타영업외	-0.9	14.7	-11.4	-7.2	-26.1	-3.2	-3.4	-3.5	-4.7	-36.2	-5.5	-4.7
세전사업이익	83.9	68.3	104.9	97.7	119.5	115.6	109.6	125.5	354.8	470.2	558.2	666.7
지배주주지분 순이익	63.3	53.0	79.8	73.5	98.1	86.7	82.2	94.1	269.6	361.1	418.6	500.0
YoY	*43%*	*-6%*	*36%*	*7%*	*55%*	*64%*	*3%*	*28%*	*18%*	*34%*	*16%*	*19%*
영업이익률	*17.1%*	*17.7%*	*18.2%*	*17.5%*	*16.3%*	*19.0%*	*18.6%*	*18.5%*	*17.7%*	*18.1%*	*20.1%*	*21.4%*
지배지분순이익률	*13.0%*	*11.3%*	*15.5%*	*14.2%*	*17.1%*	*14.6%*	*14.4%*	*14.2%*	*13.6%*	*15.1%*	*15.3%*	*16.2%*
배당성향									66%	70%	69%	69%
DPS(원)	700	700	700	1,850	900	900	900	2,900	3,950	5,600	6,400	7,700
배당수익률									***1.6%***	***2.2%***	***2.5%***	
벙커링												
매출액	191.4	182.9	212.0	197.1	263.2	237.1	214.3	240.8	783.4	955.4	957.6	995.9
영업이익	0.0e	0.1e	-0.1e	-0.1e	0.0e	0.0e	0.0e	0.0e	0.0e	-0.1e	3.4e	3.5e
영업이익률	*0.0%*	*0.1%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.4%*	*0.4%*
핵심사업												
핵심사업 매출	294.2	284.8	301.2	319.1	311.4	355.7	356.8	419.7	1,199.3	1,443.7	1,786.2	2,092.2
YoY	*36%*	*9%*	*8%*	*13%*					*15%*	*20%*	*24%*	*17%*
영업이익	83.0	82.9	93.7	90.6	93.4	112.5	106.2	122.0	350.1	434.1	549.3	658.4
영업이익률	*28.2%*	*29.1%*	*31.1%*	*28.4%*	*30.0%*	*31.6%*	*29.8%*	*29.1%*	*29.2%*	*30.1%*	*30.8%*	*31.5%*
①AM 매출	216.1	230.0	244.4	244.6	262.4	296.7	268.1	301.2	935.1	1,128.4	1,392.0	1,670.4
YoY	*28%*	*11.6%*	*11%*	*15.8%*	*21.4%*	*29%*	*10%*	*23%*	*16%*	*21%*	*23%*	*20%*
영업이익 *	74.0	77.7	88.1	80.7	87.2	105.3	95.9	108.4	320.5	396.8	501.1	601.4
영업이익률	*34.3%*	*33.8%*	*36.0%*	*33.0%*	*33.2%*	*35.5%*	*35.8%*	*36.0%*	*34.3%*	*35.2%*	*36.0%*	*36.0%*
②친환경 매출	58.3	32.8	33.5	47.7	22.6	32.2	64.4	92.2	172.3	211.4	270.0	272.7
영업이익 *	5.8	1.6	1.7	5.2	1.4	2.1	5.6	8.3	14.4	17.4	23.3	27.3
영업이익률	*10.0%*	*5.0%*	*5.0%*	*11.0%*	*6.3%*	*6.5%*	*8.8%*	*9.0%*	*8.4%*	*8.2%*	*8.6%*	*10.0%*
③디지털 매출액	19.8	22.0	23.3	26.8	26.4	26.9	24.3	26.2	91.9	103.9	124.2	149.0
영업이익 *	3.1	3.6	3.9	4.7	4.8	5.0	4.7	5.2	15.3	19.8	24.8	29.8
영업이익률	*15.6%*	*16.3%*	*16.9%*	*17.5%*	*18.1%*	*18.8%*	*19.4%*	*20.0%*	*16.6%*	*19.1%*	*20.0%*	*20.0%*

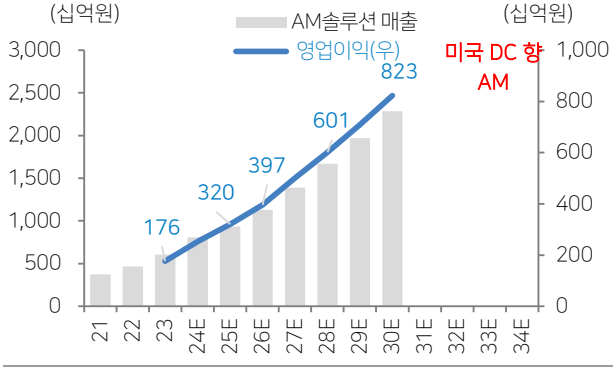
Source: 다올투자증권
Note: 부문별 영업이익은 미공표여서, 과거실적도 당사 예상치

Fig. 30: HD현대마린솔루션 PER



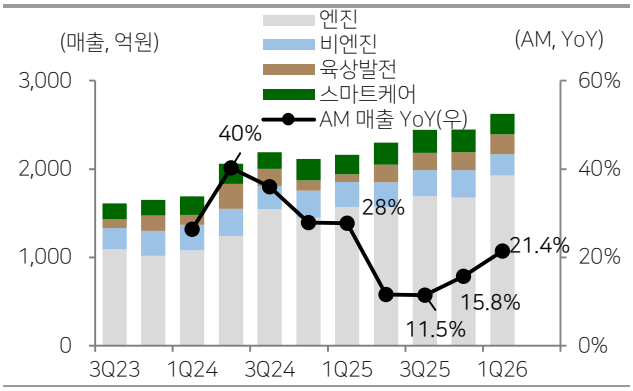
Source: 다올투자증권

Fig. 31: HD현대마린솔루션, AM은 계속 성장만 할 뿐 + 미국 DC 수요 2030년대에 얼마나 쌓일지?



