

2024. 3. 5



▲ 조선/기계/운송

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**

02. 6454-4873

jungha.oh@meritz.co.kr

**Buy (신규)**

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월) 13,000 원**

**현재주가 (3.4) 8,950 원**

**상승여력 45.3%**

KOSPI 2,674.27pt

시가총액 6,403억원

발행주식수 8,345만주

유동주식비율 78.36%

외국인비중 5.36%

52주 최고/최저가 12,580원/6,810원

평균거래대금 45.1억원

**주요주주(%)**

한화임팩트 21.58

인화정공 11.58

국민연금공단 7.16

**주가상승률(%)**

1개월 7.1    6개월 -13.2    12개월 17.6

절대주가 4.7    -16.1    7.0

**주가그래프**



# HSD엔진 082740

## 골든크로스와 비유기적 성장 가능성

- ✓ 2025년 ROE 18.6%의 고수익성 기반. 적정 PBR 2.6배 및 적정주가 13,000원 제시
- ✓ 조선업황 개선에 따른 낙수효과 기대
  - 2025년 가격지표와 물량은 2023년대비 20.3%, 8.8%씩 성장
- ✓ 2025년 영업이익은 2023년대비 1061.7% 성장, 영업이익률 +9.4% 예상
- ✓ 한화엔진으로서 새출발. 그룹 내 위치변동 가능성으로 인해 비유기적 성장도 가능

### 2025년 영업이익은 2023년대비 1061.7% 성장 전망

조선업황 개선의 낙수효과와 원재료비 부담 완화로 2025년 매출액 1조 787억원 (+10.8% YoY), 영업이익 1,014억원(+150.0% YoY), 지배주주순이익 685억원(201.9% YoY)을 예상한다. 신조선가 상승이 지속되며 주력제품인 선박용 2-stroke 엔진의 가격은 2023~25년 사이 20.3% 상승할 전망이다. 물량은 8.8% 증가가 예상된다. 동시에 후판가격의 하향안정화 가능성은 '골든 크로스' 효과에 대한 기대를 부각한다. 영업이익은 2023~25년 사이 1061.7%의 급성장을 예상한다.

### 적정주가 13,000원, Buy로 커버리지를 개시

2025년 적정주가 13,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 2025년 ROE 18.6%, COE 7.3%를 감안한 Implied PBR 2.6배를 도출했으며, 이는 2021년 이후 HSD엔진의 24개월 선행 PBR 밴드 1.9~2.9배를 고려했을 때 무리한 수치는 아니다. 2년 뒤 실적을 기준으로 삼은 이유는 수주부터 납품까지 2년 이상의 리드타임이 소요되는 산업 특성에 기인한다.

### 한화엔진으로서 새출발. 비유기적 성장의 가능성 내포

2024년 2월 27일 한화엔진으로 사명을 변경했고, 3월 19일이면 1년 1개월 간 인수 절차가 종료된다. 한화그룹으로의 편입은 종료됐으나, 한화그룹 내 이동가능성은 상존한다. 시나리오 1) 한화엔진 잔여지분 공개매수, 시나리오 2) 한화임팩트 인적 분할 경우의 수에 대한 고민을 기술한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	598.8	-38.1	-37.0	-680	적전	3,495	-9.6	1.9	-25.8	-18.5	279.4
2022	763.6	-28.0	-40.9	-637	적지	3,097	-11.6	2.4	-56.2	-19.0	331.5
2023E	854.4	8.7	-0.5	-6	적지	3,096	-1,579.0	3.2	35.9	-0.2	397.5
2024E	974.0	40.6	22.7	278	흑전	3,999	32.2	2.2	12.4	8.2	244.9
2025E	1,078.7	101.4	68.5	821	195.1	4,820	10.9	1.9	5.2	18.6	221.6

# Contents

---

<b>1. [Valuation] ROE 2023년 -0.2%에서 2025년 18.6%까지 상승</b>	<b>3</b>
본업가치 대비 낮아진 주가 레벨, 바텀 피싱 가능	3
2025년 적정 PBR 2.6배 제시. 2년 후의 실적을 타겟하는 이유	4
<b>2. [기업개요] 한화의 선택, 선박엔진</b>	<b>5</b>
조선업 호황 지속. 조선 기자재 대표업체 멀티플 리레이팅 가능	5
선박용 2-stroke 저속 엔진 메이커	5
24년을 돌아 이제는 한화의 품으로	6
핫 키워드: 밸류업에 대한 가능성까지는 시기상조	6
<b>3. [산업현황] 조선업 업사이클의 낙수효과를 기대. 턴어라운드는 바로 지금</b>	<b>8</b>
신조선가치수 상승을 후행하는 한화엔진 가격지표	8
신조선가치수 추가 상승을 견인하는 다양한 요소들	8
메리츠증권의 신조선가 추정 회귀식. 185.9p 돌파 가능성 농후	9
고객(조선소)들의 수주잔고 확대에 엔진메이커는 함박웃음	10
<b>4. [실적 전망] 2023~25년 영업이익 1061.7% 급성장</b>	<b>11</b>
별도 기준 2025년 예상 매출액은 2023년대비 26.3% 성장	11
한화오션향 2025년 매출액은 2023년대비 60.5% 증가	12
삼성중공업향 2025년 매출액은 2023년대비 48.3% 증가	12
중국 2사향 2025년 매출액은 2023년대비 27.4% 증가	12
별도 기준 2025년 예상 영업이익은 2023년대비 1061.7% 성장	14
<b>5. [리스크] 펀더멘털 외 주가 변동 가능성: M&amp;A는 완전히 끝났는가?</b>	<b>16</b>
한화파워시스템과의 시너지, 그 이상에 대하여 주목하는 이유	16
시나리오 1) 한화엔진의 잔여지분 공개매수	17
시나리오 2) 한화임팩트의 인적분할	18

## Part I. [Valuation] ROE 2023년 -0.2%에서 2025년 18.6%까지 상승

### 본업가치 대비 낮아진 주가 레벨, 바텀 피싱 가능

HSD엔진에 대하여 적정주가 13,000원으로 커버리지를 개시한다. 별도기준 2025년 적정 멀티플 PBR 2.6배 x BPS 4,820원을 통해 적정주가를 도출한다. 2023년 ROE -0.2%에서 2025년 예상 ROE는 18.6%까지 상승 가능하며 Implied PBR 2.6배의 근거이다. 이때 COE는 7.3%로 추산했다.

2025년 예상 BPS 4,820원은 신주 상장을 반영한 값이다. 2024년 3월 19일에 한화임팩트를 대상으로 한 HSD엔진의 제3자배정증자 신주 상장이 예정돼 있다. 11,903,148주의 보통주를 발행할 예정이며 총 발행주식수는 83,447,142주로 증가하게 된다. 신주 발행가액은 7,520원이며 총 증자규모는 895억원이다.

적정주가 13,000원과 증자 이후 발행주식수로 상정한 HSD엔진의 시가총액은 1조 848억원이다. 2024년 3월 4일 HSD엔진의 시가총액은 6,403억원이다. 2024년 3월 19일 증자규모 895억원을 감안했을 때 HSD엔진의 시가총액 상승여력은 48.6%이다.

HSD엔진은 2024년 2월 27일 임시주주총회에서 한화엔진으로 사명을 변경했다. 한화엔진은 1) 한화그룹의 계열사로서 그룹내 시너지효과를 기대하며 2) 새로운 지배구조도에서의 역할을 부여받을 시 멀티플 리레이팅도 가능하다. 이는 위 언급한 상승여력을 초과하는 변동성이 확인될 개연성을 의미한다.

표1 Implied PBR 밸류에이션과 상승여력

	2022	2023	2024E	2025E
COE(%)	7.1	8.8	7.7	7.3
RiskFree	3.4	4.2	3.1	2.7
Risk Premium	6.0	6.0	6.0	6.0
Beta	0.6	0.8	0.8	0.8
ROE(%)	-19.0	-0.2	8.2	18.6
적정 멀티플			1.1	2.6
주식수(백만주)	71.5	71.5	83.4	83.4
BPS(원)	3,097	3,096	3,999	4,820
<b>적정주가(원)</b>				<b>13,000</b>
<b>전일 증가대비 상승여력(%)</b>				<b>45.3%</b>
<b>적정 시가총액(십억원)</b>				<b>1,084.8</b>
2024년 3월 19일 이후 시가총액(십억원)				729.8
현재 시가총액(십억원)				640.3
유상증자 금액(십억원)				89.5
<b>증자반영 시가총액대비 상승여력 Upside(%)</b>				<b>48.6%</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

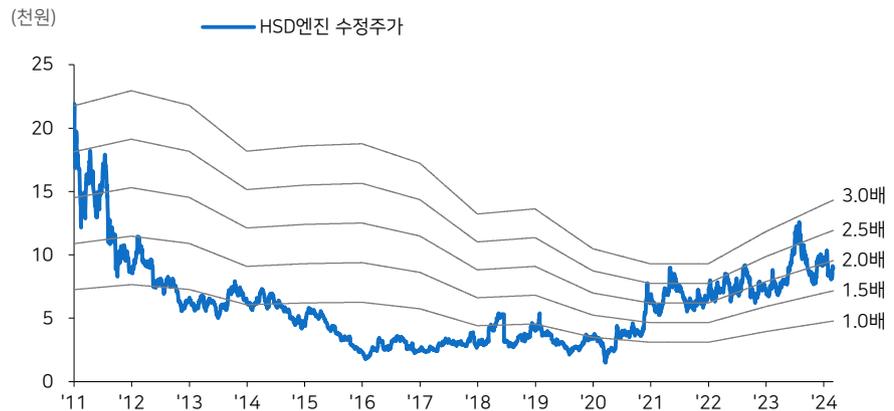
### 2025년 적정 PBR 2.6배 제시. 2년 후의 실적을 타겟하는 이유

2025년 적정 PBR로 2.6배를 제시한다. 24개월 선행 BPS 대비 전일 종가는 1.9배 수준이다. 2011년(상장)~현재까지 평균 멀티플은 1.2배, 2020년(조선업황 개선)~현재까지 평균 멀티플 1.9배다. 일반적으로 적정주가를 산출하는 기준을 1년 또는 12개월 뒤의 실적으로 삼는 관습과는 차별화된다.

