

한화엔진 (082740)

삼위일체 – 신사업, 그룹내 입지, 본업

목표주가 107,000원, 투자의견 BUY로 커버리지 개시

목표주가 산정은 1) 선박용 엔진 제조사업의 적정가치와 2) 향후 DC항 발전엔진 사업 진출에 따른 별도의 적정가치를 합산한 SOTP 밸류에이션 기반. FY27F 선박 관련 사업의 NOPAT에 Target P/E multiple 25배, 향후 발생가능한 DC항 발전엔진 사업의 NOPAT에 Target P/E multiple 40배를 적용.

Everllence의 핵심 발전엔진 OEM 선정 가능성

Bain Capital의 인수 건으로 인해 육상 발전용 중속엔진 시장 확장에 적극 참여하지 못한 Everllence의 핵심 OEM으로 선정될 가능성이 높음. 실현될 경우, 1) 라이선스 관점의 발전엔진 진입장벽 해소, 2) 높은 신뢰도의 중속엔진 IP홀더와의 파트너십, 3) Everllence-한화 그룹의 발전사업 수주 시너지로 인한 리레이팅 예상.

그룹사의 북미 발전시장 진출의 핵심 “상장사”

한화에너지 (PPA), 한화솔루션 (태양광), 한화머티리얼스 (단조), 한화파워 (가스터빈)과 같은 계열사의 북미 발전사업 확장에 있어 동사 (중속엔진)의 역량이 강조될 것이라 예상. 특히, 한화에너지 산하 계열사 중에서 한화엔진이 상장사라는 특징에 주목. 그룹의 전력발전 밸류체인이 확대될수록 이를 자본시장과 연결할 수 있는 유일한 상장 플랫폼이기 때문.

본업의 이익 성장세 또한 견조

글로벌 신조선가 상승세로 인한 선박엔진 ASP 상승 외에도, 선종 믹스 관점에서 중국 조선사로부터 수주한 초대형 컨테이너선 엔진의 매출인식 비중 확대. 이에 따라 2H26F-FY28F 수익성 지속 개선되며, DC항 발전엔진 사업의 적정가치를 감안하지 않더라도 본업에 기반한 이익 성장세만으로 주가 관점의 상승여력은 충분히 확보.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 107,000원 (I)

직전 목표주가 0원

현재주가 (08/24) 44,900원

상승여력 138%

시가총액	37,468억원
총발행주식수	83,447,142주
60일 평균 거래대금	423억원
60일 평균 거래량	841,119주
52주 고/저	89,500원 / 38,000원
외인지분율	15.63%
배당수익률	0.00%
주요주주	한화임팩트

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.5)	(40.0)	8.1
상대	(8.5)	(29.7)	(48.9)
절대 (달러환산)	(3.2)	(34.3)	8.6

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q26P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	362	-6.6	4.9	383	-5.5
영업이익	38	12.2	-26.2	56	-32.1
세전계속사업이익	36	138.3	-48.1	59	-38.9
지배순이익	33	54.0	-37.2	51	-35.1
영업이익률 (%)	10.5	1.8%pt	-4.4 %pt	14.6	-4.1 %pt
지배순이익률 (%)	9.2	3.6%pt	-6.1 %pt	13.3	-4.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	1,202	1,371	1,615	2,347
영업이익	72	130	224	439
지배순이익	79	174	183	334
PER	13.2	16.0	20.5	11.2
PBR	2.7	5.0	5.1	3.6
EV/EBITDA	12.8	16.9	13.4	6.0
ROE	20.1	36.6	28.5	37.7

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

보고서 요약: 신사업, 그룹사, 본업의 삼위일체

Everllence의 발전엔진 핵심 OEM으로 선정될 가능성

Bain Capital이 최대주주로 등극한 유럽 엔진 IP홀더 Everllence의 입장에서 높은 ROIC를 달성하기 위해 발전용 중속엔진 OEM을 모색할 것이며, 동사가 핵심 파트너로 선정될 가능성이 매우 높다고 판단한다. 1) 견조한 저속엔진 트랙 레코드, 2) 한화그룹의 북미 발전사업 확장성, 3) 한화엔진의 신규 중속엔진 생산설비와 확장성이 근거이다.

선정될 경우, 1) 라이선스 관점의 발전엔진 진입장벽 해소, 2) 높은 신뢰도의 중속엔진 IP홀더와의 파트너십, 3) Everllence-한화그룹의 발전사업 수주 시너지를 통해 기존에 경쟁사 대비 열위로 평가받던 중속엔진 사업에 대한 리레이팅을 예상한다.

한화그룹내 북미 발전사업의 중추 역할

한화에너지 (PPA), 한화솔루션 (태양광), 한화머티리얼스 (단조), 한화파워 (가스터빈)과 같은 계열사의 북미 발전사업 확장에 있어 동사 (중속엔진)의 역량이 강조될 것이라 예상한다. 특히 데이터센터의 중심으로 전력망 연결을 기다리지 않고 수요처에서 직접 전력을 생산하는 분산형 발전 수요가 확대되면서, 가스터빈과 중속엔진은 설치기간, 발전효율, 모듈성, 부하추종 능력에 따라 서로 다른 수요를 흡수할 수 있다. 두 사업은 기술적으로 동일하지 않지만, '발전용 동력원'이라는 최종 시장에서는 상호 보완적인 포트폴리오가 될 수 있다

또한 그룹의 전력발전 밸류체인이 확대될수록, 이를 자본시장과 연결할 수 있는 유일한 상장 플랫폼이라는 한화엔진의 희소성 역시 높아질 수 있다. 향후 그룹 차원의 사업재편 과정에서 한화엔진이 적정가치 반영의 Vehicle로 활용될 가능성 자체를 현재 실적과 별개로 부여할 수 있는 중장기 옵션가치라고 평가한다.

2H26F-FY28F 선박 추진엔진 본업의 호조

전방산업의 단순 호황을 넘어서, 동사의 실적에 중요한 영향을 주는 요소는 엔진이 탑재되는 선박의 선종이다. 고수익성 컨테이너선 엔진의 수주잔고 비중이 4Q24 (32%, 1조) 대비 1Q26 (60%, 3조) 급증하고, 해당 기간 중국 조선업체향 수주잔고 또한 4Q24 (33%, 1.1조) 대비 1Q26 (49%, 2.5조) 급증했다. 특히 캐파 증설로 인한 530만 마력의 생산능력이 완전히 반영되는 FY27F부터 연간 엔진 인도량은 135대 수준으로 증가하는데, 이에 반해 2H26F 캡티브향 엔진 인도는 43척, 1H27F에는 36척으로 감소한다. 다시 말해, 중국으로 인도되는 고수익성 컨테이너선 엔진의 매출비중이 증가한다.

투자의견 및 목표주가

목표주가 107,000원, 투자의견 BUY로 커버리지 개시

목표주가 산정의 핵심은, 1) 선박용 엔진 제조사업의 적정가치와 2) 향후 DC향 발전엔진 사업 진출에 따른 별도의 적정가치를 합산한 SOTP 밸류에이션 방법론이다. 동사의 현재 주력 사업은 선박용 2행정 저속엔진이나, 실질적 주가의 동인은 2H26F 가동이 시작되는 중속엔진 사업의 DC향 발전엔진 진출 여부이다.