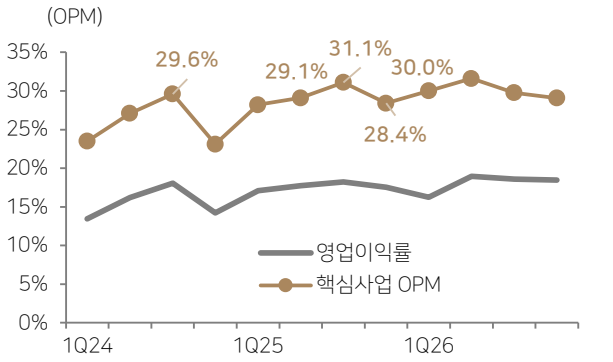
Source: 다올투자증권

Fig. 32: AM: 2개 분기 연속 성장폭 둔화



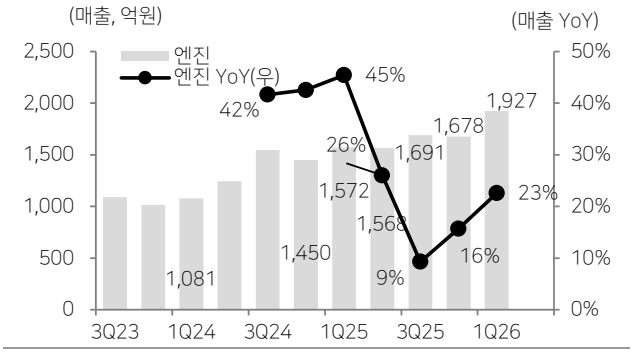
Source: 다올투자증권

Fig. 33: 핵심사업 영업이익률은 전기대비 개선



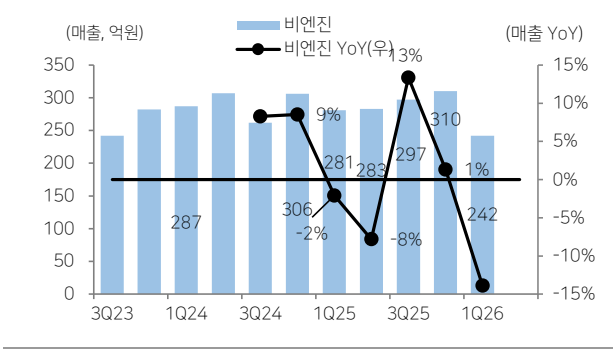
Source: 다올투자증권

Fig. 34: AM – 엔진: YoY +23%로 회복세



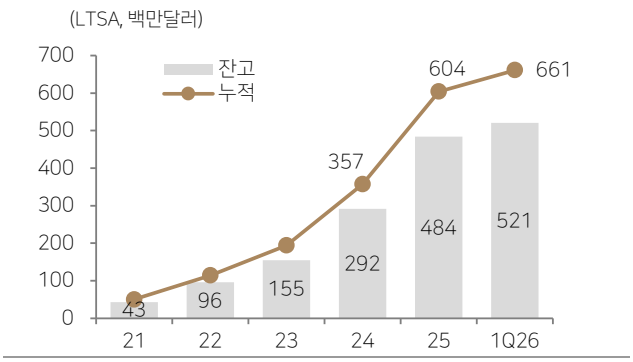
Source: 다올투자증권

Fig. 35: AM의 비엔진은 크게 빠짐



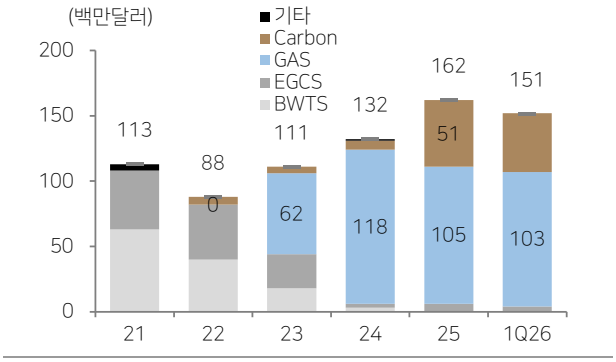
Source: 다올투자증권

Fig. 36: 꾸준히 늘고 있는 LTSA 수주와 잔고. 2025년에 재계약 모두 갱신 성공



Source: 다올투자증권

Fig. 37: 친환경개조 잔고는 감소. 그러나 가스솔루션 인콰이어리 크게 증가



Source: 다올투자증권

HD현대마린솔루션

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	5천억이상	2025 하반기	자본재
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	87.1	291/1299	41/172

연도별 성과

2023	미평가
2024	BB
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	경기주택도시공사	대림
5천억이상	대전도시공사	STX
5천억미만	엠앤씨솔루션	기신정기

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**47.0**	**50.9**	**25%**	▼
	혁신 활동	66.0	59.6	중	▲
	생산 공정	34.4	47.1	상	▼
	친환경 공급망 관리	평가제외	평가제외	평가제외	-
	생물다양성	평가제외	평가제외	평가제외	-
S(사회)		**89.3**	**57.7**	**35%**	▲
	인적자원 관리	87.4	60.7	상	▲
	공급망 관리	91.5	55.4	하	▲
	고객 관리	92.0	70.3	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	89.5	57.3	하	▲
G(지배구조)		**57.1**	**60.2**	**40%**	▼
	주주의 권리	72.0	56.1	상	▲
	정보의 투명성	55.2	66.6	하	▼
	이사회의 구성과 활동	74.3	61.8	상	▲
	이사의 보수	73.1	71.9	하	▲
	관계사 위험	20.0	68.2	중	▼
	ESG경영 인프라	76.2	58.1	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

해당사항 없음

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타 주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	-	20.8%	-
2023	66.2%	22.6%	평가제외
2024	61.9%	23.6%	평가제외

HD현대마린솔루션 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,075.5	1,186.8	1,265.3	1,803.2	1,897.0
현금성자산	481.4	564.5	477.6	940.8	928.8
매출채권	262.9	317.8	391.7	431.2	487.1
재고자산	273.4	270.7	361.9	396.9	446.7
비유동자산	76.7	85.5	251.0	416.6	582.2
투자자산	52.6	50.9	52.9	55.1	57.3
유형자산	19.6	29.6	189.6	349.6	509.6
무형자산	4.5	5.1	8.5	11.9	15.3
자산총계	1,152.2	1,272.3	1,516.3	2,219.7	2,479.3
유동부채	342.6	408.7	494.4	1,015.7	1,060.9
매입채무	183.8	214.4	298.2	317.6	360.9
유동성이자부채	8.1	8.3	8.3	508.3	508.3
비유동부채	36.1	38.9	40.0	41.2	42.4
비유동이자부채	12.7	10.0	10.0	10.0	10.0
부채총계	378.7	447.6	534.4	1,056.9	1,103.3
자본금	22.2	22.4	22.4	22.4	22.4
자본잉여금	384.6	404.4	404.4	404.4	404.4
이익잉여금	323.5	377.0	534.2	715.2	928.3
자본조정	43.2	20.9	20.9	20.9	20.9
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	773.5	824.7	981.9	1,162.9	1,376.0
투하자본	310.1	275.9	519.9	737.6	962.5
순차입금	(460.6)	(546.2)	(459.3)	(422.5)	(410.5)
ROA	25.2	22.2	25.9	22.4	21.3
ROE	45.0	33.7	40.0	39.0	39.4
ROIC	69.5	90.8	83.8	65.9	58.4

