

조선(朝鮮)을 조선(造船)하다

- 제 1장: 데이터센터 -



Contents

| | |
|-------------------------------|----|
| Summary | 5 |
| Part 1. 조선주 재부각을 이끄는 데이터센터 | 7 |
| Part 2. FDC 시장이 커질 수 밖에 없는 이유 | 29 |
| Part 3. 데이터센터 시장에서 조선 기자재의 역할 | 45 |
| 기업분석 | |
| HD현대중공업 (329180) | 62 |
| 한화엔진 (082740) | 67 |
| STX엔진 (077970) | 71 |
| 삼성중공업 (010140) | 76 |
| HD현대마린솔루션 (443060) | 81 |



조선/기계 Overweight

| Top Picks | 투자판단 | 적정주가 |
|------------------|------|----------|
| HD현대중공업 (329180) | Buy | 900,000원 |
| 한화엔진 (082740) | Buy | 100,000원 |
| STX엔진 (077970) | Buy | 100,000원 |

| 관심종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|--------------------|------|----------|
| 삼성중공업 (010140) | Buy | 40,000원 |
| HD현대마린솔루션 (443060) | Buy | 300,000원 |

조선(朝鮮)을 조선(造船)하다

Overweight

1 조선주 재부각을 이끄는 데이터센터

- 조선주의 재상승을 이끌 첫 번째 원동력은 데이터센터용 엔진
- 2030년까지 AI 데이터센터의 on-site 발전 초과 수요는 32GW이며 조선산업 내 제품인 4행정 중속 가스엔진의 수혜 시장
 - 32GW는 가스터빈, 항공터빈, 연료전지, 태양광 등 기존 전력원의 공급 여력을 모두 감안하고도 남은 수치
 - 전세계 4행정 중속 가스엔진 CAPA는 12~15GW로 추정. 대부분 상선 및 기타 육상 발전으로 할애 중. 쏫티지
- 1위 업체이자 자체 브랜드를 보유한 HD현대중공업의 추가 수주 가능성은 자명
 - 라이선시이지만 한화엔진과 STX엔진 역시 수주 가능성 농후. 라이선서들의 CAPA가 가득 차 수요가 넘어올 개연성

2 FDC 시장이 커질 수 밖에 없는 이유

- 3세대 부유식 데이터센터의 등장 압박. 1) 조선소에게는 새로운 먹거리, 2) 발전원들에게는 고객 확대
 - 육상 데이터센터의 부지 확보 및 인허가의 어려움
 - 전력밀도 증가에 따른 냉각의 중요성과 냉각 시스템에 할애되던 전력 소모 문제
- 신조의 삼성중공업
 - ABB, Moustierian과의 기술 협력, 미국 선급(ABS), 영국 선급(LR)으로부터 50MW급 개념설계인증(AiP) 획득
- 개조의 HD현대마린솔루션

3 데이터센터 시장에서 조선 기자재의 역할

- SCR 탈질촉매
- 배전설비
- 재기화설비

- SCR: 4행정 중속 가스엔진의 질소산화물 저감을 위해 필요한 SCR장치
 - 나노: SCR탈질촉매 공급업체이며 HD현대중공업, 바르질라(Wärtsilä) 등 상위 엔진 제조사들의 핵심 공급업체
- 배전설비: 고압/저압 배전반, 분전반, MCC 등 육상/해상 데이터센터 모두 필요한 영역
 - 에스엔시스: 삼성그룹 레퍼런스 확대 중. ABB 등 상위 전력 인프라 솔루션 기업들과의 전략적 파트너십 확대
- 재기화설비: 부유식데이터센터의 on-site 발전원은 1) 4행정 가스엔진 또는 2) SOFC
 - SB선보: 데이터센터의 24시간 가동을 위한 안정적인 천연가스 공급의 필요성. 재기화설비 수요 확대의 개연성

Part. I

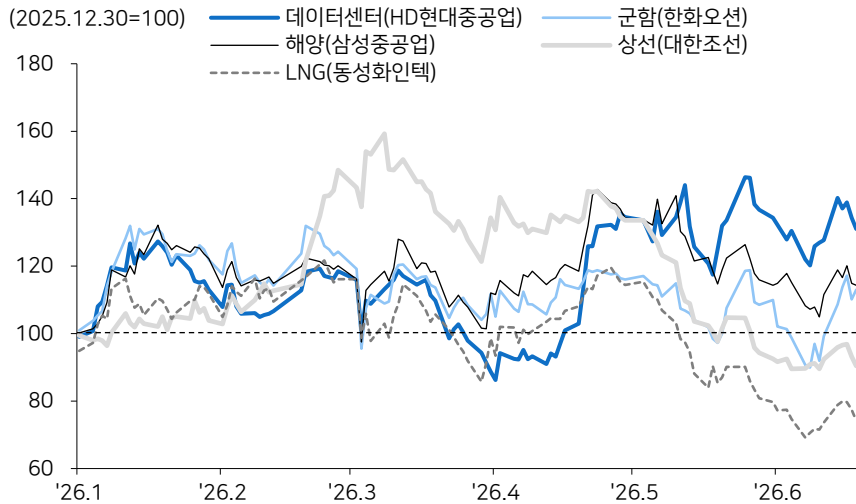


조선주 재부각을 이끄는 데이터센터

조선업은 데이터센터 + 대형주 위주로 수익률 방어 중

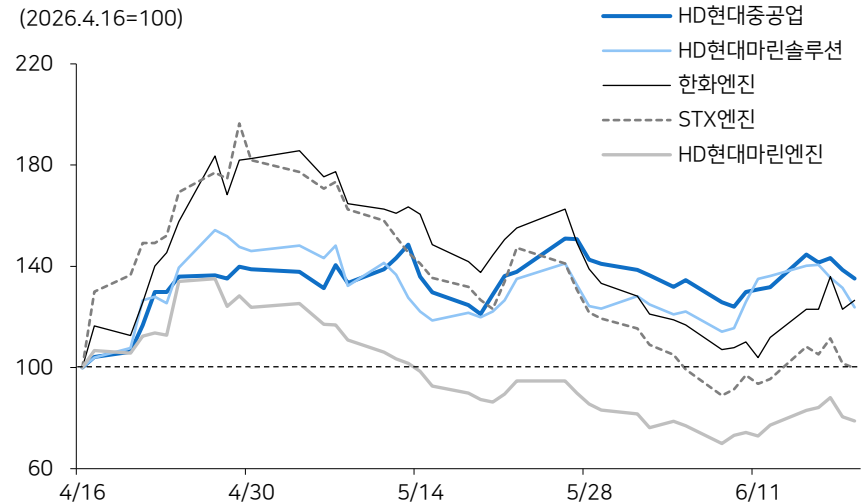
- 4월 17일 바르질라(Wärtsilä)의 데이터센터향 엔진 수주 소식에 국내 엔진업체들 주가 급등
- STX엔진 상한가, 한화엔진 +16.4%, HD현대마린엔진 +6.7%, HD현대중공업 +4.2%
- 6월 19일 종가는 4월 17일 대비 차별화
상승: HD현대중공업은 +29.8%, HD현대마린솔루션 +19.0%
vs 하락: STX엔진 -23.3%, HD현대마린엔진 -26.1%
- IT/반도체향 수급 집중으로 인해, 조선업은 '확실한' + '대형주' 중심으로 포트폴리오 축소 분위기

조선업종 내 키워드별 수익률 비교



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

데이터센터 키워드 내 업체별 수익률 비교

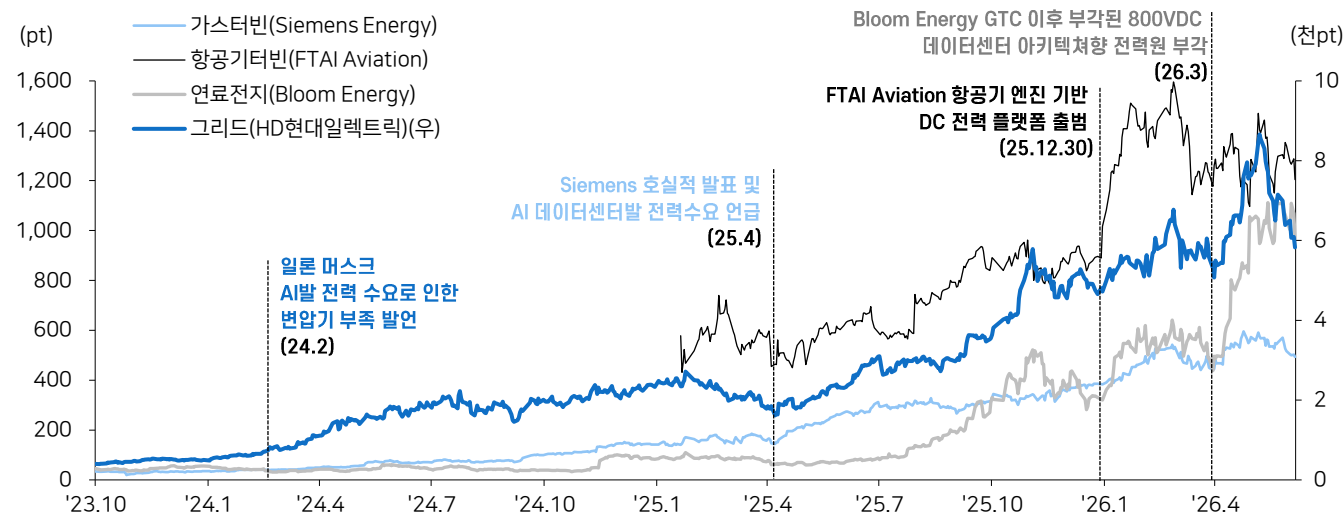


자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

중요한 건 데이터센터발 숏티지에 조선업이 편승했다는 사실

- AI 데이터센터발 투자 모멘텀은
 - 칩 숏티지
 - 전력 숏티지로 나뉘는 양상
- 이때 전력 숏티지는 송전망 구축(HD현대일렉트릭)부터 시작하여, 전력원인 가스터빈(Siemens Energy) → 항공기터빈(FTAI Aviation) → 연료전지(Bloom Energy) 순으로 급등
- 이제는 선박엔진으로 불리던 4행정 중속엔진의 차례

데이터센터발 전력난 주요 수혜 기업들의 주가 추이

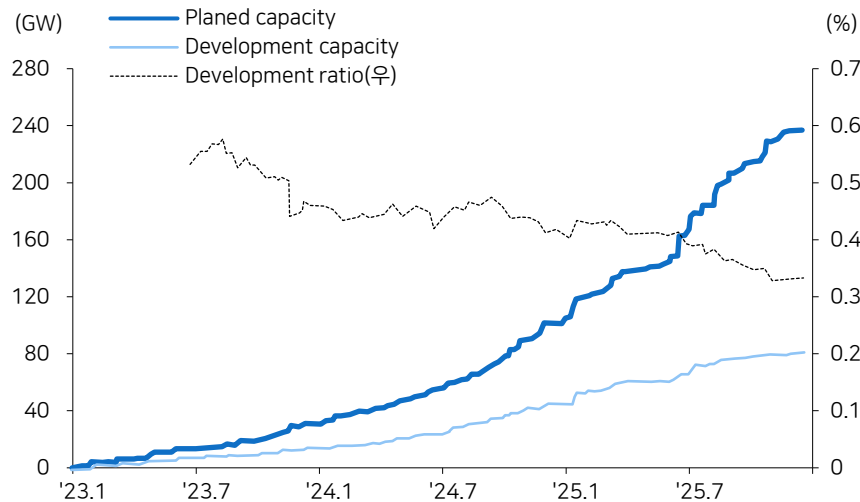


자료: QuantiWise, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

가스터빈과 연료전지, 태양광으로도 채울 수 없는 데이터센터발 전력 수요

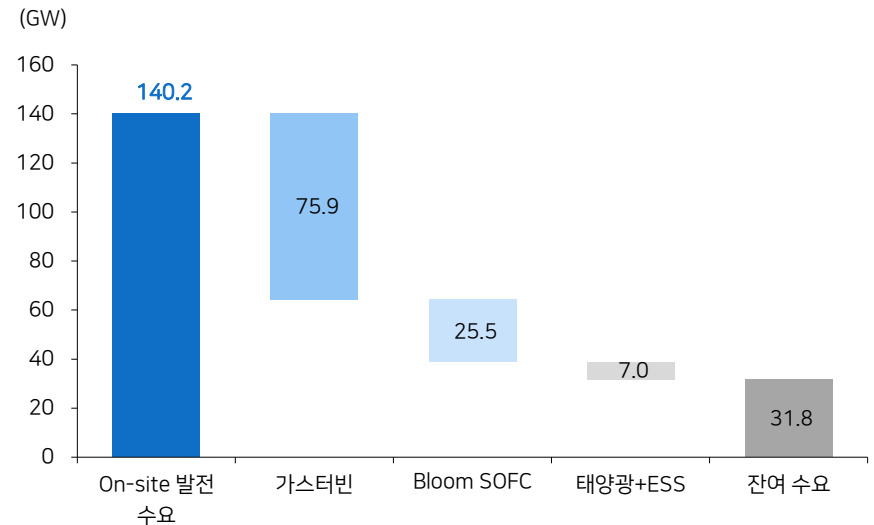
- 미국을 중심으로 수요는 지속 확대 중
2023~25년 사이 공개된 미국 AI 데이터센터 전력수요만 241 GW
- 2026~30년 AI 데이터센터향 On-site 발전 수요는 140.2 GW로 전망(메리츠증권 전망치)
이에 대한 발전원별 공급 여력은 가스터빈 75.9 GW, Bloom Energy의 연료전지 25.5 GW, 태양광+ESS 7.0 GW
→ 잔여 수요는 31.8 GW
→ 왕복동엔진도 전력원으로 부각된 배경

2023년 이후 공개된 미국의 AI 데이터센터 규모는 총 241 GW



주: 1. Planned capacity는 2023년 이후 공개된 모든 AI 데이터센터의 합산 규모를 의미
2. Development capacity는 그 중에서 개발 중이거나 건설 중인 프로젝트의 규모를 의미
자료: Wood Mackenzie, 메리츠증권 리서치센터

2026~30년 On-site 발전 수요 전망과 발전원별 공급 여력



주: On-site 발전 비중은 2025년 20%에서 2030년 50%까지 선형적으로 증가한다고 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

수 많은 왕복동엔진 중에서도, 가능한 건 4행정 가스 엔진 뿐

- 4행정 엔진 업체들은 2025년 이후로 실제로 수주 중
- 4행정 디젤 엔진, 4행정 이중연료 엔진, 4행정 메탄올/암모니아 엔진 등 여러 종류를 제외하고, 4행정 가스 엔진만 선택 받음
 - 이유 1) 환경 이슈: 디젤 < 가스
 - 이유 2) 경제성 이슈: 이중연료 < 가스
 - 이유 3) 연료보급 이슈: 메탄올/암모니아 < 가스
- 4행정 가스 엔진: 본 자료에서는 천연가스(LNG)를 연료로 사용하는 4행정 중속(또는 고속)엔진을 지칭

4행정 엔진 업체 별 데이터센터향 수주 내역

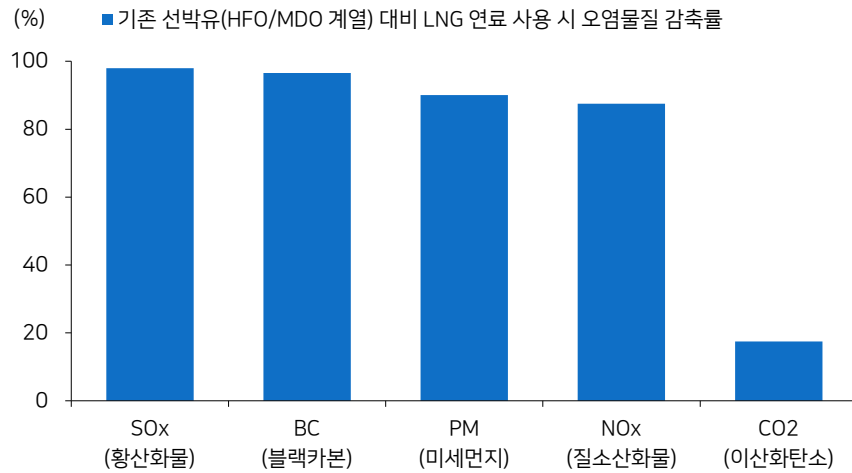
| 엔진업체 | 발주시점 | 발주처 | 데이터센터 위치 | 데이터센터 용량 (GW) | 엔진모델 | 단일 스펙 (MW) | 납품 대수 (대) | 총 스펙 (MW) |
|---------------|-----------|--|------------|----------------|--|-------------|-----------|-----------|
| Wärtsilä | 2025년 7월 | 미공개 | 미국 오하이오 | 미공개 | 18V50SG (중속, 514rpm) | 18.8 | 15 | 282.0 |
| | 2025년 11월 | 미공개 | 미국(미공개) | 미공개 | 50SG (중속, 514rpm) | 18.8 | 27 | 507.6 |
| | 2026년 1월 | 미공개 | 미국(미공개) | 미공개 | 50SG (중속, 514rpm) | 17.9 | 24 | 429.0 |
| | 2026년 4월 | 미공개 | 미국 오하이오 | 미공개 | 34SG (중속, 720rpm) | 10.3 | 40 | 412.0 |
| | 2026년 4월 | 미공개 | 미국 텍사스 | 미공개 | 50SG (중속, 514rpm) | 18.8 | 42 | 789.6 |
| INNIO | 2024년 8월 | VoltaGrid (xAI Memphis data center) | 미국 멤피스(TN) | 미공개 | Jenbacher 시리즈 (고속, 1,500rpm) | 2.5 | 14 | 35.0 |
| | 2025년 2월 | VoltaGrid (Vantage Data Centers과 파트너십) | 북미 전반 | 미공개 | | | | 1,000.0 |
| | 2025년 10월 | VoltaGrid (Oracle Cloud Infrastructure) | 미국 텍사스 | 2.3 (3개 부지 합산) | Jenbacher J624 (고속, 1,500rpm) | 25.0 | 92 | 2,300.0 |
| | 2026년 2월 | VoltaGrid | 미국(미공개) | 미공개 | Jenbacher 시리즈 (고속, 1,500rpm) | 5.0 | 300 | 1,500.0 |
| Caterpillar | 2026년 1월 | AIP Corp (Monarch Compute Campus) | 미국 웨스트버지니아 | 8.0 | G3516/ G3500 (고속, 1,800rpm) | 1.5 | 1,333 | 2,000.0 |
| | 2025년 10월 | Joule Capital Partners | 미국 유타 | 4.0 | G3520 (고속, 1,500rpm) | 2.5 | | 미공개 |
| | 2025년 6월 | Will-Power OH (Socrates South Power Generation Project, Meta의 계열사 Sidecat) | 미국 오하이오 | 0.4 (2개 부지 합산) | G3520 (고속, 1,500rpm) | 2.5 | 15 | 37.5 |
| HD현대중공업 | 2026년 4월 | Aperion Energy Group | 미국 3개 부지 | 미공개 | H54GV (중속, 720 rpm) | 20.7 | 33 | 683.1 |
| Bergen Engine | 2025년 6월 | E-Finity Distributed Generation (데이터센터 미공개) | 미국 동부 해안 | 0.1 | B36:45V20 (중속, 720 rpm) | 11.2 | 12 | 134.4 |
| | 2025년 11월 | E-Finity Distributed Generation (데이터센터 미공개) | 미국 동부 해안 | 0.3 | B36:45V20 (중속, 720 rpm) | 11.2 | 24 | 268.8 |
| | 2026년 5월 | Liberty Energy | 미국 다수 부지 | 미공개 | B36:45V20 AG1 (중속, 720 rpm) | 11.2 | 45 | 504.0 |
| | 2026년 6월 | Crusoe | 미국 다수 부지 | 미공개 | B36:45V20 AG2 (중속, 720 rpm) B36:45L9 AG (중속, 720 rpm) | 12.5 5.0 | 27 20 | 437.5 |

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

환경 규제 대응에는 4행정 가스 엔진이 유리

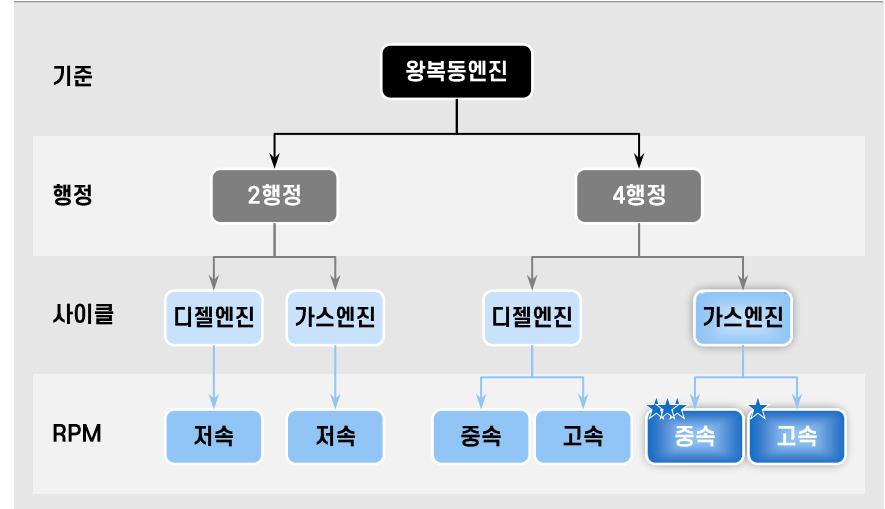
- 디젤 엔진의 두 가지 의미
 - 1) 디젤 엔진은 경유계열 연료를 사용하는 엔진
 - 2) Rudolf Diesel이 발명한 압축착화방식의 디젤 사이클 엔진. 이 경우에는 중질유 등 다양한 연료 사용
- 가스 엔진의 두 가지 의미
 - 1) 천연가스, 암모니아, 수소 등 가스를 연료로 사용하는 엔진
 - 2) 점화플러그방식의 오토 사이클 엔진. 왕복동엔진 시장 초기, 가스 엔진은 모두 오토 사이클이었기 때문에 관습화
- 선진국들의 높은 환경규제를 만족하기 위해서는 디젤 엔진보다 가스 엔진 선호가 높을 수 밖에 없음

MDO vs LNG 환경오염물질 배출 정도 비교



주: Tank-to-Wake 기준, 메탄슬립은 LNG 연료 사용 시 2.3~21g/kWh로, MDO (0.007~0.024g/kWh) 대비 증가
 자료: Frontiers in Marine Science, Vol. 12, 2025. Atmospheric Environment, Vol.13, 2024

왕복동엔진 유형별 분류체계



자료: 메리츠증권 리서치센터

미국 환경 규제 1

- 고정식 엔진에 대하여 미국환경보호청(EPA)은 연방 배출 규제를 제정
 - SI엔진에 대한 신규 배출원 성능 기준(40 CFR Part 60 Subpart JJJJ)
 - CI엔진에 대한 성능 기준(40 CFR Part 60 Subpart IIII)
 - 왕복동내연기관에 대한 유해대기오염물질 국가 배출 기준(40 CFR Part 63, Subpart ZZZZ)
- EPA의 배출 규제가 비교적 늦게 제정된 탓에, 그 사이 각 주마다 생겨난 정책이 실질적인 환경 규제 역할이 됨
- 즉, EPA의 연방 배출 규제는 왕복동엔진을 데이터센터향 주 전력원으로 사용할 수 있는지 검토하는 최소한의 환경 규제이며 실질적으로는 각 주마다 상이한 정책을 살펴봐야 함

SI엔진에 대한 신규 배출원 성능 기준(40 CFR Part 60 Subpart JJJJ)

| 적용대상 | 배출 기준, 농도 제한 |
|------------------------------------|--|
| ≤25HP SI 엔진 | ▪ 소형 비도로 SI엔진 인증기준 적용 (Part 1054 Phase 2/3) |
| >25HP 가솔린 · LPG 농후연소(rich) 엔진 | ▪ HC+NOx 2.7 / CO 4.4 g/kW-hr |
| ≥100HP 천연가스·LPG 희박연소(상시) 엔진 | ▪ 2011년 이후 제작분: NOx 1.0 / CO 2.0 / VOC 0.7 g/HP-hr ▪ 그 이전 제작분: NOx 2.0 / CO 4.0 / VOC 1.0 |
| 매립 · 소화가스 엔진 | ▪ NOx 2.0~3.0 / CO 5.0 / VOC 1.0 g/HP-hr |
| 비상용 25~130HP 엔진 | ▪ NOx+HC 10 / CO 387 g/HP-hr |
| 비상용 ≥130HP 엔진 | ▪ NOx 2.0 / CO 4.0 / VOC 1.0 g/HP-hr |

주: Rich-burn(농후연소)은 공기 대비 연료 비중을 높여 연소하는 방식으로 배출가스 저감에 유리.
반면 Lean-burn(희박연소)은 공기 비중을 높여 연소하는 방식으로 연료 효율이 높음
자료: U.S. Environmental Protection Agency (EPA), 메리츠증권 리서치센터

CI엔진에 대한 성능 기준(40 CFR Part 60 Subpart IIII)

| 적용대상 | 배출 기준, 농도 제한 (g/kW-hr) |
|---------------------------------------|---|
| 상시 디젤 엔진 (56~130kW, 75~175HP) | ▪ NOx 0.40 / NMHC 0.19 / PM 0.02 / CO 5.0 (Tier 4) |
| 상시 디젤 엔진 (130~560kW, 175~750HP) | ▪ NOx 0.40 / NMHC 0.19 / PM 0.02 / CO 3.5 (Tier 4) |
| 상시 디젤 엔진 (>560kW), 발전기 (genset) | ▪ NOx 0.67 / NMHC 0.19 / PM 0.03 / CO 3.5 (Tier 4) |
| 상시 디젤 엔진 (>560kW), 발전기 외 (펌프 · 압축기 등) | ▪ NOx 3.5 / NMHC 0.19 / PM 0.04 / CO 3.5 (Tier 4) |
| 상시 디젤 엔진 (37~56kW, 50~75HP) | ▪ NMHC+NOx 4.7 / PM 0.03 / CO 5.0 (Tier 4) |
| 비상용 디젤 엔진 | ▪ 동일 출력대에서 한 단계 낮은 단계(Tier 1~3) 허용 ▪ 운전 시간은 실제 비상상황 시에는 무제한, 정비 · 시험 연 100시간 이내(최대 50시간의 비상상황 운전 포함). 초과 시 비상용 자격을 상실해 상시용 기준 적용 |
| 모든 디젤 엔진 공통 | ▪ 소 · 중형 엔진 (<10L/실린더): 저유황 비도로 디젤 (유황 ≤15ppm) ▪ 대형 엔진 (≥30L/실린더): 유황 ≤1,000ppm |