저속엔진 및 SCR, AM 등의 선박관련 사업의 NOPAT에 Target P/E multiple 25배, 향후 발생 가능한 DC향 발전엔진 사업의 NOPAT에 Target P/E multiple 40배를 적용한다. 발전사업에 높은 Target P/E multiple을 적용하는 근거는 1) 라이선서인 Everllence의 DC향 발전엔진 사업 본격화에 따른 OEM 선정 가능성이 높고, 2) FY27~29F 각각 360MW, 630MW, 900MW의 생산 여력이 존재하며, 3) 동사의 중속엔진 샵 신설 당시 이미 현재 생산능력 (연간 900MW)만큼의 추가 증설 (추가 900MW)를 염두에 두고 공사를 진행하여 빠른 증설이 가능하기 때문이다.

한화엔진: 밸류에이션

	FY26F	FY27F	FY28F
선박관련 사업 NOPAT (십억 원)	168	286	298
Target P/E (x)	25		
선박사업 적정가치 (십억 원)	4,203	7,159	7,438
발전용 엔진 사업 NOPAT (십억 원)	0	45	95
Target P/E (x)	40		
발전사업 적정가치 (십억 원)	0	1,800	3,780
적정가치 (십억 원)	4,203	8,959	11,218
주식수 (백만 주)	83		
목표주가 (원)	50,000	107,000	134,000
발전사업 제외 목표주가 (원)	50,000	86,000	89,000

자료: 유안타증권 리서치센터

Everllence의 발전용 중속엔진 핵심 OEM 역할 기대

Everllence 의 새 주인 Bain Capital, 그리고 한화엔진의 위치

발전용 중속엔진 사업에서 현대중공업의 힘센엔진과 같은 독자적 IP를 보유하지 못한 동사의 경우, Licensor로부터 라이선스 업데이트를 받아야만 발전용 중속엔진 (10MW급 이상)에 대한 생산 권리가 주어진다. 이로 인해 현재까지 현대중공업 엔진사업부가 국내 유일한 AIDC향 엔진 수주를 기록한 상황이다. 그리고 올해 6월 25일 글로벌 PE Bain Capital은 유럽 VW 산하의 선박용 2/4행정 엔진 설계 및 제작사 Everllence의 지분 51%를 확보하는 계약을 체결했다 (즉, 해당 인수 계약이 체결되기까지 Everllence의 공격적 DC향 사업 확장에는 제한이 있었다).

베인캡, Everllence 인수목적은 DC 향 BTM 발전사업 기회 포착

Bain Capital will work closely with Everllence's management team and Volkswagen to support the company's next phase of growth. Specific areas of focus include expanding the company's service business with its global installed customer base; investing in the company's growing role in naval defense, where demand across Europe and beyond is accelerating; supporting the continued development of alternative fuel platforms for the decarbonization of global shipping; and capturing the **significant opportunity in behind-the-meter power generation for data centers and industrial infrastructure.**

자료: 유안타증권 리서치센터, Bain capital

LBO 를 통해 IP 홀더를 인수한 PE 는 ROIC 를 위해 OEM 을 찾는다

여기서, PE 가 주인이 된 Licensor (Everllence)의 경제적 유인이 작용한다. PE 가 최대주주가 된 이후에는 높은 ROE 확보를 위해 자체 CAPEX 에 대한 유인이 낮아진다. 대규모 공장 증설은 초기 자본투입과 가동률 리스크를 수반하는 반면, 기존 Licensee 의 생산설비를 활용하면 Everllence 는 원천기술과 브랜드를 제공하고 판매량에 연동된 로열티를 수취할 수 있다. 데이터 센터라는 신규 시장의 성장성을 확보하면서도 추가적인 유형자산 투입을 최소화할 수 있다는 점에서, Licensee 를 통한 외형 확대는 Bain 체제하의 Everllence 의 자본효율성을 높일 수 있는 선택지다.

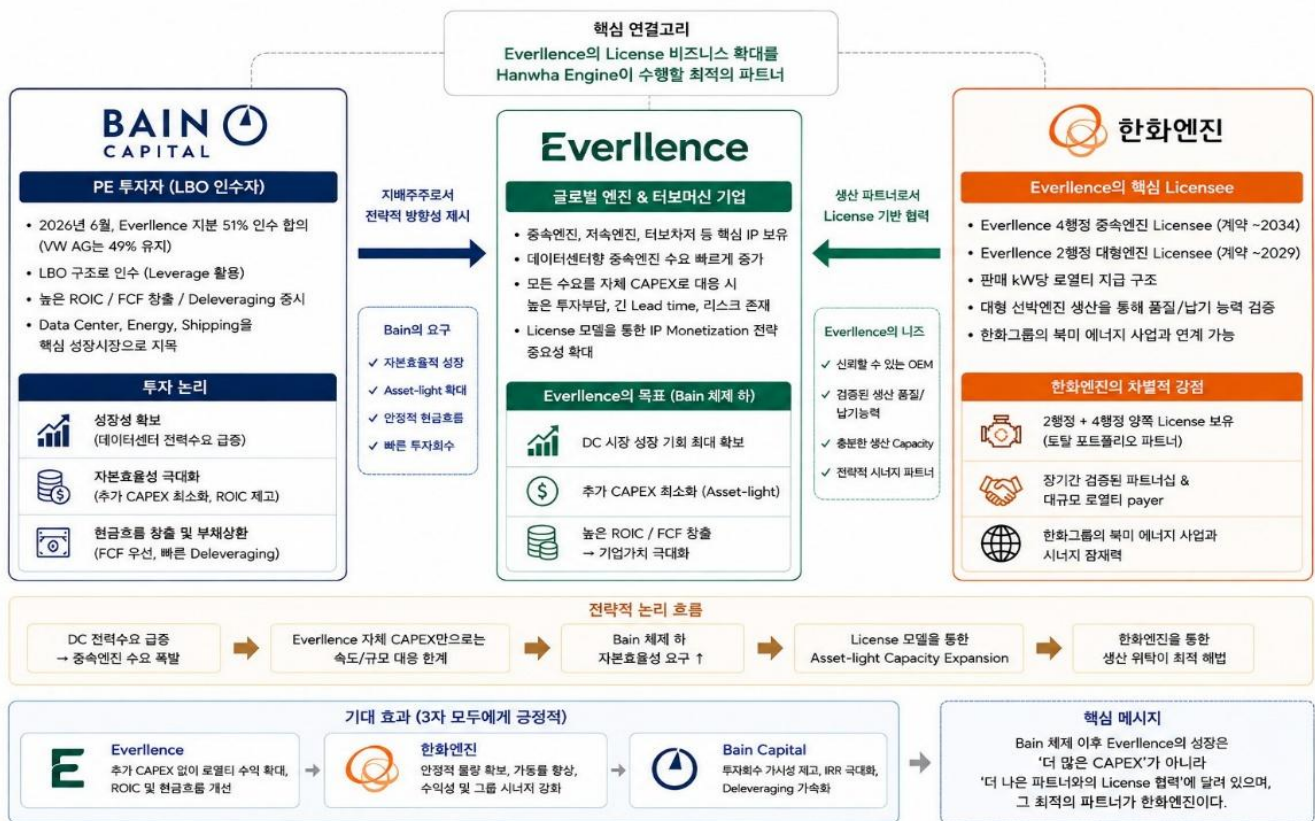
그리고 한화엔진은 다수의 중속엔진 OEM 중 가장 강력한 잠재적 파트너이다

중요한 것은 누가 Everllence 의 생산 파트너가 될 것인가다. 4행정 중속엔진만 놓고 보면 선택지는 많다. Everllence 의 글로벌 Licensee 네트워크에는 한국, 일본, 중국을 비롯한 다수의 엔진 제작사가 존재하며, 발전용 중속엔진 시장 역시 Wartsila 등 자체 기술을 보유한 업체와 다수의 Licensee 가 경쟁하고 있다. 따라서 단순히 '중속엔진을 생산할 수 있다'는 사실만으로 한화엔진의 차별성을 설명하기는 어렵다.