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,745.5	1,982.7	2,399.1	2,743.8	3,088.1
증가율 (Y-Y,%)	22.0	13.6	21.0	14.4	12.5
영업이익	271.7	350.1	434.0	552.6	661.9
증가율 (Y-Y,%)	34.9	28.9	23.9	27.3	19.8
EBITDA	283.6	362.8	434.0	552.6	661.9
영업외손익	25.7	4.7	36.2	5.5	4.7
순이자수익	7.3	14.9	3.8	3.8	3.0
외화관련손익	21.3	(6.9)	1.5	1.7	1.7
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	296.9	354.8	470.2	558.2	666.7
당기순이익	227.9	269.6	361.1	418.6	500.0
지배기업당기순이익	227.9	269.6	361.1	418.6	500.0
증가율 (Y-Y,%)	50.8	18.3	34.0	15.9	19.4
NOPLAT	208.6	266.0	333.3	414.5	496.4
(+) Dep	11.8	12.7	0.0	0.0	0.0
(-) 운전자본투자	11.9	(37.7)	79.7	53.4	60.6
(-) Capex	9.6	17.2	160.0	160.0	160.0
OpFCF	198.9	299.2	93.7	201.1	275.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	17.1	14.1	18.8	16.3	15.9
영업이익증가율(3Yr)	34.0	35.1	29.1	26.7	23.6
EBITDA증가율(3Yr)	33.8	34.4	27.1	24.9	22.2
순이익증가율(3Yr)	36.5	37.0	33.7	22.5	22.9
영업이익률(%)	15.6	17.7	18.1	20.1	21.4
EBITDA마진(%)	16.2	18.3	18.1	20.1	21.4
순이익률(%)	13.1	13.6	15.1	15.3	16.2

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	246.5	324.1	82.6	366.3	440.6
당기순이익	227.9	269.6	361.1	418.6	500.0
자산상각비	11.8	12.7	0.0	0.0	0.0
운전자본증감	(5.8)	19.8	(79.7)	(53.4)	(60.6)
매출채권감소(증가)	(24.9)	(61.5)	(73.9)	(39.5)	(55.9)
재고자산감소(증가)	(21.9)	0.2	(91.2)	(35.0)	(49.8)
매입채무증가(감소)	2.5	29.7	83.8	19.4	43.3
투자현금	(195.9)	(21.3)	(173.0)	(173.4)	(173.8)
단기투자자산감소	(183.0)	(3.3)	(7.6)	(7.9)	(8.2)
장기투자증권감소	(3.0)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(9.6)	(17.2)	(160.0)	(160.0)	(160.0)
유무형자산감소	(0.4)	(0.3)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
재무현금	149.1	(223.3)	(4.0)	262.4	(286.9)
차입금증가	(7.3)	(8.2)	200.0	500.0	0.0
자본증가	285.8	(184.0)	(204.0)	(237.6)	(286.9)
배당금지급	100.0	184.1	204.0	237.6	286.9
현금 증감	202.8	79.5	(94.4)	455.3	(20.2)
총현금흐름(Gross CF)	305.1	354.6	162.2	419.8	501.2
(-) 운전자본증가(감소)	11.9	(37.7)	79.7	53.4	60.6
(-) 설비투자	9.6	17.2	160.0	160.0	160.0
(+) 자산매각	(0.4)	(0.3)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
Free Cash Flow	103.4	353.0	(90.4)	192.9	266.7
(-) 기타투자	3.0	0.0	0.1	0.1	0.1
잉여현금	100.4	353.0	(90.5)	192.8	266.7

주요투자지표

(원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	5,085	6,013	8,056	9,338	11,153
BPS	17,255	18,396	21,902	25,939	30,692
DPS	3,150	3,950	5,600	6,400	7,700
Multiples(x,%)					
PER	31.7	32.2	31.5	27.1	22.7
PBR	9.4	10.5	11.6	9.8	8.3
EV/ EBITDA	23.7	22.4	25.1	19.8	16.5
배당수익율	2.0	2.0	2.2	2.5	3.0
PCR	23.7	24.5	70.0	27.1	22.7
PSR	4.1	4.4	4.7	4.1	3.7
재무건전성 (%)					
부채비율	49.0	54.3	54.4	90.9	80.2
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	313.9	290.4	255.9	177.5	178.8
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2
자산구조					
투하자본(%)	36.7	31.0	49.5	42.5	49.4
현금+투자자산(%)	63.3	69.0	50.5	57.5	50.6
자본구조					
차입금(%)	2.6	2.2	1.8	30.8	27.4
자기자본(%)	97.4	97.8	98.2	69.2	72.6

자료: 다올투자증권

한화엔진
(082740)

—

BUY

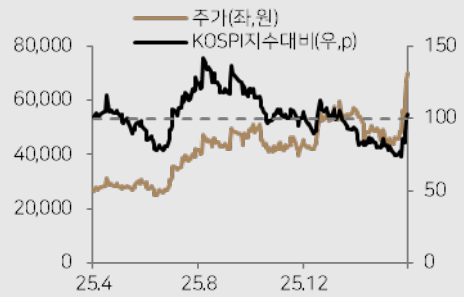
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	112,000	75,000	상향
Earnings			

Stock Information	
현재가 (04/24)	76,000원
예상 주가상승률	47.4%
시가총액	63,420억원
비중(KOSPI내)	0.12%
발행주식수	83,447천주
52주 최저가/최고가	25,100 - 76,000원
90일 일평균거래대금	451억원
외국인 지분율	22.0%
주요주주지분율(%)	
한화임팩트 (외 1인)	32.8
국민연금공단 (외 1인)	10.0
HSD엔진우리사주 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	20.6	33.1	22.4
PBR(배)	6.6	8.7	6.3
EV/EBITDA(배)	22.3	23.2	13.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	61.2	55.4	186.8	80.7
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	44.6	(8.9)	30.1	30.5

Price Trend



DAOL 다올투자증권

최광식 조선 · 기계 · 방산 | gs.choie@daolfn.com
이준범 연구원 | junebum34@daolfn.com

보기엔진 사업재개는 미국 DC 때문!?