자료: U.S. Environmental Protection Agency (EPA), 메리츠증권 리서치센터

미국 환경 규제 2

왕복동내연기관에 대한 유해대기오염물질 국가 배출 기준(40 CFR Part 63, Subpart ZZZZ)

| 적용대상 | 배출 기준, 농도 제한 |
|---|---|
| 2002.12.19 이후 제작된 디젤 엔진 (>500HP), major 시설 | ▪ CO 70% 저감 또는 포름알데히드 ≤580 ppbvd |
| 2002.12.19 이전 제작된 디젤 엔진 (>500HP), major 시설 | ▪ CO ≤23 ppmvd 또는 CO 70% 저감 |
| 2006.6.12 이전 제작된 디젤 엔진 (300~500HP), major 시설 | ▪ CO ≤49 ppmvd 또는 CO 70% 저감 |
| 2006.6.12 이전 제작된 디젤 엔진 (100~300HP), major 시설 | ▪ CO ≤230 ppmvd |
| 2006.6.12 이전 제작된 디젤 엔진 (<100HP), major 시설 | ▪ CO 농도 한계 없음 ▪ 오일 · 필터 교체 (1,000시간 또는 1년마다), 에어클리너 · 호스 · 벨트 점검 |
| 2002.12.19 이후 제작된 가스 희박연소(천연가스) 엔진 (>500HP), major 시설 | ▪ CO 58% 저감 또는 포름알데히드 ≤12 ppmvd |
| 가스 농후연소(LPG 등) 엔진, major 시설 | ▪ 포름알데히드 76% 저감 또는 ≤350 ppbvd |
| 비상용 디젤 엔진, major/area 시설 | ▪ CO 농도 한계 없음 ▪ 오일 · 필터 교체 (500시간 또는 1년마다), 에어클리너 · 호스 · 벨트 점검 |
| 상시 디젤 (≤300HP), area 시설 | ▪ CO 농도 한계 없음 ▪ 오일 · 필터 교체 (1,000시간 또는 1년마다), 에어클리너 · 호스 · 벨트 점검 |
| 상시 디젤 (300~500HP), area 시설 | ▪ CO ≤49 ppmvd 또는 CO 70% 저감 |
| 상시 디젤 (>500HP), area 시설 | ▪ CO ≤23 ppmvd 또는 CO 70% 저감 |

주: Major 시설은 연간 HAP 배출량이 단일 10t 이상 또는 합산 25t 이상인 시설. Area 시설(소규모)은 연간 HAP 배출량이 Major 미만인 시설
 자료: U.S. Environmental Protection Agency (EPA), 메리츠증권 리서치센터

미국 데이터센터는 텍사스주와 버지니아주가 핵심

- 텍사스주와 버지니아주 내 운영중인 데이터센터 용량이 미국 전체 데이터센터 운영 용량의 62.0% 차지
- 텍사스주와 버지니아주 내 계획중인 데이터센터 용량이 미국 전체 데이터센터 계획 용량의 39.3% 차지

주(State)별 데이터센터 현황 _ 계획중인 용량 기준으로 내림차순

| 주 | 운영중(곳) | 계획중(곳) | 운영중(MW) | 계획중(MW) |
|-----------------|------------|--------------|---------------|----------------|
| 1 Texas | 87 | 159 | 4,807 | 93,954 |
| 2 Virginia | 297 | 326 | 12,117 | 36,473 |
| 3 Utah | 13 | 16 | 350 | 27,551 |
| 4 Pennsylvania | 11 | 37 | 95 | 18,632 |
| 5 Indiana | 4 | 43 | 931 | 16,568 |
| 6 Ohio | 14 | 43 | 120 | 15,339 |
| 7 New Mexico | 2 | 4 | 126 | 12,460 |
| 8 Arizona | 24 | 29 | 2,077 | 10,655 |
| 9 West Virginia | 0 | 9 | 0 | 10,256 |
| 10 New York | 10 | 25 | 207 | 9,803 |
| 총계 | 716 | 1,062 | 27,311 | 332,097 |

자료: CleanView, 메리츠증권 리서치센터

주(State)별 데이터센터 현황 _ 운영중인 용량 기준으로 내림차순

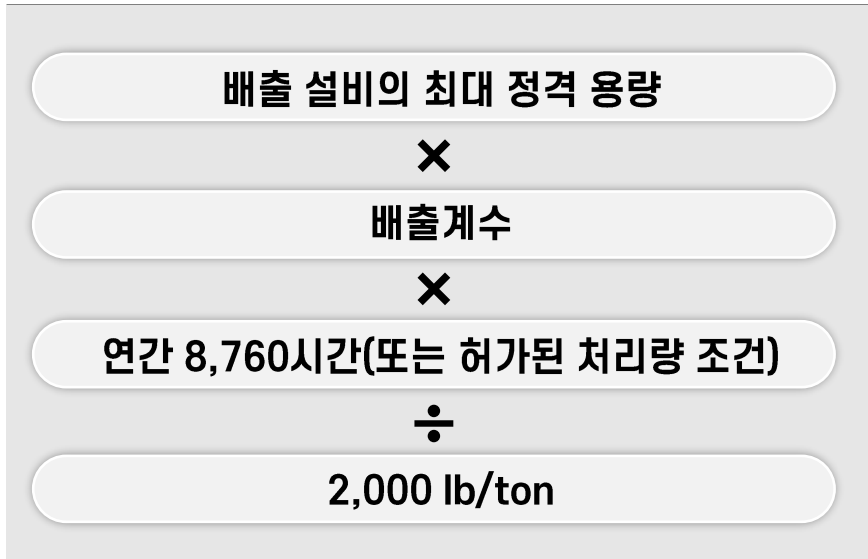
| 주 | 운영중(곳) | 계획중(곳) | 운영중(MW) | 계획중(MW) |
|--------------|------------|--------------|---------------|----------------|
| 1 Virginia | 297 | 326 | 12,117 | 36,473 |
| 2 Texas | 87 | 159 | 4,807 | 93,954 |
| 3 Arizona | 24 | 29 | 2,077 | 10,655 |
| 4 Georgia | 17 | 83 | 1,021 | 9,231 |
| 5 Indiana | 4 | 43 | 931 | 16,568 |
| 6 California | 44 | 25 | 803 | 1,686 |
| 7 Illinois | 26 | 31 | 767 | 8,584 |
| 8 Iowa | 10 | 11 | 642 | 3,758 |
| 9 Oregon | 17 | 16 | 441 | 604 |
| 10 Wisconsin | 4 | 10 | 424 | 2,122 |
| 총계 | 716 | 1,062 | 27,311 | 332,097 |

자료: CleanView, 메리츠증권 리서치센터

버지니아주의 허가 절차 1

- Virginia주의 DEQ(Department of Environmental Quality)라는 기관이 대기 배출 허가를 발급
 - 기준 주 규정: 미국 버지니아주 대기오염관리위원회의 '대기 오염 통제 및 저감 규정(9VAC5)
- 데이터센터의 무제어 배출량(uncontrolled emissions)에 따라,
 - 1) Minor New Source Review, 2) State Major, 3) PSD(Prevention of Signification Deterioration)으로 분류
 → 각 기준에 맞는 요구사항을 충족해야 주 정부의 허가를 받을 수 있음
 - * 무제어 배출량이란 1) 최대 설비 용량으로, 2) 대기오염 방지 설비 없이, 3) 연간 8,760시간 운영했을 때 배출량

무제어 배출량 계산식



자료: Virginia Department of Environmental Quality, 메리츠증권 리서치센터

소규모 신규 배출원 검토(Minor New Source Review Permits) 기준

| 오염물질 | 신규건설시 기준 (톤/년) | 기존시설의 증설·교체·변경시 기준 (톤/년) |
|-------|----------------|--------------------------|
| PM | 25 | 15 |
| PM10 | 15 | 10 |
| PM2.5 | 10 | 6 |
| CO | 100 | 100 |
| NOX | 40 | 10 |
| SO2 | 40 | 10 |
| VOC | 25 | 10 |

주: 테이블에 표기된 배출량 초과시 허가 대상. 오염물질 배출량이 연간 100톤 이상이면 State Major 또는 PSD 허가 대상

자료: Virginia Department of Environmental Quality, 메리츠증권 리서치센터

버지니아주의 허가 절차 2

- 대규모 신규 배출원 검토(State Major Permit) 대상 판단 여부는 다음 두 조건을 모두 만족할 경우임
 - 1) 기준대기오염물질이 100톤 이상 250톤 미만인 경우, 2) 9VAC5-80-1615의 "major stationary source" 28개 업종에 비포함
- 중대한 대기질 악화 방지(PSD, Prevention of Significant Deterioration) 대상 판단 여부는 다음 중 하나에 해당 하는 경우임
 - 1) 기준대기오염물질이 250톤 이상인 경우, 2) 9VAC5-80-1615의 "major stationary source" 28개 업종에 포함, 3) 이산화탄소환산 배출량이 연간 10만톤 이상인 경우
- 데이터센터의 용량은 점차 확대 추세 → PSD 기준 요구사항을 충족하여 허가를 얻어야 함
 이때 요구사항 중 BACT(오염물질을 기술적·경제적으로 적용 가능한 범위 내에서 가장 높은 수준으로 저감하는 기술) 적용

버지니아 주 정부의 허가를 얻기 위한 요구사항

| 구분 | Minor NSR | State Major Permit | PSD |
|---------|--------------------|---------------------|-----------------------|
| 적용 규모 | Minor Source | Major Source | Major Source + PSD 대상 |
| 법적 근거 | 9VAC5-80 Article 6 | 9VAC5-80 Article 8A | 9VAC5-80 Article 8 |
| 대기확산모델링 | 보통 불필요 | 경우에 따라 요구 | 필수 |
| BACT | 일반적으로 아님 | 보통 BACT 수준 검토 | 필수 |
| 공청회 | 제한적 | 필요 | 필수 |
| 심사 난이도 | 낮음 | 중간 | 최고 |

자료: Virginia Department of Environmental Quality, 메리츠증권 리서치센터

오염물질 별 주요 BACT(Best Available Control Technology)

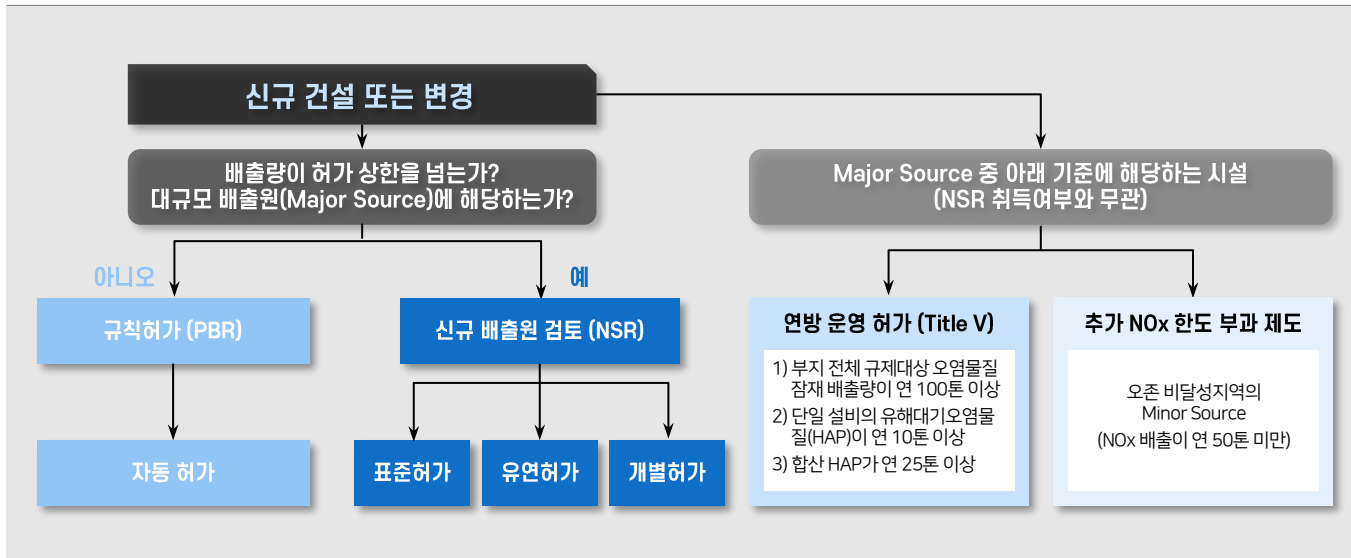
| 오염물질 | 주요 BACT 대책 |
|---------------|---------------------------------|
| NOx | Lean Burn, SCR, 저NOx 연소기술 |
| CO | 산화촉매(Oxidation Catalyst), 연소최적화 |
| VOC | 산화촉매(Oxidation Catalyst), 연소최적화 |
| PM/PM10/PM2.5 | 청정연료 사용(천연가스), DPF, 필터, 집진장치 |
| SO2 | 저황연료 사용, 천연가스 사용, FGD(탈황설비) |
| GHG(CO2e) | 고효율 설비, 열효율 개선, CHP, 에너지 효율 향상 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

텍사스주의 허가 절차

- 텍사스 주는 TCEQ(Texas Commission on Environmental Quality)가 허가를 내줌
- 시설당 연간 총 배출 상한: CO·NOx 각 250톤, VOC·SO₂·PM 각 25톤, PM10 15톤, PM2.5 10톤
→ 상한 초과 또는 Major source 해당 시 BACT 적용 후 TCEQ 심사를 통해 허가를 취득해야 함
- 버지니아주와의 차이점은 3종류의 허가 제도 유무
 - 배출량이 적은 경우 1) 표준허가(Standard Permit), 또는 TCEQ와 개별 부지 상한을 합의한 경우 2) 유연허가(Flexible Permit) 취득 가능
 - 배출량이 많은 경우 3) 개별허가(Individual Permit)제도가 있는데, 이는 버지니아주의 허가 절차와 크게 차이 없음

텍사스주 데이터센터 신규 건설 또는 변경 규정



자료: 메리츠증권 리서치센터

4행정 디젤 엔진보다 4행정 가스 엔진을 선택할 수 밖에 없는 이유

- 기준대기오염물질 중 NOx는 온도가 상승할수록 발생량이 급증(Zeldovich mechanism)
- 디젤엔진(CI엔진)은 압축착화 과정에서 연료와 공기 비율의 불균형 발생
 - 연료/공기 비율이 적절한 일부 구역에서는 상대적으로 열방출 최대, 고온의 국부 화염 영역 형성 → NOx 발생
- 데이터센터용 가스엔진(SI엔진)은 연료와 공기를 미리 혼합하는 방식, 그리고 공기를 충분히 주입하기 때문에 국부 고온 영역 형성 방지. NOx 배출량이 디젤엔진 대비 적음
- SOx, PM, BC 등의 기준대기오염물질 발생량 역시 가스 엔진의 연료인 천연가스가 디젤 엔진의 연료보다 적음

온도가 높아질 수록 NOx 발생량 급증

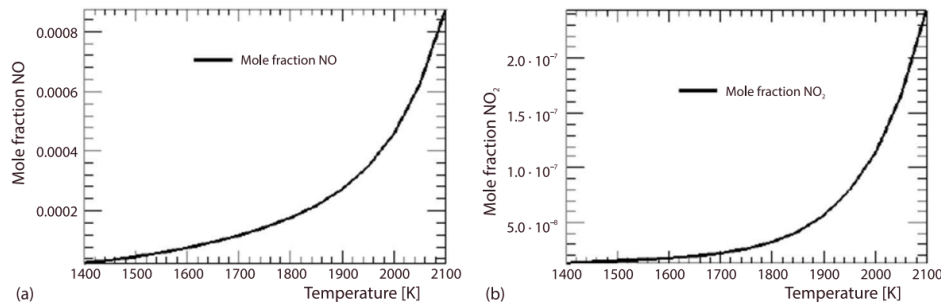
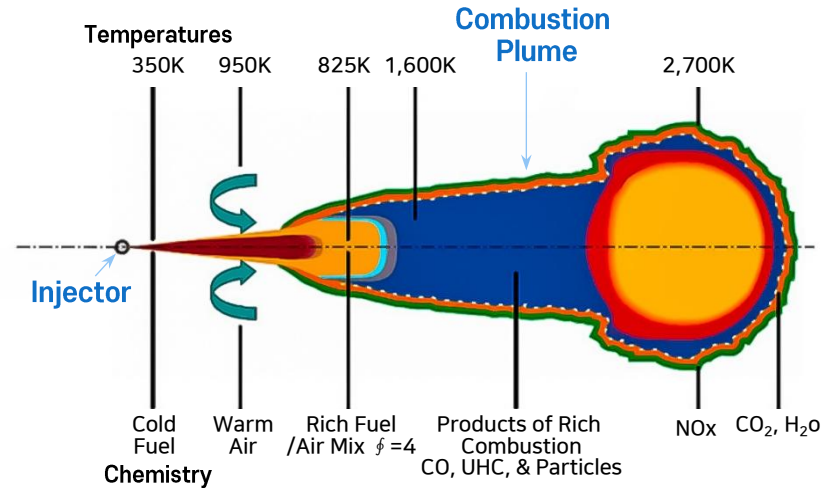


Figure 1. Calculated influence of temperature on: (a) NO and (b) NO₂ fraction products on natural gas combustion performed for a residence time of 1 second [17]

자료: Methods for Characterization of the Diesel Combustion and Emission Formation Processes_Mikael Lindström

디젤(CI)엔진 압축착화 과정에서 연료 분사 주변에 고온의 화염 영역 형성

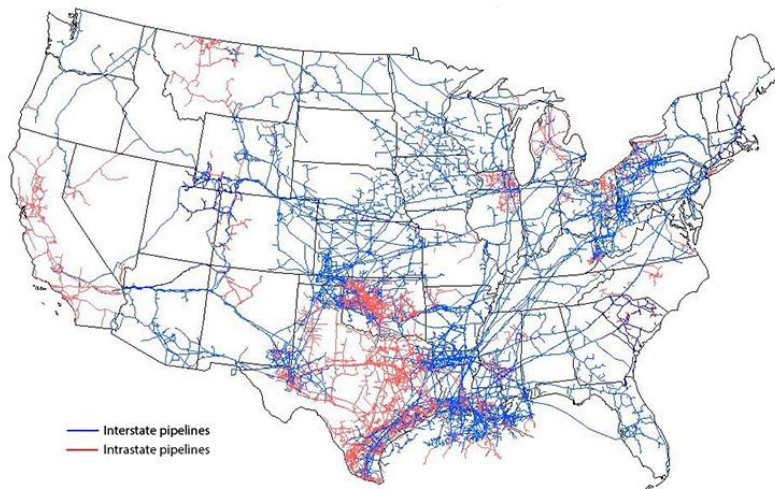


자료: Methods for Characterization of the Diesel Combustion and Emission Formation Processes_Mikael Lindström, 메리츠중권 리서치센터

연료 공급망: 천연가스 엔진 > 암모니아 또는 메탄올 엔진

- 안정적인 연료 공급 여부도 전력원 선택의 주요 변수
- 암모니아, 메탄올, 수소 등 4행정 가스엔진에서 친환경 연료의 등장에도 불구하고 천연가스 기반의 엔진을 선택하는 이유
 - 미국 내 천연가스 공급망은 거미줄처럼 촘촘하게 배치. 특히, 데이터센터 계획이 집중된 텍사스의 경우 천연가스 파이프라인 집중

미국 내 천연가스 파이프라인 지도



자료: Energy Information Administration

미국 내 암모니아 파이프라인 지도

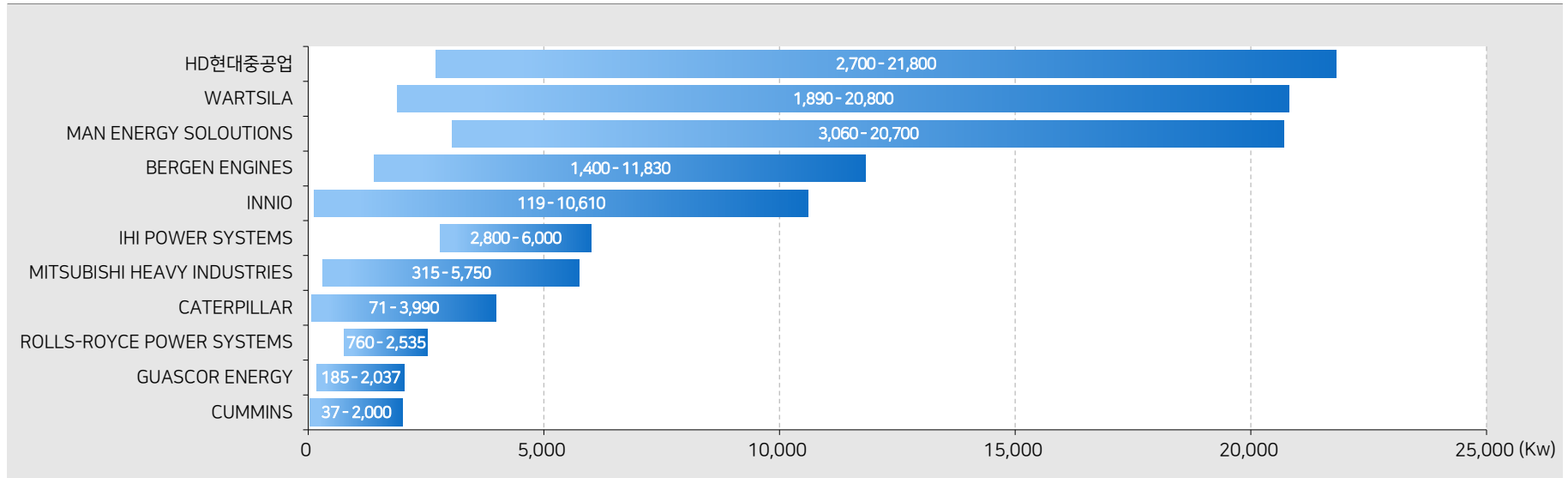


자료: Sunoco LP

4행정 가스엔진을 데이터센터로 공급할 수 있는 업체는?

- 중속: HD현대중공업, Wärtsilä, Everllence(MAN Energy Solutions), Bergen Engines, INNIO, IHI, Mitsubishi H.I.
- 고속: Caterpillar, Cummins, Rolls-Royce(MTU), Guascor energy
- 전 세계 4행정 가스 엔진 라이선서는 11 곳
 - 이들 모두가 데이터센터에 원활하게 공급한다는 의미는 아님
 - 분류작업 필요 1) 데이터센터에 메인 전력원으로 낙점 받을 수 있는 제품 라인업 보유 여부, 2) 중속엔진과 고속엔진 간 비교우위

가스연료 엔진 스펙 (LNG)



자료: 각 사, INNIO, 메리츠증권 리서치센터

중속엔진 vs 고속엔진

■ 중속엔진 선택시

장점: 1) 고속엔진 대비 더 적은 수의 엔진으로 전력 공급 가능, 2) 연료소모율이 더 낮음, 3) 오버홀 주기가 김
단점: 1) 기술 난이도가 높음, 2) 상용 전력 계통 주파수에 맞추기 위해서 발전기 극수가 많아짐(사이즈가 커짐)

■ 실제 수주 사례

- 중속엔진 수주 사례를 보면 대당 10~20MW급의 엔진 수십 대 공급
- 반면, 고속엔진의 경우 출력이 낮은 대신, 수백 ~ 수천 대의 엔진을 공급

■ 소결: 중속엔진 업체는 대당 출력이 높은 하이엔드 제품 메이커 우위, 고속엔진업체는 충분한 CAPA와 빠른 납기가 가능한 네트워크 구축 메이커

주파수, rpm, 극수 간 관계식

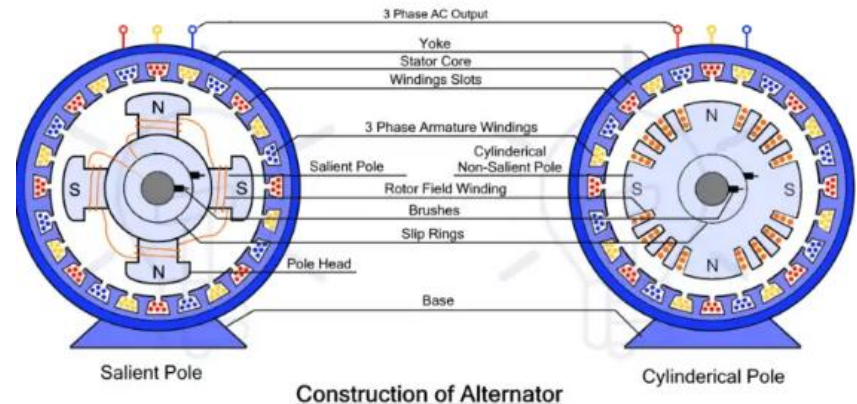
$$f = \frac{P \times N_s}{120}$$

- f : 주파수 (Hz)
- P : 발전기 극수
- N_s : 동기속도 (rpm)

상용 전력 계통은 50 Hz 또는 60 Hz의 주파수를 사용

자료: Energy Information Administration

발전기 극과 교류발전기 구조



자료: Electrical technology

중속엔진, 극수 증가에 따른 발전기 사이즈가 커지는 단점은 해결

- 상대적으로 낮은 RPM으로 인해 극수가 많아져 발전기의 크기가 커져야 하는 단점이 있지만, 중속엔진의 사이즈 대비해 큰 부담은 아님
- 실제 제품을 보면, 발전기의 높이와 너비는 중속엔진과 같은 수준

발전세트에서 발전기의 크기 상한선은 엔진의 크기가 결정

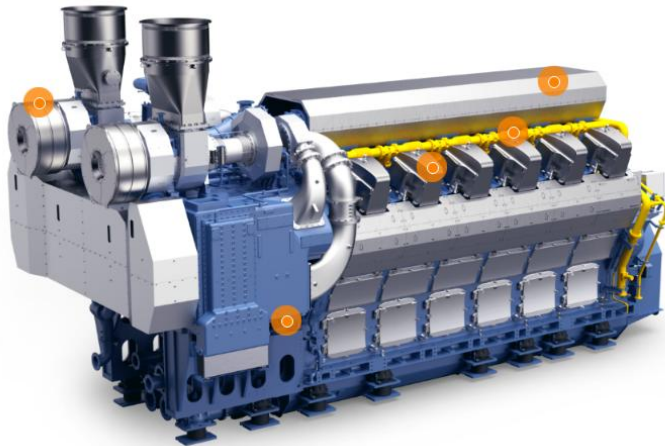


자료: Wärtsilä

중속엔진 vs 고속엔진: 부지 소모 측면에서, 중속엔진이 비교 우위

- HD현대중공업이 이번 AEG향 데이터센터 발전설비로 공급하는 엔진은 20MW급 중속엔진(H54DFV) 크기는 약 18m(L) × 3m(W) × 8m(H)
- Caterpillar가 데이터센터향으로 공급하는 엔진은 2.5M급 고속엔진(G3520) 크기는 약 7m(L) × 2m(W) × 3m(H)
- 1MW의 발전출력을 구현하기 위해 필요한 부지 면적은, HD현대중공업의 중속엔진 발전세트 약 2.7 m² vs Caterpillar의 고속엔진 발전세트 약 5.6 m²