밸류에이션을 위해 2년 또는 24개월 뒤 실적을 사용하는 이유는, 선박엔진업체의 리드타임이 2년 이상이기 때문이다. 대형 조선소의 경우 리드타임이 3년을 초과한다. 엔진업체는 조선업체와 선박엔진 납품 계약을 체결하고, 조선업체가 선박을 인도하기 5~7개월 전에 선박엔진을 납품한다. 선박엔진업체가 새로 설립되고 설립과 동시에 선박엔진을 수주했다하더라도 1년 뒤 인식할 수 있는 매출(납품)은 없는 셈이다.

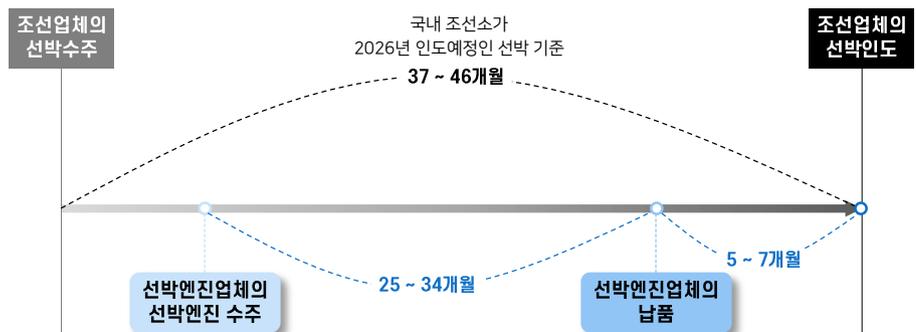
2025년 적정 멀티플 2.6배 달성 가능성에 대한 시장의 불신을 반박하고자 한다. 2021년~현재까지 24개월 선행 PBR은 평균 2.1배이고 최고 2.9배까지 상승한 바 있다. 하단은 1.6배 수준이었다. 밴드차트의 기준 설정은 당연하게도 전방산업인 조선업의 시황개선 사이클을 차용했다. HSD엔진은 대표 조선 기자재 업체이기 때문이다.

그림1 HSD엔진 24개월 선행 PBR 밴드 차트



주: 2024년 3월 4일 종가 기준  
 자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 조선업체와 선박엔진 업체들이 24개월 포워드를 쓰는 이유



자료: 메리츠증권 리서치센터

## Part II. [기업개요] 한화의 선택, 선박엔진

### 조선업 호황 지속. 조선 기자재 대표업체 멀티플 리레이팅 가능

선박엔진 사업 중심으로 2025년 별도 기준 매출액은 2023년대비 26.3% 성장할 전망이다. 사업부별 중요도는, 2023년 기준 매출 비중이 81.1%에 달하는 선박엔진 부문이 대표이다. 17.9%는 엔진부품 및 C/S와 SCR부문의 매출 비중이며, 나머지 1.0%는 디젤 파워 플랜트부문의 매출액이 차지한다. 매출 비중 99.0%가 선박용 엔진 관련이며 세계 시장 점유율 2위의 업체이다.

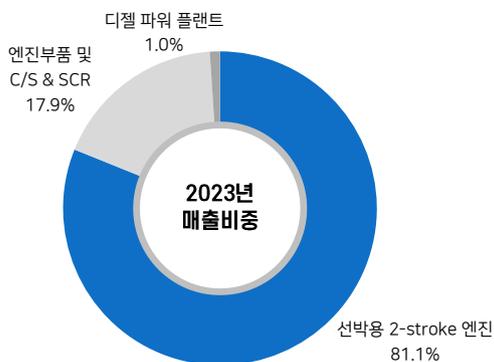
### 선박용 2-stroke 저속 엔진 메이커

주력 제품은 선박용 2-stroke 저속엔진이며, 해당 사업부의 2025년 예상 매출액 9,172억원으로 2023년대비 32.4% 성장할 전망이다. 전방산업인 조선업황 개선의 낙수효과 때문이며 주요 고객사에 납품하는 선박엔진의 가격과 물량이 모두 상승 및 증가하는 단계이다.

납품하는 물량 기준으로 고객사별 중요도는 한화오션 > 삼성중공업 > Yangzijiang Shipbuilding Group > New Times Shipbuilding 순이다. 한화오션이 건조하는 선박에 대하여 엔진을 100% 공급하며, 삼성중공업이 건조하는 선박에 대해서는 엔진을 80% 정도 공급한다. 중국 주요 2개 조선소에 대해서는 각 조선소별 건조물량의 20% 정도가 한화엔진 제품을 탑재한다고 추정한다.

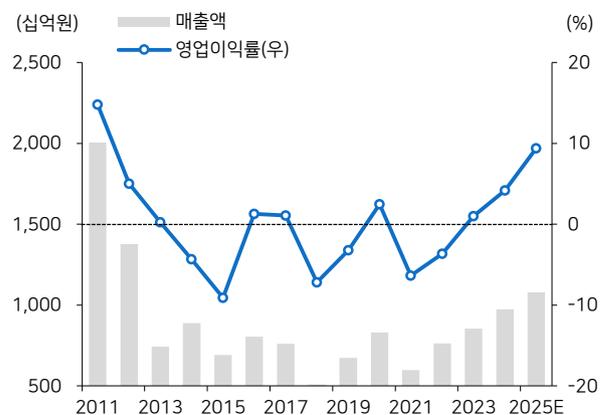
고객사들 신뢰의 근거는 MAN Energy Solutions와 WinGD와의 기술협약 역사이다. 주류가 된 전자제어방식(연료분사 및 배기밸브를 전자제어할 수 있는 방식. 캠구동방식을 대체함)의 디젤엔진을 MAN-ES사의 ME엔진과 WinGD사의 X엔진 기술로 2MW부터 85MW까지 다양하게 맞춤 제작할 수 있다. 이중연료추진이 가능한 가스엔진의 경우 MAN-ES사의 ME-GI, WinGD사의 X-DF로 제작한다.

그림3 2023년 HSD엔진의 매출 비중



자료: HSD엔진, 메리츠증권 리서치센터

그림4 매출액과 영업이익률 추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그외, 1) 엔진부품 및 C/S 부문은 15~20%의 고수익성으로 추정되는 사업부이다. 부품 외에도 선박엔진 납품 후 3~4년 뒤 무상에서 유상서비스로 전환되면서 발생하는 매출도 포함한다. 2) DelNOxSCR 시스템은 HSD엔진이 독자개발한 질소산화물 저감장치이며 같은 용도인 EGR보다 수익성이 높다. 3) 선박용 4-stroke 엔진은 2018년 이후로 수주하지 않고 있기 때문에 매출액 추정에서 배제한다.

## 24년을 돌아 이제는 한화의 품으로

2024년 2월 27일 한화임팩트가 한화엔진의 최대주주로 등극했다. 1) 전 최대주주였던 인화정공으로부터 보통주 15,442,480주를 인수했고, 2) 제3자배정증자로 보통주 11,903,148주를 취득했기 때문이다. 3월 19일에 신주 상장 후 한화임팩트의 지분율은 32.77%, 인화정공 9.93%, 국민연금 5.24% 순으로 예상된다.

한화엔진은 두산중공업과 삼성중공업간 엔진사업 독립법인에 대한 합작계약서 체결에 따라, 1999년 12월 30일에 설립됐다. 당시 사명은 HSD엔진이며 Heart of shipbuilding, Dream the future의 줄임말이다. 당시 대우조선해양이었던 현재의 한화오션은 2000년 8월 17일 지분을 참여하며 처음으로 지분관계가 성립됐다.

최대주주였던 두산중공업(현재의 두산에너지)의 영향으로 두산그룹에 계열사로 편입되며 2005년 3월 31일에 두산엔진이라는 사명으로 변경된 바 있다. 2018년 6월 5일 인적분할을 통해 투자사업부문을 분할하여 그 분할된 재산은 두산에너지가 흡수합병했다.

