

HD 현대마린솔루션 (443060/KS)

삼신기

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 192,000 원(신규편입)

현재주가: 140,700 원

상승여력: 36.5%



Analyst
한승한

shane.han@sk.com
3773-9992

Company Data

발행주식수	4,483 만주
시가총액	6,308 십억원
주요주주	
에이치디현대(외3)	55.34%
Global Vessel Solutions, L.P.	19.52%

Stock Data

주가(25/03/24)	142,700 원
KOSPI	2,632.07pt
52주 최고가	205,500 원
52주 최저가	100,100 원
60일 평균 거래대금	33 십억원

주가 및 상대수익률



3 가지 핵심 사업부문 모두 기대해도 좋다

조선사들이 선박 발주사이클에 민감할 수밖에 없다면, 동사는 해당 발주사이클과는 상관관계가 낮은 새로운 비즈니스 모델이다. 대규모 발주로 인도된 선대들은 약 5 년후부터 동사의 안정적인 Cash Flow 가 되는 것이며, IMO 의 점진적으로 강화되는 환경규제는 동사의 모든 사업부문의 구조적인 성장을 이끌어 줄 핵심 트리거다.

①AM 솔루션: HD 현대중공업 엔진기계사업부가 제작한 엔진이 탑재된 모든 선박들이 동사의 확보된 M/S 이며, 힘센(HiMSEN) 엔진 AM 서비스에 대한 독점적인 라이선스를 보유하고 있기에 높은 가격 협상력을 바탕으로 지속적인 이익 성장이 예상된다. '21년부터 대규모 발주된 DF 선대들의 정기점검 시기가 도래하는 '27~'28년부터는 폭발적인 탑라인 및 이익 성장이 가능할 전망이다.

②친환경솔루션: 글로벌 선대들의 선속 감소 및 1세대 친환경 솔루션을 통한 환경규제 충족 여지는 많이 남지 않았으며, IMO 의 점진적으로 강화되는 환경규제 속에서 2세대 친환경솔루션 성장은 예정되어 있는 수순이다. 아직 과도기 단계지만 점진적으로 확대되는 수요 속에서 성장 여력은 매우 크다는 판단이다. 또한 글로벌 확대되는 LNG 투자 모멘텀에 따라 노후화된 스팀터빈 및 DFDE/TFDE LNGC 선대들의 재액화/FSRU/FSU 개조 수요는 계속해서 증가하는 중이다.

③스마트솔루션: 약 2~3 년 간의 무상 서비스 기간 끝에 유료 구독 전환이 시작됐다. 다른 사업부문 대비 초기 단계의 서비스지만, M&A 및 지분투자, 그리고 선순환 구조를 통해 장기적 관점에서 동사의 성장을 견인할 것으로 기대한다.

투자 의견 매수 및 목표주가 19.2 만원으로 커버리지 개시

HD 현대마린솔루션에 대한 투자 의견 매수 및 목표주가 192,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 '26년 추정 EPS 7,588 원에 Target P/E 25.3 배를 적용하여 산출했다. 바르질라를 제외하면 글로벌 조선업체 중에 유사한 Peer 로 선택하기는 매우 어려우며, 오히려 항공 MRO 서비스 중심의 사업구조를 가진 기업들이 동사의 Peer 로 더 적합하다는 판단이다.

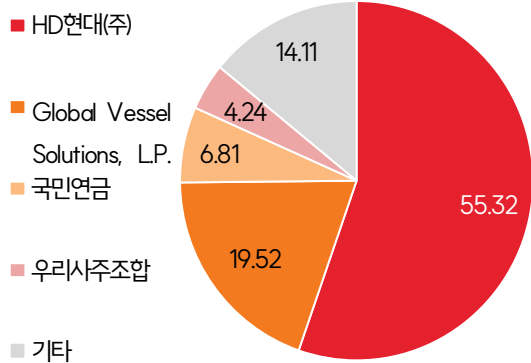
영업 실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,334	1,430	1,745	2,000	2,318	2,696
영업이익	십억원	142	201	272	343	430	540
순이익(지배주주)	십억원	105	151	228	273	340	427
EPS	원	2,623	3,778	5,085	6,080	7,588	9,534
PER	배	0.0	0.0	31.7	23.5	18.8	15.0
PBR	배	0.0	0.0	9.4	8.1	6.9	5.8
EV/EBITDA	배	0.2	0.2	23.7	17.4	13.7	10.7
ROE	%	62.3	71.6	45.0	34.8	39.5	42.0