HD현대중공업의 4행정 중속엔진 기반 발전세트



자료: HD현대중공업

Caterpillar의 4행정 고속엔진 기반 발전세트



자료: Caterpillar

중속엔진의 우위 판단. 라이선시 업체까지 포함하면 7개 업체

- 4행정 + 중속 + 가스엔진 업체 7곳을 주목
 - 라이선서: HD현대중공업, Wärtsilä, Everllence, Bergen Engines, INNIO
 - 라이선시: STX엔진, 한화엔진
- * 업체들과의 미팅을 통해 전세계 라이선시는 한국과 중국 업체로 파악. 그러나 데이터센터 리드 국가가 미국인점을 감안하면 중국은 제외

4행정 중속 가스엔진 업체들의 밸류에이션 테이블

| (십억원, 백만달러) | PER (배) | | | PBR (배) | | | 매출 | | | 영업이익 | | | 영업이익률 (%) | | | EBITDA | | | EBITDA 이익률 (%) | | |
|-----------------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|----------------|-------|-------|
| | 2025 | 2026E | 2027E | 2025 | 2026E | 2027E | 2025 | 2026E | 2027E | 2025 | 2026E | 2027E | 2025 | 2026E | 2027E | 2025 | 2026E | 2027E | 2025 | 2026E | 2027E |
| HD현대중공업 | 32.4 | 23.0 | 16.5 | 5.7 | 6.3 | 5.0 | 17,581 | 24,259 | 27,680 | 2,038 | 3,639 | 4,991 | 11.6 | 15.0 | 18.0 | 2,371 | 4,049 | 5,394 | 13.5 | 16.7 | 19.5 |
| Wärtsilä | 28.7 | 29.0 | 25.7 | 6.2 | 6.7 | 6.0 | 7,816 | 7,958 | 8,530 | 922 | 1,042 | 1,172 | 11.8 | 13.1 | 13.7 | 1,161 | 1,228 | 1,367 | 14.9 | 15.4 | 16.0 |
| INNIO NV | 194.6 | N/A | N/A | 123.1 | N/A | N/A | 2,637 | N/A | N/A | 347 | N/A | N/A | 13.1 | N/A | N/A | 521 | N/A | N/A | 19.8 | N/A | N/A |
| STX엔진 | 17.9 | 15.6 | 14.7 | 4.0 | 3.2 | 2.6 | 789 | 990 | 975 | 70 | 115 | 124 | 8.8 | 11.6 | 12.7 | 84 | 130 | 138 | 10.6 | 13.1 | 14.2 |
| 한화엔진 | 20.6 | 20.7 | 14.5 | 6.4 | 6.3 | 4.4 | 1,371 | 1,590 | 1,903 | 130 | 278 | 407 | 9.5 | 17.5 | 21.4 | 148 | 300 | 431 | 10.8 | 18.8 | 22.6 |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

4행정 중속엔진 업체들의 CAPA는 12~15 GW로 추정

- 라이선서 중 CAPA는 HD현대중공업 > Everllence ≥ Wärtsilä > INNIO ≥ Bergen Energy 순으로 추정
 - HD현대중공업의 4행정 중속엔진 CAPA를 연간 3GW라 하면, 라이선서들 총 CAPA는 15 GW를 초과할 수 없음. 잔여 슬롯은 2029~30년분
 - 홈페이지에 기재된 25% 시장 점유율로 역산시 전세계 CAPA는 12GW 전후
 - 게다가 CAPA를 모두 데이터센터에 할애할 수도 없는 상황. 기존에 선박용, 육상 발전용으로 납품하던 수요가 상존하기 때문
 - 2026~30년 On-site 발전 수요 전망에서, 대체 발전원의 공급 여력을 제외한 31.8GW의 잔여 수요를 충족시키기에는 역부족
 - 공급 타이트로 인해 데이터센터용 가스터빈, 항공터빈, 연료전지, 4행정 엔진의 가격의 전반적 우상향 전망
- Wärtsilä는 CAPA +65% 증설하여 2029년에 완료 예정. HD현대중공업과 Bergen Engines는 증설 검토로 알려짐

HD현대중공업의 HiMSEN 엔진의 중속엔진 시장 점유율은 약 25%

HYUNDAI ENGINE COMPANY

HD Hyundai Engine Company (HEC) is a subsidiary of HD Hyundai Heavy Industries (HHI), located in Daebul Industrial Complex, Yeongam-gun, Jeollanam-do, specialized in producing HiMSEN DF(4-Stroke Dual-Fuel) engines applied in marine and stationary power generation and propulsion system.

HiMSEN engine, a national core technology product developed by HHI, has produced 15,000 units (as of the end of 2022) and holds a 25% market share in the global 4-stroke engine market.

The latest facilities and systems are built to produce 17 models of the engine (from HiMSEN H35DF to H54DF), with power range from 2,880 kW to 26,460 kW.

We have refurbished existing facilities to build new production facilities specialized in dual-fuel engines and can produce about 100 HiMSEN units per year. By continuously expanding production capacity and building smart factories, we plan to provide high quality and service to our customers in safe workplaces with a production capacity of more than 200 units after 2023.

Through continuous development and proactive facility investment in Eco-friendly products, HEC will grow into a company that specializes in producing not only LNG DF engines but also methanol, ammonia, and hydrogen fuel engines.

자료: HD현대중공업

4행정 중속 엔진 라이선서들의 CAPA 증설 여부

| 회사 | CAPA 증설 계획 | 구체성 | 비고 |
|----------------|------------|-------|----------------|
| HD 현대중공업 | 검토 중 | ★★★ | 데이터센터 수요 대응 언급 |
| Everllence | 없음 | ★ | - |
| Wärtsilä | 있음 | ★★★★★ | +65% |
| INNIO | 없음 | ★★ | 공급망 확대 중심 |
| Bergen Engines | 있음 | ★★★ | 미국 수요 대응 생산 확대 |

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Part. II

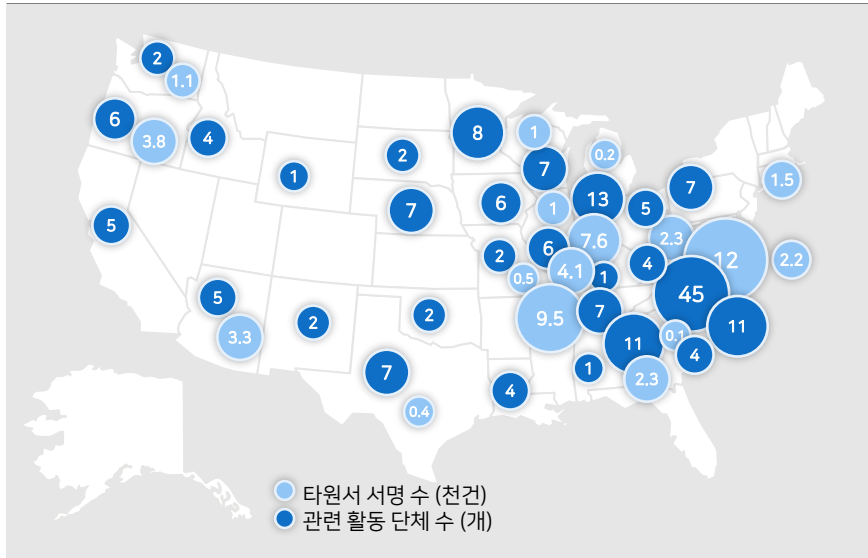


FDC 시장이 커질 수 밖에 없는 이유

부유식 데이터센터(FDC)가 관심 받기 시작한 배경

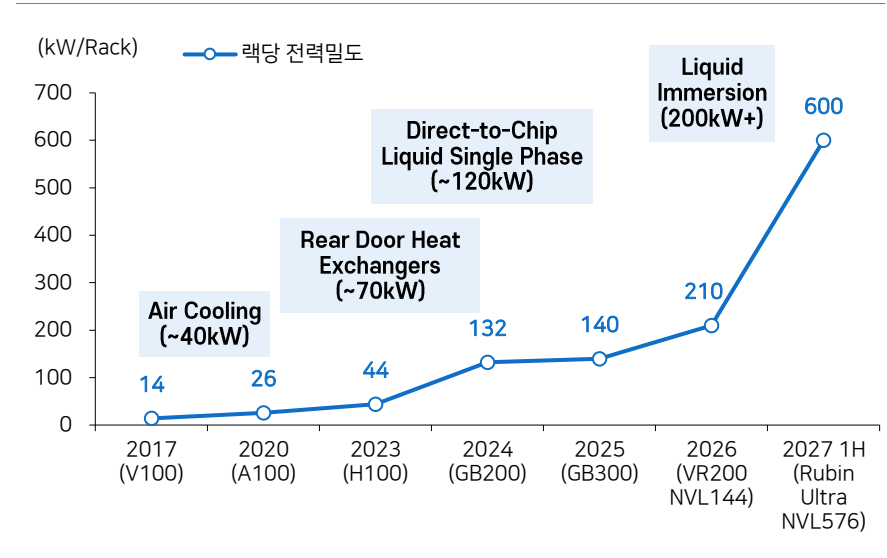
- 육상 데이터센터에서 해상 데이터센터로 관심이 확산
 - 1) 육상 부지 확보 및 인허가 문제
 - 2) 전력밀도 증가와 냉각수 확보 문제
 - 3) 송전망(그리드) 증설의 병목
 - 4) On-site 발전원 선택을 장려하는 정책

미국 데이터센터 구축에 대한 지역별 반대 여론 및 활동 (2025 2H 기준)



자료: Data Center Watch, 메리츠증권 리서치센터

랙당 전력밀도와 전력 별 냉각 기술

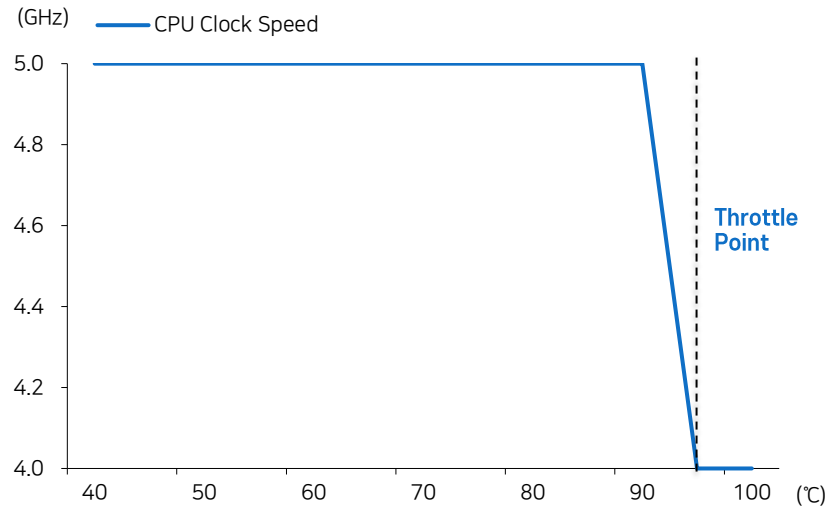


주: 하드웨어는 랙당 약 50~170kW의 열을 발생. 차세대 시스템에서는 250~900kW까지 증가할 전망
 자료: Nvidia, Intel, 메리츠증권 리서치센터

전력 밀도 증가 속도 만큼 냉각 시스템도 중요

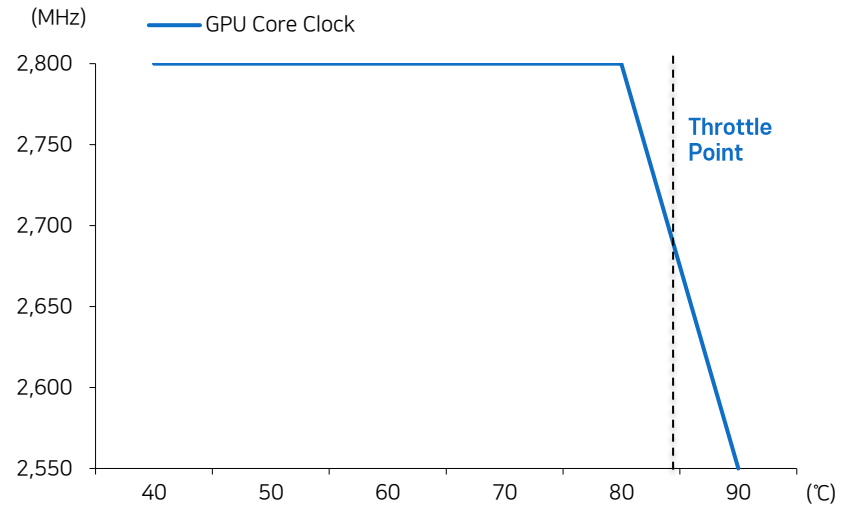
- 열 스로틀링(Thermal Throttling)은 CPU나 GPU와 같은 프로세서가 안전한 온도 범위를 유지하기 위해 자동으로 클럭 속도를 낮추는 현상
 - 현대 반도체에 내장된 보호 메커니즘
 - 클럭 속도: 칩이 동작하는 동기 신호의 주파수. 클럭 속도가 높아지면 이론적으로 칩이 더 많은 일을 더 자주 처리
- CPU: Intel 15세대, AMD Ryzen 9000 시리즈는 일반적으로 95~100°C 부근에서 스로틀링을 시작
- GPU: RTX 5090, Radeon RX 8900 XT 같은 고성능 GPU는 일반적으로 83~87°C 수준에서 스로틀링을 시작

CPU의 온도 상승에 따른 클럭 속도 하락



자료: PC Bottleneck Calculator, 메리츠증권 리서치센터

GPU의 온도 상승에 따른 클럭 속도 하락

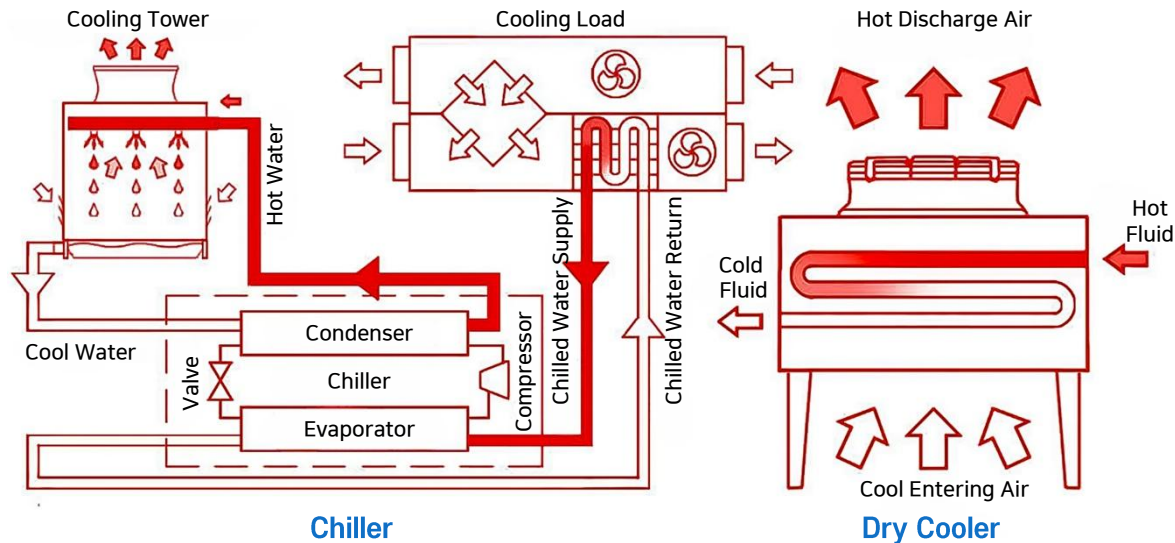


자료: PC Bottleneck Calculator, 메리츠증권 리서치센터

칩 자체의 온도를 낮추고, 흡수한 열을 잘 배출해야 함

- 냉각 시스템은 크게 2 단계: 1) IT Cooling(칩의 열을 냉각수로 옮기는 단계) → 2) Heat Rejection(냉각수가 받아들인 열을 외부로 버리는 단계)
- 냉각 시스템과 관련한, 해상 데이터센터가 육상 데이터센터 대비 가지는 장점은 2) Heat Rejection 영역
 - 바다를 열배출지(Heat sink)로 삼는다는 점
 - 육상 데이터센터: 칩으로부터 흡수한 열을 Cooling Tower, Dry Cooler, Chiller 통해서 대기과 강으로 배출
 - 해상 데이터센터: 해당 역할을 바다가 수행
 - 바다는 대기보다 비열이 매우 높아 많은 열을 흡수해 줌: Cooling Tower, Dry Cooler, Chiller 의존도 경감
 - 바다는 강보다 유량 제한이 적어, 용수 제한 등에서 자유로움

데이터센터 냉각 시스템 중 Heat Rejection 파트 구조도



해상 데이터센터 종류 1) 육상-해수 취수 방식

- 해수를 데이터센터 냉각수로 활용하는 3가지 방식(수중 데이터센터-수중 태양광 통합 기반 해양 On-site 에너지 자립 모델 기술 분석_인천대학교)
 - 1) 육상-해수 취수 방식, 2) 수중 침수식, 3) 부유식
- 육상-해수 취수 방식: 해안가 육상에 데이터센터를 구축하고 심층 해수를 냉각 매체로 활용하는 방식
 - 부식, 해양 생태계 문제 등 단점은 모든 해상 데이터센터의 공통 문제
 - Google의 핀란드 Hamina 데이터센터. 정격 용량은 비공개, 수백 MW 정도 규모
- Hamina 데이터센터의 PUE(전력효율지수)는 1.09 ~1.10 수준 vs 업계 평균 PUE 1.54
 - 열 배출지가 바다가 되면서, 냉각 시스템 의존도 및 전력 소모가 줄어들었기 때문

Hamina 데이터센터에 설치된 해수 냉각 플랜트



자료: 수중 데이터센터-수중 태양광 통합 기반 해양 On-site 에너지 자립 모델 기술 분석_인천대학교

Hamina 데이터센터의 PUE 지표

| Year | Quarterly Average PUE | Year-end TTM PUE |
|------|-----------------------|------------------|
| 2018 | 1.09 | 1.09 |
| 2019 | 1.09 | 1.09 |
| 2020 | 1.09 | 1.09 |
| 2021 | 1.09 | 1.09 |
| 2022 | 1.09 | 1.09 |
| 2023 | 1.09 | 1.09 |
| 2024 | 1.10 | 1.10 |
| 2025 | 1.09 | 1.10 |

자료: 수중 데이터센터-수중 태양광 통합 기반 해양 On-site 에너지 자립 모델 기술 분석_인천대학교, 메리츠증권 리서치센터

해상 데이터센터 종류 2) 수중 침수식

- Microsoft의 Project Natick은 서버 모듈을 컨테이너 형태의 고압 내압 용기에 밀봉하여 해저에 설치하고 운영하는 수중 침수식
 - 의사결정부터 가동까지 90일 이내(지상 데이터센터는 18~24개월).
 - 풍력, 파력, 태양광 등 친환경 에너지로 구동하고 냉각수 소비를 제로로 해 지속가능성이 높음
- 수중 서버 고장률이 지상 대조군에 비해 약 8배 더 안정적 (수중 855대 중 고장률 0.7% vs 지상 135대 5.9%)
- 그러나 2024년 중단을 발표. Pod 형태의 구조는 용량이 고정되어 있어 부품 교체나 업그레이드가 어려움

Microsoft의 Natick 프로젝트 (스코틀랜드 오크니 제도)



자료: Microsoft

Natick 프로젝트의 주요 중단 원인

| 중단 원인 | 세부 내용 |
|------------|--|
| 확장성 부족 | <ul style="list-style-type: none"> 해저 데이터센터는 pod(캡슐) 구조로 용량이 고정되어 있는 형태 용량을 늘리거나 부품을 교체하려면 그때마다 새로운 Pod를 만들어서 바닷속에 배치해야 함 Pod의 개수가 늘어나면 배관과 케이블 인프라도 기하급수적으로 복잡해짐 |
| 유지보수의 비효율성 | <ul style="list-style-type: none"> 고장이 나면 통째로 수면 위로 끌어올려야 함 육상 시설처럼 그때그때 필요한 부분만 수리하는 유연한 관리가 불가능 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

해상 데이터센터 종류 3) 부유식

- 육상 데이터센터에서 제기된 부지 확보와 인허가 문제는 여전
→ 해상 데이터센터가 해결책
- 부유식: 데이터센터 인프라를 바지선 또는 대형 부유 구조물 상부에 구축하여 해수면 위에 배치하는 방식
- 진동, 염분, 기상 영향에서도 안정적 서버랙 환경을 유지해야 하는 고난도의 해양 구조물 설계 역량 필요
- 1세대: 최초의 부유식 데이터센터 Stockton 1 / 약 7MW급 / 항만 내 고정 계류 / 송전망 전력 / 강물 냉각
- 2세대: Keppel은 2026년 1분기 부유식 데이터센터 착공, 2028년 상업운전 / 약 25MW급 / 항만 내 고정 계류 / 송전망 전력 / 해수 냉각

최초의 부유식 데이터센터 Stockton 1



자료: Nautilus Data Technologies

Keppel의 2세대 부유식 데이터센터, 2028년 상업운전 목표



자료: Keppel

Keppel Data Centre – 개요

- Keppel Data Centre Fund II가 싱가포르 Loyang 해양보급기지(LOSS) 부지에 추진하는 모듈형 부유식 데이터센터(Floating Data Centre Module, FDCM) 프로젝트. 총 4층 구조물로, 해상시설인 FDCM과 육상시설인 해안 인프라로 구성
- 육상 9,870㎡와 해상 7,580㎡ 규모로 기존 부두를 따라 배치되며. 조선용 연강 바지선형 선체(101m×57m×7m)를 기반으로 설계
- 약 19.2MW 용량을 갖춰 클라우드·AI·5G 확산에 따른 데이터 처리 수요 증가에 대응. 해수 냉각식 칠러를 적용해운영 효율을 확보
- 싱가포르의 토지부족 및 에너지 효율 과제에 대한 대안. 해수 자연냉각으로 처리수 의존을 낮춰 Green Data Centre와 Smart Nation 정책에 부합하며, 기존 데이터센터와 인접해 해저케이블 및 지하망 연계 효율이 높음

핵심 제원

| 항목. | 내용 |
|-----------------|-----------------------|
| 선체 치수 (길이×폭×높이) | 약 101m × 57m × 7m |
| 최대 흘수 / 최소 간격 | 4.0m / 2m 이상 |
| IT 전력 | 약 19.2MW |
| 부지 | 육상 9,870㎡ + 해상 7,580㎡ |
| 고정 기둥 | 75본(서측 28 + 북측 47) |
| 육상 기초 | 마이크로파일 약 450본 |

자료: Aurecon Singapore, 메리츠증권 리서치센터

Keppel FDCM 조감도

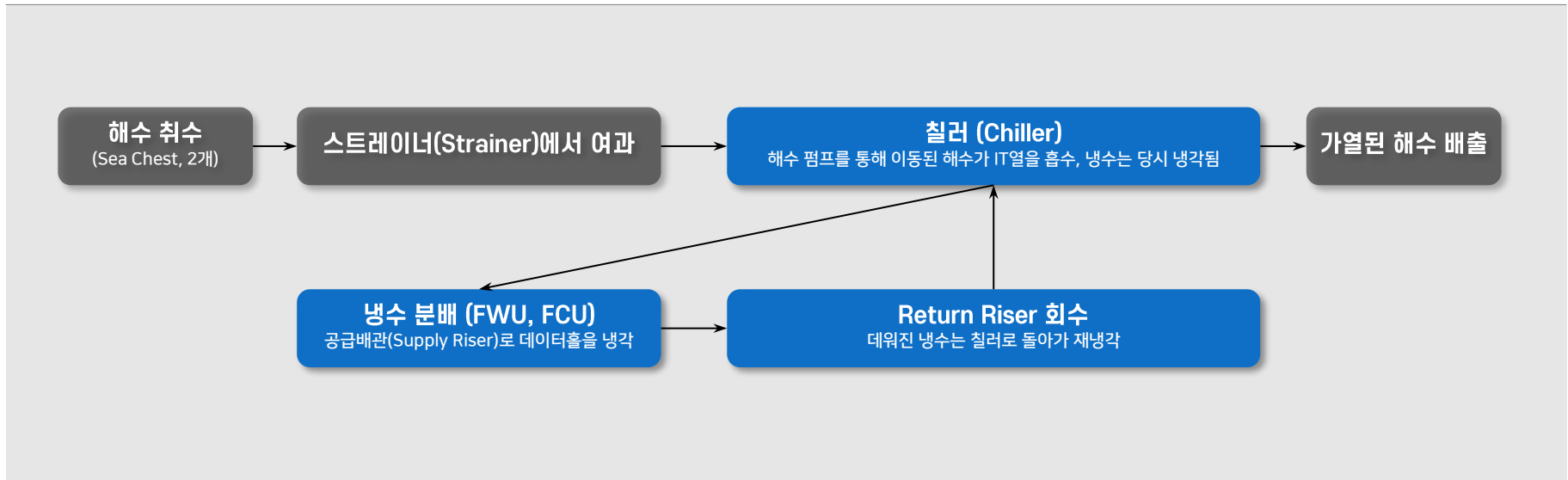


자료: Keppel

Keppel Data Centre – 해수 냉각 시스템

- 바닷물 순환 냉각: 바닷물을 끌어올려 장비의 열을 식히고 다시 바다로 내보내는 구조. 육상 데이터센터 대비 물 사용량을 대폭 절감
 - 취수된 해수가 해수 펌프를 통해 냉각기(Chiller)로 공급되어 냉수의 열을 흡수. 냉각된 냉수는 FDCM 내 다양한 부품으로 분배됨
 - 가열된 냉수는 다시 냉각기로 돌아가고, 폐쇄 루프(Closed-loop)를 통해 반복 사용됨. 가열된 해수는 주변 해역으로 방류
- 냉각수 취·배수 시설이 선체에 직접 설치되기 때문에 별도의 준설 작업은 필요하지 않음
- ODP(오존파괴지수) 0, GWP(지구온난화지수) 15 미만의 냉매를 사용해 NEA 요건을 충족. 열 오염 최소화를 위해 방류 해수의 온도는 환경영향평가(EIA)에서 규정한 허용 기준 이내로 유지

해수 냉각 시스템의 작동 흐름



주: FWU와 FCU는 냉수가 통과하는 코일을 이용해 공기를 냉각하는 장치로, 각각 대용량 공조와 국소 냉방에 활용
자료: 메리츠증권 리서치센터

Keppel Data Centre – EIA 결과 및 향후 일정

- 도시재개발청(URA)을 비롯해 국립공원위원회(NParks)·국가환경청(NEA)·해사항만청(MPA)·식품청(SFA) 등 관계기관과 협의해 평가 범위를 정한 뒤, 현장 조사와 컴퓨터 모델링을 거쳐 영향을 평가함. 제안된 완화 조치를 적용할 경우 환경에 유의미한 악영향이 없어 타당
- 운영 중 배출구에서 100~150m 밖 수온 상승은 1°C 미만. 생물부착 방지용 염소 농도도 장기 노출 안전 기준 (0.012mg/L) 이하
- 공사 전·공사 중·운영까지 전 단계에 걸쳐 환경관리·모니터링 계획(EMMP)을 운영하며, 환경질 목표(EQO)와 허용 한계(ETL) 준수 여부를 상시 점검할 예정. 2025년 9월 착공하여 2027년 7월 서비스 개시 목표 (EIA 승인 결과에 따라 달라질 수 있음)