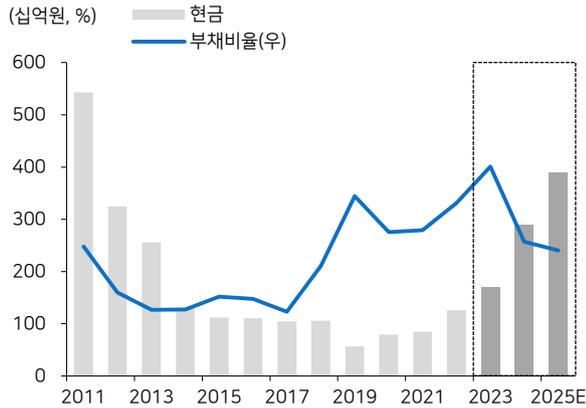
같은 해 6월 8일 사명을 다시 HSD엔진으로 변경했으며 최대주주 역시 소시어스웰투시 인베스트먼트제1호 기업재무안정사모투자 합자회사로 변경됐다. 2021년 12월 3일 최대주주는 인화정공으로 변경되는데, 인화정공의 제품 포트폴리오는 Bedplate, Framebox 등으로 선박엔진의 부품이다. 사모펀트와 함께 SI(전략적투자자)로 참여했던 인화정공은 사업적 시너지를 고려하며 지분을 취득했다.

2024년 한화그룹으로의 편입은 한화엔진에게 즉각적인 1) 재무구조 개선효과를 제공했다. 부채비율은 2023년말 397.5%에서 2024년말 244.9%로 낮아질 전망이다. 2) 인수의 명분인 시너지효과는 그룹 내 조선소(한화오션)에만 국한되지 않고 비계열사 물량에 대한 단가 협상력 상승효과로 이어질 개연성이 있다.

## 핵 키워드: 밸류업에 대한 가능성까지는 시기상조

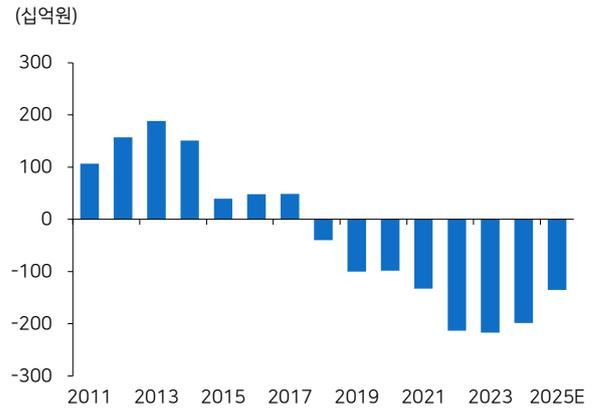
밸류업 프로그램 관련 주주환원정책의 가능성까지는 요원하다. 배당에 대해서는 2026년 이후 기대한다. 2023년 예상 결손금 1,480억원의 부담이 잔존하기 때문이다. 자본총계 - 자본금 - 자본준비금 및 이익준비금의 합계액 - 미실현이익으로 계산한 배당가능이익은 없다. 대신 가파른 ROE 개선이 HSD엔진의 대응전략이다.

그림5 2023년 이후 현금 증가 vs 부채비율 하락



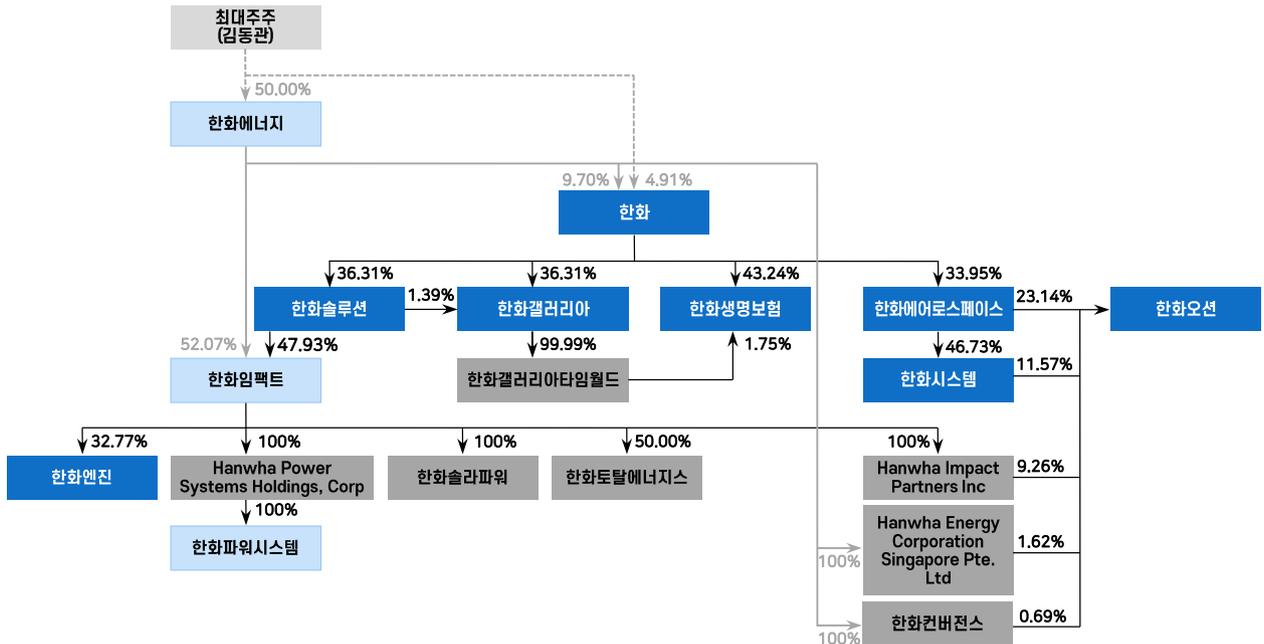
자료: HSD엔진, 메리츠증권 리서치센터

그림6 2026년 이후 배당가능이익 기대



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 한화그룹의 지배구조도



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림8 MAN사 엔진



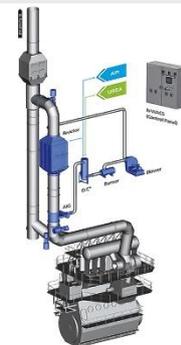
자료: HSD엔진

그림9 WinGD사 엔진



자료: HSD엔진

그림10 독자개발한 SCR



자료: HSD엔진

## Part III. [산업현황] 조선업 업사이클의 낙수효과를 기대. 턴어라운드는 바로 지금

### 신조선가지수 상승을 후행하는 한화엔진 가격지표

한화엔진의 2025년 선박용 2-stroke 엔진의 가격지표가 2023년대비 20.3% 상승할 전망이다. 전방산업인 조선업황 개선이 지속되면서 이를 후행하는 선박엔진의 가격 역시 상승세를 지속하기 때문이다. 신조선가는 현재 조선소가 수주 받은 시점으로 집계되지만, 엔진가격은 선박이 인도되기 2~3분기 전 납품되며 인식된다. 2014~23년 데이터를 기반으로, 한화엔진의 선박용 2-stroke 엔진 가격지표와 2년 전 Clarksons 신조선가지수는 상관관계수 0.8925에 달한다.

2020년 이후 상승하기 시작한 신조선가지수가 2024년 3월 1일 현재 181.5p까지 44.5% 상승한 사실에 주목해야 한다. 신조선가지수는 185.9p까지 추가로 상승할 수 있다. 지난 자료에서 주장한 전망치 대비 2.1p 추가 상향했다. 역사상 고점인 2008년 9월 191.6p까지 도달할 가능성도 높아지고 있다. 즉, 한화엔진의 가격지표는 2025년 이후에도 추가로 상승할 전망이다.

### 신조선가지수 추가 상승을 견인하는 다양한 요소들

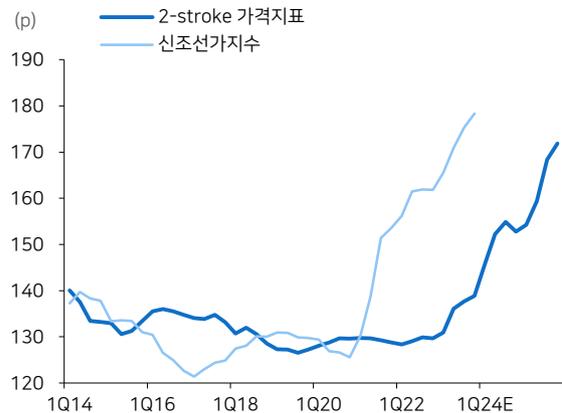
- 1) 조선업체들의 공급력이 타이트해지면서 유리한 선가 협상력이 지속되고 있다.
- 2) 암모니아운반선이라는 새로운 먹거리가 등장했고, VLGC로 불리는 대형가스선의 평균 신조선가에 상승압력을 추가하고 있다.
- 3) 기대하던 국내 조선소의 VLCC (초대형원유운반선) 수주 재개도 마침내 확인되기 시작했다.
- 4) 컨테이너선은 구조적인 발주량 감소가 불가피하지만 친환경선박 위주의 발주는 유지되고 있다.

그림11 신조선가지수 추이: 역사상 고점 수준에 근접 중



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림12 신조선가지수에 후행하는 HSD엔진의 가격지표



주: 한화오션, 삼성중공업, Yangzijiang, New Times 인도 스케줄을 가중평균  
자료: 메리츠증권 리서치센터

국내 조선소들은 인도기준 3년 이상의 수주잔고를 확보한 뒤, 높아진 선가 협상력을 유지하고 있다. 빅3(HD현대중공업, 삼성중공업, 한화오션)들의 수주잔고액은 293~395억달러이다. 중국보다 높은 호가를 제시함에도 불구하고, 2월말 수주목표 달성현황은 이미 30%를 모두 상회하고 있다.