1. 기업소개

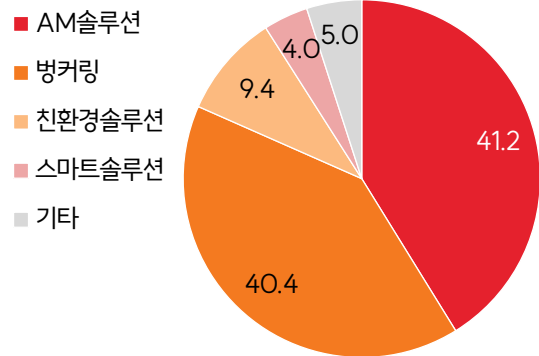
HD 현대마린솔루션은 HD 현대중공업의 조선 A/S 사업부를 모태로 한 선박 After Service 를 제공하는 업체로, 지난 '24 년 5 월 8 일에 유가증권시장에 상장했다. 동사의 사업영역을 크게 4 가지로 구분할 수 있는데, 핵심사업인 1)AM 솔루션, 2)친환경솔루션, 3)디지털솔루션, 그리고 4)병커링 사업이 있다. 동사는 매출액 대비 1% 미만의 낮은 Capex 비용 구조를 갖고 있기 때문에 두 자릿수의 높은 마진율을 실현할 수 있는 비즈니스 모델이다.

HD 현대마린솔루션 지분 구조 (2025 년 2 월 기준)



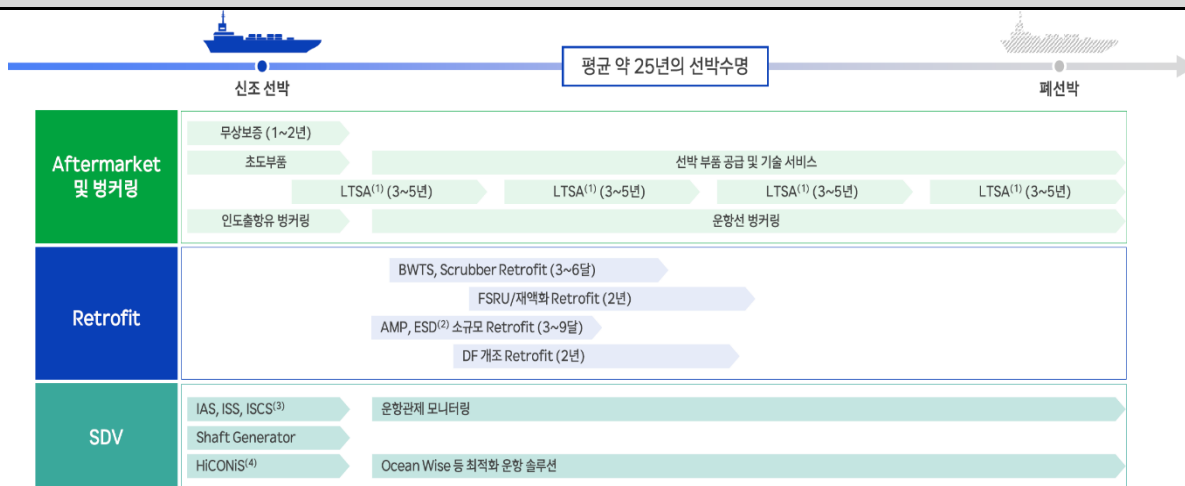
자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

HD 현대마린솔루션 사업 부문별 매출 비중 (2024 년 말 기준)



자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권 추정

HD 현대마린솔루션의 사업영역



자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

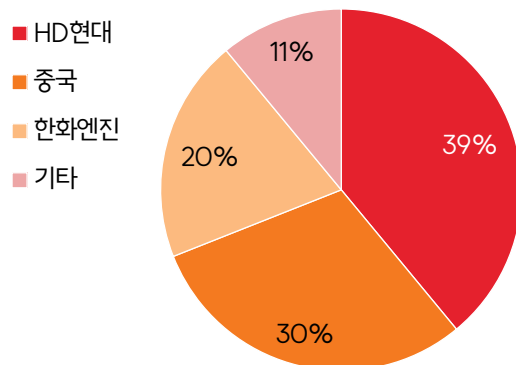
2. 투자포인트

(1) AM 솔루션: 보장되어 있는 성장 (Feat. DF 엔진)