냉각수 배출 영향 평가 기준

| 심각도 | 수온 (excess temperature) | 잔류 염소 (excess chlorine) |
|--------------------------|---|---|
| 영향 없음 (No Impact) | <ul style="list-style-type: none"> 0.5°C 초과: 전체 시간의 5% 미만 1.0°C 미만: 상시 유지 | <ul style="list-style-type: none"> 0.012 mg/L 미만: 상시 유지 |
| 경미 (Slight) | <ul style="list-style-type: none"> 0.5°C 이상: 전체 시간의 5~10% 1.0°C 이상: 전체 시간의 5% 이하 | <ul style="list-style-type: none"> 0.012~0.018 mg/L 미만: 전체 시간의 20% 이하 |
| 소규모 (Minor) | <ul style="list-style-type: none"> 0.5°C 이상: 전체 시간의 10% 초과 1.0°C 이상: 전체 시간의 5~10% | <ul style="list-style-type: none"> 0.012~0.018 mg/L: 전체 시간의 20% 초과 0.018~0.03 mg/L: 전체 시간의 20% 이하 |
| 중간 (Moderate) | <ul style="list-style-type: none"> 1.0°C 이상: 전체 시간의 10% 초과 1.5°C 이상: 상시 발생 | <ul style="list-style-type: none"> 0.018~0.03 mg/L: 전체 시간의 20% 초과 0.03~0.05 mg/L: 전체 시간의 20% 이하 |
| 대규모 (Major) | <ul style="list-style-type: none"> 2°C 이상: 상시 발생 | <ul style="list-style-type: none"> 0.03 mg/L 이상: 전체 시간의 20% 초과 0.05 mg/L 이상: 상시 발생 |

자료: Aurecon Singapore, 메리츠증권 리서치센터

프로젝트 스케줄

| 단계 | 시점 |
|------------------|---------|
| 입찰·조달 | 2024.12 |
| 설계·시공 착수 | 2025.4 |
| 건설 | 2025.9 |
| 시운전·통합테스트 | 2027.5 |
| 서비스 개시 | 2027.7 |

자료: Aurecon Singapore, 메리츠증권 리서치센터

이제는 3세대 부유식 데이터센터

- 2025년 10월, 삼성그룹과 OpenAI 간 '글로벌 AI 핵심 인프라 구축을 위한 상호협력 LOI(의향서)' 체결
 - 부유식 데이터센터(FDC, Floating Data Center)에 대한 관심 부각
- 2026년 4월, 삼성중공업은 데이터센터월드(DCW 2026) 참가
 - DCW는 데이터센터 인프라 수요 대응을 위한 기술, 투자 방향성을 확인할 수 있는 대표 행사
 - 미국 선급(ABS)과 영국 선급(LR) 으로부터 50MW급 FDC의 개념설계 인증(AiP)을 획득
 - ABB와 FDC 전력 시스템 개발을 위한 기술 협력 체결
 - 미국 데이터센터 사업개발 전문 회사인 Moustesian과 미국 내 FDC 개발을 위한 MOU 체결

2025년 10월, 삼성중공업 FDC, 부유식 발전설비, 관제센터 구축 추진



1일 삼성전자 서초사옥에서 이재용 삼성전자 회장이 샘 올트먼 오픈AI 대표와 '글로벌 AI 핵심 인프라 구축을 위한 상호 협력 LOI(의향서) 체결'에서 악수하는 모습

자료: 삼성전자

2026년 4월, 미국 선급(ABS) 및 영국 선급(LR)으로부터 50MW급 FDC AiP 획득



안영규 삼성중공업 기술개발본부장(왼쪽)과 가레스 버튼 ABS 글로벌 엔지니어링 부사장

자료: 삼성중공업

3세대 부유식 데이터센터의 전력원 1) 4행정 중속 가스엔진 또는 2) SOFC

- Supermicro와의 협약을 통해, AI 하드웨어가 진동, 염분, 습도 등 환경에서 견뎌낼 수 있는지 검증
- 보도에 따르면 전력 시스템의 경우
 - 1) 항구 또는 연안 해역에 계류할 때 해저 케이블을 통해 외부 전력
 - 2) 또는 LNG로 구동되는 SOFC(고체산화물연료전지) 방식으로 알려짐
- 4행정 엔진 적용 가능성 역시 농후
 - 일본 MOL - 튀르키예 Karadeniz holding, 노후 자동차운반선을 개조하여 73MW급 FDC를 2027년에 가동 목표
 - 전력원에 대하여 1) 발전선(Powership), 2) 또는 그리드 연결도 고려 중

2020년, 삼성중공업 - Bloom Energy 간 연료전지 선박 공동개발 협약



자료: 언론보도

MOL이 2027년 가동 목표인 FDC 발전원으로 발전선 언급

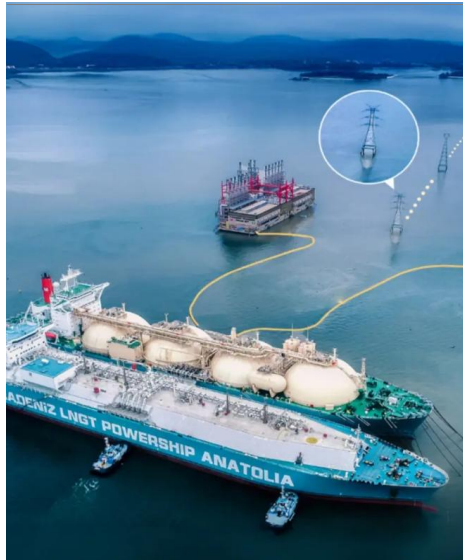
| Summary of Pilot Project | |
|--|---|
| Data Center Capacity | ▪ 20 to 73MW (Expandable depending on module configuration) |
| Cooling System | ▪ Direct water cooling using seawater or river water |
| Ship specifications for Data Center | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Gross tonnage: 9,731 tons ▪ LOA: 120.00 m ▪ Breadth (beam): 21.20 m ▪ Draft: 8.98 m |
| Power supply | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Powership provided by Karadeniz (capable of using multiple fuels such as LNG) ▪ Grid connection option is also under consideration |
| Network | ▪ Plans to connect to IX (Internet Exchange) on land and submarine cables |
| Project Timeline | |
| 2025 | ▪ Completion of conversion design for offshore data center, conclusion of M O U with data center operator and port authorities |
| 2026 | ▪ Start of work to convert used ship to offshore data center, acquisition of permits and licenses, conclusion of commercial contracts |
| 2027 | ▪ Offshore data center begins operations |

자료: MOL, 메리츠증권 리서치센터

FDC 전력 공급 방식으로 Powership 주목

- 발전선(Powership)은 선박 위에 발전 설비(power plant)를 탑재한 부유식 발전선
 - 바다에서 전력을 생산한 뒤 이를 송전망으로 직접 공급
 - 발전선 안에 다수의 가스 엔진을 탑재하여 발전
- 대표 회사: Karadeniz holding(Karmarine Shipyard, Karpowership)
 - 1) 발전선 건조, 2) 운영, 3) 발전사업, 4) LNG 공급
- 발전선이 천연가스를 보급받는 경로: LNG Carrier → FSRU → Powership

Karpowership의 One-stop power solution



One-stop power solution

- Contract signing with off-taker
- In-house design and construction
- Site preparation
- Grid integration
- Operation and maintenance
- Fuel management

자료: Karpowership

Powership이 천연가스를 공급받는 경로

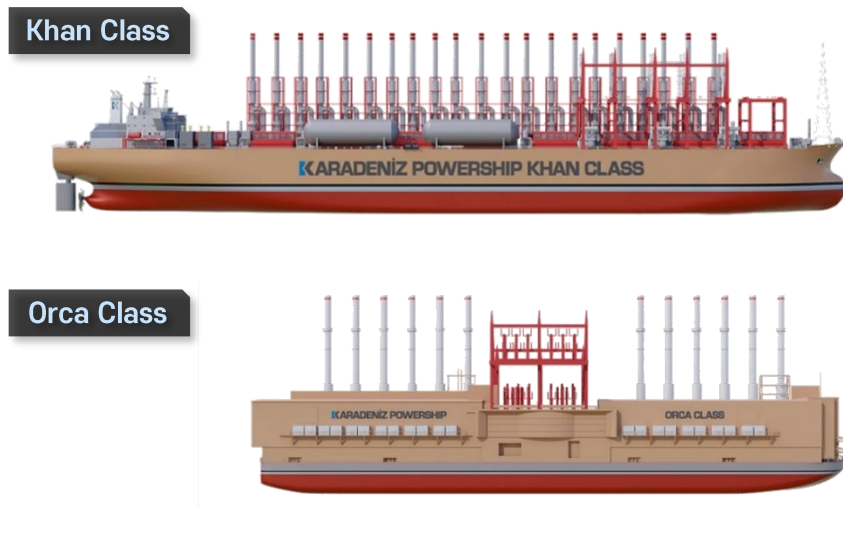


자료: Karpowership

Powership(발전선) 선형별 라인업

- 가장 큰 사이즈인 Khan Class는 최대 470MW 발전 용량. 길이 300m 폭 50m 규모 자체 추진(self-propelled) 방식으로 듀얼퓨얼 엔진 21~24대 배치, 선박 내부 고전압 변전소, 38,000MT 규모의 연료 저장 공간 보유
- Orca Class는 200~260MW 용량. 엔진 11~12대 배치
- Shark Class는 110~240MW 용량. 엔진 6대 배치

Khan Class, Orca Class Powership



자료: Karpowership

Powership 선형별 제원 비교

| | Khan Class | Orca Class | Shark Class |
|---------------|------------|------------|-------------|
| 용량 (MW) | 415~470 | 200~260 | 110~240 |
| 길이 (m) | 285~300 | 135~140 | 160~240 |
| 폭 (m) | 45~50 | 40~45 | 20~32 |
| 높이 (m) | 45~60 | 45~60 | 40~45 |
| 흘수 (draft, m) | 5~7 | 3~7 | 5~6 |
| 엔진 (대) | 21~24 | 11~12 | 6 |
| 스팀터빈 (대) | 2 | 1 | 1 |

자료: Karpowership, 메리츠증권 리서치센터

FDC 밸류체인 요약

- 부유식 데이터센터 운영(Keppel Corp)
- 부유식 데이터센터 건조(삼성중공업, HD현대중공업, HD현대마린솔루션, 한화오션)
- 발전선(Karadeniz Holding)
- 4행정 중속 가스엔진(HD현대중공업, Wärtsilä, Everllence, Bergen Engines, INNIO, STX엔진, 한화엔진)
- FSRU(HD현대마린솔루션, HD현대중공업, 삼성중공업, 한화오션)

부유식 데이터센터(FDC) 밸류체인

| | | | | |
|---|---|--|---|---|
|  |  |  |  |  |
| 1 Operation | 2 Construction | 3 Power ship | 4 Gas Engine | 5 FSRU |
| 부유식 데이터센터 운영 | 부유식 데이터센터 건조 | 발전선 | 4행정 중속 가스엔진 | 부유식 저장 및 재기화 설비 |
| 대표기업 Keppel Corp | 대표기업 삼성중공업, HD현대중공업, HD현대마린솔루션, 한화오션 | 대표기업 Karadeniz Holding | 대표기업 HD현대중공업, Wärtsilä, Everllence, Bergen Engines, INNIO, STX엔진, 한화엔진 | 대표기업 HD현대마린솔루션, HD현대중공업, 삼성중공업, 한화오션 |

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

Part. III



데이터센터 시장에서 조선 기자재의 역할

- SCR 탈질촉매
- 배전설비
- 재기화설비

중소형주에도 온기반영 된다면? SCR탈질촉매, 배전설비, 재기화설비

- 1) SCR탈질촉매: SCR은 배기가스에 포함된 질소산화물(NOx)을 질소(N₂)와 물(H₂O)로 바꾸는 후처리 장치
- 2) 배전설비: 발전기에서 생산된 전기를 필요한 곳으로 나눠주는 전기 분배 장치
- 3) 재기화설비: -162℃의 액체 상태 LNG를 다시 기체 상태의 천연가스로 바꾸는 설비

SCR 실제 사진



자료: Wärtsilä

배전반 실제 사진



자료: 에스엔시스

재기화설비

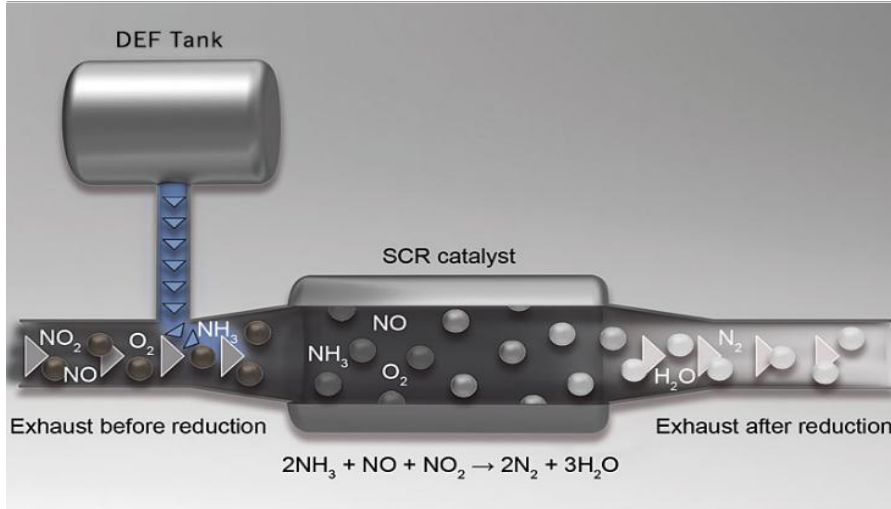


자료: SB선보

SCR(Selective Catalytic Reduction, 선택적 촉매 환원)

- 미국 EPA는 국가대기환경기준(NAAQS) 미달성 지역이라면 더 엄격한 기준을 요구(Nonattainment NSR) BACT가 아닌 LAER, Offset을 요구
 - BACT: “기술적, 경제적으로 적용 가능한 범위 내에서 가장 높은 수준의 배출 저감 기술을 적용”
 - LAER: “경제성 따지지 말고 가장 엄격한 배출기준을 적용”
 - Offset: “배출하려면 남이 줄인 배출권을 사와라”, 또는 “배출하려는 양 만큼을 다른 곳에서 감축하라”
- 국가대기환경기준(NAAQS) 미달성 지역으로 지정되는 가장 큰 원인은 오존(O₃)
 - 오존은 배기가스의 질소산화물 + 휘발성유기화합물 + 햇빛 에 의해서 생성
 - NO_x 감축을 위한 SCR의 시장 수요 확대 기회

SCR 시스템의 작동 방식



자료: Rolls-Royce

SCR 시스템 개요

| 구분 | 내용 |
|-----------------------|--|
| NO _x 저감 방식 | 배기가스 후처리로 NO _x 를 화학적으로 환원 |
| NO _x 저감율 | 70~95% |
| 연료 효율성 | 엔진 자체 효율에는 영향 없으나, 요소수 보급 및 촉매 온도 관리 필요 |
| 부가 비용 | 요소수(DEF) 비용 및 SCR 시스템 초기 설치비, 유지보수 비용 존재 |
| 배출 특성 | PM과 CO에는 영향 없으나 암모니아 슬립 관리가 필요 |
| 시스템 복잡도 | 요소수 분사 제어, 촉매 온도 제어 등 전자제어 복합 시스템 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

SCR 촉매 제조업체 나노(KOSDAQ: 187790) 탐방 노트(1/4)

- 나노: SCR에 필요한 SCR 촉매 생산 업체
 - 2025년 기준 매출 비중은 SCR 촉매 80.1%, TiO_2 17.7%(TiO_2 는 SCR 촉매의 원료)
- SCR 촉매 주요 제품
 - Honeycomb: 주력 제품
 - Plate: 기존 화력발전소향 수요
- 글로벌 플레이어: Cormetech(미국, Honeycomb 타입만 생산). Johnson Matthey(영국). Ceram Ibiden (오스트리아) 등

나노 사업 내용

The infographic is divided into four main sections:

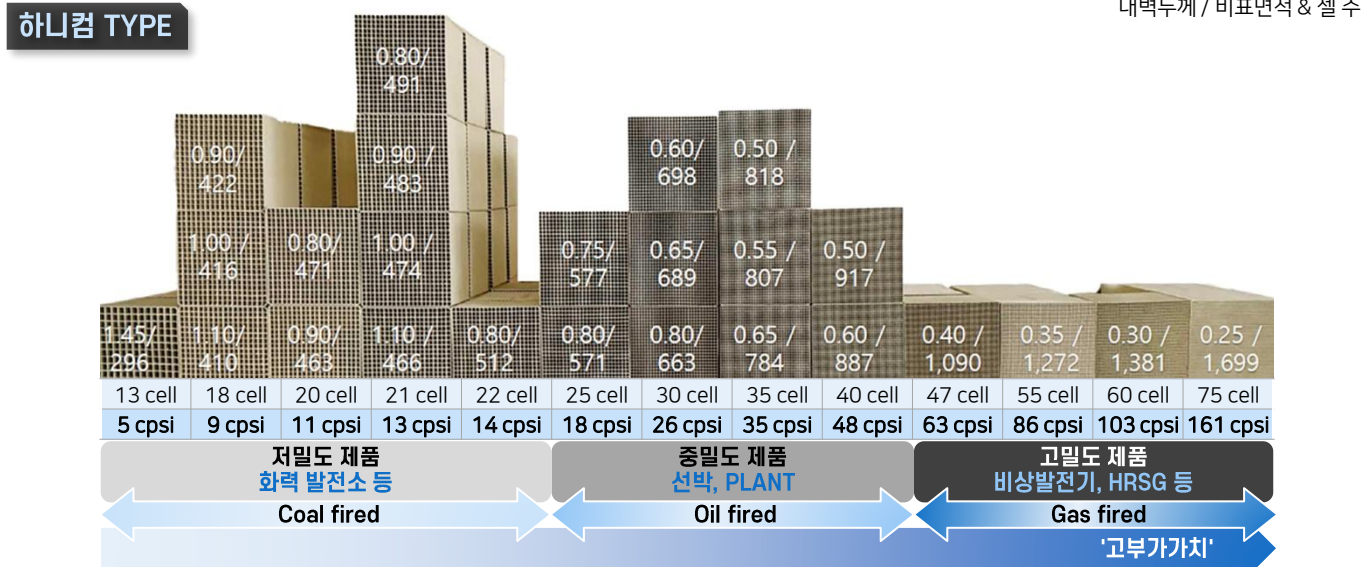
- Product (촉매 원료 TiO_2 Powder):** Shows a jar of white powder labeled 'NT-01' and a microscopic view of the particles with a 20nm scale bar.
- Product (SCR 촉매):** Displays various catalyst structures: Honeycomb, Plate, Corrugated/Layered, and Multi-Function Catalyst.
- Engineering & Service (SCR 촉매 재생):** Illustrates the regeneration process through Design, Evaluation, and Regeneration, showing a control room and a large industrial tank.
- Installation & Supervision (촉매 설치 & 관리):** Shows the physical installation of catalyst units and workers in protective gear managing the equipment.

자료: 나노

SCR 촉매 제조업체 나노(KOSDAQ: 187790) 탐방 노트(2/4)

- 기술 진입장벽
 - 연료가 석탄→디젤·천연가스로 전환되며 저밀도→중·고밀도로 시장이 이동
 - 15×15cm 안에 최대한 구멍을 촘촘히 많이 뚫는 기술, 이때 불량률을 낮추고 안정적으로 생산하는 기술이 핵심
 - 소재, 촉매 제조, 사용 후 재생, 설치 및 관리에 이르는 전 주기 사업을 수직계열화
- 2020년 이후 유럽발 탈탄소 기조 강화되며, 기존 산업 내 콘솔리데이션 심화
 - Johnson Matthey는 Plate 부문 매각
 - Cormetech은 재생사업 철수

나노의 Honeycomb 타입 SCR 촉매



자료: 나노

SCR 촉매 제조업체 나노(KOSDAQ: 187790) 탐방 노트(3/4)

- 기존 전방 시장은 선박, 화력발전, 시멘트 플랜트 등
 - 선박: 매출 비중 35~38%(별도)로 글로벌 최대 공급사 중 하나. Wärtsilä, HD현대중공업, Daihatsu 등 주요 고객 대부분을 확보
→ 고객들의 데이터센터 납품 기회 확대로 인해 SCR촉매 역시 밸류체인에 편승
- 4행정 가스엔진에 투입될, 고밀도 Honeycomb를 생산할 2공장이 2025년 4분기 준공
 - 연간 2,500m³의 생산능력, 이는 제품 가격에 따라 500~800억원 수준의 매출 창출 능력
 - 착공 당시에 증축 확장이 가능하도록 설계. 시장 수요 확대에 따라 증설 가능

제품별 생산 CAPA

| 구분 | 생산라인 | 연간 생산 능력 (m ³) | 비고 |
|--------|--------------|----------------------------|------------|
| SCR 촉매 | 고밀도 하니컴 | 2,500 | '25년 4Q 준공 |
| | 중.저밀도 하니컴 | 6,000 | |
| | PLATE TYPE | 10,000 | |
| | LAYERED TYPE | 1,200 | |
| | TOTAL | 19,700 | |

자료: 나노, 메리츠증권 리서치센터

2025년 기준 나노 재무상태 및 밸류에이션 테이블

| 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 지배주주순이익 (십억원) | PER (배) |
|------------|------------|------------|---------------|---------|
| 85.7 | 5.5 | 3.1 | 7.0 | 18.9 |
| 자본총계 (십억원) | 부채비율 (%) | 순차입금 (십억원) | ROE (%) | PBR (배) |
| 39.9 | 136.3 | 16.4 | 14.0 | 3.3 |

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

SCR 촉매 제조업체 나노(KOSDAQ: 187790) 탐방 노트(4/4)

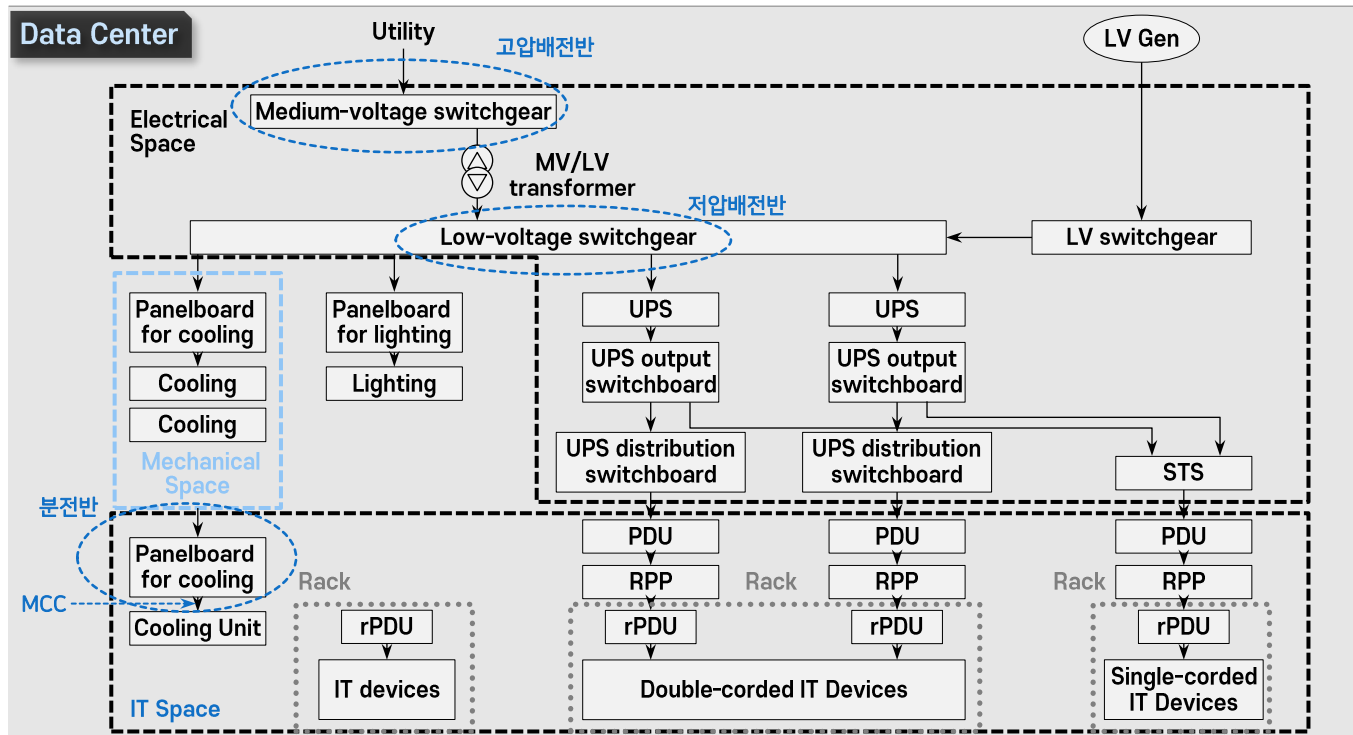
| (백만원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2024 | 2025 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 매출액 | 18,757 | 22,949 | 25,844 | 21,051 | 13,662 | 15,766 | 34,465 | 21,783 | 11,035 | 88,601 | 85,676 |
| SCR탈질촉매 | 12,554 | 12,941 | 16,095 | 13,227 | 12,044 | 9,971 | 29,502 | 17,101 | 6,827 | 54,817 | 68,618 |
| SCR탈질설비 | 53 | 2 | 0 | 797 | 0 | 565 | 4 | -3 | 0 | 851 | 565 |
| TiO ₂ | 6,113 | 9,594 | 9,550 | 6,648 | 1,434 | 4,737 | 4,601 | 4,418 | 3,613 | 31,905 | 15,190 |
| 기타 | 38 | 413 | 198 | 379 | 183 | 494 | 358 | 267 | 596 | 1,028 | 1,302 |
| 영업이익 | 866 | 2,366 | 520 | -2,094 | -264 | 15 | 5,518 | 258 | -889 | 1,658 | 5,526 |
| 영업이익률 | 4.6% | 10.3% | 2.0% | -9.9% | -1.9% | 0.1% | 16.0% | 1.2% | -8.1% | 1.9% | 6.5% |
| 세전계속사업이익 | 827 | 3,191 | 3,868 | 12,907 | 3,335 | 1,317 | 5,172 | -6,776 | -1,115 | 827 | 3,191 |
| 지배주주순이익 | 930 | 6,228 | 4,040 | 11,470 | 3,541 | 1,414 | 5,340 | -3,265 | -1,011 | 930 | 6,228 |

자료: 나노, 메리츠증권 리서치센터

배전설비(배전반, 분전반, MCC 등)

- 배전: 발전소에서 보내온 전력을 수용자에게 분배하거나 공급하는 일
- 배전설비 업체는 다수 존재
 해외: Schneider Electric, Siemens, ABB, Eaton 등. 배전설비 외에도 전력 인프라 관련 토탈 솔루션 제공업체들
 국내: 에스엔시스, 서전기전, 광명전기 등

배전반, 분전반, MCC의 데이터센터 전력 계통도 내 위치



자료: Schneider Electric Data Center Science Center, 메리츠증권 리서치센터

배전설비 에스엔시스(KOSDAQ: 0008Z0) 탐방 노트(1/4)

- 에스엔시스: 배전반, 분전반, MCC 등 배전설비 생산업체
 - 2025년 기준 매출 비중은 파워솔루션(배전반 등 포함) 46.6%, 에코솔루션 19.4%, 운항제어솔루션 11.0%, MRO솔루션 23.0%
- 2017년 삼성중공업 전기전자사업부가 분사되어 설립
 - 많은 경쟁자가 존재함에도 불구하고, 삼성그룹 계열사향 수주 강점
 - 삼성전자의 평택 반도체 Fab, 삼성전기의 필리핀 MLCC 공장에 배전반 수주

에스엔시스 배전반 제품 포트폴리오

선박용 고저압 배전반



해양용 라이선스 배전반



육상 배전반



자료: 에스엔시스

배전설비 에스엔시스(KOSDAQ: 0008Z0) 탐방 노트(2/4)

- ABB와의 해양용 배전반 라이선스 생산 계약 체결
 - ABB가 만든 반제품을 에스엔시스가 최종 완성하는 구조(에스엔시스의 공정 참여 비중은 점차 확대)
 - 에스엔시스는 ABB 네임밸류로 수주 영업을 할 수 있음
 - FLNG 등 해양플랜트에서는 에스엔시스가 Schneider Electric과 컨소시엄으로 납품 이력이 있을 정도로 기술력 입증
 - Win Win 전략: ABB는 삼성그룹에 대한 판로 개척 모색 & 에스엔시스는 ABB의 하이엔드 전방시장 진출 기회
- 삼성중공업의 해양플랜트 및 부유식 데이터센터 시장 개척시 낙수효과 가능성

ABB, 에스엔시스와 전략적 업무 협약 체결

ABB, 에스엔시스(S&SYS)와 전략적 업무 협약 체결...조선·해양 산업의 적용 범위 확대

보도자료 | Seoul, Korea | 2024-07-02

- 고압반, 저압반, 전력 관리 시스템에 대한 사업 협력 강화
- ABB 고압 배전반 주력 모델인 UniGear ZS1 Marine Power Parts에 대한 채널 파트너십 계약 체결
- 전략적 시장 개발로 솔루션 차별화를 통한 시너지 창출 기대

ABB는 조선기자재 업체 에스엔시스(S&SYS)와 고압배전반 주력 모델 UniGear ZS1 Marine version Power Parts에 대한 채널 파트너십(Channel Agreement) 계약을 체결했다고 밝혔다. 이는 지난 2월 에스엔시스와 조선해양 프로젝트 관련 저압·고압 배전반, 전력 관리 시스템(Power Management System)에 대한 적용확대 협약 이후 시너지를 높이기 위한 협력 강화의 일환이다.