Everllence 의 입장에서 한화엔진은 중속엔진 Licensee 이상의 의미를 갖는다. 한화엔진은 4행정 중속엔진뿐 아니라 Everllence 의 핵심 사업인 2행정 대형 선박엔진에서도 오랜 기간 라이선스 생산을 수행해 온 주요 OEM 이다. 즉 Everllence 입장에서 한화엔진은 신규 시장 진입을 위해 검증해야 하는 새로운 생산업체가 아니라, 이미 대형엔진의 생산품질과 납기능력을 검증받고 상당한 규모의 로열티를 지급해 온 기존 고객이자 파트너다. 데이터센터용 중속엔진 생산을 외부 Licensee 에 추가 배분해야 한다면 이러한 기존 관계는 분명한 진입장벽으로 작용할 수 있다.

여기에 한화그룹이라는 전략적 접점도 존재한다. 한화는 미국에서 발전, 에너지 관련 사업기반을 확대하고 있으며, 최근에는 소재-가공-터빈, 엔진-발전으로 이어지는 밸류체인 구축을 추진하고 있다. 한화엔진을 통한 생산은 Everllence 입장에서 단순히 OEM 확보를 넘어, 북미 발전 시장에 이해관계를 가진 산업그룹과 생산 및 영업 측면의 접점을 확보한다는 의미를 가질 수 있다.

Bain Capital, Everllence, 한화엔진 간의 입장정리



자료: 유안타증권 리서치센터

어디까지나 가능성의 영역, 확인할 방법은 수주 공시뿐

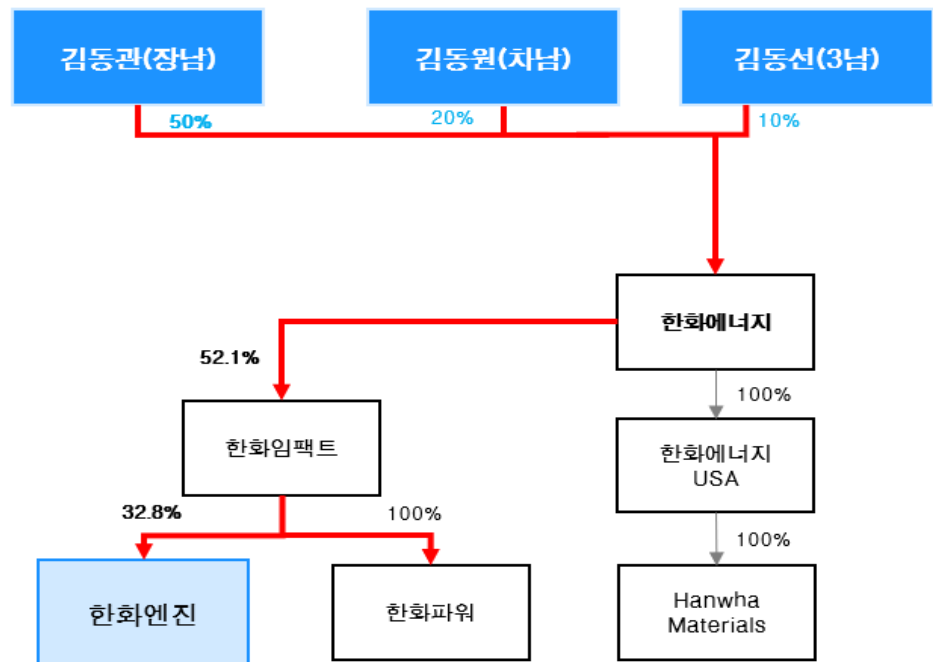
실제로 동사가 Everllence로부터 발전용 중속엔진의 라이선스 업데이트가 되었는지 여부는 NDA로 인해 확인할 방법이 없다. 다시 말해, 동사의 발전용 엔진 수주 공시 자체가 “Everllence로부터 DC향 발전엔진 라이선스를 취득한 상태이며, 이를 기반으로 한 중속엔진 수주가 완료되었다”는 의미를 가질 것이다.

결국 Bain 체제에서 Everllence의 데이터센터 전략은 ‘직접 생산능력을 얼마나 증설할 것인가’보다 ‘기존 IP를 활용해 얼마나 빠르게 ROIC를 증진할 것인가’가 중요해졌고, 이 관점에서 한화엔진은 ① Everllence의 2행정·4행정 기술을 모두 생산하는 기존 Licensee이며, ② 대형 선박엔진을 통해 장기간 생산능력을 검증받았고, ③ 이미 Everllence에 상당한 로열티를 지급하는 경제적 이해관계를 형성하고 있으며, ④ 북미 에너지시장 진출을 확대하는 한화그룹에 속해 있다는 점에서 다른 중속엔진 OEM과 차별화된다.

지배구조가 만드는 이해관계의 일치

동사의 투자 포인트는 엔진 업황과 실적 성장에만 국한되지 않으며, **한화그룹의 지배구조 안에서 상장 지분으로서 희소성에 주목할 필요가 있다.** 한화엔진의 최대주주인 한화임팩트는 김동관 부회장이 지분을 보유한 한화에너지와 연결되어 있으며, 결과적으로 한화엔진의 기업가치 상승은 김 부회장의 경제적 이해관계와 상대적으로 직접 연결되는 상장 자산 중 하나다.

한화에너지 지배구조



자료: 유안타증권 리서치센터, DART, 주: 투명한 박스는 비상장

이는 일반적인 계열사 지분과 다른 의미를 갖는다. 비상장 자산의 가치 상승이 즉각적인 자본시장 접근성 확대로 이어지기 어려운 반면, 상장사의 시가총액은 그 자체로 활용 가능한 자본의 크기를 결정한다. 높은 기업가치는 유상증자, 주식교환, 현물출자, 인수합병 등 다양한 자본거래에서 더 강한 통화를 제공하며, 지배주주가 보유한 지분가치 역시 동시에 확대시킨다.