AM 솔루션은 핵심사업 매출의 약 75~80%를 차지할 정도로 동사의 탑라인과 이익 성장을 견인하는 메인 사업으로, 선박 및 엔진에 필요한 부품을 납품하는 사업이다. HD 현대는 2행정 DF 엔진 시장에서 약 39%, 4행정 DF 엔진 시장에서 51%를 차지하며 DF 엔진 시장에서 글로벌 1위에 위치해 있다.

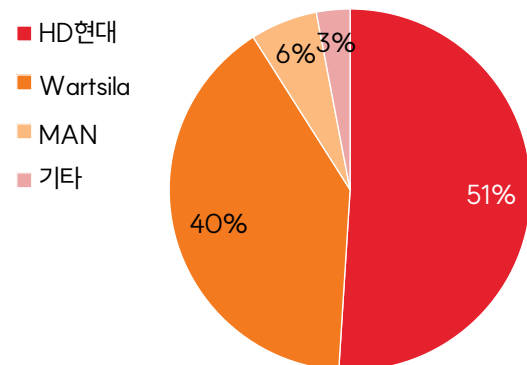
동사는 주기와 보기엔진에서 MAN E&S, WinGD, 바르질라 같은 라이선서들의 OEM 업체 역할을 수행하기 때문에 해당 업체들과 AM 사업에서 경쟁 구도를 띄기도 하지만, 4행정 보기 엔진에서 독자적인 HiMSEN(힘센) 엔진 라이선서의 역할도 하기 때문에 힘센 엔진을 장착한 선대에는 독자적인 납품을 할 수 있는 구조다.

2-Stroke DF 엔진 시장 점유율



자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

4-Stroke DF 엔진 시장 점유율



자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

HD 현대마린솔루션의 AM 솔루션 선박 유지보수 비용 구성

부품 / 서비스 사업 확장성

기자재 일괄 공급으로 통합 AS 제공

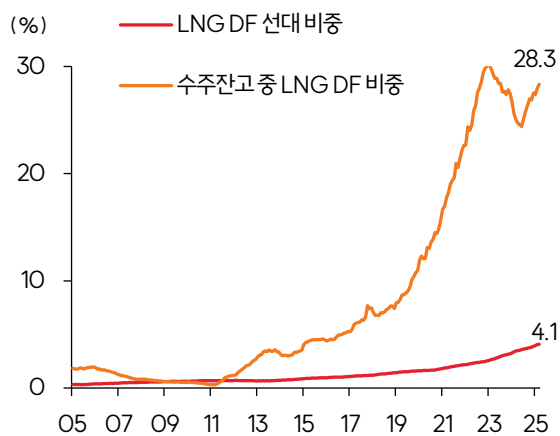


자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

글로벌 탄소중립 정책에 따라 IMO(국제해사기구) 또한 선박 탄소배출량 감축 규제를 강화하고 있다. 이에 따라 글로벌 선주 및 선사들은 선속을 낮추기 힘든 컨테이너선 중심의 DF 엔진을 장착한 대규모 선박 발주세를 이어가고 있다. 이러한 기조에 맞추어 4 행정 DF 엔진(힘센엔진)을 장착한 선박은 '21~'22 년 글로벌 병목현상 기간부터 '24 년 수에즈운하 사태까지 계속해서 확대됐다.

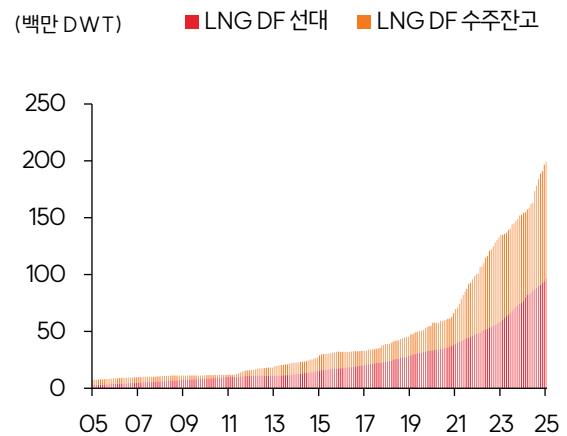
글로벌 선대 중 LNG DF 엔진을 장착한 선박 비중은 '25년 3월 기준 약 4.1%까지 상승했으며, LNG 와 메탄올을 포함한 대체연료 선대 비중은 약 5.0%까지 확대된 상황이다. 현재 글로벌 LNG DF 선대는 약 100 만 DWT 규모이며, 수주잔고 중 LNG DF 선박은 약 104 만 DWT 로 현재 선대 이상 규모가 인도되며 2 배 이상으로 증가할 예정이다.