새로운 먹거리로 떠오른 암모니아운반선의 높은 선가도 신조선가지수 상승에 일조하고 있다. 기존 VLGC(Very Large Gas Carrier)는 대형 LPG운반선만을 의미했고 가격은 국내 조선소가 2024년 중 체결한 선가 기준 1.16~1.18억달러였다. LPG와 물성이 비슷한 암모니아 운송 수요로 등장한 VLAC(Very Large Ammonia Carrier)는 척당 1.25억달러를 상회하는 건조계약도 확인되고 있다.

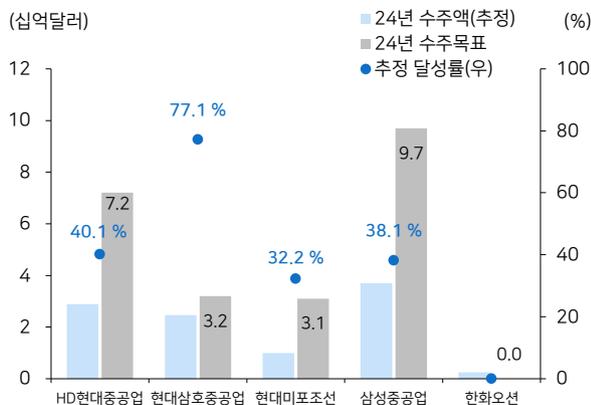
국내 조선소의 전통 먹거리였던 초대형 유조선의 귀환도 중요하다. 2024년 2월 23일 한화오션은 초대형유조선(VLCC) 2척에 대한 수주사실을 공시했다. 32개월 만에 국내 조선소의 VLCC 수주 공시였다. 2월 27일 현대삼호중공업이 추가로 2척의 수주사실을 공시했다.

중국 조선소보다 약 10%의 높은 호가를 제시하는 국내 조선소의 수주는 유조선 신조선가의 상승 압력으로 작용한다. 중국 조선소의 2026년 인도 슬롯은 모두 소진됐고 더 이상 낮은 가격 + 짧은 납기의 수주 전략은 불가능하다. 같은 납기를 제시할 경우 우수한 품질의 국내 조선소가 수주할 가능성이 높아지고 있다.

### 메리츠증권의 신조선가 추정 회귀식. 185.9p 돌파 가능성 농후

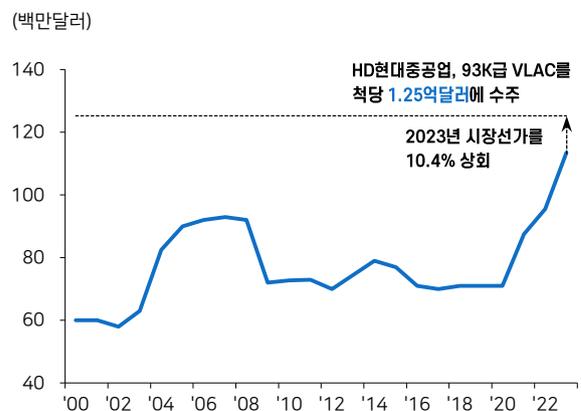
메리츠증권은 회귀식을 통해 신조선가지수 추정치를 제시하고 있다. 'Newbuilding Index = 0.3691\*가스선 + 0.3360\*드라이카고선 + 0.1088\*탱커 + 0.1028\*벌크선 + 0.9361'이다. 1) 가스선의 세부 선종 중 암모니아운반선, 2) 드라이카고선의 세부 선종 중 PCC(자동차운반선), 3) 탱커의 세부 선종 중 VLCC의 선가 상승률을 상향 조정했다. 4) LNG운반선의 경우 구조적인 초과 수요임에도 추가적인 선가 상승률을 보수적으로 산정했으며, 5) 기타 선종은 현상유지의 선가를 반영했다.

그림13 2월말, 국내 조선소들의 목표달성률은 30% 초과



주: 한화오션은 2024년부터 수주목표를 제시하지 않음  
 자료: 각사, 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

그림14 VLGC 신조선가 추이의 상승 압력: 암모니아운반선



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

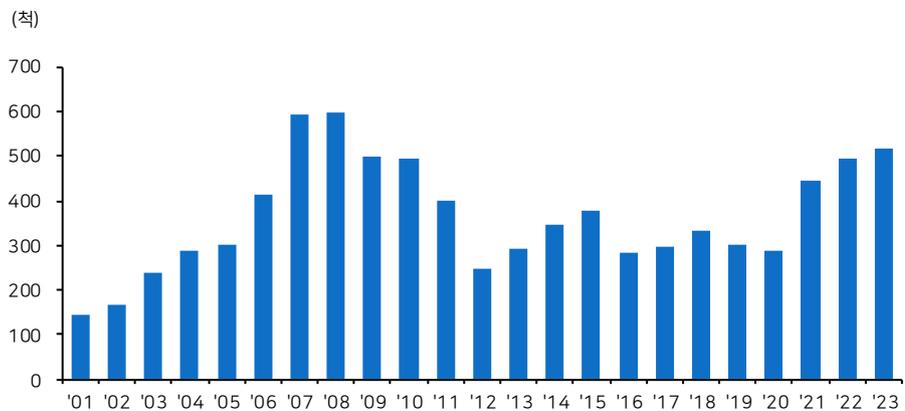
(백만달러, Index)	2020	2023	현재선가	2015~20년 대비 상승률	전망치	2023년 대비 상승률	선가 가정
예상 신조선가치수	125.8	178.2	181.5		185.9	4.3%	
실제 신조선가치수	125.6	178.4	181.5	42.5%			
<b>Tanker Index</b>	<b>145.2</b>	<b>208.5</b>	<b>211.4</b>	<b>42.3%</b>	<b>212.6</b>	<b>2.0%</b>	
VLCC	85.5	128.0	128.0	45.0%	135.0	5.5%	공급여력 축소로 선가 상승
Suezmax	56.0	85.0	85.5	46.4%	86.1	1.3%	국내 조선소들 최신 선가
Aframax	48.0	70.0	71.0	44.4%	71.0	1.4%	현재 Clarksons 호가 반영
MR Tanker	34.0	47.5	48.5	39.9%	48.5	2.1%	현재 Clarksons 호가 반영
<b>Bulk Index</b>	<b>123.3</b>	<b>165.2</b>	<b>166.1</b>	<b>36.8%</b>	<b>166.0</b>	<b>0.4%</b>	
Capesize	46.5	67.0	67.8	46.2%	67.8	1.1%	현재 Clarksons 호가 반영
Panamax	25.5	34.5	34.8	34.7%	34.8	0.7%	현재 Clarksons 호가 반영
Handysize	23.5	31.5	31.6	36.3%	31.6	0.4%	현재 Clarksons 호가 반영
<b>Gas Index</b>	<b>133.9</b>	<b>198.1</b>	<b>200.1</b>	<b>43.6%</b>	<b>202.9</b>	<b>2.4%</b>	
LNGC	186.0	265.0	265.0	39.8%	270.0	1.9%	국내 조선소들의 최신 선가
LPGC	71.0	113.5	117.0	62.9%	122.0	7.5%	국내 조선소들의 최신 선가
<b>DryCargo Index</b>	<b>139.9</b>	<b>192.0</b>	<b>198.4</b>	<b>43.8%</b>	<b>208.1</b>	<b>8.4%</b>	
Container	102.0	148.0	173.0	57.8%	173.0	16.9%	현재 Clarksons 호가 반영
Container	30.0	41.3	41.3	36.2%	41.3	0.0%	현재 Clarksons 호가 반영
PCC	67.5	97.0	97.0	54.6%	125.0	28.9%	글로벌 조선소들 최신 선가

자료: 메리츠증권 리서치센터

### 고객(조선소)들의 수주잔고 확대에 엔진메이커는 함박웃음

한화엔진의 선박용 2-stroke 엔진 납품량을 2025년 82척으로 예상하며, 2023년 대비 8.8% 증가할 전망이다. 주요 고객 4사들의 2023년말 합산 수주잔량은 516척으로 전년 대비 21척 증가했다. 2007~08년 조선업 슈퍼사이클 말미의 수주잔량 595~598척을 제외하면 역사상 최대량이다. 한화엔진의 수혜는 정해진 수순이다.

그림15 2001~23년말 주요 고객 4사의 수주잔량



주: 한화오션, 삼성중공업, Yangzijiang Shipbuilding Group, New Times Shipbuilding  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

## Part IV. [실적 전망] 2023~25년 영업이익 1061.7% 급성장

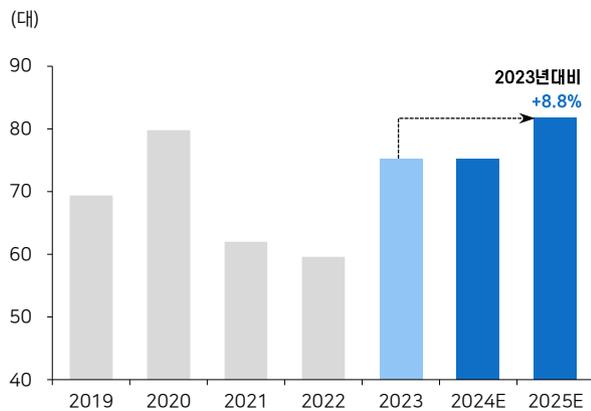
### 별도 기준 2025년 예상 매출액은 2023년대비 26.3% 성장

2024년 매출액 9,740억원(+14.0% YoY), 2025년 매출액 1조 787억원(+10.8% YoY)을 예상한다. 1) 주요 4개 조선소향 선박엔진 납품량이 2025년 82척(+7척 YoY)으로 2023년 대비 7척 증가하기 때문이다. 2) 동일 조건으로 2025년 가격지표는 2023년 대비 20.3% 상승할 전망이다.