자료: ABB

FLNG



자료: 삼성중공업

배전설비 에스엔시스(KOSDAQ: 0008Z0) 탐방 노트(3/4)

- 에스엔시스의 배전반 등 제품의 수주-리드타임은 약 1.5년, MRO관련 6개월 정도
 - 선박, 해양플랜트향 납품 레퍼런스가 고수익성의 MRO 매출로 이어지는 선순환의 비즈니스 구조
 - 1년에 400~500척 분의 부품 납품 중

설비투자 계획



평택 반도체향 생산공장 확보

부산 1공장, 거제 부지 (설비투자)
중국 생산공장

자료: 에스엔시스

2025년 기준 에스엔시스 재무상태 및 밸류에이션 테이블

| 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 지배주주순이익 (십억원) | PER (배) |
|---------------|---------------|---------------|------------------|------------|
| 144.4 | 17.7 | 19.6 | 18.0 | 14.1 |
| 자본총계 (십억원) | 부채비율 (%) | 순차입금 (십억원) | ROE (%) | PBR (배) |
| 172.7 | 34.7 | -76.3 | 13.0 | 1.5 |

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

배전설비 에스엔시스(KOSDAQ: 0008Z0) 탐방 노트(4/4)

Industry Insight
조선/기계

| (백만원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2024 | 2025 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액 | 27,104 | 30,589 | 45,720 | 34,715 | 31,801 | 41,235 | 33,222 | 38,168 | 34,252 | 138,128 | 144,425 |
| 파워솔루션 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 52,127 | 67,255 |
| 에코솔루션 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 36,622 | 28,003 |
| 운항제어솔루션 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 15,906 | 15,896 |
| MRO솔루션 등 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 33,472 | 33,271 |
| 영업이익 | 4,945 | 4,703 | 5,836 | -6 | 3,664 | 5,006 | 2,968 | 6,100 | 3,799 | 15,478 | 17,739 |
| 영업이익률 | 18.2% | 15.4% | 12.8% | 0.0% | 11.5% | 12.1% | 8.9% | 16.0% | 11.1% | 11.2% | 12.3% |
| 세전계속사업이익 | 5,032 | 5,460 | 5,438 | 2,148 | 4,277 | 4,937 | 3,768 | 6,635 | 4,771 | 18,078 | 19,617 |
| 지배주주순이익 | 3,542 | 4,392 | 4,498 | 10,241 | 3,360 | 5,931 | 2,982 | 5,769 | 3,679 | 22,673 | 18,041 |

자료: 에스엔시스, 메리츠증권 리서치센터

FSRU와 재기화설비

- LNG선 → FSRU → Powership → FDC 로 이어지는 연료 → 에너지 전환 과정 주목
- 발전용 엔진의 연료로 사용하기 위해, -162°C 의 액체상태인 LNG를 다시 기체 상태로 만드는 재기화 과정이 필요
 - LNG 1톤을 재기화하고 연료로 사용 가능한 수준까지 필요한 열량은 800~900 MJ. 이는 230~250kWh 수준
 - 일반적으로 FSRU는 이러한 열원으로 해수를 이용
- 발전선을 전력원으로 선택한 부유식 데이터센터가 얻을 수 있는 효과
 - 육상 데이터센터의 냉각 시스템에 할애하던 전력 소모량을 절감. 이는 전체 전력 소모량의 약 20% 수준
 - 부유식 데이터센터가 냉각수의 열을 흡수한 해수를 방류했을 때 주변 해수 온도 상승 우려 해결. 재기화 용도로 사용

해수를 이용하는 재기화설비



자료: 언론보도

LNG 재기화 단계별 열량 및 전력 환산

| 과정 | 열량(대략) | 전력 환산 |
|---|-----------------------|------------------------|
| 액체 LNG(-162°C) → 기체(-162°C) (잠열) | 약 500~520 MJ/t | 약 140~145 kWh/t |
| 기체(-162°C) → 기체($0\sim 15^{\circ}\text{C}$) (현열) | 약 300~380 MJ/t | 약 80~105 kWh/t |
| 합계 | 약 800~900 MJ/t | 약 220~250 kWh/t |

자료: 메리츠증권 리서치센터

FSRU 재기화설비 SB선보(비상장) 탐방 노트(1/3)

- 주요 플레이어: Wärtsilä, HD한국조선해양(별도), SB선보
- SB선보: 재기화설비 제작 업체
 - 2025년 기준 매출 비중은 마린솔루션:친환경솔루션 = 약 6 : 4 비중
- 마린솔루션 주요 제품
 - Tank/Top Unit: 국내 조선 4사 기준 점유율 60% 상회, 중국 메이저 조선소에도 납품
- 친환경솔루션 주요 제품
 - 재기화설비: Kardeniz Holding로부터 FSRU 재기화설비 수주 레퍼런스. Wärtsilä와 경쟁 중

Tank/Top unit



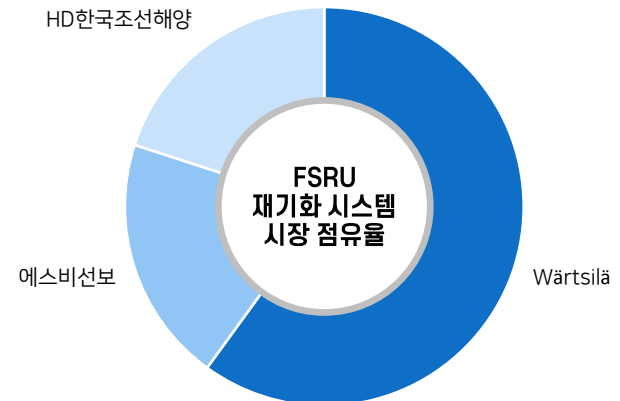
TANK TOP Unit with Block



E/R TANK TOP Unit

자료: SB선보

FSRU 재기화 시스템(모듈) 시장 점유율 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

FSRU 재기화설비 SB선보(비상장) 탐방 노트(2/3)

- IPO 추진. 2027년 초 목표
- 대선조선 매각 건에 대한 우선협상대상자로 선정
 - 친환경솔루션의 신사업 역량 확대 거점 역할

대선조선 우선협상대상자 선정



자료: 연합뉴스

2025년 기준 SB선보 재무상태 및 밸류에이션 테이블

| 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 지배주주순이익 (십억원) | PER (배) |
|---------------|---------------|---------------|------------------|------------|
| 214.7 | 28.8 | 40.7 | 33.8 | N/A |
| 자본총계 (십억원) | 부채비율 (%) | 순차입금 (십억원) | ROE (%) | PBR (배) |
| 277.5 | 80.9 | N/A | 12.2 | N/A |

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

FSRU 재기화설비 SB선보(비상장) 탐방 노트(3/3)

| (백만원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|----------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 74,491 | 110,895 | 112,511 | 101,170 | 214,661 |
| 영업이익 | 4,656 | 7,866 | 6,272 | 16,410 | 28,840 |
| 영업이익률 | 6.3% | 7.1% | 5.6% | 16.2% | 13.4% |
| 세전계속사업이익 | 5,771 | 7,481 | 8,312 | 16,661 | 40,717 |
| 지배주주순이익 | 5,069 | 6,291 | 6,763 | 14,377 | 33,836 |

자료: SB선보, 메리츠증권 리서치센터

기업분석



| 종목명 | 투자판단 | 적정주가 |
|--------------------|------|----------|
| HD현대중공업 (329180) | Buy | 900,000원 |
| 한화엔진 (082740) | Buy | 100,000원 |
| STX엔진 (077970) | Buy | 100,000원 |
| 삼성중공업 (010140) | Buy | 40,000원 |
| HD현대마린솔루션 (443060) | Buy | 300,000원 |

HD현대중공업 (329180) 데이터센터향 엔진에서도 1등

Analyst 배기연
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|--------------|----------|
| 적정주가 (12개월) | 900,000원 |
| 현재주가 (6. 19) | 667,000원 |
| 상승여력 | 34.9% |

성장 동력이 끊임없이 등장 _ 데이터센터향 주 전력원으로 4행정 중속 가스 엔진 투입은 점차 확대

- HD현대중공업의 2028년 엔진기계사업부 매출액은 6조 9,398억원, 영업이익은 1조 9,452억원으로 예상
 - 이는 2025년 매출액과 영업이익 대비 83.1%, 180.6% 증가
 - 최소 1GW의 증설 및 본격적인 매출 인식을 2028년부터 시작한다는 가정을 반영함
- HD현대중공업의 데이터센터향 엔진 추가 수주 가능성은 농후
 - 지난 4월, 첫 수주를 기록하며 레퍼런스 확보하기 시작
 - 대당 약 20MW 출력의 4행정 중속 가스엔진이며, 대당 약 1,300만달러
 - 시장 데이터가 아직 부족한 상황에서, 1GW 당 약 1조원의 매출 규모로 기대할 수 있게 하는 사례
- HiMSEN엔진의 시장 점유율은 약 25%로 1위
 - 자체 브랜드인 HiMSEN엔진은 독일과 일본의 기술없이 개발 해낸 독자 IP이며, 2000년 7월 첫 시운전을 성공하며 시장에 정착
 - 수요처가 첨단인 AI 데이터센터인만큼 1위 업체의 진출은 당연한 수순이었음
 - 기존 CAPA는 이미 2028년까지의 선박 추진용 2행정 엔진과 선박 및 기타 육상 발전용 4행정 엔진 생산에 모두 투입 예정
 - 데이터센터향 수주 문의 증가에 따라, 본 자료에서 가정한 1GW를 상회하는 수준의 증설도 충분한 개연성

적정주가를 900,000원으로 상향 조정

- 2028년 Implied PBR 4.9배를 적용하여 적정주가를 900,000원으로 상향 조정
 - 2028년 예상 ROE 37.1%, COE 7.5%
 - 2028년 엔진기계 사업부의 예상 영업이익 비중은 27.1%

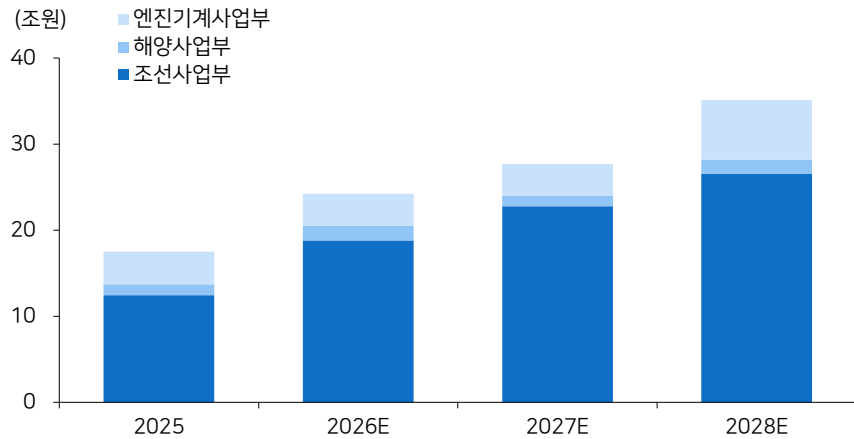
HD현대중공업 적정주가 산출 및 실적 Snapshot

HD현대중공업의 적정주가 산출 – PBR Valuation

| | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|---------|---------|---------|
| COE(%) | 8.5 | 8.3 | 7.5 |
| RiskFree | 4.3 | 4.1 | 3.5 |
| Risk Premium | 4.2 | 4.3 | 4.2 |
| Beta | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| ROE(%) | 29.8% | 33.7% | 37.1% |
| BPS(원) | 105,342 | 134,557 | 179,161 |
| (ROE-g)/(COE-g) | | | 4.9 |
| Fair Value(원) | | | 900,000 |

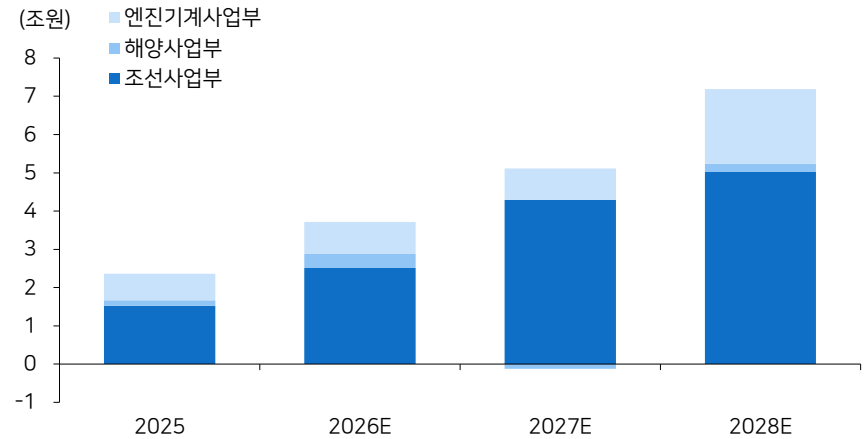
자료: 메리츠증권 리서치센터

HD현대중공업 사업부별 매출액



자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

HD현대중공업 사업부별 영업이익



자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

HD현대중공업 실적 Snapshot

Industry Insight
조선/기계

| (십억원, %) | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E | 4Q27E | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 환율(원/달러) | 1,465.2 | 1,500.0 | 1,475.0 | 1,440.0 | 1,420.0 | 1,410.0 | 1,405.0 | 1,405.0 | 1,423.2 | 1,470.0 | 1,410.0 | 1,405.0 |
| YoY | 0.9% | 6.8% | 6.5% | -0.8% | -3.1% | -6.0% | -4.7% | -2.4% | 4.9% | 3.3% | -4.1% | -0.4% |
| 영업일수 | | | | | | | | | 243 | 245 | 246 | 240 |
| 건조선가지표(P) | | | | | | | | | 113.0 | 114.0 | 124.3 | 148.4 |
| YoY | | | | | | | | | 11.3% | 0.9% | 9.0% | 19.4% |
| 한국후판가격(달러/톤) | 597.3 | 621.7 | 624.1 | 606.1 | 621.2 | 636.4 | 651.5 | 666.7 | 594.0 | 612.3 | 643.9 | 628.1 |
| YoY | 8.4% | 5.1% | -1.0% | 0.4% | 4.0% | 2.4% | 4.4% | 10.0% | -10.0% | 3.1% | 5.2% | -2.5% |
| 매출액 | 5,916.3 | 6,376.1 | 5,851.2 | 6,114.9 | 6,694.6 | 6,854.1 | 6,603.2 | 7,528.4 | 17,580.6 | 24,258.6 | 27,680.3 | 35,122.8 |
| YoY | 54.8% | 53.7% | 32.4% | 17.8% | 13.2% | 7.5% | 12.9% | 23.1% | 21.4% | 38.0% | 14.1% | 26.9% |
| QoQ | 13.9% | 7.8% | -8.2% | 4.5% | 9.5% | 2.4% | -3.7% | 14.0% | | | | |
| 영업이익 | 905.4 | 1,021.9 | 876.3 | 836.0 | 1,238.4 | 1,188.9 | 1,078.2 | 1,485.7 | 2,037.5 | 3,639.5 | 4,991.3 | 7,184.0 |
| YoY | 108.7% | 116.7% | 57.2% | 45.4% | 36.8% | 16.3% | 23.0% | 77.7% | 188.9% | 78.6% | 37.1% | 43.9% |
| QoQ | 57.4% | 12.9% | -14.3% | -4.6% | 48.1% | -4.0% | -9.3% | 37.8% | | | | |
| 영업이익률 | 15.3% | 16.0% | 15.0% | 13.7% | 18.5% | 17.3% | 16.3% | 19.7% | 11.6% | 15.0% | 18.0% | 20.5% |
| 세전이익 | 1,056.5 | 1,086.8 | 969.5 | 957.0 | 1,362.8 | 1,330.7 | 1,260.8 | 1,684.0 | 1,766.6 | 4,069.7 | 5,638.3 | 8,127.3 |
| YoY | 184.5% | 395.9% | 60.9% | 66.8% | 29.0% | 22.4% | 30.0% | 76.0% | 105.1% | 130.4% | 38.5% | 44.1% |
| QoQ | 84.2% | 2.9% | -10.8% | -1.3% | 42.4% | -2.4% | -5.3% | 33.6% | | | | |
| 지배주주순이익 | 773.8 | 817.1 | 729.0 | 719.8 | 1,025.3 | 1,001.3 | 948.6 | 1,266.4 | 1,655.3 | 3,039.8 | 4,241.7 | 6,108.8 |
| YoY | 133.2% | 259.8% | 20.1% | 47.0% | 32.5% | 22.5% | 30.1% | 75.9% | 131.1% | 83.6% | 39.5% | 44.0% |
| QoQ | 58.1% | 5.6% | -10.8% | -1.3% | 42.4% | -2.3% | -5.3% | 33.5% | | | | |
| 사업부별 실적 | | | | | | | | | | | | |
| 조선사업부 | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 4,559.8 | 4,993.6 | 4,465.1 | 4,790.4 | 5,436.4 | 5,657.0 | 5,440.3 | 6,255.5 | 12,463.1 | 18,808.9 | 22,789.3 | 26,592.1 |
| 상선 | 4,278.0 | 4,667.0 | 4,159.0 | 4,480.3 | 4,889.8 | 5,098.2 | 4,676.9 | 5,241.4 | 11,347.0 | 17,584.2 | 19,906.2 | 20,329.7 |
| 특수선 | 281.8 | 326.6 | 306.2 | 310.1 | 546.6 | 558.9 | 763.4 | 1,014.2 | 1,116.1 | 1,224.7 | 2,883.0 | 6,262.4 |
| 영업이익 | 712.6 | 707.2 | 527.3 | 568.6 | 1,016.1 | 1,048.6 | 945.1 | 1,283.0 | 1,526.3 | 2,515.7 | 4,292.8 | 5,017.3 |
| 상선 | 678.3 | 667.9 | 489.8 | 528.7 | 927.2 | 954.9 | 819.0 | 1,109.9 | 1,400.2 | 2,364.6 | 3,811.0 | 3,933.6 |
| 특수선 | 34.3 | 39.3 | 37.5 | 39.9 | 88.8 | 93.7 | 126.1 | 173.1 | 126.1 | 151.0 | 481.7 | 1,083.6 |
| 영업이익률 | 15.6% | 14.2% | 11.8% | 11.9% | 18.7% | 18.5% | 17.4% | 20.5% | 12.2% | 13.4% | 18.8% | 18.9% |
| 상선 | 15.9% | 14.3% | 11.8% | 11.8% | 19.0% | 18.7% | 17.5% | 21.2% | 12.3% | 13.4% | 19.1% | 19.3% |
| 특수선 | 12.2% | 12.0% | 12.3% | 12.9% | 16.3% | 16.8% | 16.5% | 17.1% | 11.3% | 12.3% | 16.7% | 17.3% |
| 해양플랜트사업부 | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 458.0 | 422.6 | 426.0 | 383.1 | 339.7 | 270.1 | 236.5 | 341.2 | 1,239.0 | 1,689.7 | 1,187.5 | 1,590.9 |
| 영업이익 | 86.6 | 95.1 | 129.2 | 55.5 | 20.1 | -65.5 | -72.5 | -5.1 | 142.6 | 366.3 | -122.9 | 221.5 |
| 영업이익률 | 18.9% | 22.5% | 30.3% | 14.5% | 5.9% | -24.2% | -30.6% | -1.5% | 11.5% | 21.7% | -10.3% | 13.9% |
| 엔진기계사업부 | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 878.9 | 959.9 | 960.1 | 941.4 | 918.5 | 927.0 | 926.4 | 931.7 | 3,790.8 | 3,740.3 | 3,703.5 | 6,939.8 |
| 영업이익 | 185.2 | 219.6 | 219.8 | 211.9 | 202.2 | 205.8 | 205.6 | 207.8 | 693.3 | 836.5 | 821.4 | 1,945.2 |
| 영업이익률 | 21.1% | 22.9% | 22.9% | 22.5% | 22.0% | 22.2% | 22.2% | 22.3% | 18.3% | 22.4% | 22.2% | 28.0% |

주: 기타 매출, 영업이익은 기재하지 않음
자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

HD현대중공업 (329180)

| | |
|------------|-------------------|
| KOSPI | 9,052.42pt |
| 시가총액 | 700,091억원 |
| 발행주식수 | 10,496만주 |
| 유동주식비율 | 30.65% |
| 외국인비중 | 13.87% |
| 52주 최고/최저가 | 745,000원/372,000원 |
| 평균거래대금 | 3,118.1억원 |

주요주주(%)

| | |
|------------------|-------|
| 에이치디한국조선해양 외 4 인 | 69.28 |
| 국민연금공단 | 6.24 |

주가상승률(%)

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|------|-------|-------|-------|
| 절대주가 | 11.5 | 28.0 | 54.9 |
| 상대주가 | -10.4 | -43.1 | -49.0 |

주가그래프



| (조원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|----------|---------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2024 | 14,486.5 | 705.2 | 621.5 | 7,001 | 2,417.7 | 64,259 | 41.1 | 4.47 | 26.3 | 11.4 | 239.9 |
| 2025 | 17,580.6 | 2,037.5 | 1,655.3 | 15,702 | 124.3 | 89,001 | 32.4 | 5.72 | 21.7 | 18.8 | 180.1 |
| 2026E | 24,258.6 | 3,639.5 | 3,039.8 | 28,961 | 84.4 | 105,342 | 23.0 | 6.33 | 16.4 | 29.8 | 170.5 |
| 2027E | 27,680.3 | 4,991.3 | 4,241.7 | 40,412 | 39.5 | 134,557 | 16.5 | 4.96 | 11.9 | 33.7 | 147.1 |
| 2028E | 35,122.8 | 7,184.0 | 6,108.8 | 58,200 | 44.0 | 179,161 | 11.5 | 3.72 | 8.2 | 37.1 | 124.3 |

HD현대중공업 (329180)