따라서 한화엔진은 한화그룹 내에서 실적 성장이 기대되는 계열사일 뿐만 아니라, **지배주주의 가치 극대화와 일반주주의 주가 상승이라는 이해관계가 상대적으로 강하게 정렬된 자산**으로 볼 수 있다. 특히 향후 한화그룹이 엔진, 가스터빈, 발전 솔루션을 아우르는 사업 재편이나 추가적인 자본거래를 추진한다면, 한화엔진의 높은 시장가치는 선택 가능한 전략의 폭을 넓히는 핵심 변수가 될 수 있다.

강조하고자 하는 것은 ‘오너가 주가를 올릴 것’이라는 단순한 기대가 아니다. 한화엔진의 시가총액 상승이 **지배주주와 일반주주 모두에게 경제적으로 유리한 구조가 이미 형성되어 있다는 점**이다. 엔진 산업의 호황이 기업가치 상승의 펀더멘털을 제공한다면, 이러한 지배구조적 특성은 그 가치가 자본시장에서 적극적으로 실현될 유인을 강화한다.

그룹의 행보에서 드러나는 미래의 청사진

기본적 전제: 한화그룹이 미국내 발전사업 진출에 진심이다

최근 한화그룹의 투자는 발전사업을 중심으로 계열사 간 사업의 접점을 넓히는 방향으로 전개되고 있다. 당사는 이에 대해 기존의 상장 계열사 이외 1) 한화파워의 가스터빈 사업 확장, 2) Hanwha Materials의 단조사업, 그리고 3) 한화엔진의 발전엔진 시너지에 주목한다.

26년 3월 25일 미국 가스터빈 서비스 자회사 PSM과 브랜드 통합



한화파워시스템이 한화파워로 새롭게 시작합니다

한화파워시스템은 급변하는 글로벌 에너지 시장에

발맞춰 더욱 혁신적인 가치를 제공하기 위해,

미국 가스터빈 전문 기업

PSM(Power Systems Mfg., LLC)과

브랜드를 통합하고 회사명을 '한화파워'로 변경합니다.

자료: 유안타증권 리서치센터, 한화

한화에너지, 26년 3월 31일 미국내 단조기업 인수 완료

[기타부문] : Hanwha Materials LLC 등

(1) 영업개황

미국 조지아주 소재 법인으로, 항공우주 엔진용 터빈·압축기 디스크, 발전용 가스터빈(IGT) 디스크 등 고난도 단조(Forging) 제품의 생산 및 공급 사업을 영위하고 있습니다. 초내열 니켈 합금, 타이타늄, 분말금속 등 고성능 특수 소재 등온단조(Isothermal Forging) 및 정밀 단조 기술을 바탕으로 글로벌 항공우주, 방산, **가스 터빈 분야**로 사업 영역을 지속 확장하고 있습니다

(2) 회사의 경쟁우위 요소

극고온·고응력 등 극한의 환경을 견디는 첨단 합금 소재 가공 및 단조 기술력을 확보하고 있으며, 엄격한 품질 기준과 높은 신뢰성이 요구되는 글로벌 항공우주 및 발전 산업 규격을 충족하는 최고 수준의 기술 노하우를 보유하고 있습니다. 또한, 북미 현지 생산 거점을 바탕으로 GE, Rolls-Royce, Safran 등 글로벌 주요 OEM 고객사와의 장기공급계약(LTA)을 통한 긴밀한 협력체계를 구축하고 있어, 심화되는 글로벌 공급망 병목현상 속에서도 신속하고 안정적인 제품 공급 체계를 제공하며, **그룹 내 소재(단조)·가공 및 조립(엔진)**으로 이어지는 수직계열화 밸류 체인 역시 구축하고 있습니다.

자료: 유안타증권 리서치센터, DART

1. 한화임팩트의 비상장 자회사 한화파워 – 또 하나의 발전용 동력원

한화임팩트는 한화엔진 외에도 한화파워를 100% 자회사로 보유하고 있다. 한화파워의 주력 사업은 산업용 터보압축기로, 표면적으로는 선박용 대형엔진을 생산하는 한화엔진과 사업적 연관성이 크지 않다. 그러나 최종 수요처를 발전시장으로 확장하면 두 회사의 접점은 분명해진다.

터보압축기는 회전력을 이용해 공기나 가스의 압력을 높이는 장비다. 반대로 터빈은 고압, 고온의 가스를 팽창시키며 회전력을 만들어낸다. 에너지 변환의 방향은 반대지만, 두 제품 모두 고속 회전체와 축, 베어링, 정밀가공 기술을 필요로 하는 대표적인 터보기계다. 특히 한화파워는 발전용 가스터빈에 필요한 Fuel Gas Compressor를 공급하고 있으며, 과거 산업용 가스터빈 사업 경험까지 보유하고 있다. 따라서 한화파워를 일반 압축기 업체보다는 ‘가스 기반 발전설비와 연결되는 터보기계 사업자’로 바라볼 필요가 있다.

한화엔진과 한화파워가 생산하는 제품 자체는 다르지만 향하는 시장은 점차 가까워지고 있다. 데이터센터를 비롯한 대규모 전력수요처에서 자체 발전 수요가 증가하면서 가스터빈과 왕복동

엔진은 모두 분산형 발전의 주요 동력원으로 부상하고 있다. 한화엔진이 중속엔진을 통해 발전 시장으로 확장한다면, 한화파워의 터보기계 역량과 함께 ‘그룹 내 미국형 발전원 포트폴리오를 구성할 수 있는 두 개의 축’이 이미 존재하는 셈이다.

2. 한화머티리얼스 인수 – 정황증거와 직접증거 모두 존재하는 호재

최근 한화그룹의 미국 단조사업 투자 (Firth Rixson Forgings LLC 3,490억 인수)는 이러한 연결 고리를 한 단계 위로 확장시킨다. 한화에너지는 미국 단조사업 인수 목적을 “소재사업(단조)-가공(터빈, 엔진 등)-발전으로 이어지는 밸류체인 구축으로 제시했다. 현재 인수 자산의 주요 적용처는 항공엔진이지만, 대형 단조설비를 기반으로 생산되는 디스크와 기타 고성능 회전체 부품은 향후 산업용 터빈, 압축기, 엔진으로 적용 범위를 넓힐 수 있는 기반이 된다.

해당 투자에 주목해야 하는 이유는 한화그룹이 이미 downstream에 필요한 사업들을 보유하고 있기 때문이다. 한화파워는 터보압축기와 발전 관련 터보기계를, 동사는 엔진의 생산 및 가공 역량을 가지고 있다. 여기에 단조사업이 추가되면서 “단조 소재 → 정밀가공 → 터보기계-엔진 → 발전”이라는 하나의 산업적 연결고리를 그릴 수 있게 됐다.