실적 추정을 하며 주로 납품하는 선박용 2-stroke 엔진에 대한 리드타임을 25~34개월로 가정했다. 1) 2026년 인도 예정인 VLCC(유조선), 컨테이너선(12~15K급), VLGC(LPG, 암모니아), LNG(174K급)의 조선업체 기준 리드타임(수주-인도)은 37~46개월이기 때문이다. 2) 조선업체들이 고객(선주사)과 신조계약 체결 후 한화엔진에게 선박엔진을 발주하는 기간까지 고려했다.

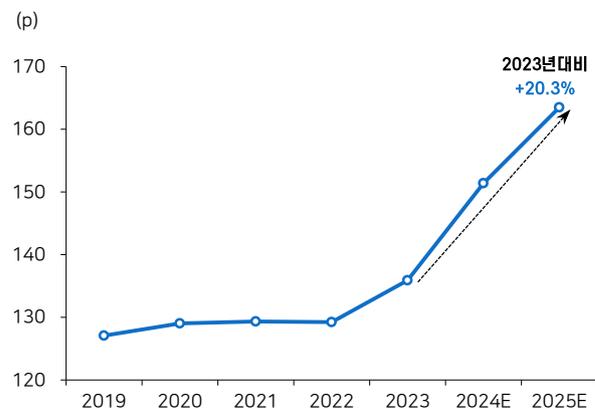
주요 고객은 한화오션, 삼성중공업, Yangzijiang Shipbuilding Group, New Times Shipbuilding 등 4개 조선업체를 의미한다. 각 고객사별 한화엔진의 제품 의존도는 상이하다. 한화오션 물량은 전담, 삼성중공업의 물량은 80%, 중국 업체의 물량은 각각 20%씩 한화엔진이 수주한다고 가정했다.

그림16 한화엔진의 주요 고객4사향 선박엔진 납품 추이



주1: 주요 고객4사: 한화오션, 삼성중공업, Yangzijiang Shipbuilding Group, New Times Shipbuilding  
주2: 수주잔고 및 건조 리스트를 활용하여 한화엔진의 납품량을 추정  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림17 한화엔진의 주요 고객4사향 선박엔진 가격지표 추이



주1: 주요 고객4사: 한화오션, 삼성중공업, Yangzijiang Shipbuilding Group, New Times Shipbuilding  
주2: 수주잔고 및 건조 리스트를 활용하여 한화엔진의 가격지표를 추정  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

표3 2026년 인도 예정인 선박에 투입될, 선박엔진 리드타임은 25~34개월

	평균 계약일	평균 인도일	조선업체의 평균 리드타임(개월)	선박엔진업체의 평균 리드타임(개월)
LNG운반선	2022.8	2026.6	46	34
대형가스선	2023.5	2026.6	37	25
컨테이너선	2023.2	2026.5	40	28
유조선	2023.6	2026.9	39	27

주: LNG운반선은 174K급, 대형가스선은 80~100K급, 컨테이너선은 12~15K급, 유조선은 초대형 원유운반선  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

### 한화오션향 2025년 매출액은 2023년대비 60.5% 증가

한화오션향 매출액은 2024년 2,681억원(+27.7% YoY), 2025년 3,369억원(+25.7% YoY)으로 증가할 전망이다. 1) 한화오션에 납품할 선박용 2-stroke 엔진의 수를 2024년 27대(-7대 YoY), 2025년 33대(+6대 YoY)로 추정한다. 2) 가격지표는 2024년에 15.3%, 2025년에 추가로 2.5% 상승을 예상한다.

2024년 납품량이 일시적으로 감소하는 이유는 2022~23년, 1) 한화오션 역시 한화그룹으로 편입되는 과정 및 2) 선별 수주 전략으로 인해 수주 물량이 둔화됐기 때문이다. 한화오션향 일시적 납품량 감소는 2024년 이후 해소될 전망이다. 한화오션의 향후 선박 인도 스케줄을 2024년 37척(+9척 YoY), 2025년 32척, 2026년 37척으로 추정하며 2026년 인도량 회복을 기대하기 때문이다.

### 삼성중공업향 2025년 매출액은 2023년대비 48.3% 증가

삼성중공업향 매출액은 2024년 3,123억원(+42.9% YoY), 2025년 3,240억원(+3.8% YoY)으로 증가할 전망이다. 1) 삼성중공업에 납품할 선박용 2-stroke 엔진의 수를 2024년 32대(+6대 YoY), 2025년 31대(-1대 YoY)로 추정한다. 2) 가격지표는 2024년에 8.0%, 2025년에는 추가로 6.2% 상승을 예상한다.

삼성중공업은 2021년부터 수주 목표를 초과 달성하고 있다. 2024년 수주 목표치는 97억달러(+2억달러 YoY)로 상향 조정됐는데, 달성 가능성이 낙관적이다. 2월 말 수주목표 달성률 현황은 이미 38.1%이다. 삼성중공업의 향후 선박 인도 스케줄은 2024년 40척(+10척 YoY), 2025년 39척, 2026년 38척으로 추정한다.

### 중국 2사향 2025년 매출액은 2023년대비 27.4% 증가

주요 중국 2사향 매출액은 2024년 1,657억원(+10.9% YoY), 1,903억원(+14.9% YoY)으로 증가할 전망이다. 두 회사의 향후 선박 인도 스케줄을 2024년 92척(+10척 YoY), 2025년 85척, 2026년 106척으로 예상하기 때문이다. 기타 고객향 매출액은 2024년 660억원(-42.7% YoY)으로 보수적으로 책정했다.

Yangzijiang Shipbuilding Group에 대한 납품량은 2024~25년 매년 11대로 일정하다고 추정한다. New Times Shipbuilding에 대한 납품량은 2024년 5대(+1대 YoY), 2025년 7대(+2대 YoY)로 예상한다. Yangzijiang Shipbuilding Group에 대한 납품 가격지표는 2024년 11.8%, 추가로 6.2% 상승을 예상한다. New Times Shipbuilding에 대한 납품 가격지표는 2024년 11.4%, 2025년 4.4% 상승을 예상한다.

표4 한화오션의 인도 스케줄 &amp; 인도선박의 평균 선가

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
인도량(척)	7	7	9	8	14	11	7	9	7	8	8	11	31	41	34	45
YoY	40.0%	133.3%	50.0%	100.0%	100.0%	57.1%	-22.2%	12.5%	-50.0%	-27.3%	14.3%	22.2%	72.2%	32.3%	-17.1%	32.4%
평균선가(P)	128.4	128.2	129.3	132.6	131.3	142.5	151.6	149.2	155.7	153.4	157.3	158.2	129.6	143.6	156.1	169.9
YoY	-9.3%	-0.3%	0.8%	3.7%	2.2%	11.2%	17.2%	12.5%	18.6%	7.6%	3.8%	6.0%	-1.5%	10.8%	8.7%	8.8%

주: Clarksons에 기재된 조선업체의 수주잔고 기준  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

표5 삼성중공업의 인도 스케줄 &amp; 인도선박의 평균 선가

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
인도량(척)	9	7	6	8	15	9	12	16	13	8	7	7	30	52	35	49
YoY	12.5%	-41.7%	-14.3%	100.0%	66.7%	28.6%	100.0%	100.0%	-13.3%	-11.1%	-41.7%	-56.3%	-3.2%	73.3%	-32.7%	40.0%
평균선가(P)	129.6	130.2	134.4	144.5	137.4	136.2	142.6	150.1	149.1	147.5	160.1	162.3	134.7	141.6	154.7	175.4
YoY	0.3%	1.4%	5.8%	10.9%	6.0%	4.6%	6.1%	3.8%	8.5%	8.3%	12.2%	8.1%	4.6%	5.1%	9.3%	13.4%

주: Clarksons에 기재된 조선업체의 수주잔고 기준  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

표6 Yangzijiang Shipbuilding Group의 인도 스케줄 &amp; 인도선박의 평균 선가

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
인도량(척)	13	18	12	12	15	18	15	15	15	9	11	15	55	63	50	70
YoY	-23.5%	-10.0%	-33.3%	-29.4%	15.4%	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%	-50.0%	-26.7%	0.0%	-23.6%	14.5%	-20.6%	40.0%
평균선가(P)	128.8	130.6	134.1	142.0	146.1	147.8	150.7	157.3	162.4	162.7	166.5	167.9	133.9	150.5	164.9	179.8
YoY	0.5%	1.7%	4.3%	6.8%	13.4%	13.1%	12.4%	10.8%	11.2%	10.1%	10.5%	6.8%	3.4%	12.4%	9.6%	9.0%

주: Clarksons에 기재된 조선업체의 수주잔고 기준  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