글로벌 선대 및 수주잔고 중 LNG DF 비중 추이



자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 LNG DF 선대 및 수주잔고 규모 추이



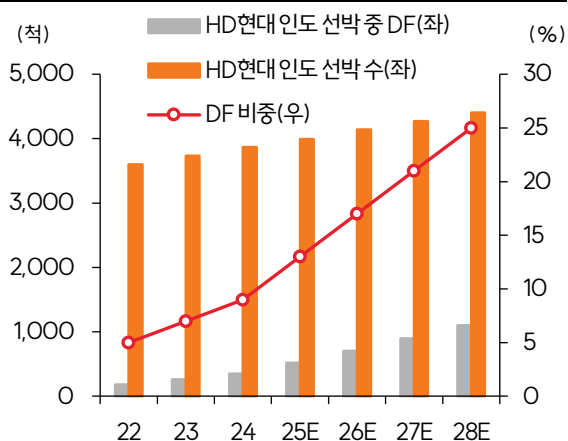
자료: Clarksons, SK 증권

이러한 기조에 맞추어 현대 그룹 조선 3사가 인도했던 선박뿐만 아니라 HD 현대 조선 3사가 건조하지 않았어도 HD 현대중공업이 생산한 엔진을 장착한 모든 선대들을 대상으로 AM 솔루션 계약 선박들이 점점 확대되고 있다. 평균적으로 선박이 인도된 후 5년 주기마다 정기점검을 통해 교체 및 수리가 필요한 핵심 부품 중심의 수요가 발생하며, DF 엔진은 컨벤셔널과 마진을 차이가 많이 크지 않지만 탭라인이 약 1.5배 정도 차이로, 마진 규모 또한 1.5배 이상 차이가 나기 때문에 ASP가 높다.

'28년에는 HD 현대가 인도한 선박 중 DF엔진 탑재 선박이 약 25%까지 확대될 것으로 예상된다. 해당 선박들이 인도된 이후 정기검사 시기가 도래하는 '26~'27년부터는 AM 솔루션 사업부문 매출 및 수익성을 견인할 예정이다. 힘센 중형엔진의 마진은 비공개이지만, 중형 대비 낮은 마진의 대형엔진과 비엔진이 섞여 있는 AM 솔루션 부문의 OPM이 약 30%에 달하는 것을 고려하면, 40% 이상의 높은 마진을 형성하고 있다고 판단된다.

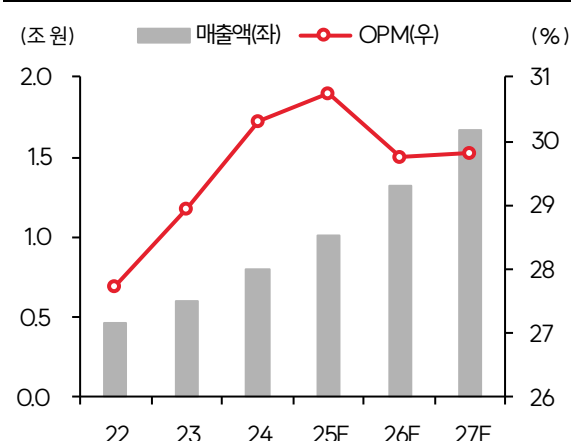
또한 선주들은 DF 엔진의 AM 만큼은 순정품을 선호하기 때문에 블랙마켓이 작다는 장점을 보유하고 있다. 동사는 상장을 통한 조달 자금을 사용하여 물류창고 확보와 같은 투자를 계속 진행할 계획이며, 이는 AM 솔루션 사업부문의 지속적인 성장을 위한 투자의 개념이라고 보면 된다. 올해 상반기 내에는 투자에 대한 구체적인 내용이 발표될 것으로 예상되며, 하반기부터 해당 투자가 단행되면서 향후 AM 솔루션 사업부문의 탭라인 및 이익 성장세를 기대해 볼 수 있다