Issue

1Q26 서프라이즈. **적정PER을 기존 20배에서 30배로 올리는 이유**

Pitch

1Q26의 호조 배경인 1) 원가율 개선, 2) P-Mix 효과는 2027년까지 진행. 올해 벌써 1.2조원 수주로 잔고는 5.2조원에 달하고 2025-2027 +56% CAPEX로 Q 성장은 2028년까지 계속됨. 동사 중속엔진이 미국 DC로 진출할 경우 성장은 그 너머에 계속. 즉, **피크아웃 우려 소멸**

Rationale

- 1Q26에 매출 3,452억원(YoY +9%, QoQ -6%), 영업이익 514억원(+130%, +9%), 지배주주순이익 529억원(+172%, -48%)의 서프라이즈 시현. 매출이 줄었음에도 **영업이익률이 전분기 12.9%에서 14.9%로 2.0%p나 개선**되었는데, 사측은 이를 1) 생산 프로세스 효율화 등 원가율 개선, 2) 2024년에 수주한 물량 인도 증가에 따른 ASP 효과, 3) 메탄올 엔진 출하라고 설명. 1)과 2)는 계속되면서 **2027년까지 실적 턴어라운드 계속될 것으로 예상**
- 1Q에 벌써 1.23조원(매출 3,452억원)을 수주해서 잔고는 5.24조원(25년말 4.14조원)으로 증가. 조선보다 더 매력적인 Q 성장이 CAPEX(24년 +25%, 25년 +25%)를 바탕으로 2028년까지 진행
- 동사의 **적정PER을 20배에서 30배로 적정주가를 112,000원으로 상향**. 이는 힘센엔진의 미국 DC에 0.6조원의 공급계약으로 미국 AI 투자 호황에 따른 전력 수요 확대가 발전엔진 사업자의 수요임을 확인했고, 동사가 2025년에 결정한 **중속엔진 사업 재개가 미국 DC로 이어질 가능성이 높다고 판단**하기 때문. 미국 전력 호황기를 누리는 한국 **중전기 3사의 2027년 PER 30~50배**
- 2028년까지의 P-MIX 효과에 따른 실적 성장 다음에도, **미국 DC 향 발전엔진 시장에 진출한다면, 피크아웃이 연장**될 것으로 기대. **조선업종 선호주 의견** 유지

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	854	1,202	1,371	1,438	1,753	1,861	1,845
영업이익	9	72	130	232	391	435	388
EBITDA	24	87	148	251	411	461	410
지배주주순이익	(0)	79	174	192	283	313	278
자산총계	1,137	1,413	1,696	1,979	2,312	2,684	2,994
자본총계	224	393	556	748	1,031	1,343	1,621
순차입금	116	60	(280)	(521)	(672)	(975)	(1,272)
매출증가율	11.8	40.7	14.0	4.9	21.9	6.2	(0.9)
영업이익률	1.0	6.0	9.5	16.2	22.3	23.4	21.0
지배순이익률	(0.0)	6.6	12.7	13.3	16.1	16.8	15.1
EPS증가율	적지	흑전	119.5	10.4	47.4	10.6	(11.2)
ROE	(0.2)	25.6	36.6	29.4	31.8	26.3	18.7

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Valuation & 실적: 적정PER 30배

적정PER 20배의 적정주가 도착

한화엔진의 기존 Valuation 잣대는 백로그너머 2028년 EPS에, 조선업종의 적정PER 20배에서, 75,000원이었다. 그리고 지난주에 적정주가에 도달했다. 그런데 이는 기존에 기대했던 2026년의 실적을 확인해가면서 오른 것보다는, 미국 DC 사업 진출 기대감 때문이다. 최근 HD현대중공업의 미국 DC 발전엔진 공급(684MW, 6,271억원) 계약과, 이에 따라 동일한 선박 보기엔진 사업을 시작한 동사에게도 기대감을 부여하고 있기 때문이다.

보기엔진 사업을 재개함은 단순 한화오션 때문만은 아닐 것

두산엔진 시절 두 차례나 보기엔진 시장에 진입했다가 철수했던 동사가, 한화엔진이 되고 다시 보기엔진 생산을 재개함은 단순히 한화오션을 위한 보기엔진 공급 이상인 것으로 보인다. 동사도 HD현대중공업-엔진과 같이 미국 DC 발전엔진 시장에 진출할 가능성이 높다고 판단한다.

중전기 3사의 PER 30~50배 참조

그렇다면, 미국의 폭발적인 DC 수요 증가에 따른 호황기를 누리면서, 실적이 성장하고, 멀티플은 더 높아지고 있는 한국의 중전기 3사의 PER Valuation을 참고할 필요가 있다. 2027년의 LS Electric, HD현대일렉트릭, 효성중공업의 PER은 각각 30~50배에 달한다.

적정PER 30배로 상향

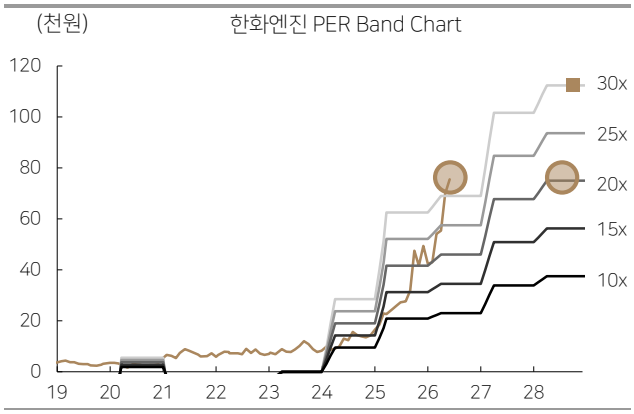
동사에게도 적정PER 30배를 적용해서, 백로그너머 2028년 EPS에서, 적정주가를 112,000원으로 상향한다. 기존 사업 아이템(주기, AM)만으로 현재 매출 1.5조원에서 2028년에 2.0조원으로 성장하는데, 힘센엔진처럼 수백MW급 사업들을 매년 1개씩 수행할 때, 그 매출과 이익 영향이 상대적으로 크다는 점이 주가 측면에서 장점이다.