표7 New Times Shipbuilding의 인도 스케줄 &amp; 인도선박의 평균 선가

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
인도량(척)	10	7	7	3	9	6	5	9	6	10	6	13	27	29	35	36
YoY	66.7%	75.0%	40.0%	-50.0%	-10.0%	-14.3%	-28.6%	200.0%	-33.3%	66.7%	20.0%	44.4%	28.6%	7.4%	20.7%	2.9%
평균선가(P)	134.0	133.2	136.3	143.0	144.0	145.9	147.3	158.2	160.7	164.4	161.6	164.1	136.6	148.8	162.7	178.8
YoY	3.9%	4.0%	-0.5%	9.4%	7.4%	9.5%	8.0%	10.6%	11.6%	12.7%	9.7%	3.8%	4.1%	8.9%	9.3%	9.9%

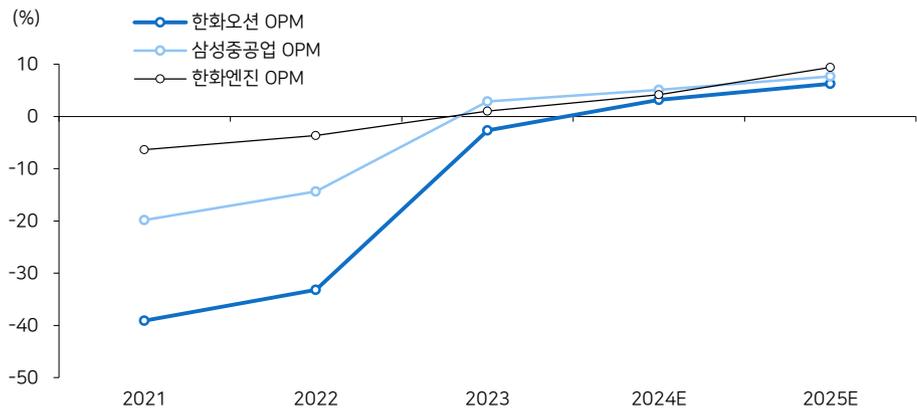
주: Clarksons에 기재된 조선업체의 수주잔고 기준  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

### 별도 기준 2025년 예상 영업이익은 2023년대비 1061.7% 성장

영업이익은 2024년 406억원(+364.6% YoY), 영업이익률 +4.2%를 예상한다. 2025년엔 개선된 수익성을 확인하며 영업이익은 1,014억원(+150.0% YoY), 영업이익률은 +9.4%를 달성할 수 있다. 2019~23년 간 평균 영업이익률 -1.9%를 기록했던 회사의 대변신이며, 2026년에는 15년만에 두 자릿수의 영업이익률을 기대한다.

영업이익률 개선의 배경은 엔진 가격과 원재료 가격의 골든 크로스이다. 1) 전방 산업인 조선업 내 가격지표(신조선가) 상승이 시차를 두고 반영되며 2025년 가격 지표는 2023년대비 20.3% 상승할 전망이다. 2) 주요 원재료 가격은 2023년대비 21.4% 하향 안정화를 예상한다.

그림18 2025년 영업이익률 한화엔진(별도) +9.4% vs 한화오션 +6.3%, 삼성중공업 +7.7%



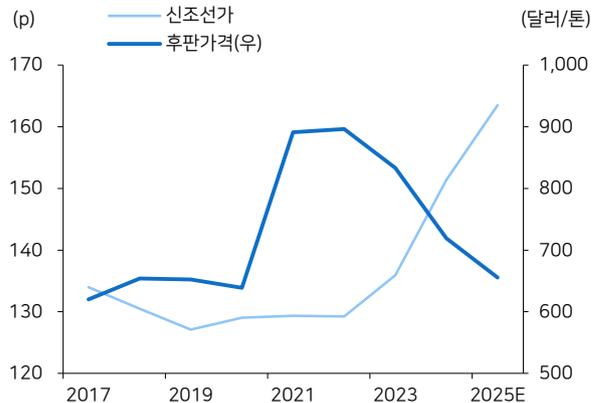
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림19 2022년 기준 원가 구성비



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림20 신조선가 & 후판가격 골든 크로스



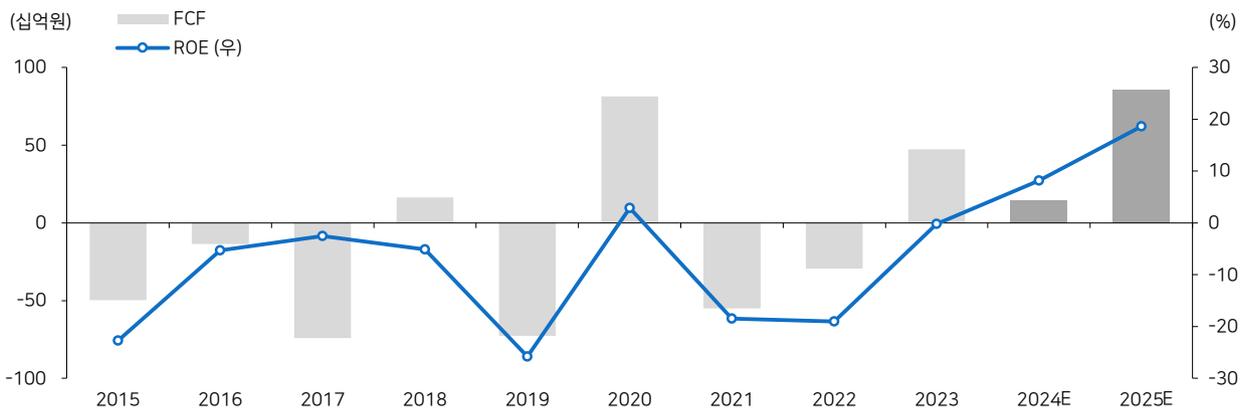
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

표8 HSD엔진의 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
WTI(달러/배럴)	76.0	73.5	82.1	78.6	76.0	78.0	75.0	73.0	75.0	75.0	77.0	78.0	94.6	77.5	75.5	76.3
원/달러	1,275.6	1,314.7	1,311.0	1,320.8	1,315.0	1,300.0	1,310.0	1,315.0	1,300.0	1,280.0	1,250.0	1,250.0	1,290.4	1,305.5	1,310.0	1,270.0
한국후판가격(달러/톤)	864.3	835.8	838.0	795.4	764.9	734.4	703.9	673.5	655.2	655.2	655.2	655.2	896.2	833.4	719.2	655.2
<b>매출액</b>	<b>199.3</b>	<b>189.0</b>	<b>187.6</b>	<b>278.4</b>	<b>234.9</b>	<b>225.4</b>	<b>249.7</b>	<b>264.1</b>	<b>243.3</b>	<b>236.5</b>	<b>286.4</b>	<b>312.5</b>	<b>763.6</b>	<b>854.4</b>	<b>974.0</b>	<b>1,078.7</b>
YoY	12.2%	1.5%	6.9%	24.2%	17.8%	19.2%	33.1%	-5.1%	3.6%	5.0%	14.7%	18.3%	27.5%	11.9%	14.0%	10.8%
2-stroke 선박엔진	159.3	148.9	144.6	240.2	194.6	184.7	209.2	223.5	203.0	196.1	245.9	272.2	603.4	693.0	812.0	917.2
한화오션	34.5	42.7	24.9	107.8	76.8	49.9	60.7	80.7	80.2	70.1	82.7	103.9	172.8	209.9	268.1	336.9
삼성중공업	56.4	48.7	47.3	66.1	60.4	78.2	88.1	85.6	70.0	65.0	92.9	96.1	169.0	218.5	312.3	324.0
Yangzijiang	29.0	17.3	13.4	31.1	31.4	28.0	29.3	23.5	19.3	25.7	34.9	40.2	122.7	90.7	112.2	120.1
New Times	13.4	6.8	24.9	13.4	9.6	12.1	14.6	17.2	17.0	18.8	18.9	15.5	45.9	58.6	53.4	70.2
4-stroke 선박엔진	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
디젤 파워 플랜트	4.6	0.0	0.4	3.9	2.9	3.0	3.1	2.9	2.5	2.6	2.5	2.4	9.5	8.8	11.8	10.0
엔진부품 및 C/S&SCR	35.4	40.1	42.7	34.3	37.4	37.7	37.3	37.8	37.8	37.9	37.9	37.9	150.7	152.6	150.2	151.5
<b>영업이익</b>	<b>4.1</b>	<b>3.5</b>	<b>1.1</b>	<b>0.1</b>	<b>4.2</b>	<b>10.0</b>	<b>13.8</b>	<b>12.5</b>	<b>13.0</b>	<b>17.6</b>	<b>31.7</b>	<b>39.1</b>	<b>-28.0</b>	<b>8.7</b>	<b>40.6</b>	<b>101.4</b>
YoY	흑전	흑전	46.2%	-97.0%	2.0%	188.8%	1177.3%	12838.3%	212.8%	75.4%	129.2%	212.1%	적지	흑전	364.6%	150.0%
영업이익률	2.0%	1.8%	0.6%	0.0%	1.8%	4.5%	5.5%	4.7%	5.3%	7.4%	11.1%	12.5%	-3.7%	1.0%	4.2%	9.4%
세전이익	7.1	0.6	-3.1	-5.6	2.1	8.1	10.6	9.4	10.3	15.3	29.1	36.6	-40.1	-1.0	30.3	91.3
YoY	흑전	흑전	적전	적지	-70.0%	1154.8%	흑전	흑전	381.7%	89.4%	173.7%	289.5%	적지	적지	흑전	201.9%
당기순이익	5.6	0.5	-2.3	-4.1	1.6	6.1	8.0	7.0	7.7	11.5	21.9	27.4	-40.9	-0.5	22.7	68.5
지배주주순이익	5.6	0.5	-2.3	-4.1	1.6	6.1	8.0	7.0	7.7	11.5	21.9	27.4	-40.9	-0.5	22.7	68.5
YoY	흑전	흑전	적전	적지	-71.3%	1215.8%	흑전	흑전	381.7%	89.4%	173.7%	289.5%	적지	적지	흑전	201.9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림21 HSD엔진의 FCF와 ROE 추이 및 전망



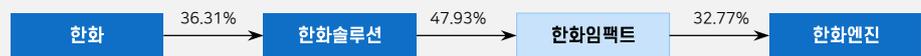
자료: 메리츠증권 리서치센터

## Part V. [리스크] 펀더멘털 외 주가 변동 가능성: M&A는 완전히 끝났는가?

2024년 3월 19일이면 1년 1개월간의 한화임팩트가 HSD엔진의 최대주주로 등극하는 인수절차가 종료된다. 사명도 한화엔진으로 변경하면서 한화그룹의 일원이 되는 절차는 마무리됐지만, 추가적인 위치 변동 가능성이 상존한다. 한화그룹 지배구조도를 보면, (주)한화 → 한화솔루션(36.31%) → 한화임팩트(47.93%) → HSD엔진(32.77%) 순으로 지분율을 보유하게 된다.