HD 현대가 건조한 글로벌 선대 규모&DF 비중 추이 및 전망



자료: Clarksons, SK 증권 추정

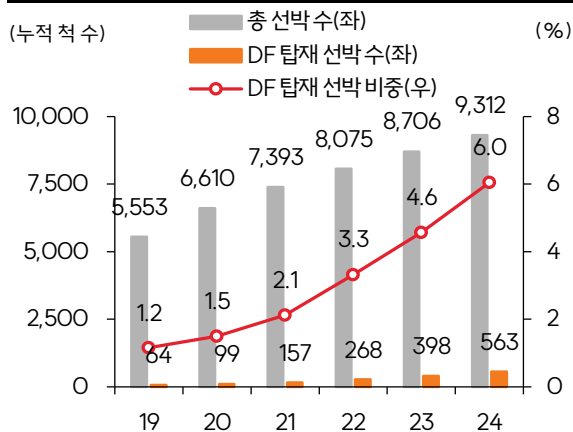
HD 현대마린솔루션 AM 솔루션 매출액과 OPM 추이 및 전망



자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권 추정

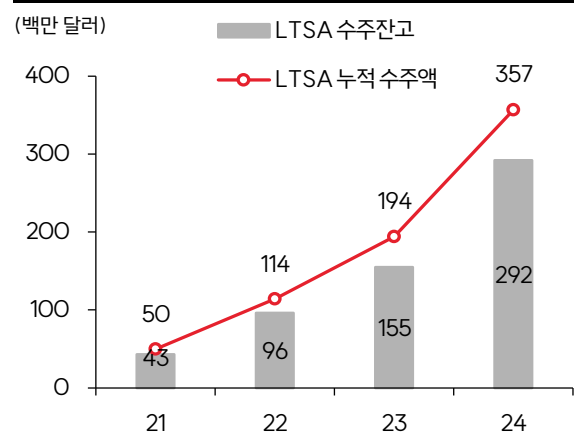
동사의 AM 서비스 중 LTSA(Long Term Service Agreement)의 누적 수주규모 및 수주잔고가 점진적으로 증가하고 있는 점 또한 주목해야 할 포인트다. 물론 스팟 계약이 단가가 좀 더 높은 경향이 있으나, LTSA 도 결국 계약 특성 상 인플레이션 반영되면서 계약 단가가 상승하기 때문에 정확한 마진 비교는 어렵다. 다만 LTSA 규모와 비중이 높아질수록 글로벌 ①선주들 사이에서 동사의 AM 서비스를 채택하려는 수요가 상승할 것이며, ②LTSA 를 제외한 스팟 계약을 예측하기 수월해지면서 해당 계약에 필요한 재고를 매입하고 관리하는데 있어 원가절감 효과를 누릴 뿐만 아니라, ③블랙마켓 M/S를 확보할 수 있다는 장점 또한 있다.