Fig. 38: 한화엔진 적정PER 기존 20배 → 30배로 상향 x 백로그너머 2028년 EPS에, 적정주가 11.2만원으로 상향 (원, 배수)

PER Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년
주식수(백만주)	72	72	83	83	83	83	83
EPS	-563	-6	949	2,082	2,298	3,388	3,747
FWD 1-2Y의 PER(고)	23.8	8.4	8.7	17.1	12.1		
FWD 1-2Y의 PER(평균)	18.8	5.8	5.9	9.1	18.9		
PER(고)		16	7	13	9		
PER(평)		6	6	6	14		
PER(저)		4	4	3	8		
적정PER			20	20	20	30	적정 30
주당 적정가치1			*19,100*	*41,644*	*45,954*	*101,634*	*112,397*
Weight						***0%***	***100%***
						112,397	
적정주가					112,000		
종가(04월 24일)					76,000		
상승여력					47.4%		

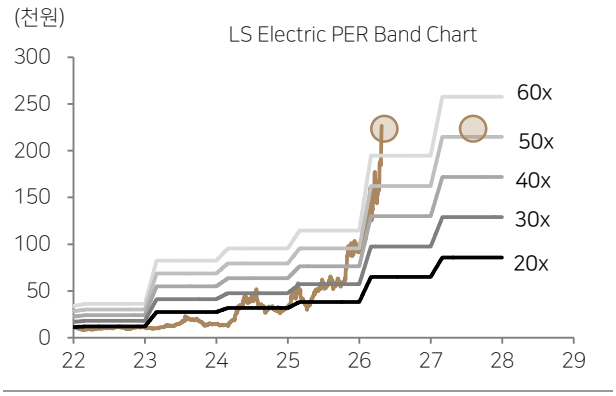
Source: 다올투자증권

Fig. 39: 한화엔진 2028년 PER 20배 도달. 30배로 상향



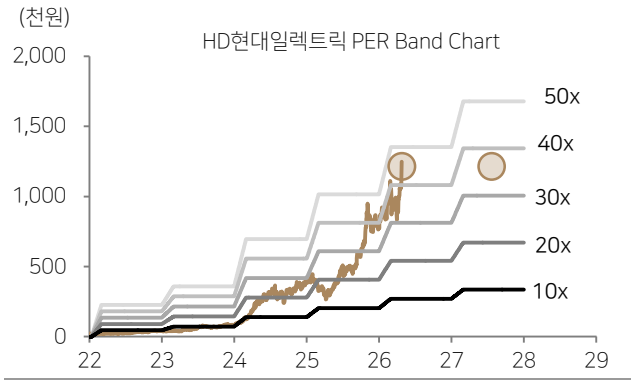
Source: 다올투자증권

Fig. 40: LS Electric PER, 2027년에서도 50배



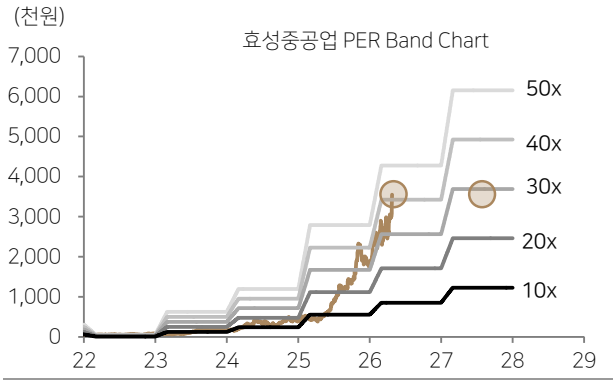
Source: 다올투자증권

Fig. 41: HD현대일렉트릭 PER, 2027년에 30~40배



Source: 다올투자증권

Fig. 42: 효성중공업 PER, 2027년이 30배



Source: 다올투자증권

Fig. 43: 한화엔진의 실적 조정 (억원)

연간 변경	변경 후				변경 전				차이(변경 후/변경 전)			
(억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2026E	2027E	2028E	2029E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	14,385	17,532	18,611	18,448	14,376	17,532	18,611	18,448	0%	0%	0%	0%
영업이익	2,324	3,906	4,350	3,876	2,196	3,882	4,349	3,875	6%	1%	0%	0%
영업외	183	21	54	91	-16	8	44	82				
세전이익	2,507	3,926	4,403	3,967	2,180	3,890	4,392	3,957	15%	1%	0%	0%
순이익	1,917	2,827	3,126	2,777	1,591	2,801	3,119	2,770	20%	1%	0%	0%
영업이익률	*16.2%*	*22.3%*	*23.4%*	*21.0%*	*15.3%*	*22.1%*	*23.4%*	*21.0%*	*0.9%p*	*0.1%p*	*0.0%p*	*0.0%p*
순이익률	*13.3%*	*16.1%*	*16.8%*	*15.1%*	*11.1%*	*16.0%*	*16.8%*	*15.0%*	*2.3%p*	*0.2%p*	*0.0%p*	*0.0%p*

분기 변경	변경 후				변경 전				차이(변경 후/변경 전)			
(억원)	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
매출액	3,452	3,738	3,199	3,996	3,415	3,738	3,199	4,024	1%	0%	0%	-1%
영업이익	514	624	554	633	426	579	553	637	21%	8%	0%	-1%
세전이익	691	614	556	646	415	567	552	645	66%	8%	1%	0%
순이익	529	470	425	494	303	414	403	471	74%	13%	6%	5%
영업이익률	*14.9%*	*16.7%*	*17.3%*	*15.8%*	*12.5%*	*15.5%*	*17.3%*	*15.8%*	*2.4%p*	*1.2%p*	*0.0%p*	*0.0%p*
순이익률	*15.3%*	*12.6%*	*13.3%*	*12.4%*	*8.9%*	*11.1%*	*12.6%*	*11.7%*	*6.4%p*	*1.5%p*	*0.7%p*	*0.7%p*

Source: 다올투자증권

Fig. 44: 한화엔진 실적: 2023년에 수주한 고가 엔진의 힘 확인, 2026년에 가파른 실적 성장 (억원)

한화엔진	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,182	3,877	2,973	3,678	3,452	3,738	3,199	3,996	12,022	13,711	14,385	17,532	18,611
YoY	*8%*	*35%*	*0%*	*13%*	*9%*	*-4%*	*8%*	*9%*	*41%*	*14%*	*5%*	*22%*	*6%*
영업이익	223	338	266	473	514	624	554	633	715	1,301	2,324	3,906	4,350
금융/기타영업외	-23	-187	46	71	177	-10	2	14	58	-93	183	21	54
세전사업이익	200	151	312	545	691	614	556	646	774	1,208	2,507	3,926	4,403
순이익	194	216	303	1,025	529	470	425	494	792	1,738	1,917	2,827	3,126
영업이익률	*7.0%*	*8.7%*	*9.0%*	*12.9%*	*14.9%*	*16.7%*	*17.3%*	*15.8%*	*6.0%*	*9.5%*	*16.2%*	*22.3%*	*23.4%*
순이익률	*6.1%*	*5.6%*	*10.2%*	*27.9%*	*15.3%*	*12.6%*	*13.3%*	*12.4%*	*6.6%*	*12.7%*	*13.3%*	*16.1%*	*16.8%*
AM 비중	*14%*	*11%*	*13%*	*13%*					*15%*	*13%*			