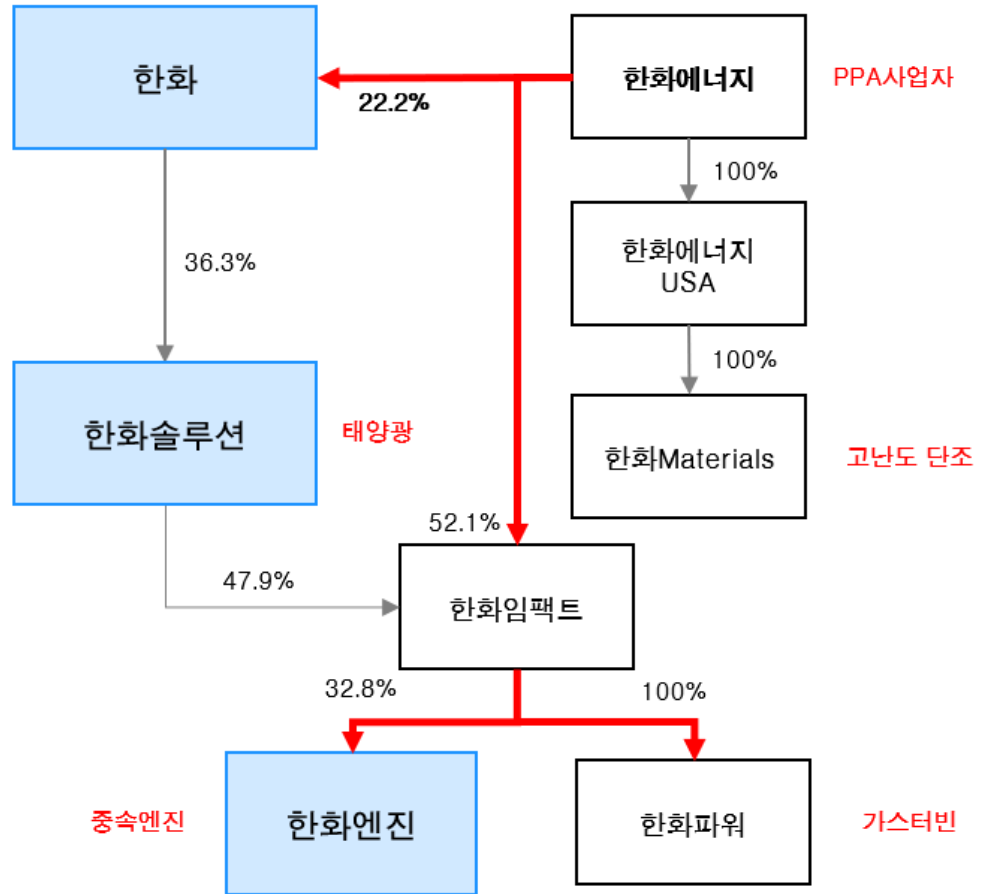
에어로가 아닌 에너지가 인수주체라면, 단순 항공엔진 공급망 용도가 아니다

이번 인수를 항공엔진 공급망 내재화만으로 해석할 필요는 없다. 아직 한화머티-한화파워-한화엔진 사이의 관계를 공식적으로 정립할 수는 없지만, 그룹 스스로 투자 목적에 터빈, 엔진, 발전을 명시했다는 점에서 향후 산업용 발전원 사업까지 염두에 둔 투자로 해석할 여지가 충분하다.

3. 이 모든 것의 화룡점정이 될 수 있는 한화엔진

여기에 **한화엔진을 더하면** 그룹이 확보하고 있는 발전 포트폴리오의 범위는 한층 넓어진다. 한화파워가 압축기와 터보기계를 기반으로 가스터빈 발전 밸류체인에 노출되어 있다면, 한화엔진은 엔진 설계, 생산 역량을 기반으로 발전용 중속엔진 시장으로 사업 영역을 확장할 수 있다. 특히 데이터센터로 중심으로 전력망 연결을 기다리지 않고 수요처에서 직접 전력을 생산하는 분산형 발전 수요가 확대되면서, **가스터빈과 중속엔진은 설치기간, 발전효율, 모듈성, 부하추종 능력에 따라 서로 다른 수요를 흡수**할 수 있다. 두 사업은 기술적으로 동일하지 않지만, ‘발전용 동력원’이라는 최종 시장에서는 상호 보완적인 포트폴리오가 될 수 있다.

한화그룹내 북미 발전사업 기업 지배구조



자료: 유안타증권 리서치센터, DART 주: 투명한 박스는 비상장

4. 수직 계열화된 기업들 중 유일한 상장사

중요한 점은 이들 (한화엔진-엔진, 한화파워-가스터빈, 한화머티-단조) 사업이 산업적으로 연결 되면서도 현재 서로 다른 법인에 분산되어 있다는 것이다. 한화임팩트는 상장사 한화엔진 (33%) 과 비상장사 한화파워 (100%)를 각각 보유하고 있으며, 한화머티 역시 한화에너지 산하에 위치 한다. 반면 최종적으로 지향하는 사업영역을 “발전사업” 으로 정의하면 세 사업 사이에는 소재 -부품-완제품으로 이어지는 수직계열화와 발전원 포트폴리오 확대라는 산업적 명분이 존재한다.

과거라면 각각의 비상장 성장자산을 독립적으로 육성한 뒤 IPO를 통해 가치를 현실화하는 방안 도 유효하겠으나, 최근 중복상장에 대한 투자자의 부정적 인식이 높아지고 일반주주 보호를 강 화하는 제도적 환경이 조성되며 비상장 계열사의 독립적인 상장을 통한 가치현실화는 과거보다 부담이 커졌다. 따라서 이미 상장되어 있는 계열사에 연관 사업을 집중하여 해당 기업가치를 확 대할 유인이 높다.

이러한 환경에서 한화엔진은 **그룹 내 전력발전 자산을 담을 수 있는 상장 플랫폼이라는 희소성**을 갖는다. 예를 들어 한화임팩트가 보유한 한화파워 지분이나 그룹이 보유한 한화머티 등 발전 관련 자산을 한화엔진에 현물출자하고 그 대가로 한화엔진 신주를 취득할 수 있다. 현물출자는 한화엔진의 대규모 현금유출 없이 비상장 성장자산을 상장사에 집중시킬 수 있으며, 출자자 입장에서조차 비상장 자산을 상장지분으로 전환할 수 있다. 한화파워와 한화머티의 별도 상장을 가정하지 않더라도, 기존 상장사인 한화엔진을 활용해 이들 자산의 가치를 자본시장에서 현실화할 수 있는 선택지가 존재한다. 이는 사업 포트폴리오 확대와 성장산업 노출도 상승에 따른 밸류에이션 멀티플의 변화까지 기대할 수 있는 요인이다.

물론 현재까지 한화파워 또는 한화머티를 한화엔진에 편입하겠다는 계획은 단순 가능성에 불과하다. 실제 사업재편이 이루어져도 자산가치 산정과 신주 발행조건, 기존주주의 희석 여부 등 거래구조와 주주가치 관점의 불확실성이 존재한다. 따라서 특정 현물출자를 기본 시나리오로 가정하기보다는 ① 한화엔진-한화파워-한화머티의 사업적 연결성이 높아지고 있고, ② 이 가운데 한화엔진이 유일한 상장사이며, ③ 중복상장에 비우호적인 국내 자본시장 환경에서 기존 상장 플랫폼을 활용한 사업 집중의 상대적 매력도가 높아졌다는 점에 주목한다.