문제는 (주)한화가 지주회사로 전환될 경우이다. 당면한 문제는 아니지만, 없는 문제는 아니기 때문에 투자 판단시 고려해야 할 사항이다. 공정거래법 제18조 4항 '일반지주회사의 손자회사는 국내 계열회사의 주식을 소유해서는 아니 된다'에 저촉된다. 예외 조항 중 '손자회사가 국내 계열회사 발행주식총수를 소유하고 있는 경우'가 있는데, 한화엔진은 이 예외 조항에도 해당하지 않는다.

그림22 한화엔진의 지배구조



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

### 한화파워시스템과의 시너지, 그 이상에 대하여 주목하는 이유

한화엔진의 그룹 내 위치변동의 가능성 파악을 위해 최대주주인 한화임팩트가 100% 보유한 한화파워시스템을 주목해야 한다. 한화파워시스템은 2017년 7월 1일자로 한화에어로스페이스로부터 물적분할되어 설립됐다. 2022년 8월 주식양수도거래를 통해 Hanwha Power Systems Holdings이 한화파워시스템의 지분 100%를 소유하며 최대주주에 등극했다.

표9 한화파워시스템의 영업 양수 내용

양도자	양수목적물	양수가액 (십억원)	양수일자	양수 목적	양수에 따른 영향
한화에어로스페이스	복합발전	16.0	2022.12.30	기존 사업과의 연계를 통한 사업 확장	양수 사업 매출, 자산 증가 및 기존 사업과 시너지 확대
한화오션	선박보증서비스	2.5	2023.10.31	압축기 AM사업으로 쌓은 노하우를 활용 선박보증서비스사업 진출	AM사업 전문성 확대 및 선박보증서비스사업 매출 증가
한화임팩트	수소	13.3	2024.03.31 또는 당사자들 합의 일시	가스터빈 관련 역량 집중	친환경 에너지 사업 확대 및 양수 영업 자산, 부채 증가

주: AM: After Market

자료: 메리츠증권 리서치센터

물적분할 당시에는 압축기 및 발전시스템 등 산업용 에너지장비업체였으나, 한화 파워시스템은 그룹 내 주요 3건의 사업 양수를 진행하고 있다. 1) 한화에어로스페이스의 복합발전사업, 2) 한화임팩트의 수소사업, 3) 한화오션의 선박보증서비스사업에 대한 양수를 완료 또는 진행 중이다. 새로 양수하는 사업과 한화엔진 간 사업적 연관성이 높기 때문에, 한화파워시스템을 활용한 시나리오 분석이 가능하다.

### 시나리오 1) 한화엔진의 잔여지분 공개매수

한화엔진의 잔여지분을 공개매수하는 시나리오가 있다. 이때 경우의 수는 다시 두 가지로 나뉜다. 1) 발행주식총수 취득을 위한 공개매수, 2) 자진 상장 폐지를 위한 공개매수이다. 전자는 지주회사의 손자회사가 국내 계열회사를 보유하기 위한 예외조항 때문이며 잔여 지분 67.23%를 확보해야 한다. 후자는 자진 상장 폐지를 위해 지분을 95%까지 늘리기 위함이다. 상장 폐지 후 사업을 한화파워시스템에 양도하는 등 자유로운 의사 결정이 가능해지기 때문이다.

공개매수의 경우 일반주주들은 프리미엄을 기대할 수 있다. 한국ESG기준원이 공개매수 사례분석을 위해 2010~17년간 자진 상장폐지 추진 사례를 조사한 결과, 공모일 1개월 평균 주가 대비 27.6%의 공개매수 프리미엄이 평균적으로 확인되었다.

프리미엄이 공개매수의 무조건적인 성공을 보장하지는 못한다. 당연히게도 일반주주들은 보유한 주식의 실질가치를 고려하여 상승여력을 판단하며 이를 프리미엄과 비교하기 때문이다. 메리츠증권 기준 적정주가 13,000원을 감안한 상승여력은 48.6%(신주상장 반영)이다. 그외, 합산 지분을 5%를 상회하는 일반주주들의 이해관계가 대주주와 상충되는 경우에도 공개매수의 성공 가능성은 저해된다.

표10 공개매수가격 산정 시 1개월 평균주가 대비 할증률 반영 현황

할증률	최초 공개매수		후속 공개매수	
	빈도수	평균 할증률	빈도수	평균 할증률
30% 이상	6	34.87%	0	-
20% 이상 30% 미만	14	24.83%	2	24.70%
10% 이상 20% 미만	2	13.36%	1	18.82%
0% 이상 10% 미만	1	8.89%	5	2.54%
0% 미만 (할인)	0	-	1	-10.90%
<b>계</b>	<b>23</b>	<b>27.64%</b>	<b>9</b>	<b>7.78%</b>

주: 최초 공개매수의 경우 할증률을 별도로 공시하지 않은 1개사는 계산에서 제외함  
 자료: 한국ESG기준원, 메리츠증권 리서치센터

### 시나리오 2) 한화임팩트의 인적분할

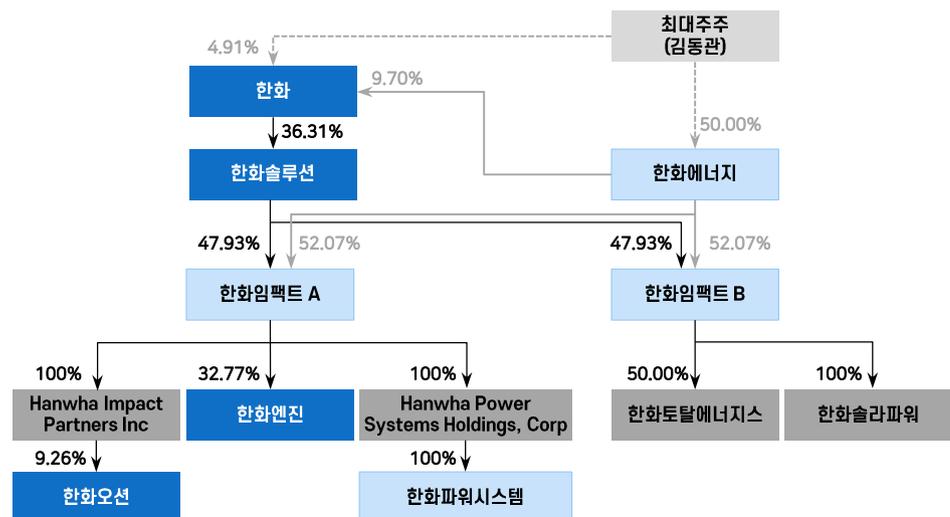
한화임팩트를 두 회사로 인적분할한 뒤 지분스왑을 추진하는 방안도 고민해 보았다. 구체적으로는 한화임팩트를 1) 한화엔진, 한화파워시스템, 한화오션의 지분을 보유할 회사 A와 2) 한화솔라파워, 한화토탈에너지스, 한화임팩트글로벌 등의 지분을 보유할 회사 B로 인적분할 한다. 지주회사의 손자회사가 국내 계열사를 보유하는 공정거래법 위반 사항을 해결할 뿐 아니라 유관한 사업부끼리 분류하며 사업 시너지 효과를 도모할 수 있다.

지분스왑을 진행하게 되면 한화그룹 지배구조도에 추가로 긍정적인 효과를 야기할 수 있다. 한화임팩트의 최대주주는 52.07%를 보유한 한화에너지이고, 2대주주는 47.93%를 보유한 한화솔루션이다. 인적분할 후 한화에너지가 보유하게 될 회사 B 지분 52.07%와 한화솔루션이 보유하게 될 회사 A 지분 47.93%를 지분스왑하게 되면 회사 A와 B는 각각 한화에너지, 한화솔루션의 100% 자회사가 될 수 있다.

그룹 내 수직계열화를 도모할 수 있는 복안이 되는 효과 외에도 지분스왑은 그룹 승계의 재원인 한화에너지가 현금을 확보하는 효과도 제공한다. 한화임팩트(비상장)의 2022년 연결감사보고서 상 자본총계는 4조 3,071억원이며 이후 한화오션의 지분 9.26%를 취득하고 한화엔진까지 인수한 연결 자본총계를 5조 1,447억원이라고 가정하자.