AM솔루션 누적 서비스 선택 수 및 DF 선택 비중



자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권
주: 총 선택 수는 비엔진 서비스 선택 포함

LTSA 누적 수주액 및 잔고

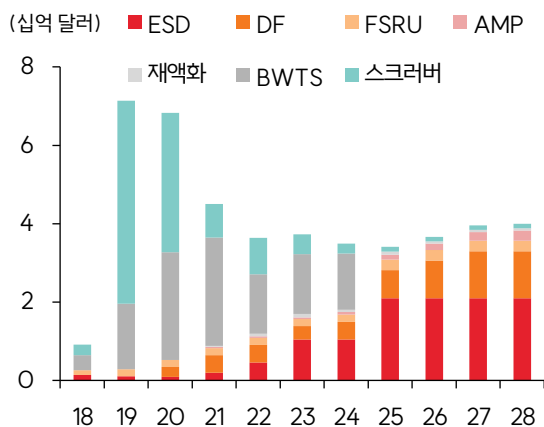


자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

(2) 친환경솔루션: IMO 환경규제와 개조 수요

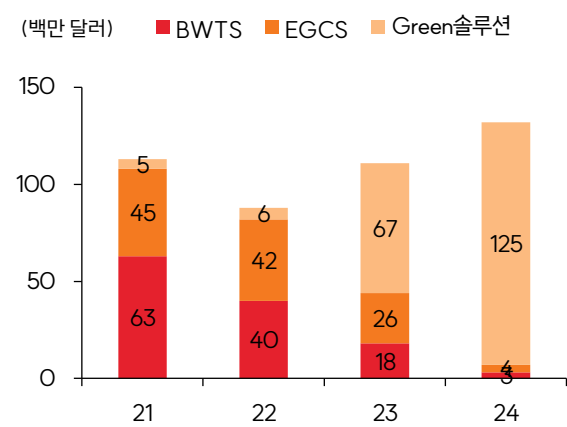
동사의 친환경솔루션 사업은 BWTS(선박평형수 처리장치), 스크러버 개조 등의 1세대 개조사업과 ESD(에너지 절감장치), AMP(육상전력공급장치), FRSU(부유식 재기화 설비), DF 엔진 개조 등 2세대 개조사업으로 구분된다. IMO BWM('19~'24) 대응과 IMO 2020 황산화물 규제 대응을 위해 BWTS(선박평형수 처리장치) 및 스크러버 같은 1세대 개조 수요가 급증했으나, 현재는 운항 중인 대부분의 선대에 1세대 개조는 완료된 상황이기 때문에 점진적으로 강화되는 IMO 환경규제에 대응하기 위해 연료 및 탄소 배출 절감을 위한 2세대 개조 수요가 확대되는 중이다. 2세대 개조는 아직 초기단계이기 때문에 1세대 대비 낮은 마진율을 보인다. 하지만 과도기를 지나 시장 수요가 증가하면서 1세대와 유사한 마진율을 확보할 수 있을 전망이다.

리트로핏 시장 규모 추이 및 전망



자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

친환경솔루션 Retrofit 수주잔고



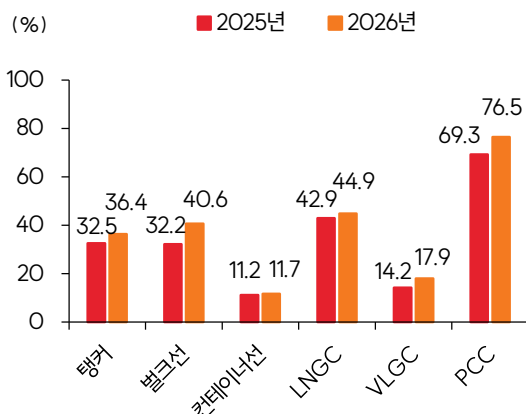
자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권

특히 DF 엔진 개조 시장은 글로벌 선대 중 CII 등급 총 5 단계(A~E) 중 D와 E 등급에 해당하는 선박 중심으로 수요가 조금씩 증가하고 있으며, 선령이 약 10~15년 정도된 선박들이 주요 타겟이다. 이들은 ESD, AMP 등과 같은 방식으로는 향후 환경규제를 충족시킬 수 없으며, 최근 높아진 선가와 글로벌 제한적인 인도 슬롯 때문에 신조 발주 보다는 선박엔진 개조를 통한 연료 전환으로 탄소 배출량을 절감할 수 밖에 없다.

ALS(공기운환시스템), WAPS(풍력보조추진장치), S/G(샤프트제너레이터), MSS(메탄슬립솔루션), EPLO(엔진 부분 부화 최적화) 등 다양한 개조 사업을 통해 ESD(Energy Saving Device, 에너지 절감 장치)의 성장성 또한 기대된다. ESD 가 DF 엔진 개조 시장을 자기잠식(Self-Cannibalization)하지 않을까 우려할 수도 있으나, 두 시장의 타겟은 다르다. ESD의 타겟은 주로 CII C 등급 내에서 하위의 선박들이며, DF 엔진 개조 시장의 타겟은 ESD만으로 해결할 수 없기 때문에 연료 변경이 필요한 D와 E 등급의 선박이 대상이다.