Source: 다올투자증권

Fig. 45: 한화엔진의 수주 시점별 납품(매출) 일정: 1Q26에 빈티지 변화 크지 않은데, (십억원)

납품(매출) → ↓수주	2024년	2025년				2026년				2027년	
2022년	고가엔진 628.8	220.3	150.4	108.5	36.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2023년	대박 고가물량	66.5	62.9	39.2	39.2	155.1	140.1	131.8	131.8	0.0	22.5
2024년	초대박 고가물량	0.0	0.0	14.4	51.7	51.7	108.2	113.8	96.9	203.3	146.9
2025년		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20.9	20.9	41.5	142.7
2026년		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2022년 수주(고가물량) 비중		77%	71%	67%	29%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2023년 수주(대박 고가물량)		23%	29%	24%	31%	75%	56%	49%	53%	0%	7%
2024년 이후(초대박 고가물량)		0%	0%	9%	41%	★ 25%	44%	51%	47%	100%	93%
가이던스 2022년 빈티지		77%	61%	18%	4%	5%	2026년 빈티지 가이던스				
2023년 빈티지		23%	34%	57%	37%	38%			30%		
2024년 빈티지		0%	5%	26%	58%	52%			45%		
2025년 빈티지						★ 4%			25%		

Source: 다올투자증권

이슈: 한화엔진의 보기엔진 시장 진출

2025년 4월에 중속엔진 사업 재개

한화그룹이 인수한 한화엔진은 HD현대중공업의 엔진과 함께 대형 엔진을 양분하는 회사이다. 그러나 보기엔진(중속엔진) 사업은 없어서, 한화오션과의 시너지를 위해 보기엔진 업체인 STX엔진을 인수하지 않을까 추정하기 쉬웠고, 실제 인수설이 돌기도 했다.
그러나 동사는 2025년 4월에 직접 중속엔진 사업을 진행할 예정이라고 공개했고, 내부적으로는 2월에 사업재개를 결정하고 중속엔진 생산설비를 재구축했다.

2016년에 철수했던 중속엔진 사업

두산엔진 시절 바르질라-두산엔진, 그리고 2012년부터는 라이선스를 바탕으로 직접 중속엔진을 생산하며 사업을 수행한 바 있어서, 다시 재진입이 용이하다. 그러나 2016년 5월에 중속엔진 생산 중단을 결정(공시)할 때의 이유는 1) 불황, 2) HD현대중공업의 힘센엔진 대비 경쟁력 때문이었다. 지금은 한화오션이라는 캡티브가 있지만, 과연 STX엔진 등을 통한 아웃소싱 대비 큰 실익이 있을까 걱정할 수 있다.

조선 외에도 방산, 선박 전동화, 발전을 위함

사측이 제시한 중속엔진 진출의 배경은 그룹사의 방산 부문과의 시너지, 선박 전동화 준비와 함께 발전 사업 확대였다. 그리고 그 당시에는 이 중속엔진 사업 재개가 미국 DC의 발전용 엔진 시장 진출로 이어질지는 몰랐다. 그리고 HD현대중공업의 힘센엔진이 진출함에 따라, 동사도 미국 DC에 접근할 수 있겠다는 합리적 예상이 가능하다.

그 옛날 탐방노트 기준으로 두산엔진 시절 500대 CAPA에 350대를 생산한 바 있고, IR 데이터 기준 2011년에 1,760억원의 중속엔진 매출을 2012년에는 590억원의 내륙발전 매출을 기록한 바 있다.

8월부터 가동 시작
2027년에 180대 CAPA.

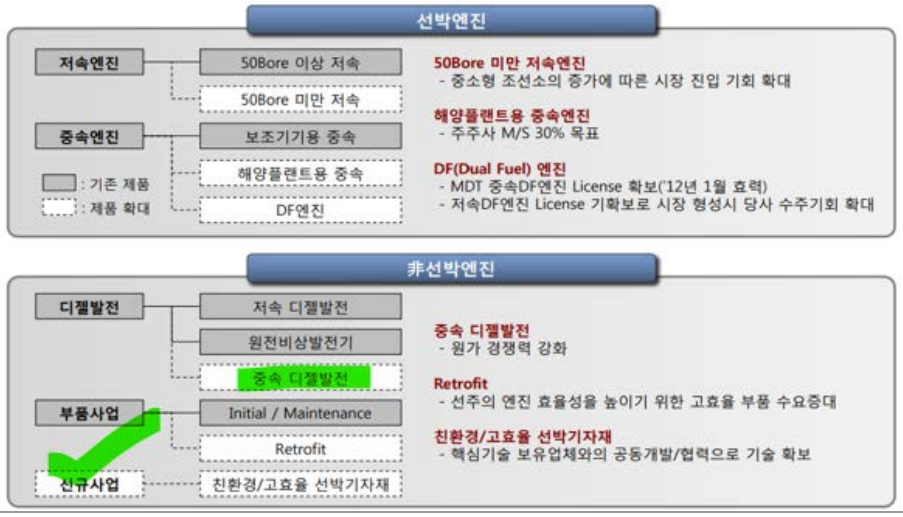
2025년말 한화오션 향 500억원 잔고가 4Q26부터 납품(60여 대 추정)을 시작하고, 2027년에는 180대를 생산능력을 갖춘다. 이제, 동사가 언제 미국 DC향 발전엔진을 수주할지가 초미의 관심이다. 시장은 기대감을 선반영 하기에 동사의 적정PER을 30배로 올렸다. 그리고 기대감만으로 끝나지는 않을 강력한 수요이다. 건투를 빈다.

Fig. 46: 두산엔진 시절: 중속엔진 시장에 진출했다가, 철수한 이력. 그리고 한화엔진이 되어 다시 중속엔진을 시작하는 이유

시기	2004년 ~ 2011년	2012년 ~ 2016년	**2025년 4월 재진입 발표**
주체	바르질라-두산엔진 (합작법인)	두산엔진 (독자 추진)	**한화엔진**
주요 전략	핀란드 바르질라와 50:50 합작을 통한 기술 도입 및 생산	독자 모델 개발을 통한 기술 자립 및 수익성 제고	**그룹사(방산)와의 시너지** **2026년 SEAM 인수 등 친환경 추진체 확장**
철수 원인	기술료 분쟁, 파트너사와의 경영권 갈등 '힘센엔진'에 밀린 점유율	조선업황 불황에 따른 두산그룹 재무 구조 개선 선택과 집중	
주요 결과	2011년 바르질라에 지분 전량 매각 및 합산 종료	**2016년 5월 중속엔진 생산 중단**	