Industry Insight
조선/기계

| Income Statement | | | | | |
|------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 매출액 | 14,486.5 | 17,580.6 | 24,258.6 | 27,680.3 | 35,122.8 |
| 매출액증가율(%) | 21.1 | 21.4 | 38.0 | 14.1 | 26.9 |
| 매출원가 | 12,992.5 | 14,616.4 | 19,727.6 | 21,781.4 | 26,821.3 |
| 매출총이익 | 1,493.9 | 2,964.2 | 4,531.0 | 5,898.8 | 8,301.5 |
| 판매비와관리비 | 788.7 | 926.7 | 891.5 | 907.6 | 1,117.6 |
| 영업이익 | 705.2 | 2,037.5 | 3,639.5 | 4,991.3 | 7,184.0 |
| 영업이익률(%) | 4.9 | 11.6 | 15.0 | 18.0 | 20.5 |
| 금융손익 | -2,280.1 | -246.5 | -941.9 | 198.5 | 296.7 |
| 중속/관계기업관련손익 | -0.2 | -4.4 | 24.2 | 51.7 | 53.1 |
| 기타영업외손익 | 2,373.2 | 14.3 | 1,347.9 | 396.9 | 593.5 |
| 세전계속사업이익 | 798.1 | 1,766.6 | 4,069.7 | 5,638.3 | 8,127.3 |
| 법인세비용 | 176.6 | 385.4 | 1,029.9 | 1,396.7 | 2,018.6 |
| 당기순이익 | 621.5 | 1,655.3 | 3,039.8 | 4,241.7 | 6,108.8 |
| 지배주주지분 손이익 | 621.5 | 1,655.3 | 3,039.8 | 4,241.7 | 6,108.8 |

| Balance Sheet | | | | | |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 유동자산 | 10,403.1 | 14,980.0 | 18,867.3 | 23,614.2 | 30,408.1 |
| 현금및현금성자산 | 1,257.9 | 1,869.9 | 3,541.0 | 4,951.6 | 6,759.1 |
| 매출채권 | 1,392.7 | 1,430.8 | 1,573.9 | 1,731.3 | 1,904.4 |
| 재고자산 | 1,510.9 | 2,016.8 | 2,374.7 | 2,923.7 | 3,754.8 |
| 비유동자산 | 8,987.8 | 11,183.0 | 11,039.1 | 11,279.6 | 11,770.1 |
| 유형자산 | 6,609.8 | 8,780.7 | 8,707.7 | 8,642.7 | 8,659.0 |
| 무형자산 | 128.1 | 161.1 | 145.7 | 127.6 | 111.8 |
| 투자자산 | 1,070.2 | 1,214.2 | 1,425.2 | 1,748.8 | 2,238.8 |
| 자산총계 | 19,391.0 | 26,163.0 | 29,906.3 | 34,893.8 | 42,178.1 |
| 유동부채 | 11,796.2 | 15,332.6 | 17,300.9 | 19,181.7 | 21,723.5 |
| 매입채무 | 1,535.4 | 1,751.2 | 2,062.0 | 2,538.7 | 3,260.4 |
| 단기차입금 | 27.6 | 4.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 유동성장기부채 | 371.6 | 153.0 | 389.9 | 149.9 | 44.9 |
| 비유동부채 | 1,890.3 | 1,488.8 | 1,548.6 | 1,588.8 | 1,649.7 |
| 사채 | 651.6 | 488.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 100.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 13,686.5 | 16,821.4 | 18,849.5 | 20,770.6 | 23,373.2 |
| 자본금 | 443.9 | 524.8 | 524.8 | 524.8 | 524.8 |
| 자본잉여금 | 3,122.5 | 5,129.6 | 5,129.6 | 5,129.6 | 5,129.6 |
| 기타포괄이익누계액 | 851.4 | 1,336.3 | 1,352.8 | 1,352.8 | 1,352.8 |
| 이익잉여금 | 1,288.3 | 2,393.9 | 4,092.6 | 7,159.0 | 11,840.7 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 5,704.5 | 9,341.6 | 11,056.9 | 14,123.3 | 18,805.0 |

| Statement of Cash Flow | | | | | |
|------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 영업활동현금흐름 | 2,883.9 | 3,510.4 | 3,321.6 | 3,880.4 | 4,851.9 |
| 당기순이익(손실) | 621.5 | 1,415.5 | 3,039.8 | 4,241.7 | 6,108.8 |
| 유형자산감가상각비 | 292.8 | 315.2 | 388.8 | 385.0 | 383.7 |
| 무형자산상각비 | 13.0 | 18.2 | 20.5 | 18.1 | 15.8 |
| 운전자본의 증감 | 2,113.5 | 1,157.8 | -295.2 | -764.0 | -1,656.0 |
| 투자활동 현금흐름 | -499.1 | -2,039.6 | -52.3 | -1,245.1 | -1,809.9 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -463.5 | -511.9 | -344.1 | -320.0 | -400.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | -762.0 | -148.4 | -211.0 | -323.6 | -490.0 |
| 재무활동 현금흐름 | -2,048.8 | -860.3 | -1,596.6 | -1,224.7 | -1,243.5 |
| 차입금증감 | -532.2 | -1,082.0 | 392.8 | -49.4 | 183.6 |
| 자본의증가 | -0.7 | 2,088.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 329.8 | 612.1 | 1,671.1 | 1,410.6 | 1,807.5 |
| 기초현금 | 928.0 | 1,257.9 | 1,869.9 | 3,541.0 | 4,951.6 |
| 기말현금 | 1,257.9 | 1,869.9 | 3,541.0 | 4,951.6 | 6,759.1 |

| Key Financial Data | | | | | |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 163,185 | 195,020 | 231,120 | 263,719 | 334,626 |
| EPS(지배주주) | 7,001 | 15,702 | 28,961 | 40,412 | 58,200 |
| CFPS | 9,342 | 26,187 | 40,756 | 55,667 | 78,411 |
| EBITDAPS | 11,389 | 26,300 | 38,574 | 51,394 | 72,251 |
| BPS | 64,259 | 89,001 | 105,342 | 134,557 | 179,161 |
| DPS | 2,090 | 5,661 | 9,600 | 12,800 | 14,400 |
| 배당수익률(%) | 0.7 | 1.1 | 1.4 | 1.9 | 2.2 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 41.1 | 32.4 | 23.0 | 16.5 | 11.5 |
| PCR | 30.8 | 19.4 | 16.4 | 12.0 | 8.5 |
| PSR | 1.8 | 2.6 | 2.9 | 2.5 | 2.0 |
| PBR | 4.47 | 5.72 | 6.33 | 4.96 | 3.72 |
| EBITDA(십억원) | 1,011.0 | 2,370.9 | 4,048.8 | 5,394.3 | 7,583.5 |
| EV/EBITDA | 26.3 | 21.7 | 16.4 | 11.9 | 8.2 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 11.4 | 18.8 | 29.8 | 33.7 | 37.1 |
| EBITDA이익률 | 7.0 | 13.5 | 16.7 | 19.5 | 21.6 |
| 부채비율 | 239.9 | 180.1 | 170.5 | 147.1 | 124.3 |
| 금융비용부담률 | 1.0 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| 이자보상배율(x) | 4.7 | 21.1 | 36.5 | 49.1 | 69.5 |
| 매출채권회전율(x) | 11.6 | 12.5 | 16.1 | 16.7 | 19.3 |
| 재고자산회전율(x) | 10.3 | 10.0 | 11.0 | 10.4 | 10.5 |

한화엔진 (082740) 4행정 엔진 사업부의 화려한 부활

Analyst 배기연
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|--------------|----------|
| 적정주가 (12개월) | 100,000원 |
| 현재주가 (6. 19) | 61,000원 |
| 상승여력 | 63.9% |

한화 그룹이 추구하는 에너지 솔루션 비전에 한화엔진도 빠질 수 없다

- 한화엔진의 2028년 전사 매출액은 2조 5,273억원, 영업이익은 5,724억원으로 예상
 - 이는 2025년 매출액과 영업이익 대비 84.3%, 340.1% 증가
 - 약 500MW의 4행정 중속 엔진 증설 및 본격적인 매출 인식을 2028년부터 시작한다는 가정을 반영함
 - 별도로 선박 추진용 2행정 엔진의 CAPA는 기존 340만 마력에서 530만 마력으로 증가한다고 가정
- 한화그룹의 비전: 한화솔루션 큐셀부문의 AI 기반 서비스형 에너지 프레임워크 하에
 - 1) 발전 인프라, 2) 에너지저장장치, 3) 에너지 관리 소프트웨어를 통합하는 구조
 - 재생에너지가 궁극적인 방향이지만, 과도기 에너지원인 천연가스(LNG)의 시대는 현재 진행형
 - 4행정 중속 가스엔진으로 그룹이 체결할 AI 데이터센터 PPA(전력판매계약)를 지원할 개연성
- 2018년, 4행정 중속 엔진 사업을 사실상 철수한 이후 7년만의 부활
 - 신사업이 아닌, 사업의 부활. 시차는 있을 수 있지만 2028년까지 정상화는 보수적 가정하에도 충분
 - 라이선서들의 CAPA가 가득 찬 상황. HD현대중공업 및 Wärtsilä는 증설을, Evellence는 라이선시와의 면허 생산 계약 확대
 - 라이선시는 한국과 중국에 주로 분포. 미국의 AI 데이터센터 시장에서는 중국을 배제한 한국 라이선시를 주목함이 함당

적정주가를 100,000원으로 상향 조정

- 2028년 Implied PBR 4.8배를 적용하여 적정주가를 100,000원으로 상향 조정
 - 2028년 예상 ROE 35.9%, COE 7.5%

한화엔진 적정주가 산출 및 실적 Snapshot

한화엔진의 적정주가 산출 - PBR Valuation

| | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|----------------|
| COE(%) | 8.5 | 8.3 | 7.5 |
| RiskFree | 4.3 | 4.1 | 3.5 |
| Risk Premium | 4.2 | 4.3 | 4.2 |
| Beta | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| ROE(%) | 36.2 | 35.8 | 35.9 |
| 적정 멀티플 | 4.3 | 4.3 | 4.8 |
| BPS(원) | | | 19,874 |
| 적정주가(원) | | | 100,000 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

한화엔진의 실적 Snapshot

| (십억원, %) | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E | 4Q27E | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 원/달러 | 1,465.2 | 1,500.0 | 1,475.0 | 1,440.0 | 1,420.0 | 1,410.0 | 1,405.0 | 1,405.0 | 1,423.2 | 1,470.0 | 1,410.0 | 1,405.0 |
| YoY | 0.9% | 6.8% | 6.5% | -0.8% | -3.1% | -6.0% | -4.7% | -2.4% | 4.9% | 3.3% | -4.1% | -0.4% |
| 주요 고객 조선소 4사의 인도량(척) | 49 | 34 | 48 | 48 | 49 | 46 | 63 | 60 | 172 | 179 | 218 | 204 |
| YoY | 4.3% | -10.5% | -9.4% | 41.2% | 0.0% | 35.3% | 31.3% | 25.0% | -9.0% | 4.1% | 21.8% | -6.4% |
| 한국후판가격(달러/톤) | 597.3 | 621.7 | 621.7 | 606.1 | 606.1 | 606.1 | 606.1 | 666.7 | 594.0 | 611.7 | 621.2 | 616.5 |
| YoY | 8.4% | 5.1% | -1.4% | 0.4% | 1.5% | -2.5% | -2.5% | 10.0% | -10.0% | 3.0% | 1.6% | -0.8% |
| 매출액 | 345.2 | 412.1 | 412.0 | 420.4 | 468.6 | 495.3 | 482.5 | 456.1 | 1,371.1 | 1,589.6 | 1,902.5 | 2,527.3 |
| YoY | 8.5% | 6.3% | 38.6% | 14.3% | 35.7% | 20.2% | 17.1% | 8.5% | 14.0% | 15.9% | 19.7% | 32.8% |
| 영업이익 | 51.4 | 68.9 | 75.7 | 82.4 | 97.0 | 104.9 | 103.7 | 101.5 | 130.1 | 278.4 | 407.1 | 572.4 |
| YoY | 130.4% | 104.1% | 184.1% | 74.1% | 88.7% | 52.2% | 37.1% | 23.2% | 81.8% | 114.0% | 46.2% | 40.6% |
| 영업이익률 | 14.9% | 16.7% | 18.4% | 19.6% | 20.7% | 21.2% | 21.5% | 22.3% | 9.5% | 17.5% | 21.4% | 22.6% |
| 세전이익 | 69.1 | 74.5 | 87.5 | 95.9 | 106.5 | 116.0 | 122.7 | 122.5 | 120.8 | 327.1 | 467.7 | 672.8 |
| YoY | 246.1% | 395.2% | 179.9% | 76.1% | 54.0% | 55.6% | 40.3% | 27.7% | 56.1% | 170.8% | 43.0% | 43.9% |
| 지배주주순이익 | 52.9 | 55.9 | 65.6 | 72.0 | 79.8 | 87.0 | 92.0 | 91.9 | 173.8 | 246.3 | 350.8 | 504.6 |
| YoY | 172.4% | 159.3% | 116.5% | -29.8% | 51.0% | 55.6% | 40.3% | 27.7% | 119.5% | 41.8% | 42.4% | 43.9% |

자료: 한화엔진, 메리츠증권 리서치센터

한화엔진 (082740)

| | |
|------------|-----------------|
| KOSPI | 9,052.42pt |
| 시가총액 | 50,903억원 |
| 발행주식수 | 8,345만주 |
| 유동주식비율 | 67.16% |
| 외국인비중 | 21.91% |
| 52주 최고/최저가 | 89,500원/25,100원 |
| 평균거래대금 | 765.8억원 |

주요주주(%)

| | |
|--------|-------|
| 한화임팩트 | 32.77 |
| 국민연금공단 | 9.98 |

주가상승률(%)

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|------|-------|-------|-------|
| 절대주가 | -8.0 | 44.4 | 104.0 |
| 상대주가 | -26.1 | -35.9 | -32.9 |

주가그래프



| (조원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2024 | 1,202.2 | 71.5 | 79.2 | 970 | -16,377.1 | 4,713 | 19.0 | 3.91 | 18.4 | 25.6 | 259.3 |
| 2025 | 1,371.1 | 130.1 | 173.8 | 2,082 | 114.6 | 6,664 | 20.6 | 6.44 | 22.3 | 36.6 | 204.9 |
| 2026E | 1,589.6 | 278.4 | 246.3 | 2,952 | 41.8 | 9,624 | 20.7 | 6.34 | 15.3 | 36.2 | 166.5 |
| 2027E | 1,902.5 | 407.1 | 350.8 | 4,204 | 42.4 | 13,827 | 14.5 | 4.41 | 9.8 | 35.8 | 123.6 |
| 2028E | 2,527.3 | 572.4 | 504.6 | 6,047 | 43.9 | 19,874 | 10.1 | 3.07 | 5.9 | 35.9 | 117.8 |

한화엔진 (082740)

Industry Insight
조선/기계

| Income Statement | | | | | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 매출액 | 1,202.2 | 1,371.1 | 1,589.6 | 1,902.5 | 2,527.3 |
| 매출액증가율(%) | 40.7 | 14.0 | 15.9 | 19.7 | 32.8 |
| 매출원가 | 1,085.9 | 1,185.6 | 1,247.6 | 1,421.0 | 1,853.7 |
| 매출총이익 | 116.3 | 185.5 | 342.0 | 481.5 | 673.6 |
| 판매비와관리비 | 44.8 | 55.4 | 63.6 | 74.4 | 101.2 |
| 영업이익 | 71.5 | 130.1 | 278.4 | 407.1 | 572.4 |
| 영업이익률(%) | 5.9 | 9.5 | 17.5 | 21.4 | 22.6 |
| 금융손익 | 2.9 | -2.1 | 30.4 | 24.3 | 44.2 |
| 종속/관계기업관련손익 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 기타영업외손익 | 2.8 | -7.3 | 18.3 | 36.3 | 56.2 |
| 세전계속사업이익 | 77.4 | 120.8 | 327.1 | 467.7 | 672.8 |
| 법인세비용 | -1.8 | -53.0 | 80.8 | 116.9 | 168.2 |
| 당기순이익 | 79.2 | 173.8 | 246.3 | 350.8 | 504.6 |
| 지배주주지분 손이익 | 79.2 | 173.8 | 246.3 | 350.8 | 504.6 |

| Balance Sheet | | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 유동자산 | 785.0 | 1,031.9 | 1,413.2 | 1,830.2 | 2,822.3 |
| 현금및현금성자산 | 133.0 | 276.7 | 550.2 | 893.8 | 1,481.1 |
| 매출채권 | 133.9 | 162.2 | 185.4 | 201.2 | 288.1 |
| 재고자산 | 370.3 | 356.2 | 407.0 | 441.7 | 632.6 |
| 비유동자산 | 628.1 | 663.8 | 726.9 | 750.4 | 789.9 |
| 유형자산 | 415.5 | 433.6 | 490.5 | 508.6 | 510.0 |
| 무형자산 | 5.7 | 9.6 | 18.8 | 17.1 | 15.8 |
| 투자자산 | 126.8 | 74.9 | 85.4 | 92.6 | 132.1 |
| 자산총계 | 1,413.1 | 1,695.7 | 2,140.1 | 2,580.6 | 3,612.2 |
| 유동부채 | 586.6 | 611.2 | 690.3 | 739.9 | 1,035.3 |
| 매입채무 | 141.2 | 157.3 | 179.8 | 195.1 | 279.4 |
| 단기차입금 | 30.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 43.0 | 40.9 | 35.3 | 26.1 |
| 비유동부채 | 433.2 | 528.4 | 646.7 | 686.8 | 918.5 |
| 사채 | 44.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 10.0 | 8.5 | 6.1 | 3.3 |
| 부채총계 | 1,019.8 | 1,139.6 | 1,337.0 | 1,426.7 | 1,953.8 |
| 자본금 | 83.5 | 83.5 | 83.5 | 83.5 | 83.5 |
| 자본잉여금 | 350.3 | 352.8 | 353.3 | 353.3 | 353.3 |
| 기타포괄이익누계액 | 85.6 | 84.5 | 84.6 | 84.6 | 84.6 |
| 이익잉여금 | -71.1 | 90.3 | 336.6 | 687.4 | 1,192.0 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 393.3 | 556.1 | 803.1 | 1,153.9 | 1,658.5 |

| Statement of Cash Flow | | | | | |
|------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 영업활동현금흐름 | 90.4 | 330.3 | 348.1 | 423.6 | 748.8 |
| 당기순이익(손실) | 79.2 | 173.8 | 246.3 | 350.8 | 504.6 |
| 유형자산감가상각비 | 14.8 | 17.4 | 19.2 | 21.9 | 22.6 |
| 무형자산상각비 | 0.5 | 0.8 | 2.0 | 1.7 | 1.4 |
| 운전자본의 증감 | 57.4 | 140.3 | 60.9 | 37.7 | 207.8 |
| 투자활동 현금흐름 | -4.3 | -161.1 | -20.7 | -68.4 | -180.4 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -51.0 | -33.3 | -68.6 | -40.0 | -24.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | -103.2 | 51.9 | -10.5 | -7.2 | -39.5 |
| 재무활동 현금흐름 | -57.3 | -22.3 | -54.3 | -11.7 | 18.9 |
| 차입금증감 | 53.3 | -104.0 | 65.3 | -0.2 | 31.3 |
| 자본의증가 | 88.7 | 2.6 | 0.5 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 30.2 | 143.7 | 273.5 | 343.6 | 587.4 |
| 기초현금 | 102.8 | 133.0 | 276.7 | 550.2 | 893.8 |
| 기말현금 | 133.0 | 276.7 | 550.2 | 893.8 | 1,481.1 |

| Key Financial Data | | | | | |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 14,734 | 16,430 | 19,050 | 22,799 | 30,286 |
| EPS(지배주주) | 970 | 2,082 | 2,952 | 4,204 | 6,047 |
| CFPS | 456 | 2,198 | 3,968 | 5,597 | 7,821 |
| EBITDAPS | 1,065 | 1,777 | 3,591 | 5,161 | 7,147 |
| BPS | 4,713 | 6,664 | 9,624 | 13,827 | 19,874 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 19.0 | 20.6 | 20.7 | 14.5 | 10.1 |
| PCR | 40.5 | 19.5 | 15.4 | 10.9 | 7.8 |
| PSR | 1.3 | 2.6 | 3.2 | 2.7 | 2.0 |
| PBR | 3.91 | 6.44 | 6.34 | 4.41 | 3.07 |
| EBITDA(십억원) | 86.9 | 148.3 | 299.6 | 430.7 | 596.4 |
| EV/EBITDA | 18.4 | 22.3 | 15.3 | 9.8 | 5.9 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 25.6 | 36.6 | 36.2 | 35.8 | 35.9 |
| EBITDA이익률 | 7.2 | 10.8 | 18.8 | 22.6 | 23.6 |
| 부채비율 | 259.3 | 204.9 | 166.5 | 123.6 | 117.8 |
| 금융비용부담률 | 0.6 | 0.2 | 0.5 | 0.6 | 0.5 |
| 이자보상배율(x) | 9.3 | 39.4 | 32.3 | 35.2 | 46.3 |
| 매출채권회전율(x) | 11.1 | 9.3 | 9.1 | 9.8 | 10.3 |
| 재고자산회전율(x) | 3.3 | 3.8 | 4.2 | 4.5 | 4.7 |

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|--------------|----------|
| 적정주가 (12개월) | 100,000원 |
| 현재주가 (6. 19) | 33,750원 |
| 상승여력 | 196.3% |

한 건만 수주하면 된다

- STX엔진의 2028년 전사 매출액은 1조 5,720억원, 영업이익은 2,436억원으로 예상
 - 이는 2025년 매출액과 영업이익 대비 99.2%, 250.1% 증가
 - 약 300MW 수준의 데이터센터향 엔진 매출을 2028년부터 반영
 - 4행정 중속 가스엔진이 포함된 민수사업부의 2028년 매출 및 영업이익 비중은 39.7%, 58.1% 예상
- 4행정 중속 가스엔진 제조업체 중 유휴 CAPA 기준 잠재력은 1위
 - STX엔진의 민수사업부(저/중/고속엔진 포함)의 CAPA는 4백만 마력이며, 이는 3GW
 - 2025년 가동률은 23.6%. 2026년 1분기에도 20.4% 수준에 불과. 유휴 CAPA에 대한 잠재력을 주목
 - 본 자료에서는 2028년 데이터센터향 엔진 매출을 약 300MW 수준으로 반영했으며, 유휴 CAPA 감안하면 보수적인 가정을 적용했음을 알 수 있음
- 4행정 중속 가스엔진 라이선서들의 CAPA는 한계인 상황 + AI 데이터센터의 4행정 중속 가스엔진 선택 확대
 - STX엔진 수주 문의는 만개 예상

적정주가를 100,000원으로 유지

- 2028년 Implied PER 20.0배를 적용하여 적정주가를 100,000원으로 유지
 - STX엔진의 경우 방산주 peer와의 비교를 용이하게 위해 커버리지 개시부터 PER 밸류에이션을 적용해오고 있었음
 - 2028년 예상 ROE 30.0%, COE 7.5%

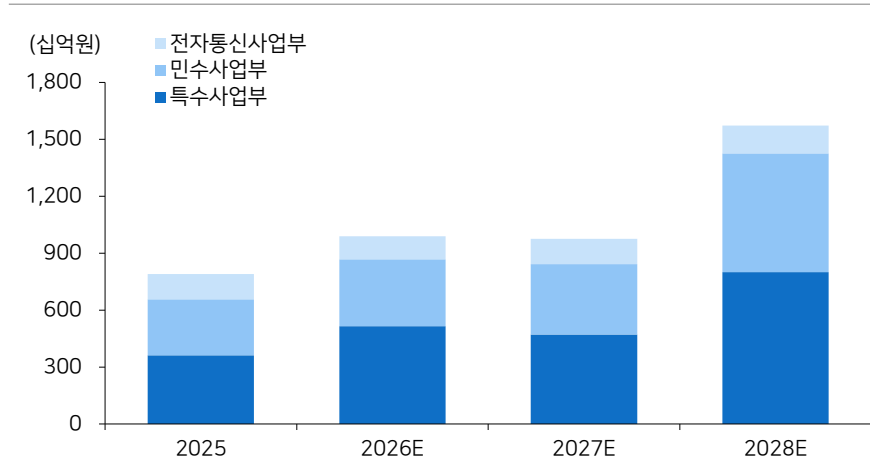
STX엔진 적정주가 산출 및 사업부별 실적

STX엔진의 적정주가 산출 - PER Valuation

| | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------------|-------|-------|----------------|
| COE(%) | 8.5% | 8.3% | 7.5% |
| RiskFree | 4.3 | 4.1 | 3.5 |
| Risk Premium | 4.2 | 4.3 | 4.2 |
| Beta | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| ROE(%) | 22.5% | 19.3% | 30.0% |
| g(%) | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 1/(COE-g) x (1-g/ROE) | 15.8 | 16.0 | 20.0 |
| EPS | 2,168 | 2,297 | 4,597 |
| 적정주가(원) | | | 100,000 |

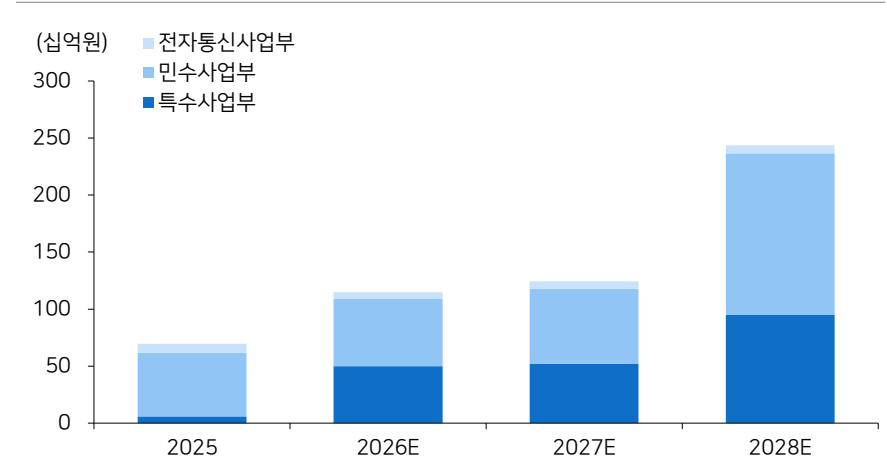
자료: 메리츠증권 리서치센터

STX엔진 사업부별 매출액



자료: STX엔진, 메리츠증권 리서치센터

STX엔진 사업부별 영업이익



자료: STX엔진, 메리츠증권 리서치센터

STX엔진 실적 Snapshot

Industry Insight
조선/기계

| (십억원, %) | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E | 4Q27E | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| 매출액 | 189.0 | 245.7 | 243.0 | 312.1 | 206.4 | 271.0 | 230.8 | 267.1 | 789.3 | 989.8 | 975.3 | 1,572.0 |
| YoY | 35.8% | 15.0% | 26.5% | 27.7% | 9.2% | 10.3% | -5.0% | -14.4% | 8.9% | 25.4% | -1.5% | 61.2% |
| QoQ | -22.7% | 30.0% | -1.1% | 28.4% | -33.9% | 31.3% | -14.9% | 15.8% | | | | |
| 영업이익 | 17.5 | 30.8 | 29.9 | 36.6 | 26.7 | 34.2 | 29.3 | 34.1 | 69.6 | 114.7 | 124.3 | 243.6 |
| YoY | 13.3% | -7.8% | 93.9% | 581.0% | 52.5% | 11.4% | -2.1% | -6.7% | 64.8% | 64.8% | 8.4% | 96.0% |
| QoQ | 226.1% | 75.7% | -2.8% | 22.2% | -27.0% | 28.3% | -14.5% | 16.5% | | | | |
| 영업이익률 | 9.3% | 12.5% | 12.3% | 11.7% | 12.9% | 12.6% | 12.7% | 12.8% | 8.8% | 11.6% | 12.7% | 15.5% |
| 세전이익 | 16.0 | 29.0 | 28.9 | 35.9 | 25.8 | 33.4 | 29.2 | 34.6 | 61.8 | 109.8 | 122.9 | 246.0 |
| YoY | 55.3% | -3.7% | 104.0% | 394.5% | 61.1% | 15.1% | 1.3% | -3.8% | 177.8% | 77.5% | 12.0% | 100.1% |
| QoQ | 120.3% | 81.3% | -0.5% | 24.4% | -28.2% | 29.5% | -12.4% | 18.2% | | | | |
| 지배주주순이익 | 16.7 | 21.8 | 21.6 | 26.9 | 19.3 | 25.0 | 21.9 | 25.9 | 68.9 | 87.0 | 92.2 | 184.5 |
| YoY | 58.0% | -26.8% | 54.1% | 84.0% | 16.0% | 15.1% | 1.3% | -3.8% | 153.3% | 26.2% | 6.0% | 100.1% |
| QoQ | 13.9% | 30.5% | -0.5% | 24.4% | -28.2% | 29.5% | -12.4% | 18.2% | | | | |
| 사업부별 실적 | | | | | | | | | | | | |
| 특수사업부 | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 84.3 | 119.9 | 125.3 | 185.2 | 93.8 | 140.5 | 101.9 | 134.7 | 362.5 | 514.7 | 470.8 | 801.1 |
| 육군 | 49.5 | 49.5 | 49.5 | 55.7 | 66.2 | 66.2 | 66.2 | 70.7 | 151.0 | 204.2 | 269.3 | 227.4 |
| 해군 | 81.5 | 60.2 | 65.6 | 69.3 | 16.0 | 63.1 | 25.0 | 53.2 | 17.8 | 276.5 | 157.3 | 530.0 |
| MRO | 13.6 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 11.6 | 11.2 | 10.7 | 10.8 | 13.6 | 44.3 | 44.2 | 43.7 |
| 영업이익 | 4.9 | 13.0 | 13.6 | 18.5 | 10.5 | 15.6 | 11.3 | 14.7 | 6.0 | 50.0 | 52.1 | 94.9 |
| 영업이익률 | 5.8% | 10.9% | 10.8% | 10.0% | 11.2% | 11.1% | 11.0% | 10.9% | 1.6% | 9.7% | 11.1% | 11.8% |
| 민수사업부 | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 82.2 | 92.8 | 84.0 | 94.8 | 87.8 | 94.3 | 91.8 | 97.2 | 293.9 | 353.9 | 371.1 | 624.3 |
| 영업이익 | 11.9 | 16.0 | 14.5 | 16.6 | 15.0 | 16.9 | 16.2 | 17.7 | 55.7 | 59.0 | 65.8 | 141.6 |
| 영업이익률 | 14.5% | 17.2% | 17.2% | 17.5% | 17.1% | 17.9% | 17.7% | 18.2% | 19.0% | 16.7% | 17.7% | 22.7% |
| 전자통신사업부 | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 22.5 | 32.9 | 33.7 | 32.1 | 24.8 | 36.2 | 37.1 | 35.3 | 132.9 | 121.2 | 133.3 | 146.7 |
| 영업이익 | 0.7 | 1.7 | 1.8 | 1.5 | 1.1 | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 7.9 | 5.7 | 6.5 | 7.1 |
| 영업이익률 | 3.1% | 5.2% | 5.5% | 4.7% | 4.6% | 5.0% | 4.9% | 4.8% | 6.0% | 4.7% | 4.8% | 4.9% |