인적분할 시 회사 A의 B가 보유하게 될 주요 지분을 근거로 자본총계를 배분하면, 회사 A는 1조 6,499억원, 회사 B는 3조 4,949억원이다. 지분스왑시 한화에너지가 제공할 회사 B의 지분 52.07%의 가치는 1조 8,198억원이고 한화솔루션이 제공할 회사 A의 지분 47.93%의 가치는 7,908억원이기 때문에 1조 290억원의 차익이 발생한다.

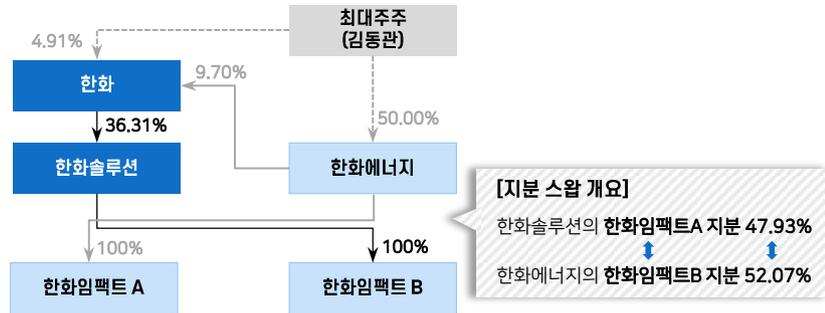
그림23 한화임팩트의 인적분할을 가정한 지배구조도



자료: 메리츠증권 리서치센터

한화임팩트 인적분할 시나리오의 파생효과는 승계 과정까지 이어질 개연성이 있다. 한화에너지가 (주)한화의 지분 9.70%를 보유한 투자사업부와 회사A 중심의 사업부로 인적분할 한 뒤, (주)한화가 회사 A에 대한 매수를 진행하는 방안이다. 한화에너지는 회사 A에 대한 대가로 (주)한화의 지분을 취득하는 방안도 생각해볼 수 있다.

그림24 한화솔루션과 한화에너지의 지분스왑 이후 지배구조도



자료: 메리츠증권 리서치센터

표11 한화임팩트 인적분할 및 지분스왑 시나리오

(십억원)	지분율	비고
(A) 한화임팩트 연결 자본총계	4,307.1	2022년말 기준
한화솔라파워 연결 자본총계	15.3	100% 해나라태양광 외 1개사의 재무정보를 포함한 연결재무정보
한화솔라파워글로벌 연결 자본총계	9.8	100% Hanwha Solar Power USA Corp. 외 1개사의 재무정보를 포함한 연결재무정보
석문호수상태양광 연결 자본총계	5.5	100%
한화임팩트글로벌 연결 자본총계	2,101.1	100% Hanwha Impact Partners Inc. 외 30개사의 재무정보를 포함한 연결재무정보
한화파워시스템 연결 자본총계	168.7	100%
(B) 한화오션 지분 9.26% 취득	525.0	2023년
(C) 한화엔진 연결 편입	312.6	2024년
<b>(D=A+B+C) 한화임팩트 연결 자본총계</b>	<b>5,144.7</b>	
(ㄱ) 인적분할 후 회사 A의 연결 자본총계 예상	1,649.9	
(ㄴ) 인적분할 후 회사 B의 연결 자본총계 예상	3,494.9	
<b>(I=ㄴ x 47.93%) 지분스왑 대상물1: 한화에너지의 회사 B 지분</b>	<b>1,819.8</b>	
<b>(II=ㄱ x 52.07%) 지분스왑 대상물2: 한화솔루션의 회사 A 지분</b>	<b>790.8</b>	
<b>(III=II) 차이</b>	<b>1,029.0</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

## HSD 엔진 (082740)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>598.8</b>	<b>763.6</b>	<b>854.4</b>	<b>974.0</b>	<b>1,078.7</b>
매출액증가율(%)	-27.8	27.5	11.9	14.0	10.8
매출원가	608.2	761.3	809.0	890.3	931.6
매출총이익	-9.5	2.3	45.4	83.8	147.2
판매관리비	28.6	30.3	36.7	43.2	45.8
<b>영업이익</b>	<b>-38.1</b>	<b>-28.0</b>	<b>8.7</b>	<b>40.6</b>	<b>101.4</b>
영업이익률(%)	-6.4	-3.7	1.0	4.2	9.4
금융손익	-5.7	-9.5	-11.6	-10.0	-8.4
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	-3.1	-2.6	1.8	-0.4	-1.8
세전계속사업이익	-46.9	-40.1	-1.0	30.3	91.3
법인세비용	-9.9	0.8	-0.5	7.6	22.8
<b>당기순이익</b>	<b>-37.0</b>	<b>-40.9</b>	<b>-0.5</b>	<b>22.7</b>	<b>68.5</b>
지배주주지분 손이익	-37.0	-40.9	-0.5	22.7	68.5

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-45.9</b>	<b>-20.4</b>	<b>74.0</b>	<b>30.5</b>	<b>107.9</b>
당기순이익(손실)	-37.0	-40.9	-0.5	22.7	68.5
유형자산상각비	15.3	14.9	14.1	14.2	14.8
무형자산상각비	1.4	0.9	0.9	0.7	0.5
운전자본의 증감	-35.3	78.8	114.7	-7.1	24.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-7.1</b>	<b>-57.9</b>	<b>-56.0</b>	<b>-8.0</b>	<b>-49.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-9.2	-8.9	-26.6	-16.0	-22.0
투자자산의감소(증가)	10.4	-45.0	-13.3	3.5	-11.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>61.5</b>	<b>80.0</b>	<b>-0.4</b>	<b>55.3</b>	<b>-24.6</b>
차입금의 증감	33.7	31.5	35.1	-34.2	-24.6
자본의 증가	48.1	89.3	0.0	89.5	0.0
현금의 증가(감소)	8.6	1.0	17.8	77.8	34.1
기초현금	45.0	53.6	54.6	72.4	150.2
기말현금	53.6	54.6	72.4	150.2	184.2

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>346.6</b>	<b>471.1</b>	<b>589.7</b>	<b>641.1</b>	<b>765.1</b>
현금및현금성자산	53.6	54.6	72.4	150.2	184.2
매출채권	59.3	70.8	87.9	83.4	98.7
재고자산	179.1	252.3	313.4	297.3	351.8
<b>비유동자산</b>	<b>445.8</b>	<b>485.2</b>	<b>512.1</b>	<b>509.8</b>	<b>528.3</b>
유형자산	358.4	354.2	369.0	370.8	378.0
무형자산	3.8	3.5	2.5	1.8	1.3
투자자산	9.8	54.8	68.1	64.6	76.4
<b>자산총계</b>	<b>792.4</b>	<b>956.2</b>	<b>1,101.8</b>	<b>1,150.8</b>	<b>1,293.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>428.1</b>	<b>498.8</b>	<b>574.8</b>	<b>530.7</b>	<b>575.1</b>
매입채무	109.6	118.1	146.6	139.1	164.6
단기차입금	125.0	125.0	164.6	144.6	124.6
유동성장기부채	8.4	57.1	16.8	12.8	8.8
<b>비유동부채</b>	<b>155.4</b>	<b>235.9</b>	<b>305.5</b>	<b>286.4</b>	<b>316.1</b>
사채	0.0	0.0	38.1	30.1	22.1
장기차입금	75.7	19.7	2.9	2.9	2.9
<b>부채총계</b>	<b>583.6</b>	<b>734.7</b>	<b>880.3</b>	<b>817.1</b>	<b>891.2</b>
자본금	46.7	71.5	71.5	71.5	71.5
자본잉여금	209.0	273.5	273.5	363.0	363.0
기타포괄이익누계액	77.6	78.5	79.4	79.4	79.4
이익잉여금	-69.7	-147.0	-148.0	-125.3	-56.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>208.8</b>	<b>221.6</b>	<b>221.5</b>	<b>333.7</b>	<b>402.2</b>

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	11,001	11,899	11,942	11,939	12,927
EPS(지배주주)	-680	-637	-6	278	821
CFPS	-79	-1,424	-456	676	1,379
EBITDAPS	-393	-189	332	680	1,399
BPS	3,495	3,097	3,096	3,999	4,820
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-9.6	-11.6	-1,579.0	32.2	10.9
PCR	-83.1	-5.2	-21.5	13.2	6.5
PSR	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
PBR	1.9	2.4	3.2	2.2	1.9
EBITDA(십억원)	-21.4	-12.2	23.7	55.4	116.7
EV/EBITDA	-25.8	-56.2	35.9	12.4	5.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-18.5	-19.0	-0.2	8.2	18.6
EBITDA 이익률	-3.6	-1.6	2.8	5.7	10.8
부채비율	279.4	331.5	397.5	244.9	221.6
금융비용부담률	1.4	1.2	1.5	1.4	1.2
이자보상배율(x)	-4.7	-2.9	0.7	2.9	8.0
매출채권회전율(x)	13.5	11.7	10.8	11.4	11.8
재고자산회전율(x)	3.6	3.5	3.0	3.2	3.3

**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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**HSD 엔진 (082740) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.03.05	Indepth	Buy	13,000	배기연	-	-	