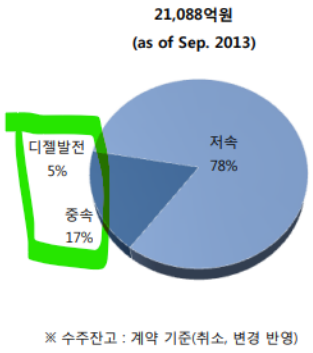
Source: 다올투자증권

Fig. 47: 두산엔진 시절: 비선박엔진으로서 중속 디젤발전 엔진 추진하고, 2017년 매출의 15%(0.45조원) 목표 제시한 바 있음



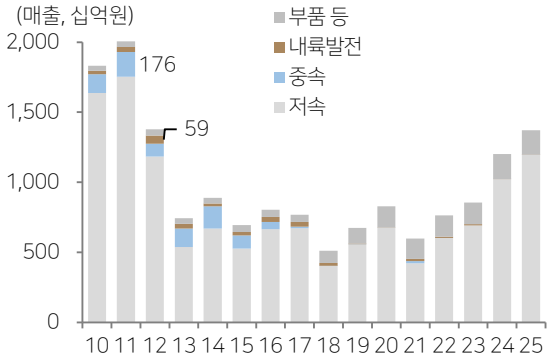
Source: 다올투자증권

Fig. 48: 두산엔진 시절 2013년에 잔고의 22%가 중속+발전 엔진



Source: 다올투자증권

Fig. 49: 2012년에 590억원 발전 엔진 매출, 중속엔진은 2011년에 1,760억원 매출 최고



Source: 다올투자증권

Fig. 50: 2016년 5월, 중속엔진(보기엔진) 생산중단 결정

생산중단

1. 생산중단분야		중속엔진
2. 생산중단내역	생산중단 분야의 매출액(원)	92,899,552,340
	최근매출액(원)	693,645,086,189
	매출액대비(%)	13.39
	대규모법인여부	미해당
3. 생산중단내용		중속엔진 생산공장
4. 생산중단사유		생산효율 제고를 위한 설비 이전
5. 향후대책		중속엔진 생산설비를 창원 본사 내 조립3공장으로 이전하여 생산을 지속
6. 생산중단영향		해당 설비를 이전하여 생산을 지속할 예정으로, 생산능력의 감소는 불가피하나 현재 생산량 수준을 고려할 때 생산중단에 따른 영업상의 영향은 없음
7. 생산중단일자		2016-06-01
8. 생산재개예정일자		-
9. 이사회결의일(결정일)		2016-05-31

Source: 다올투자증권

Fig. 51: 2025년 4월, 중속엔진(보기엔진) 진출 재검토 소식. 그리고 투자 실행

[단독]한화엔진, 중속엔진사업 10년 만 재진출 검토…HD현대 중심 판 깨나

그룹차원 포트폴리오 강화…방산·조선 시너지↑
STX엔진 인수설도 솔솔…매수·매각 모두 적기
공급망 다변화·경쟁구도 개선

Source: 다올투자증권

한화엔진

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	5천억이상	2025 하반기	자본재
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	85.7	324/1299	46/172

연도별 성과

2023	AA
2024	A
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	경기주택도시공사	대림
5천억이상	대전도시공사	STX
5천억미만	엠앤씨솔루션	기신정기

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		67.7	50.9	25%	▲
	혁신 활동	66.0	59.6	중	▲
	생산 공정	68.8	47.1	상	▲
	친환경 공급망 관리	평가제외	평가제외	평가제외	-
	생물다양성	평가제외	평가제외	평가제외	-
S(사회)		80.8	57.7	35%	▲
	인적자원 관리	81.6	60.7	상	▲
	공급망 관리	79.9	55.4	하	▲
	고객 관리	78.5	70.3	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	83.1	57.3	하	▲
G(지배구조)		56.5	60.2	40%	▼
	주주의 권리	59.9	56.1	상	▲
	정보의 투명성	61.9	66.6	하	▼
	이사회의 구성과 활동	68.2	61.8	상	▲
	이사의 보수	86.0	71.9	하	▲
	관계사 위험	45.0	68.2	중	▼
	ESG경영 인프라	67.1	58.1	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

해당사항 없음

***컨트로버시 및 심각성 평가 방법론**

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타 주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	-	20.8%	13.4%
2023	-	22.6%	31.9%
2024	0.0%	23.6%	88.4%

한화엔진 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	785.0	1,031.9	1,286.4	1,592.6	1,943.3
현금성자산	258.6	494.7	730.9	877.3	1,175.8
매출채권	135.1	165.7	157.2	212.6	234.6
재고자산	370.3	356.2	382.9	487.1	517.1
비유동자산	628.1	663.8	692.3	719.1	741.1
투자자산	206.9	220.6	229.5	238.8	248.5
유형자산	415.5	433.6	444.3	453.8	458.9
무형자산	5.7	9.6	18.4	26.5	33.8
자산총계	1,413.1	1,695.7	1,978.7	2,311.7	2,684.4
유동부채	586.6	611.2	685.3	717.6	759.0
매입채무	194.9	227.7	304.0	338.3	381.6
유동성이자부채	158.1	123.8	118.9	114.2	109.7
비유동부채	433.2	528.4	545.6	563.6	582.2
비유동이자부채	160.6	91.0	91.0	91.0	91.0
부채총계	1,019.8	1,139.6	1,230.9	1,281.1	1,341.2
자본금	83.4	83.4	83.4	83.4	83.4
자본잉여금	350.2	352.8	352.8	352.8	352.8
이익잉여금	(71.0)	90.3	282.0	564.7	877.4
자본조정	30.6	29.5	29.5	29.5	29.5
자기주식	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본총계	393.3	556.1	747.8	1,030.5	1,343.2
투하자본	451.0	275.0	225.7	357.3	366.9
순차입금	60.1	(280.0)	(521.0)	(672.1)	(975.1)
ROA	6.2	11.2	10.4	13.2	12.5
ROE	25.6	36.6	29.4	31.8	26.3
ROIC	13.1	26.0	71.0	96.5	85.3