자료: STX엔진, 메리츠증권 리서치센터

STX엔진 (077970)

| | |
|------------|-----------------|
| KOSPI | 9,052.42pt |
| 시가총액 | 13,550억원 |
| 발행주식수 | 4,015만주 |
| 유동주식비율 | 38.30% |
| 외국인비중 | 5.38% |
| 52주 최고/최저가 | 66,500원/20,050원 |
| 평균거래대금 | 315.1억원 |

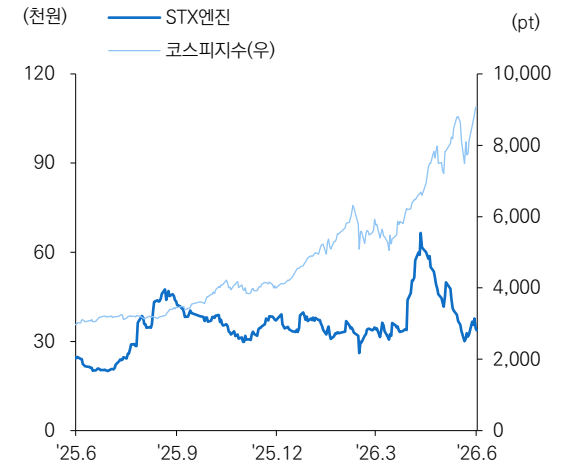
주요주주(%)

| | |
|--------------------------------|-------|
| 유암코기업리바운스제팔차 기업재무안정사모투자합자회사 | 61.68 |
| 국민연금공단 | 6.50 |

주가상승률(%)

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|------|-------|-------|-------|
| 절대주가 | -21.3 | -10.0 | 38.3 |
| 상대주가 | -36.8 | -60.0 | -54.5 |

주가그래프



| (조원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2024 | 724.6 | 42.2 | 27.2 | 1,183 | 378.8 | 10,000 | 17.0 | 2.01 | 11.9 | 10.2 | 250.3 |
| 2025 | 789.3 | 69.6 | 69.0 | 1,905 | 61.0 | 8,543 | 17.9 | 3.98 | 18.0 | 22.3 | 237.5 |
| 2026E | 989.8 | 114.7 | 87.0 | 2,167 | 13.8 | 10,729 | 15.6 | 3.15 | 11.0 | 22.5 | 223.3 |
| 2027E | 975.3 | 124.3 | 92.2 | 2,297 | 6.0 | 13,026 | 14.7 | 2.59 | 9.5 | 19.3 | 151.0 |
| 2028E | 1,572.0 | 243.7 | 184.5 | 4,596 | 100.1 | 17,622 | 7.3 | 1.92 | 4.7 | 30.0 | 178.2 |

STX엔진 (077970)

| Income Statement | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 매출액 | 724.6 | 789.3 | 989.8 | 975.3 | 1,572.0 |
| 매출액증가율(%) | 14.9 | 8.9 | 25.4 | -1.5 | 61.2 |
| 매출원가 | 626.1 | 657.4 | 832.3 | 816.9 | 1,275.2 |
| 매출총이익 | 98.6 | 131.9 | 157.5 | 158.4 | 296.8 |
| 판매비와관리비 | 56.3 | 62.3 | 42.8 | 34.0 | 53.1 |
| 영업이익 | 42.2 | 69.6 | 114.7 | 124.3 | 243.7 |
| 영업이익률(%) | 5.8 | 8.8 | 11.6 | 12.7 | 15.5 |
| 금융손익 | -20.3 | -11.4 | -5.6 | -2.0 | 1.8 |
| 중속/관계기업관련손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 0.3 | 3.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 세전계속사업이익 | 22.3 | 61.8 | 109.8 | 123.0 | 246.0 |
| 법인세비용 | -5.0 | -7.1 | 22.8 | 30.7 | 61.5 |
| 당기순이익 | 27.2 | 69.0 | 87.0 | 92.2 | 184.5 |
| 지배주주지분 손이익 | 27.2 | 69.0 | 87.0 | 92.2 | 184.5 |

| Balance Sheet | | | | | |
|---------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 유동자산 | 555.2 | 727.1 | 965.1 | 893.7 | 1,551.6 |
| 현금및현금성자산 | 131.4 | 164.1 | 246.4 | 278.6 | 270.0 |
| 매출채권 | 84.6 | 133.9 | 171.0 | 146.4 | 304.9 |
| 재고자산 | 277.0 | 337.4 | 430.7 | 368.7 | 768.1 |
| 비유동자산 | 413.6 | 430.5 | 427.4 | 419.1 | 417.0 |
| 유형자산 | 276.2 | 279.2 | 271.9 | 266.2 | 263.1 |
| 무형자산 | 22.8 | 28.8 | 26.7 | 24.6 | 22.7 |
| 투자자산 | 9.4 | 13.4 | 14.4 | 14.0 | 16.7 |
| 자산총계 | 968.8 | 1,157.5 | 1,392.5 | 1,312.8 | 1,968.5 |
| 유동부채 | 628.4 | 744.9 | 874.4 | 714.7 | 1,107.7 |
| 매입채무 | 60.2 | 94.2 | 120.2 | 102.9 | 214.4 |
| 단기차입금 | 312.3 | 311.5 | 321.1 | 241.1 | 121.1 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 63.8 | 69.6 | 87.4 | 75.2 | 153.3 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 2.1 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| 부채총계 | 692.2 | 814.6 | 961.7 | 789.9 | 1,261.0 |
| 자본금 | 69.1 | 100.4 | 100.4 | 100.4 | 100.4 |
| 자본잉여금 | 471.6 | 129.2 | 129.2 | 129.2 | 129.2 |
| 기타포괄이익누계액 | 52.0 | 54.3 | 55.0 | 55.0 | 55.0 |
| 이익잉여금 | -405.3 | 64.3 | 151.3 | 243.5 | 428.1 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 276.6 | 343.0 | 430.8 | 523.0 | 707.5 |

| Statement of Cash Flow | | | | | |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 영업활동현금흐름 | 36.7 | 72.9 | 97.8 | 128.2 | 135.9 |
| 당기순이익(손실) | 27.2 | 69.0 | 87.0 | 92.2 | 184.5 |
| 유형자산감가상각비 | 11.4 | 12.3 | 12.8 | 11.7 | 11.0 |
| 무형자산상각비 | 0.5 | 2.0 | 2.2 | 2.1 | 1.9 |
| 운전자본의 증감 | -24.8 | -21.0 | -20.2 | 10.7 | -69.1 |
| 투자활동 현금흐름 | -14.9 | -26.6 | -10.5 | -4.2 | -19.3 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -9.2 | -9.9 | -7.1 | -6.0 | -8.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | -0.7 | -4.0 | -1.1 | 0.4 | -2.7 |
| 재무활동 현금흐름 | 21.9 | -13.9 | -5.8 | -91.8 | -125.1 |
| 차입금증감 | 54.1 | 1.8 | 9.6 | -80.4 | -117.6 |
| 자본의증가 | 0.0 | -311.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 44.8 | 32.7 | 82.3 | 32.1 | -8.5 |
| 기초현금 | 86.6 | 131.4 | 164.1 | 246.4 | 278.6 |
| 기말현금 | 131.4 | 164.1 | 246.4 | 278.6 | 270.0 |

| Key Financial Data | | | | | |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 31,493 | 21,803 | 24,654 | 24,292 | 39,155 |
| EPS(지배주주) | 1,183 | 1,905 | 2,167 | 2,297 | 4,596 |
| CFPS | 2,572 | 2,549 | 3,364 | 3,456 | 6,406 |
| EBITDAPS | 2,354 | 2,318 | 3,232 | 3,440 | 6,391 |
| BPS | 10,000 | 8,543 | 10,729 | 13,026 | 17,622 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 17.0 | 17.9 | 15.6 | 14.7 | 7.3 |
| PCR | 7.8 | 13.3 | 10.0 | 9.8 | 5.3 |
| PSR | 0.6 | 1.6 | 1.4 | 1.4 | 0.9 |
| PBR | 2.01 | 3.98 | 3.15 | 2.59 | 1.92 |
| EBITDA(십억원) | 54.2 | 83.9 | 129.8 | 138.1 | 256.6 |
| EV/EBITDA | 11.9 | 18.0 | 11.0 | 9.5 | 4.7 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 10.2 | 22.3 | 22.5 | 19.3 | 30.0 |
| EBITDA이익률 | 7.5 | 10.6 | 13.1 | 14.2 | 16.3 |
| 부채비율 | 250.3 | 237.5 | 223.3 | 151.0 | 178.2 |
| 금융비용부담률 | 2.4 | 1.6 | 1.3 | 1.2 | 0.5 |
| 이자보상배율(x) | 2.5 | 5.5 | 8.7 | 10.9 | 32.5 |
| 매출채권회전율(x) | 6.7 | 7.2 | 6.5 | 6.1 | 7.0 |
| 재고자산회전율(x) | 3.0 | 2.6 | 2.6 | 2.4 | 2.8 |

삼성중공업 (010140) 1년 전만 하더라도, FDC는 상상조차 못했다

Analyst 배기연
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|--------------|---------|
| 적정주가 (12개월) | 40,000원 |
| 현재주가 (6. 19) | 27,550원 |
| 상승여력 | 45.2% |

FDC = 삼성중공업

- FDC(부유식 데이터센터)의 상징성은 삼성중공업이 선점
 - 지난 6월 1일 신설한 미래사업본부의 핵심 목표는 FDC이며, 개발에 속도를 높이는 중. 연내 수주 기대
 - 전력 인프라 회사인 ABB와 협력. 미국 데이터센터 개발사 Moustierian과 협력 등 기술 개발 가속
 - 미국 선급(ABS), 영국 선급(LR)으로부터 개념설계인증(AiP) 획득을 통해, 초기 시장 개척 중

적정주가를 40,000원으로 유지

- 2028년 Implied PBR 3.6배를 적용하여 적정주가를 40,000원으로 유지
 - 2028년 예상 ROE 26.8%, COE 7.5%
 - 해양플랜트 수주 파이프라인에 새로운 성장 동력 탑재. FLNG에 이어 FDC로 인해 2027년까지 확정되었던 수주 파이프라인은 2028년 이후에도 확장 분위기
 - 글로벌 오퍼레이션으로 확보한 외국 CAPA는 상선 공정 부하를 낮춰주며, 거제 내 핵심 부하를 해양플랜트로 집중할 수 있게 하는 구조

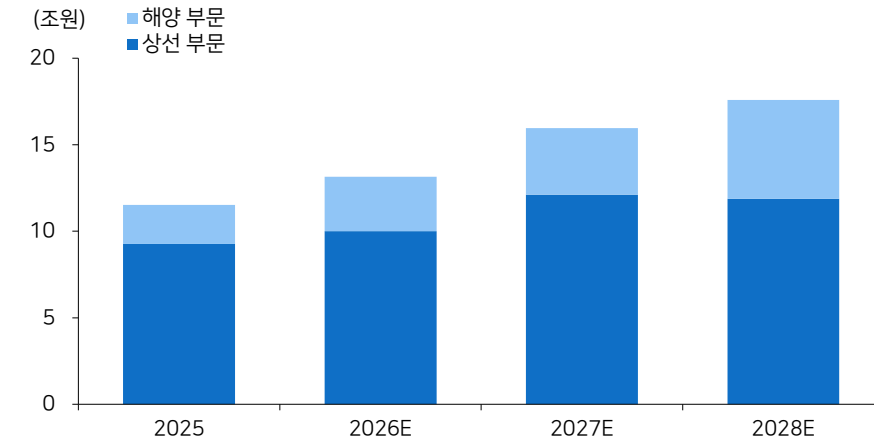
삼성중공업 적정주가 산출 및 실적 Snapshot

삼성중공업의 적정주가 산출 - PBR Valuation

| | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------------|-------|-------|---------------|
| COE(%) | 8.5 | 8.3 | 7.5 |
| RiskFree | 4.3 | 4.1 | 3.5 |
| Risk Premium | 4.2 | 4.3 | 4.2 |
| Beta | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| ROE(%) | 21.5 | 27.1 | 26.8 |
| ⌋) BPS(원) | 6,185 | 8,124 | 10,635 |
| ⌋) (ROE-g)/(COE-g) | 2.5 | 3.3 | 3.6 |
| Fair Value(원) | | | 40,000 |

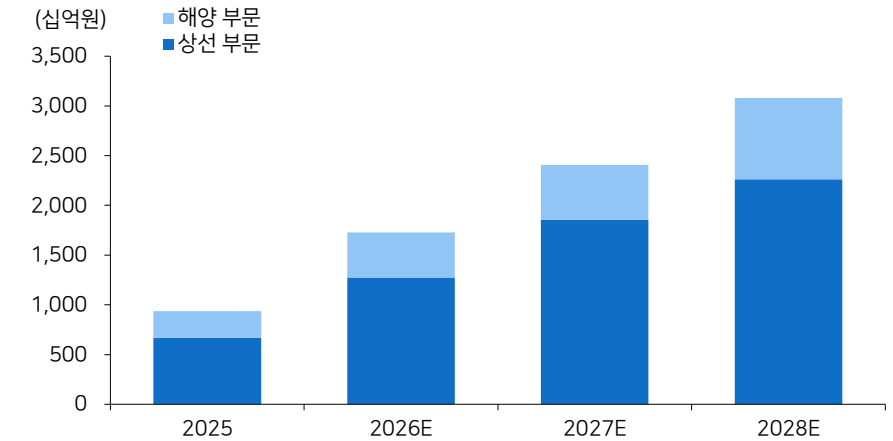
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 사업부별 매출액 전망



주: 사업부별 실적은 메리츠증권 추정 및 전망치 기준
자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 사업부별 영업이익



주: 사업부별 실적은 메리츠증권 추정 및 전망치 기준
자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 실적 Snapshot

| (십억원, %) | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E | 4Q27E | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 환율(원/달러) | 1,465.2 | 1,500.0 | 1,475.0 | 1,440.0 | 1,420.0 | 1,410.0 | 1,405.0 | 1,405.0 | 1,423.2 | 1,470.0 | 1,410.0 | 1,405.0 |
| YoY | 0.9% | 6.8% | 6.5% | -0.8% | -3.1% | -6.0% | -4.7% | -2.4% | 4.9% | 3.3% | -4.1% | -0.4% |
| 건조선가지표(P) | | | | | | | | | 179.0 | 207.8 | 192.3 | 188.7 |
| YoY | | | | | | | | | 8.4% | 16.1% | -7.4% | -1.9% |
| 한국후판가격(달러/톤) | 597.3 | 621.7 | 624.1 | 606.1 | 621.2 | 636.4 | 651.5 | 666.7 | 594.0 | 612.3 | 643.9 | 628.1 |
| YoY | 8.4% | 5.1% | -1.0% | 0.4% | 4.0% | 2.4% | 4.4% | 10.0% | -10.0% | 3.1% | 5.2% | -2.5% |
| 매출액 | 2,902.3 | 3,474.9 | 3,295.6 | 3,322.1 | 3,908.5 | 3,968.8 | 3,815.9 | 4,275.3 | 10,650.0 | 12,994.8 | 15,968.5 | 17,590.7 |
| YoY | 16.4% | 29.5% | 25.1% | 17.1% | 34.7% | 14.2% | 15.8% | 28.7% | 7.5% | 22.0% | 22.9% | 10.2% |
| QoQ | 2.3% | 19.7% | -5.2% | 0.8% | 17.7% | 1.5% | -3.9% | 12.0% | | | | |
| 영업이익 | 273.1 | 488.6 | 374.5 | 474.9 | 589.7 | 614.6 | 544.1 | 659.0 | 862.2 | 1,611.1 | 2,407.4 | 3,078.1 |
| YoY | 121.9% | 138.5% | 57.3% | 60.3% | 115.9% | 25.8% | 45.3% | 38.8% | 71.5% | 86.9% | 49.4% | 27.9% |
| QoQ | -7.8% | 78.9% | -23.3% | 26.8% | 24.2% | 4.2% | -11.5% | 21.1% | | | | |
| 영업이익률 | 9.4% | 14.1% | 11.4% | 14.3% | 15.1% | 15.5% | 14.3% | 15.4% | 8.1% | 12.4% | 15.1% | 17.5% |
| 세전이익 | 129.6 | 455.6 | 341.6 | 442.0 | 556.8 | 581.6 | 511.2 | 626.1 | 650.5 | 1,368.8 | 2,275.7 | 2,946.4 |
| YoY | 42.6% | 112.4% | 142.0% | 116.8% | 329.7% | 27.7% | 49.7% | 41.7% | 흑전 | 110.4% | 66.3% | 29.5% |
| QoQ | -36.5% | 251.6% | -25.0% | 29.4% | 26.0% | 4.5% | -12.1% | 22.5% | | | | |
| 지배주주순이익 | 101.6 | 341.7 | 256.2 | 331.5 | 417.6 | 436.2 | 383.4 | 469.6 | 545.5 | 1,031.0 | 1,706.8 | 2,209.8 |
| YoY | 10.3% | 59.6% | 80.4% | 240.6% | 311.1% | 27.7% | 49.7% | 41.7% | 754.1% | 89.0% | 65.6% | 29.5% |
| QoQ | 4.4% | 236.4% | -25.0% | 29.4% | 26.0% | 4.5% | -12.1% | 22.5% | | | | |

자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

| | |
|------------|-----------------|
| KOSPI | 9,052.42pt |
| 시가총액 | 242,440억원 |
| 발행주식수 | 88,000만주 |
| 유동주식비율 | 76.20% |
| 외국인비중 | 28.77% |
| 52주 최고/최저가 | 34,400원/15,720원 |
| 평균거래대금 | 1,871.8억원 |

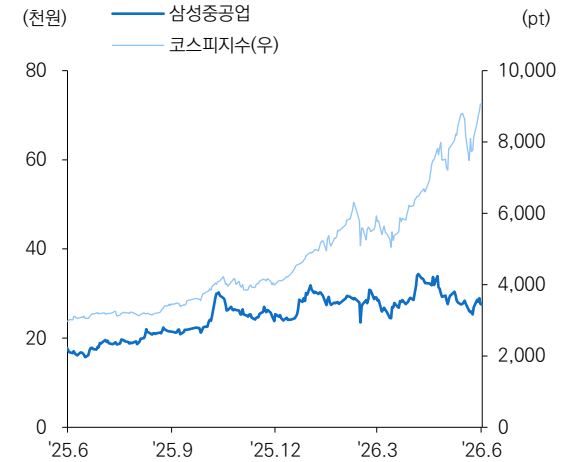
주요주주(%)

| | |
|--------------------------------|-------|
| 삼성전자 외 7 인 | 20.85 |
| 국민연금공단 | 7.98 |
| BlackRock Fund Advisors 외 12 인 | 5.01 |

주가상승률(%)

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|------|-------|-------|-------|
| 절대주가 | -3.5 | 8.5 | 58.0 |
| 상대주가 | -22.5 | -51.8 | -48.0 |

주가그래프



| (조원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|----------|---------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2024 | 9,903.1 | 502.7 | 63.9 | 73 | -143.1 | 4,312 | 155.6 | 2.62 | 16.8 | 1.8 | 358.6 |
| 2025 | 10,650.0 | 862.2 | 545.5 | 620 | 754.1 | 4,714 | 38.9 | 5.11 | 19.9 | 13.7 | 265.0 |
| 2026E | 12,994.8 | 1,611.1 | 1,031.0 | 1,172 | 89.0 | 6,185 | 23.5 | 4.45 | 12.0 | 21.5 | 223.0 |
| 2027E | 15,968.5 | 2,407.5 | 1,706.8 | 1,940 | 65.6 | 8,124 | 14.2 | 3.39 | 7.8 | 27.1 | 203.2 |
| 2028E | 17,590.7 | 3,078.1 | 2,209.8 | 2,511 | 29.5 | 10,635 | 11.0 | 2.59 | 5.6 | 26.8 | 157.9 |

삼성중공업 (010140)

Industry Insight
조선/기계

| Income Statement | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 매출액 | 9,903.1 | 10,650.0 | 12,994.8 | 15,968.5 | 17,590.7 |
| 매출액증가율(%) | 23.6 | 7.5 | 22.0 | 22.9 | 10.2 |
| 매출원가 | 8,982.5 | 9,275.7 | 10,775.5 | 12,803.8 | 13,676.2 |
| 매출총이익 | 920.6 | 1,374.3 | 2,219.3 | 3,164.7 | 3,914.5 |
| 판매비와관리비 | 417.9 | 512.1 | 608.2 | 757.2 | 836.4 |
| 영업이익 | 502.7 | 862.2 | 1,611.1 | 2,407.5 | 3,078.1 |
| 영업이익률(%) | 5.1 | 8.1 | 12.4 | 15.1 | 17.5 |
| 금융손익 | -179.4 | 43.8 | -141.0 | 57.5 | 153.5 |
| 종속/관계기업관련손익 | 0.0 | -0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -638.8 | -255.5 | -101.4 | -189.3 | -285.2 |
| 세전계속사업이익 | -315.5 | 650.5 | 1,368.8 | 2,275.7 | 2,946.4 |
| 법인세비용 | -369.4 | 114.7 | 339.3 | 568.9 | 736.6 |
| 당기순이익 | 53.9 | 535.8 | 1,029.4 | 1,706.8 | 2,209.8 |
| 지배주주지분 손이익 | 63.9 | 545.5 | 1,031.0 | 1,706.8 | 2,209.8 |

| Balance Sheet | | | | | |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 유동자산 | 9,370.0 | 7,407.1 | 9,978.9 | 13,973.6 | 16,645.5 |
| 현금및현금성자산 | 956.0 | 772.6 | 2,514.0 | 4,366.8 | 6,466.1 |
| 매출채권 | 1,030.5 | 1,310.0 | 1,533.5 | 1,973.5 | 2,091.1 |
| 재고자산 | 452.5 | 489.7 | 573.2 | 737.7 | 781.6 |
| 비유동자산 | 7,824.7 | 7,541.7 | 7,411.7 | 7,531.8 | 7,345.4 |
| 유형자산 | 5,115.9 | 5,107.1 | 4,836.1 | 4,497.4 | 4,191.2 |
| 무형자산 | 27.8 | 32.0 | 31.1 | 25.8 | 21.5 |
| 투자자산 | 1,679.7 | 1,531.9 | 1,765.5 | 2,229.6 | 2,353.7 |
| 자산총계 | 17,194.6 | 14,948.9 | 17,390.6 | 21,505.4 | 23,990.9 |
| 유동부채 | 12,029.2 | 9,422.2 | 9,807.0 | 12,187.0 | 12,469.6 |
| 매입채무 | 622.9 | 584.5 | 684.2 | 880.5 | 933.0 |
| 단기차입금 | 1,775.8 | 1,454.5 | 676.5 | 476.5 | 76.5 |
| 유동성장기부채 | 925.6 | 277.4 | 128.1 | 125.1 | 117.1 |
| 비유동부채 | 1,415.9 | 1,431.6 | 2,198.7 | 2,226.7 | 2,219.8 |
| 사채 | 74.9 | 299.2 | 284.3 | 264.3 | 244.3 |
| 장기차입금 | 61.9 | 16.7 | 2.0 | 1.0 | 1.0 |
| 부채총계 | 13,445.2 | 10,853.8 | 12,005.7 | 14,413.7 | 14,689.4 |
| 자본금 | 880.1 | 880.1 | 880.1 | 880.1 | 880.1 |
| 자본잉여금 | 4,496.0 | 4,496.0 | 4,496.0 | 4,496.0 | 4,496.0 |
| 기타포괄이익누계액 | 1,524.7 | 1,345.9 | 1,609.3 | 1,609.3 | 1,609.3 |
| 이익잉여금 | -2,136.0 | -1,602.9 | -571.9 | 1,134.9 | 3,344.7 |
| 비지배주주지분 | -45.1 | -53.9 | -58.5 | -58.5 | -58.5 |
| 자본총계 | 3,749.5 | 4,095.0 | 5,384.9 | 7,091.7 | 9,301.5 |

| Statement of Cash Flow | | | | | |
|------------------------|---------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 영업활동 현금흐름 | 654.5 | 1,562.9 | 2,202.1 | 2,717.4 | 2,758.3 |
| 당기순이익(손실) | 53.9 | 535.8 | 1,029.4 | 1,706.8 | 2,209.8 |
| 유형자산감가상각비 | 285.6 | 279.2 | 397.1 | 414.7 | 386.2 |
| 무형자산상각비 | 3.6 | 4.8 | 6.1 | 5.3 | 4.4 |
| 운전자본의 증감 | 117.6 | 576.8 | 575.7 | 590.7 | 157.9 |
| 투자활동 현금흐름 | 310.5 | -480.4 | 989.1 | -930.8 | -308.5 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -173.4 | -216.3 | -89.8 | -76.0 | -80.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | -1,218.7 | 147.8 | -233.6 | -464.1 | -124.1 |
| 재무활동 현금흐름 | -599.2 | -1,266.5 | -1,453.4 | 66.1 | -350.4 |
| 차입금증감 | 1,889.0 | -2,642.4 | -37.7 | 66.1 | -350.4 |
| 자본의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 372.2 | -183.4 | 1,741.4 | 1,852.8 | 2,099.3 |
| 기초현금 | 583.8 | 956.0 | 772.6 | 2,514.0 | 4,366.8 |
| 기말현금 | 956.0 | 772.6 | 2,514.0 | 4,366.8 | 6,466.1 |

| Key Financial Data | | | | | |
|-------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 11,254 | 12,102 | 14,767 | 18,146 | 19,989 |
| EPS(지배주주) | 73 | 620 | 1,172 | 1,940 | 2,511 |
| CFPS | 876 | 1,280 | 2,231 | 2,998 | 3,618 |
| EBITDAPS | 900 | 1,303 | 2,289 | 3,213 | 3,942 |
| BPS | 4,312 | 4,714 | 6,185 | 8,124 | 10,635 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 155.6 | 38.9 | 23.5 | 14.2 | 11.0 |
| PCR | 12.9 | 18.8 | 12.4 | 9.2 | 7.6 |
| PSR | 1.0 | 2.0 | 1.9 | 1.5 | 1.4 |
| PBR | 2.62 | 5.11 | 4.45 | 3.39 | 2.59 |
| EBITDA(십억원) | 791.9 | 1,146.2 | 2,014.3 | 2,827.4 | 3,468.6 |
| EV/EBITDA | 16.8 | 19.9 | 12.0 | 7.8 | 5.6 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 1.8 | 13.7 | 21.5 | 27.1 | 26.8 |
| EBITDA이익률 | 8.0 | 10.8 | 15.5 | 17.7 | 19.7 |
| 부채비율 | 358.6 | 265.0 | 223.0 | 203.2 | 157.9 |
| 금융비용부담률 | 2.2 | 1.3 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| 이자보상배율(x) | 2.4 | 6.1 | 12.1 | 15.3 | 20.5 |
| 매출채권회전율(x) | 14.0 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 8.7 |
| 재고자산회전율(x) | 9.1 | 22.6 | 24.5 | 24.4 | 23.2 |