정리하자면, 당사가 한화엔진에 부여하는 가치는 현재의 선박엔진 실적만으로 설명되지 않는다. **그룹의 전력발전 밸류체인이 확대될수록, 이를 자본시장과 연결할 수 있는 유일한 상장 플랫폼이라는 한화엔진의 희소성** 역시 높아질 수 있다. 향후 그룹 차원의 사업재편 과정에서 한화엔진이 적정가치 반영의 Vehicle로 활용될 가능성 자체를 현재 실적과 별개로 부여할 수 있는 중장기 옵션가치라고 평가한다.

본업에 대한 이야기

당연한 소리는 짧게 – 조선업황 이익개선에 걸친 수익성 상승

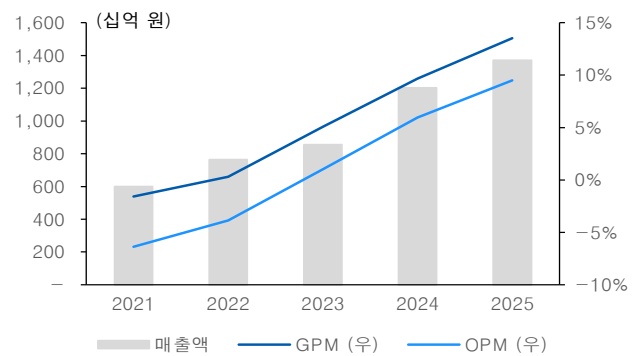
COVID 이후 지속 상승세를 보인 신조선가 지수와 연동해, 동사의 선박용 엔진 사업의 수익성 또한 향후 개선세를 보일 것이다. 선박 건조업과 달리 엔진의 경우 인도시점에 매출이 인식되어 분기별 외형과 이익의 변동성은 존재하나, 시계열 상으로 이미 수익성 개선세는 확인되었다.

높은 선가와 잔고에 따라서



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

연간 실적 개선세는 이미 확인



자료: 유안타증권 리서치센터, 한화엔진

중요한 것은 디테일 – 2H26-FY27F 컨테이너선 엔진 매출 호조

전방산업의 단순 호황을 넘어서, 동사의 실적에 중요한 영향을 주는 요소는 엔진이 탑재되는 선박의 선종이다. 과거 국내 고객사 (한화오션, 삼성중공업) 대비 중국 조선업체들의 단납기 엔진 발주에 대한 프리미엄이 유효하다는 예측이 존재했으나, 현재는 그 상관관계가 깨진 상태이다.

오히려, 인도기준 매출인식에 따른 엔진의 선종과 공급단가가 더 중요한데, 해당 공급 단가가 높은 컨테이너선 엔진 인도량의 증가가 실적 개선의 핵심이다. 그리고 동사의 2H26-FY27F 기간내 중국 고객사향 컨테이너선 매출인식 비중이 확대된다.

중국향 매출 증가세는 어떻게 추정하는가 – Captive 의 역산

아래의 표는 동사의 2023년 이후 수주한 캡티브 고객사 2곳 (한화오션, 삼성중공업)의 상선 인도 일정 추정치에서 1년을 앞당긴, 다시 말해 특정 분기 동사의 캡티브 선박엔진 매출이 어느 시점에 수주받은 것인지를 정리한 것이다. FY24-25 동사는 연평균 129대의 엔진을 인도했는데, 당사 추정치상 2H26F 캡티브향 엔진 인도는 43척, 1H27F에는 36척으로 감소한다. 다시 말해, **중국으로 인도되는 엔진의 대수가 증가한다** (특히 증설로 인한 530만 마력의 생산능력이 완전히 반영되는 FY27F부터 연간 엔진 인도량은 135대 수준으로 증가한다).

한화엔진: 한화오션과 삼성중공업으로부터 수주한 엔진의 분기별 엔진 인도 스케줄

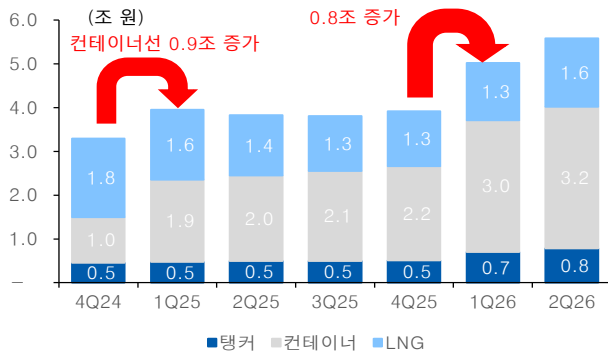
	신조선가	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
1Q23	166	0	0	1	2	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q23	171	0	2	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0
3Q23	175	1	2	2	2	3	1	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q23	178	2	1	1	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q24	183	2	1	4	2	3	5	4	3	1	1	2	2	0	0	0	0
2Q24	187	0	1	2	2	2	2	1	0	1	3	3	1	0	0	0	0
3Q24	190	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q24	189	0	0	1	1	1	3	5	7	1	2	1	2	0	0	0	0
1Q25	187	0	0	0	0	2	3	4	4	4	1	2	3	0	0	0	0
2Q25	187	0	0	0	0	0	2	1	1	2	1	1	1	0	0	0	0
3Q25	186	0	0	0	0	0	0	3	2	4	5	4	2	2	2	1	0
4Q25	185	0	0	0	0	0	0	0	2	0	2	6	10	8	3	2	1
1Q26	182	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4	2	4	6	6	1	0
2Q26	185	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	1	1	5	6	4	3

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarkson

중국향 매출은 왜 컨테이너선일까 – 1Q25, 1Q26 급증한 컨테이너 수주잔고

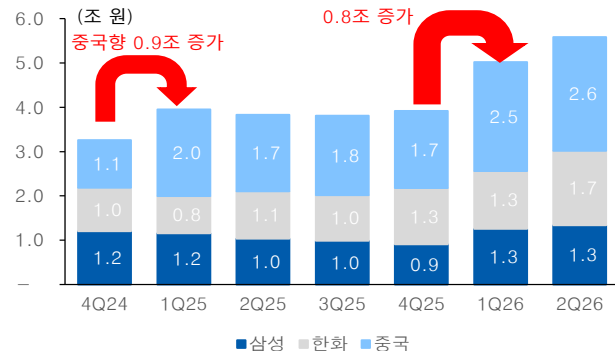
동사의 선박엔진 수주잔고는 4Q25-1Q26 급격한 믹스 변화를 보인다. 컨테이너선 엔진의 잔고 비중이 4Q24 (32%, 1조) 대비 1Q26 (60%, 3조) 급증하고, 해당 기간 중국 조선업체향 수주잔고 또한 4Q24 (33%, 1.1조) 대비 1Q26 (49%, 2.5조) 급증한다. 특히 1Q25, 1Q26 2개 분기에 중국향 수주와 컨테이너선 수주가 급증하는 것으로 보아 중국 건조 컨테이너선에 대한 엔진 수주가 급증한 것을 알 수 있다. FY24-25 고선이 수주 물량의 인도가 2H26-FY27F 기간 집중되어 있다는 점을 감안하면 향후 분기별 컨테이너선 엔진 인도 비중은 점점 상승할 것이라 예상된다.