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,202.2	1,371.1	1,438.5	1,753.2	1,861.1
증가율 (Y-Y,%)	40.7	14.0	4.9	21.9	6.2
영업이익	71.5	130.1	232.4	390.6	435.0
증가율 (Y-Y,%)	719.5	81.8	78.7	68.0	11.4
EBITDA	86.9	148.3	251.1	411.3	460.8
영업외손익	5.8	(9.3)	18.3	2.1	5.4
순이자수익	(3.6)	6.9	7.1	9.5	12.8
외화관련손익	17.3	(5.9)	9.4	0.2	(0.4)
지분법손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	77.4	120.8	250.7	392.6	440.3
당기순이익	79.2	173.8	191.7	282.7	312.6
지배기업당기순이익	79.2	173.8	191.7	282.7	312.6
증가율 (Y-Y,%)	흑전	119.5	10.3	47.5	10.6
NOPLAT	51.9	94.3	177.7	281.2	308.8
(+) Dep	15.3	18.2	18.7	20.7	25.9
(-) 운전자본투자	(4.8)	(48.3)	(60.5)	122.8	6.3
(-) Capex	51.0	33.3	28.0	28.0	28.0
OpFCF	21.0	127.5	228.9	151.2	300.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	26.2	21.5	19.0	13.4	10.7
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	198.6	76.1	49.5
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	119.5	67.9	45.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	52.9	21.6
영업이익률(%)	6.0	9.5	16.2	22.3	23.4
EBITDA마진(%)	7.2	10.8	17.5	23.5	24.8
순이익률(%)	6.6	12.7	13.3	16.1	16.8

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	90.4	330.3	288.2	198.6	350.9
당기순이익	79.2	173.8	191.7	282.7	312.6
자산상각비	15.3	18.2	18.7	20.7	25.9
운전자본증감	57.4	140.3	60.5	(122.8)	(6.3)
매출채권감소(증가)	(48.4)	(32.6)	8.5	(55.4)	(22.1)
재고자산감소(증가)	1.1	13.2	(26.7)	(104.3)	(30.0)
매입채무증가(감소)	(41.8)	16.2	76.3	34.4	43.3
투자현금	(4.3)	(161.1)	(56.0)	(56.7)	(57.5)
단기투자자산감소	14.6	(126.0)	(8.9)	(9.2)	(9.6)
장기투자증권감소	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(51.0)	(33.3)	(28.0)	(28.0)	(28.0)
유무형자산감소	(3.0)	(4.9)	(10.2)	(10.2)	(10.2)
재무현금	(57.3)	(22.3)	(4.9)	(4.7)	(4.5)
차입금증가	(144.9)	(22.3)	(4.9)	(4.7)	(4.5)
자본증가	87.6	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	30.2	143.7	227.3	137.2	289.0
총현금흐름(Gross CF)	37.2	183.4	227.7	321.4	357.2
(-) 운전자본증가(감소)	(4.8)	(48.3)	(60.5)	122.8	6.3
(-) 설비투자	51.0	33.3	28.0	28.0	28.0
(+) 자산매각	(3.0)	(4.9)	(10.2)	(10.2)	(10.2)
Free Cash Flow	90.3	162.6	232.2	141.9	293.5
(-) 기타투자	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	90.6	162.6	232.2	141.9	293.5

주요투자지표

(원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	949	2,082	2,298	3,388	3,747
BPS	4,645	6,549	8,741	12,033	15,692
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	19.4	20.6	33.1	22.4	20.3
PBR	4.0	6.6	8.7	6.3	4.8
EV/ EBITDA	18.4	22.3	23.2	13.8	11.6
배당수익율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	41.4	19.5	27.9	19.7	17.8
PSR	1.3	2.6	4.4	3.6	3.4
재무건전성 (%)					
부채비율	259.3	204.9	164.6	124.3	99.9
Net debt/Equity	15.3	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	69.2	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	133.8	168.8	187.7	221.9	256.0
이자보상배율	19.8	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	0.2	0.4	0.3	0.3
자산구조					
투하자본(%)	49.2	27.8	19.0	24.2	20.5
현금+투자자산(%)	50.8	72.2	81.0	75.8	79.5
자본구조					
차입금(%)	44.8	27.9	21.9	16.6	13.0
자기자본(%)	55.2	72.1	78.1	83.4	87.0

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 : 91.7%	HOLD : 8.3%	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.

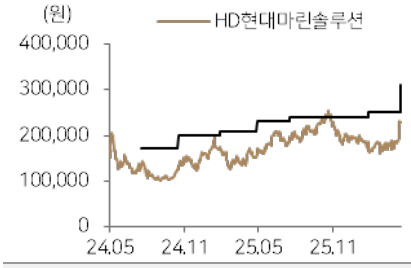
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

- 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

HD현대마린솔루션 (443060)



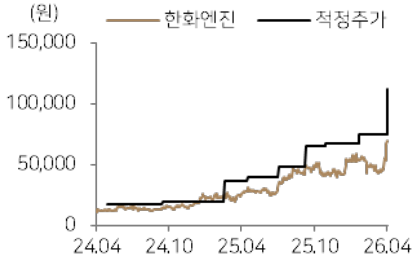
일자	애널리스트 변경	2024.07.25	2024.10.24	2025.02.05	2025.05.07	2025.07.25
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		173,000원	200,000원	210,000원	230,000원	240,000원
일자	2025.10.31	2026.02.05	2026.04.26			
투자의견	HOLD	BUY	BUY			
적정주가	240,000원	250,000원	310,000원			

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.07.25	173,000원	113,140원	142,300원	-34.6	-17.8
2024.10.24	200,000원	151,282원	197,000원	-24.4	-1.5
2025.02.05	210,000원	149,433원	171,500원	-28.8	-18.3
2025.05.07	230,000원	184,751원	209,500원	-19.7	-8.9
2025.07.25	240,000원	205,270원	253,000원	-14.5	5.4
2026.02.05	250,000원	180,371원	232,500원	-27.9	-7.0
2026.04.26	310,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 04월 24일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

한화엔진 (082740)



일자	2024.05.20	2024.10.07	2025.03.10	2025.05.08	2025.07.25	2025.10.01
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	18,000원	20,000원	37,000원	40,000원	48,000원	66,000원
일자	2025.11.19	2026.02.12	2026.04.26			
투자의견	BUY	BUY	BUY			
적정주가	68,000원	75,000원	112,000원			

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.05.20	18,000원	13,836원	16,900원	-23.1	-6.1
2024.10.07	20,000원	18,819원	26,600원	-5.9	33.0
2025.03.10	37,000원	24,305원	28,250원	-34.3	-23.7
2025.05.08	40,000원	28,322원	31,850원	-29.2	-20.4
2025.07.25	48,000원	41,307원	47,500원	-13.9	-1.0
2025.10.01	66,000원	46,577원	51,300원	-29.4	-22.3
2025.11.19	68,000원	47,872원	59,400원	-29.6	-12.7
2026.02.12	75,000원	50,279원	70,100원	-33.0	-6.5
2026.04.26	112,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 04월 24일)
** 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.