HD현대마린솔루션 (443060) 개조 FDC와 FSRU 활용 기회

Analyst 배기연
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|--------------|----------|
| 적정주가 (12개월) | 300,000원 |
| 현재주가 (6. 19) | 225,000원 |
| 상승여력 | 33.3% |

개조 FDC 역량과 엔진 MRO 역량이 더해져 2028년 매출 전망을 상향 조정

- HD현대마린솔루션의 2028년 친환경솔루션 매출액은 8,934억원으로 증가 예상
 - 이는 2025년 매출액 대비 418.5% 성장(솔루션별 영업이익은 비공개)
 - 2027년부터 FSRU(부유식재기화설비) 매출 확대를 예상하던 기존 전망에 더해, 2028년부터 FDC(부유식데이터센터) 매출 발생 전망을 더하면서 실적 예상치 상향 조정
 - 신조보다 개조가 수주-인도 리드타임이 짧은 특성으로 인해 HD현대그룹의 FDC 수주 시 HD현대마린솔루션의 개조 역량 역시 투입될 가능성
- HD현대중공업의 데이터센터향 엔진 납품으로부터 1~2년 시차를 두고 MRO 매출 시작
 - 데이터센터향 엔진 수주 영업 시 HD현대중공업 + HD현대마린솔루션 간 시너지 강조
 - 본격적인 매출 발생은 2029년부터 예상하기 때문에 이는 적정주가 상향에 반영하진 않았음
 - 다만, HD현대중공업의 엔진 수주 소식이 HD현대마린솔루션의 주가 모멘텀 또는 멀티플 리레이팅으로 해석될 개연성은 충분

적정주가를 300,000원으로 상향 조정

- 2028년 Implied PER 20.8배를 적용하여 적정주가를 300,000원으로 상향 조정
 - 2028년 예상 ROE 45.4%, COE 7.5%
 - 2028년 친환경 솔루션의 예상 매출액 비중은 26.0%(핵심사업부내 비중은 39.3%)

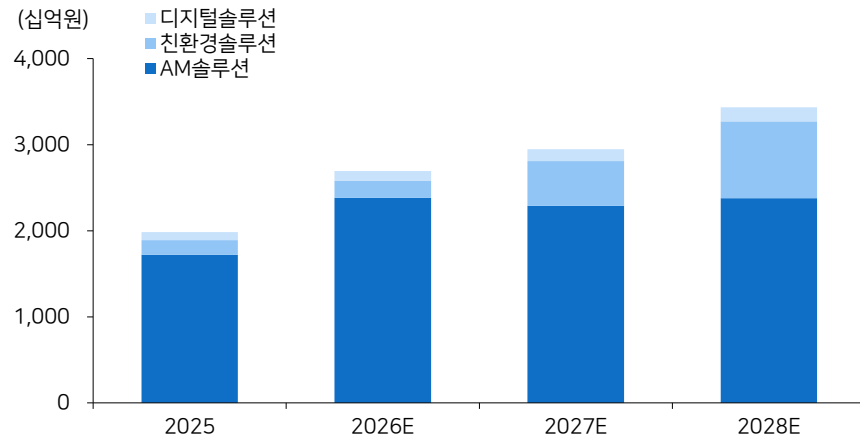
HD현대마린솔루션 적정주가 산출 및 실적 Snapshot

HD현대마린솔루션의 적정주가 산출 – PER Valuation

| | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------------------------|-------|-------|----------------|
| COE(%) | 8.5% | 8.3% | 7.5% |
| RiskFree | 4.3 | 4.1 | 3.5 |
| Risk Premium | 4.2 | 4.3 | 4.2 |
| Beta | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| ROE(%) | 44.3% | 46.4% | 45.4% |
| g(%) | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| Implied PER = 1/(COE-g) x (1-g/ROE) | | | 20.8 |
| 적정주가 | | | 300,000 |

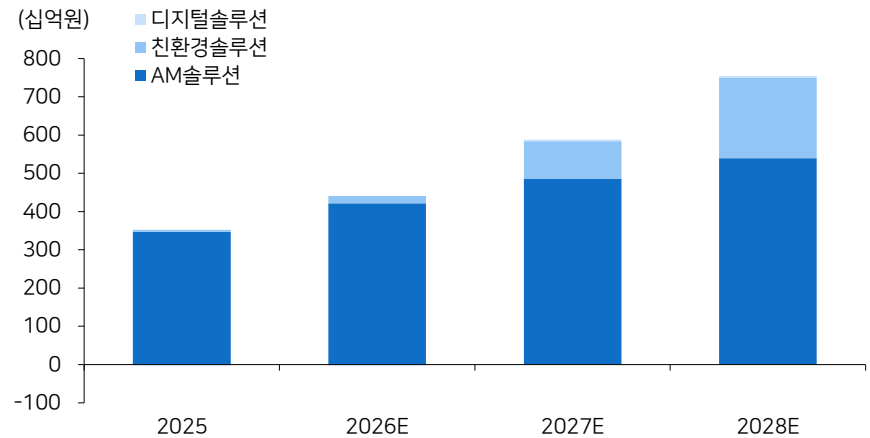
자료: 메리츠증권 리서치센터

HD현대마린솔루션 사업부별 매출액



자료: HD현대마린솔루션, 메리츠증권 리서치센터

HD현대마린솔루션 사업부별 영업이익



주: 사업부별 영업이익은 메리츠증권 추정 및 전망치 기준
자료: HD현대마린솔루션, 메리츠증권 리서치센터

HD현대마린솔루션 실적 Snapshot

Industry Insight
조선/기계

| (십억원) | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E | 4Q27E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| WTI(달러/배럴) | 70.7 | 94.1 | 79.0 | 75.0 | 73.0 | 71.0 | 70.0 | 68.0 | 65.6 | 79.7 | 70.5 | 68.0 |
| YoY | -2.5% | 46.1% | 20.1% | 25.5% | 3.3% | -24.5% | -11.4% | -9.3% | -13.4% | 21.5% | -11.5% | -3.5% |
| 환율(원/달러) | 1,465.2 | 1,500.0 | 1,475.0 | 1,440.0 | 1,420.0 | 1,410.0 | 1,405.0 | 1,405.0 | 1,423.2 | 1,470.0 | 1,410.0 | 1,405.0 |
| YoY | 0.9% | 6.8% | 6.5% | -0.8% | -3.1% | -6.0% | -4.7% | -2.4% | 4.9% | 3.3% | -4.1% | -0.4% |
| HD현대항 DF 부품 비중(%) | 16.4% | 14.8% | 16.4% | 22.2% | 22.2% | 35.2% | 27.8% | 37.5% | 18.1% | 17.4% | 30.7% | 34.1% |
| YoY | -8.6%p | 0.5%p | -1.8%p | 7.2%p | 5.8%p | 20.4%p | 11.4%p | 15.3%p | 10.7%p | -0.7%p | 13.2%p | 3.4%p |
| 매출액 | 574.6 | 711.0 | 699.0 | 708.5 | 680.8 | 692.4 | 774.1 | 799.2 | 1,982.7 | 2,693.1 | 2,946.5 | 3,432.7 |
| YoY | 18.3% | 52.0% | 36.2% | 37.2% | 18.5% | -2.6% | 10.7% | 12.8% | 13.6% | 35.8% | 9.4% | 16.5% |
| 사업부별 매출액 | | | | | | | | | | | | |
| AM솔루션 | 525.6 | 634.9 | 608.9 | 613.1 | 566.1 | 578.0 | 562.6 | 582.5 | 1,718.5 | 2,382.6 | 2,289.2 | 2,376.7 |
| 선박부품 | 216.9 | 222.1 | 238.3 | 251.0 | 236.0 | 246.1 | 241.3 | 254.3 | 768.0 | 928.3 | 977.7 | 1,038.1 |
| 병커링 | 263.2 | 367.3 | 325.3 | 317.6 | 286.6 | 288.7 | 278.0 | 284.6 | 783.4 | 1,273.3 | 1,137.9 | 1,161.8 |
| 기타 | 45.5 | 45.6 | 45.4 | 44.5 | 43.5 | 43.2 | 43.3 | 43.5 | 167.1 | 181.0 | 173.5 | 176.8 |
| 친환경솔루션 | 22.6 | 49.7 | 62.1 | 63.2 | 83.0 | 82.7 | 178.0 | 178.1 | 172.3 | 197.6 | 521.8 | 893.4 |
| 디지털솔루션 | 26.4 | 26.4 | 28.0 | 32.2 | 31.7 | 31.7 | 33.6 | 38.6 | 91.9 | 112.9 | 135.5 | 162.6 |
| 영업이익 | 93.4 | 104.9 | 115.7 | 124.1 | 124.4 | 135.7 | 158.0 | 169.6 | 350.1 | 438.1 | 587.7 | 754.4 |
| YoY | 12.5% | 26.4% | 23.6% | 37.1% | 33.2% | 29.4% | 36.6% | 36.6% | 28.8% | 25.1% | 34.2% | 28.4% |
| 영업이익률 | 16.3% | 14.8% | 16.6% | 17.5% | 18.3% | 19.6% | 20.4% | 21.2% | 17.7% | 16.3% | 19.9% | 22.0% |
| 세전이익 | 119.6 | 110.9 | 122.6 | 131.5 | 132.4 | 144.3 | 167.7 | 180.4 | 354.8 | 484.6 | 624.8 | 805.6 |
| YoY | 42.5% | 62.4% | 16.8% | 34.6% | 10.7% | 30.1% | 36.8% | 37.1% | 19.5% | 36.6% | 28.9% | 28.9% |
| 지배주주순이익 | 98.1 | 88.7 | 98.1 | 105.2 | 105.9 | 115.4 | 134.2 | 144.3 | 269.6 | 390.2 | 499.8 | 644.5 |
| YoY | 55.0% | 67.4% | 23.0% | 43.2% | 7.9% | 30.1% | 36.8% | 37.1% | 18.3% | 44.7% | 28.1% | 28.9% |

자료: HD현대마린솔루션, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

HD현대마린솔루션 (443060)

| | |
|------------|-------------------|
| KOSPI | 9,052.42pt |
| 시가총액 | 100,875억원 |
| 발행주식수 | 4,483만주 |
| 유동주식비율 | 42.97% |
| 외국인비중 | 28.77% |
| 52주 최고/최저가 | 280,500원/159,100원 |
| 평균거래대금 | 706.5억원 |

주요주주(%)

| | |
|---------------------|-------|
| 에이치디현대 외 3 인 | 55.33 |
| 국민연금공단 | 6.21 |
| GIC Private Limited | 6.01 |

주가상승률(%)

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|------|-------|-------|-------|
| 절대주가 | 3.2 | 15.6 | 8.7 |
| 상대주가 | -17.1 | -48.6 | -64.2 |

주가그래프



| (조원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2024 | 1,745.5 | 271.7 | 227.9 | 5,302 | 40.3 | 17,255 | 30.4 | 9.35 | 23.7 | 45.0 | 49.0 |
| 2025 | 1,982.7 | 350.1 | 269.6 | 6,013 | 13.4 | 18,396 | 32.2 | 10.52 | 22.4 | 33.7 | 54.3 |
| 2026E | 2,693.1 | 438.1 | 390.2 | 8,703 | 44.7 | 20,857 | 25.9 | 10.79 | 19.8 | 44.3 | 65.8 |
| 2027E | 2,946.5 | 587.7 | 499.8 | 11,148 | 28.1 | 27,205 | 20.2 | 8.27 | 14.7 | 46.4 | 56.8 |
| 2028E | 3,432.7 | 754.4 | 644.5 | 14,375 | 28.9 | 36,180 | 15.7 | 6.22 | 11.1 | 45.4 | 49.1 |

HD현대마린솔루션 (443060)

Industry Insight
조선/기계

| Income Statement | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 매출액 | 1,745.5 | 1,982.7 | 2,693.1 | 2,946.5 | 3,432.7 |
| 매출액증가율(%) | 22.0 | 13.6 | 35.8 | 9.4 | 16.5 |
| 매출원가 | 1,383.3 | 1,527.9 | 2,117.6 | 2,207.5 | 2,501.8 |
| 매출총이익 | 362.2 | 454.9 | 575.5 | 739.0 | 930.8 |
| 판매비와관리비 | 90.5 | 104.7 | 137.4 | 151.3 | 176.4 |
| 영업이익 | 271.7 | 350.1 | 438.1 | 587.7 | 754.4 |
| 영업이익률(%) | 15.6 | 17.7 | 16.3 | 19.9 | 22.0 |
| 금융손익 | 28.3 | 8.1 | 48.1 | 38.7 | 52.8 |
| 중속/관계기업관련손익 | -0.2 | -0.2 | -0.1 | -0.1 | -0.1 |
| 기타영업외손익 | -2.9 | -3.3 | -1.5 | -1.5 | -1.5 |
| 세전계속사업이익 | 296.9 | 354.8 | 484.6 | 624.8 | 805.6 |
| 법인세비용 | 69.0 | 85.2 | 94.4 | 125.0 | 161.1 |
| 당기순이익 | 227.9 | 269.6 | 390.2 | 499.8 | 644.5 |
| 지배주주지분 손이익 | 227.9 | 269.6 | 390.2 | 499.8 | 644.5 |

| Balance Sheet | | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 유동자산 | 1,075.5 | 1,186.8 | 1,476.4 | 1,842.3 | 2,352.3 |
| 현금및현금성자산 | 298.5 | 377.9 | 598.1 | 931.1 | 1,300.6 |
| 매출채권 | 248.6 | 303.5 | 303.5 | 303.5 | 350.3 |
| 재고자산 | 273.4 | 270.7 | 270.7 | 270.7 | 312.5 |
| 비유동자산 | 76.7 | 85.5 | 74.3 | 69.9 | 66.8 |
| 유형자산 | 19.6 | 29.6 | 11.6 | 6.7 | 2.7 |
| 무형자산 | 4.5 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 |
| 투자자산 | 3.0 | 3.2 | 4.4 | 5.0 | 5.8 |
| 자산총계 | 1,152.2 | 1,272.3 | 1,550.7 | 1,912.2 | 2,419.1 |
| 유동부채 | 342.6 | 408.7 | 561.0 | 632.8 | 730.4 |
| 매입채무 | 151.6 | 174.5 | 239.5 | 270.2 | 311.9 |
| 단기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 36.1 | 38.9 | 54.6 | 59.7 | 66.6 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 378.7 | 447.6 | 615.6 | 692.5 | 797.0 |
| 자본금 | 22.2 | 22.4 | 22.4 | 22.4 | 22.4 |
| 자본잉여금 | 384.6 | 404.4 | 404.5 | 404.5 | 404.5 |
| 기타포괄이익누계액 | 13.7 | 11.2 | 18.1 | 18.1 | 18.1 |
| 이익잉여금 | 323.5 | 377.0 | 480.3 | 764.9 | 1,167.3 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 773.5 | 824.7 | 935.1 | 1,219.7 | 1,622.1 |

| Statement of Cash Flow | | | | | |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 영업활동현금흐름 | 246.5 | 324.1 | 503.0 | 592.1 | 659.0 |
| 당기순이익(손실) | 227.9 | 269.6 | 390.2 | 499.8 | 644.5 |
| 유형자산감가상각비 | 11.8 | 12.7 | 30.1 | 16.9 | 7.9 |
| 무형자산상각비 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본의 증감 | -5.8 | 19.8 | 84.8 | 75.4 | 6.5 |
| 투자활동 현금흐름 | -195.9 | -21.3 | -80.1 | -45.3 | -49.3 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -9.6 | -17.2 | -10.1 | -12.0 | -4.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | -3.2 | -0.4 | -1.3 | -0.6 | -0.8 |
| 재무활동 현금흐름 | 149.1 | -223.3 | -205.6 | -213.7 | -240.1 |
| 차입금증감 | -125.0 | -2.5 | 8.1 | 1.5 | 2.0 |
| 자본의증가 | 366.9 | 19.9 | 0.1 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 202.8 | 79.5 | 220.1 | 333.1 | 369.5 |
| 기초현금 | 95.7 | 298.5 | 377.9 | 598.1 | 931.1 |
| 기말현금 | 298.5 | 377.9 | 598.1 | 931.1 | 1,300.6 |

| Key Financial Data | | | | | |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 40,599 | 44,228 | 60,070 | 65,720 | 76,565 |
| EPS(지배주주) | 5,302 | 6,013 | 8,703 | 11,148 | 14,375 |
| CFPS | 7,097 | 7,910 | 10,868 | 13,451 | 16,968 |
| EBITDAPS | 6,595 | 8,093 | 10,443 | 13,486 | 17,004 |
| BPS | 17,255 | 18,396 | 20,857 | 27,205 | 36,180 |
| DPS | 3,150 | 3,950 | 3,900 | 5,100 | 5,200 |
| 배당수익률(%) | 2.0 | 2.0 | 1.7 | 2.3 | 2.3 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 30.4 | 32.2 | 25.9 | 20.2 | 15.7 |
| PCR | 22.7 | 24.5 | 20.7 | 16.7 | 13.3 |
| PSR | 4.0 | 4.4 | 3.7 | 3.4 | 2.9 |
| PBR | 9.35 | 10.52 | 10.79 | 8.27 | 6.22 |
| EBITDA(십억원) | 283.6 | 362.8 | 468.2 | 604.6 | 762.3 |
| EV/EBITDA | 23.7 | 22.4 | 19.8 | 14.7 | 11.1 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 45.0 | 33.7 | 44.3 | 46.4 | 45.4 |
| EBITDA이익률 | 16.2 | 18.3 | 17.4 | 20.5 | 22.2 |
| 부채비율 | 49.0 | 54.3 | 65.8 | 56.8 | 49.1 |
| 금융비용부담률 | 0.3 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이자보상배율(x) | 59.8 | 330.2 | 417.9 | 533.3 | 637.2 |
| 매출채권회전율(x) | 7.8 | 7.2 | 8.9 | 9.7 | 10.5 |
| 재고자산회전율(x) | 6.8 | 7.3 | 9.9 | 10.9 | 11.8 |

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

투자 의견 비율

| 투자 의견 | 비율 |
|-------|-------|
| 매수 | 89.1% |
| 중립 | 10.3% |
| 매도 | 0.5% |

2026년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

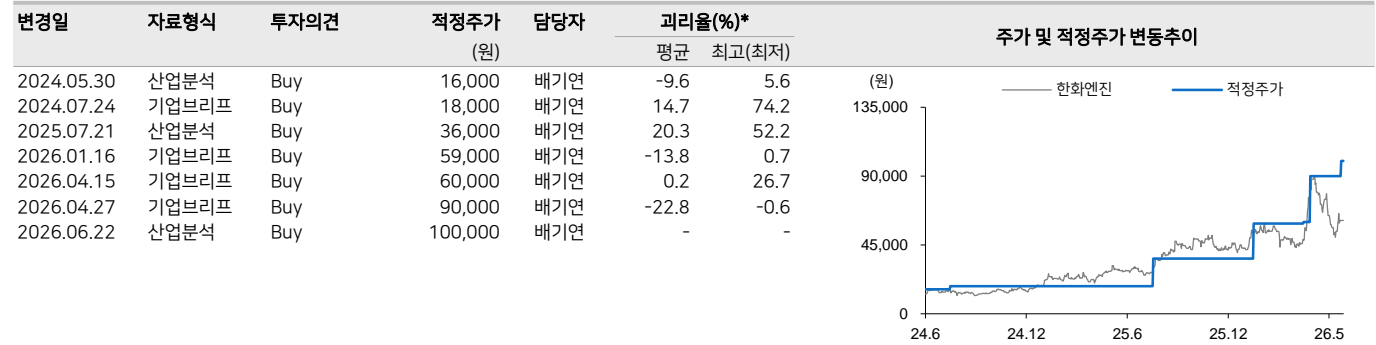
HD현대중공업 (329180) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 과리율(%)* | | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
| | | | | | 평균 | 최고(최저) | |
| 2024.05.30 | 산업분석 | Buy | 175,000 | 배기연 | -19.6 | -10.6 | |
| 2024.07.08 | 기업브리프 | Buy | 200,000 | 배기연 | -17.7 | -11.3 | |
| 2024.07.26 | 기업브리프 | Buy | 210,000 | 배기연 | -6.2 | 2.9 | |
| 2024.09.19 | 산업분석 | Buy | 260,000 | 배기연 | -17.2 | 14.6 | |
| 2025.01.07 | 산업브리프 | Buy | 310,000 | 배기연 | 2.4 | 30.2 | |
| 2025.04.30 | 산업분석 | Buy | 500,000 | 배기연 | -16.5 | -7.3 | |
| 2025.07.07 | 기업브리프 | Buy | 540,000 | 배기연 | -15.5 | -3.5 | |
| 2025.09.09 | 산업분석 | Buy | 670,000 | 배기연 | -20.6 | -6.9 | |
| 2025.11.06 | 산업분석 | Buy | 700,000 | 배기연 | -21.2 | -13.9 | |
| 2025.11.18 | 산업분석 | Buy | 720,000 | 배기연 | -22.3 | -4.2 | |
| 2026.05.07 | 산업브리프 | Buy | 800,000 | 배기연 | -15.9 | -6.9 | |
| 2026.06.22 | 산업분석 | Buy | 900,000 | 배기연 | - | - | |

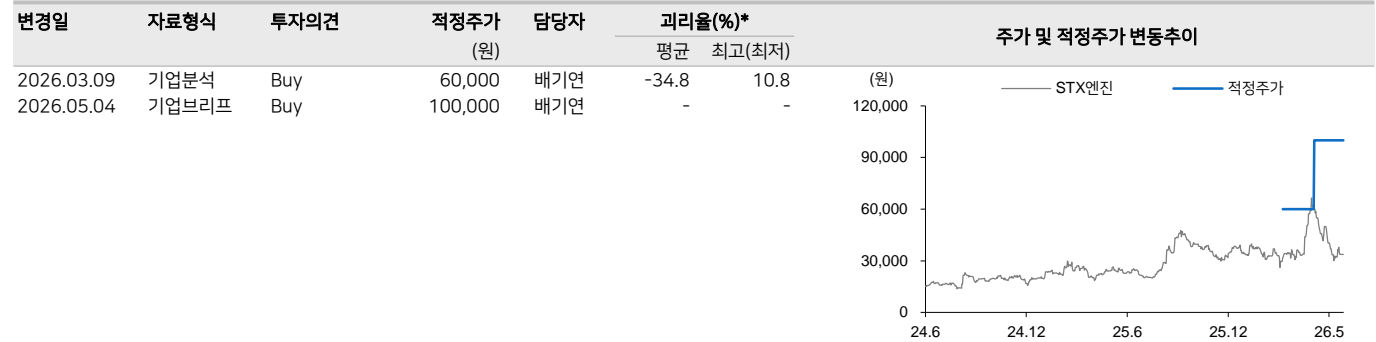
한화엔진 (082740) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



STX엔진 (077970) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



삼성중공업 (010140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 과리율(%)* | | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
| | | | | | 평균 | 최고(최저) | |
| 2024.05.30 | 산업분석 | Buy | 12,000 | 배기연 | -22.9 | -19.3 | |
| 2024.07.08 | 기업브리프 | Buy | 13,000 | 배기연 | -18.7 | -8.7 | |
| 2024.09.19 | 산업분석 | Buy | 20,000 | 배기연 | -46.0 | -39.9 | |
| 2025.01.08 | 기업브리프 | Buy | 22,000 | 배기연 | -33.7 | -17.9 | |
| 2025.07.03 | 기업브리프 | Buy | 24,000 | 배기연 | -25.2 | -18.5 | |
| 2025.07.25 | 기업브리프 | Buy | 30,000 | 배기연 | -30.6 | -19.7 | |
| 2025.10.24 | 기업브리프 | Buy | 33,000 | 배기연 | -21.4 | -8.2 | |
| 2026.01.09 | 기업브리프 | Buy | 39,000 | 배기연 | -23.4 | -18.3 | |
| 2026.01.30 | 기업브리프 | Buy | 40,000 | 배기연 | - | - | |
| 2024.05.30 | 산업분석 | Buy | 12,000 | 배기연 | -22.9 | -19.3 | |
| 2024.07.08 | 기업브리프 | Buy | 13,000 | 배기연 | -18.7 | -8.7 | |
| 2024.09.19 | 산업분석 | Buy | 20,000 | 배기연 | -46.0 | -39.9 | |
| 2025.01.08 | 기업브리프 | Buy | 22,000 | 배기연 | -33.7 | -17.9 | |
| 2025.07.03 | 기업브리프 | Buy | 24,000 | 배기연 | -25.2 | -18.5 | |
| 2025.07.25 | 기업브리프 | Buy | 30,000 | 배기연 | -30.6 | -19.7 | |
| 2025.10.24 | 기업브리프 | Buy | 33,000 | 배기연 | -21.4 | -8.2 | |
| 2026.01.09 | 기업브리프 | Buy | 39,000 | 배기연 | -23.4 | -18.3 | |
| 2026.01.30 | 기업브리프 | Buy | 40,000 | 배기연 | - | - | |

HD현대마린솔루션 (443060) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 과리율(%)* | | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
| | | | | | 평균 | 최고(최저) | |
| 2025.07.21 | 산업분석 | Buy | 240,000 | 배기연 | -14.6 | 16.9 | |
| 2026.06.22 | 산업분석 | Buy | 300,000 | 배기연 | - | - | |