한화엔진: 선종별 수주잔고 변화 추이



자료: 유안타증권 리서치센터, 한화엔진

한화엔진: 고객사별 수주잔고 변화 추이



자료: 유안타증권 리서치센터, 한화엔진

2H26F-FY28F 선박사업 실적 개선 지속, 발전엔진은 +α

당사의 실적 예상치에는 한화엔진이 향후 데이터센터용 발전엔진 사업을 수주한다는 가정이 포함되어 있다. 전사 매출과 이익에 대한 예상치는 다음과 같다. 눈여겨볼 점은, 데이터센터용 발전용 중속엔진 수주가 당사 예상치와 동일하게 진행될 경우 해당 사업의 FY28F 영업이익 기여도는 24%까지 상승한다.

한화엔진: 분기별 및 연간 실적 예상

(단위: 십억 원)	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	FY26F	FY27F	FY28F
매출액	345	362	403	505	555	596	577	618	1,615	2,347	2,541
선박관련	345	362	403	505	505	546	527	568	1,615	2,147	2,121
발전용 중속엔진	0	0	0	0	50	50	50	50	0	200	420
영업이익	51	38	54	81	104	112	107	116	224	439	523
선박관련	51	38	54	81	89	97	92	101	224	379	397
발전용 중속엔진	0	0	0	0	15	15	15	15	0	60	126
OPM	14.9%	10.5%	13.3%	16.1%	18.7%	18.8%	18.6%	18.7%	13.9%	18.7%	20.6%
선박관련	14.9%	10.5%	13.3%	16.1%	17.6%	17.8%	17.5%	17.7%	13.9%	17.6%	18.7%
발전용 중속엔진	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	N.A.	30.0%	30.0%

자료: 유안타증권 리서치센터, 한화엔진

이와 같은 예상치는 1) 현재 동사의 중속엔진 생산능력 900MW중 FY27-28F 선박용 중속엔진 수주 잔고가 각각 60% (540MW), 30% (270MW) 수준 확보되었으며, 유헤 슬롯을 DC용 발전엔진으로 채운다는 전제에 근거한다. 만약 앞서 언급한 Everllence 라이선스 기반 발전엔진 발주 수요가 증가할 경우, 이에 따른 발전용 중속엔진 전용 설비 증설 또한 무리가 없을 것이다 (작년 중속엔진 생산설비 착공시 900MW 추가 증설 대비를 한 상태이다).

기업 정보

40년간 축적한 엔진 기술, 국내 조선업의 성장과 함께

1983년 한국중공업의 엔진사업에서 출발하여 Everllence, Sulzer 등을 통해 글로벌 원천기술사(Licenser)의 엔진을 제작하는 라이선시(Licensee) 사업자다. 현재 Everllence와 WinGD의 기술을 기반으로 2행정 저속엔진을 주력하며, 이중연료 등 친환경 에너지 사업 전환을 가속화하고 있다. 40년 이상 축적한 역량을 기반으로 2025년 기준 누적 저속엔진 생산량은 1.3억 마력으로, 글로벌 저속엔진 시장점유율 2위를 유지하고 있다.

한화엔진: 연혁

연도	주요 사건
1983	한국중공업 엔진사업으로 출발
1999	정부 주도 빅딜로 HSD 엔진(주) 설립
2001	두산그룹 계열 편입
2005	세계 최대 크기 엔진 최초 생산, 두산엔진으로 사명 변경
2013	세계 최초 이중연료(DF) 저속엔진 양산화 성공
2014	친환경 탈질시스템(DeNOx · LP SCR) 세계 최초 수주, DF 엔진 상용화
2016	4행정 중속엔진 사업 중단
2017	저속엔진 누계 생산 1억 마력 달성
2018	두산 재무난으로 사모펀드에 매각, HSD 엔진으로 사명 복귀
2021	최대주주 인화정공으로 변경
2024	한화그룹 편입, 한화엔진(주)로 사명 변경
2025	중속엔진 증설 착수, SEAM 인수계약
2026	중속엔진 공장 준공

자료: 유안타증권 리서치센터, 언론 종합

한화그룹 편입을 통한 조선 밸류체인 확대

한화그룹은 2024년 2월 HSD엔진 인수를 완료하며 사명을 한화엔진으로 변경했다. 동사는 선박용 주기관을 생산하고, 한화오션은 선박 건조를 담당하는 구조로 조선사업 내 수직계열화가 강화됐다. 친환경 선박 분야에서도 엔진과 선박의 연계 개발과 공급을 통한 사업 시너지 창출이 가능하며, 특히 한화오션, 삼성중공업 뿐 아니라 2Q26 기준 중국 등 해외 수주잔고 비중이 46%로, 글로벌 선박 발주 증가의 수혜를 동시에 누릴 수 있다.

친환경 선박 전환을 선제적으로 대응한 기술력

핵심 경쟁력은 친환경 이중연료(DF) 엔진이다. 2013년 세계 최초로 DF 저속엔진 양산화에 성공했으며, 2014년에는 세계 최초 선박용 이중연료 저속엔진 시운전에 성공했다. 같은 시기 저온 SCR 개발에도 성공하며 선박 배출가스 규제에 대응하는 기술을 확보했다.

DF 엔진은 디젤과 LNG, 메탄올, 암모니아 등 친환경 연료를 선택적으로 사용할 수 있어 IMO 탈탄소 규제 강화 속에서 수요가 급증하고 있다. 신규 수주잔고 중 DF 엔진 비중은 약 85%에 이른다. 여기에 배기가스 내 질소산화물(NOx)을 90% 이상 제거하는 친환경 저온탈질설비(LP

SCR·DelNOx)를 독자 개발해 2014년 세계 최초로 상용화했고, 이를 선박엔진과 패키지 또는 개별 방식으로 공급하며 IMO Tier III 규제에 대응하고 있다. 또한, 2023년 첫 메탄올 이중연료 엔진 수주와 2025년 LNG운반선용 VCR 적용 엔진을 생산하며 친환경 엔진의 기술 범위를 확대했다.

이러한 기술 축적은 친환경 선박 발주 확대에 따른 고부가 엔진 비중 상승으로 연결될 수 있다. 이중연료 엔진은 기존 디젤엔진 대비 높은 기술 사양과 부품 구성을 요구하기 때문에 제품 믹스가 친환경 엔진 중심으로 전환될수록 엔진 ASP 상승과 수익성 개선이 가능하다.

친환경 해양 솔루션 기업으로의 도약

엔진사업의 친환경화와 함께 전기추진 및 ESS 사업으로도 사업영역을 확대하고 있다. 전기추진 사업에서는 노르웨이 전기추진 및 전력 자동화 시스템 기업 SEAM의 지분 100%를 인수했다. 한화에어로스페이스로부터 민수선박용 ESS 사업을 양수하며 선박용 배터리 및 전력관리 사업에 진출했다. 이에 따라 LNG, 메탄올, 암모니아 등과 같은 이중연료 엔진을 탑재하고 전기추진, 하이브리드 시스템을 제공하여 ESS와 전력관리 시스템을 결합하는 방식이다. 기존 엔진 사업과 신규 친환경 솔루션 사업의 결합을 통해 친환경 추진 및 전력 솔루션까지 사업 영역을 확대하는 국면에 위치해 있다.

4행정 중속엔진의 생산 재개

2026년 하반기부터 4행정 중속엔진 생산을 본격화할 계획이다. 두산엔진 시절인 2007년 중속엔진의 생산체계를 구축했으나, 2016년 생산효율 제고를 위해 중단한 바 있다. 이후, 8월 19일 창원에 약 2,500평 규모의 중속엔진 전용공장을 준공하며, 연간 900MW급을 자체 생산할 수 있는 체계를 다시 확보했다. Everllence의 라이선스를 기반으로 초기 생산물량은 선박용 엔진을 중심으로 공급될 예정이다.

4행정 중속엔진은 중소형 선박의 주기관 및 보조기관뿐 아니라 발전용으로도 활용할 수 있어 적용 시장이 상대적으로 넓다. 특히 최근에는 AI 데이터센터의 전력수요 급증과 미국 전력망 접속 지연으로 가스엔진을 활용한 온사이트 발전 수요가 확대되고 있어, 중속엔진의 신규 수요처로 발전시장이 부상하고 있다.

한화엔진 (082740) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,202	1,371	1,615	2,347	2,541
매출원가	1,086	1,186	1,265	1,748	1,849
매출총이익	116	185	350	599	693
판매비	45	55	126	160	170
영업이익	72	130	224	439	523
EBITDA	87	148	241	454	537
영업외손익	6	-9	-1	6	15
외환관련손익	17	-6	0	0	0
이자손익	-4	7	14	25	38
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-8	-10	-15	-18	-22
법인세비용차감전순이익	77	121	223	445	538
법인세비용	-2	-53	40	111	135
계속사업순이익	79	174	183	334	404
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	79	174	183	334	404
지배지분순이익	79	174	183	334	404
포괄순이익	80	160	169	320	390
지배지분포괄이익	80	160	169	320	390

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	90	330	350	372	582
당기순이익	79	174	183	334	404
감가상각비	15	17	16	14	13
외환손익	1	4	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	57	140	101	-27	114
기타현금흐름	-62	-5	51	51	51
투자활동 현금흐름	-4	-161	-49	-153	-38
투자자산	-1	0	-13	-39	-10
유형자산 증가 (CAPEX)	-51	-33	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	47	-128	-36	-113	-28
재무활동 현금흐름	-57	-22	94	122	91
단기차입금	158	-77	14	43	11
사채 및 장기차입금	161	-27	0	0	0
자본	434	3	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-810	79	79	79	79
연결범위변동 등 기타	1	-3	-176	89	-205
현금의 증감	30	144	219	430	429
기초 현금	103	133	277	495	926
기말 현금	133	277	495	926	1,355
NOPLAT	73	187	224	439	523
FCF	39	297	350	372	582

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

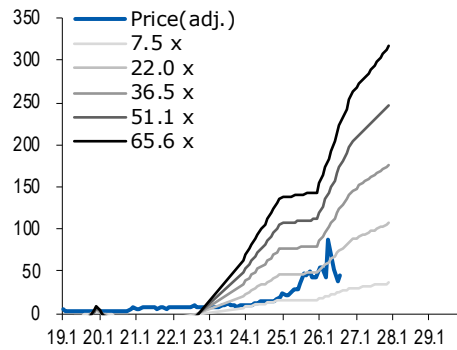
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	785	1,032	1,384	2,216	2,752
현금및현금성자산	133	277	495	926	1,355
매출채권 및 기타채권	135	166	194	282	305
재고자산	370	356	420	610	660
비유동자산	628	664	660	685	681
유형자산	415	434	418	403	390
관계기업 등 자본관련 자산	1	0	0	0	0
기타투자자산	126	75	88	127	138
자산총계	1,413	1,696	2,044	2,901	3,434
유동부채	587	611	713	1,016	1,096
매입채무 및 기타채무	195	228	268	390	422
단기차입금	30	0	0	0	0
유동성장기부채	0	43	43	43	43
비유동부채	433	528	606	840	902
장기차입금	0	10	10	10	10
사채	44	0	0	0	0
부채총계	1,020	1,140	1,319	1,855	1,998
지배지분	393	556	725	1,046	1,436
자본금	83	83	83	83	83
자본잉여금	350	353	353	353	353
이익잉여금	-71	90	273	607	1,010
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	393	556	725	1,046	1,436
순차입금	60	-280	-523	-1,027	-1,475
총차입금	319	215	229	272	284

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	970	2,082	2,190	4,000	4,837
BPS	4,714	6,666	8,731	12,586	17,282
EBITDAPS	1,064	1,777	2,885	5,440	6,430
SPS	14,734	16,430	19,359	28,126	30,454
DPS	0	0	0	0	0
PER	13.2	16.0	20.5	11.2	9.3
PBR	2.7	5.0	5.1	3.6	2.6
EV/EBITDA	12.8	16.9	13.4	6.0	4.2
PSR	0.9	2.0	2.3	1.6	1.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	0.0	14.0	17.8	45.3	8.3
영업이익 증가율 (%)	na	81.8	72.3	95.8	19.1
지배순이익 증가율 (%)	na	119.5	5.2	82.6	20.9
매출총이익률 (%)	9.7	13.5	21.7	25.5	27.3
영업이익률 (%)	6.0	9.5	13.9	18.7	20.6
지배순이익률 (%)	6.6	12.7	11.3	14.2	15.9
EBITDA 마진 (%)	7.2	10.8	14.9	19.3	21.1
ROIC	14.1	37.0	37.6	67.3	79.8
ROA	5.6	11.2	9.8	13.5	12.7
ROE	20.1	36.6	28.5	37.7	32.5
부채비율 (%)	259.3	204.9	181.8	177.5	139.2
순차입금/자기자본 (%)	15.3	-50.3	-72.1	-98.2	-102.8
영업이익/금융비용 (배)	9.3	39.4	81.7	141.5	152.0

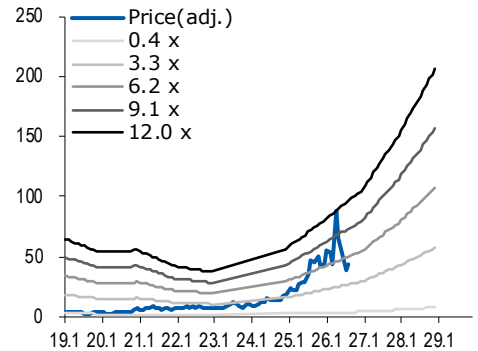
P/E band chart

(천원)



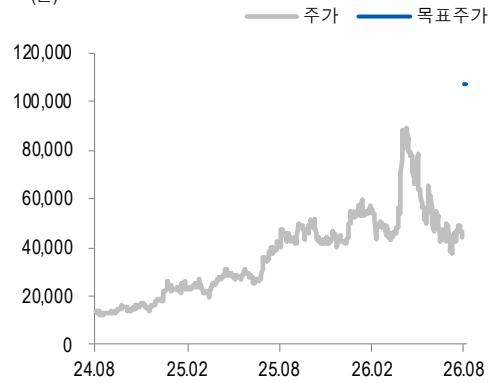
P/B band chart

(천원)



한화엔진 (082740) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-08-25	BUY	107,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.8
Hold(중립)	3.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-08-25

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김용민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.