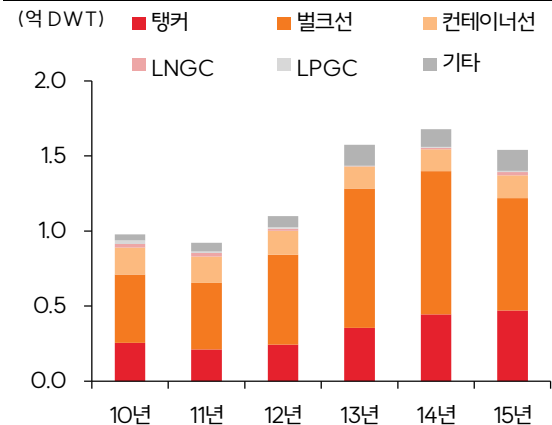
다만 아직 단기적 IMO의 중기 조치 규제에 대한 불확실성이 큰 상황이기 때문에 규제 확정 이전까지는 선주들의 기존 선박에 대한 개조 전략을 확립하기 어려운 상황이다. 강화된 규제 뿐만 아니라 대체 연료 생산 및 사용을 장려하는 인센티브 정책 또한 부족한 상황이며, 저탄소 또는 무탄소 연료의 단기적 공급 및 가격 안정성에 대한 불확실이 크기 때문이다. '27년부터 발효 예정인 중기 GHG 감축 규제 조치 전략과 선박 온실가스 부과금 제도 및 MARPOL 개정안에 대한 구체적인 사항들의 조정, 그리고 단기 환경 규제 강도 및 조치에 대해 보다 명확한 합의점이 도출될 것으로 예상되는 MEPC 83차 회의가 개조 수요를 일으키는 트리거가 될 수 있을지를 기대해본다.

글로벌 선종별 CII D~E 등급이 예상되는 선대 비중



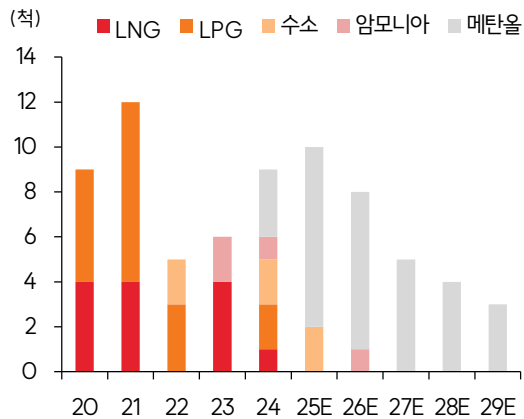
자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 선대 중 10~15년 선령의 선박 규모



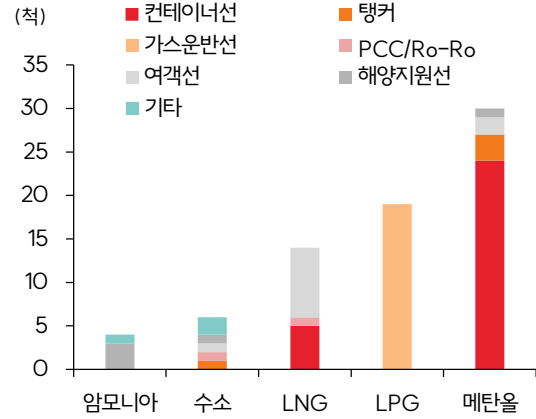
자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 연료별 엔진 개조 완료 및 예정 선박 규모



자료: Clarksons, LR, SK 증권

글로벌 연료별 엔진 개조 선종 규모 ('20~'29)



자료: Clarksons, SK 증권

동사의 또 다른 개조 사업인 LNG 운반선 개조는 ①LNGC 재액화 개조와 ②LNGC to FSRU, 그리고 ③LNGC to FSU로 구분할 수 있다. 우선 ①LNGC 재액화 개조의 경우, 3/4 세대 DFDE/TFDE 운항 선대 200 여척 중 약 70%가 '26년부터 CII C 등급 이하에 해당할 것으로 예상됨에 따라 BOG를 연소를 통한 폐기가 아닌 재액화를 장비를 탑재하여 연간효율성지수(AER)를 9% 이상 개선이 가능하다. 동사는 10 척의 LNGC 재액화 수주 중 1척을 4Q24에 완료했고, 현재 9척이 진행 중이다. 프로젝트 마다 상이하지만, 평균적으로 약 1천만 불 정도의 규모다.

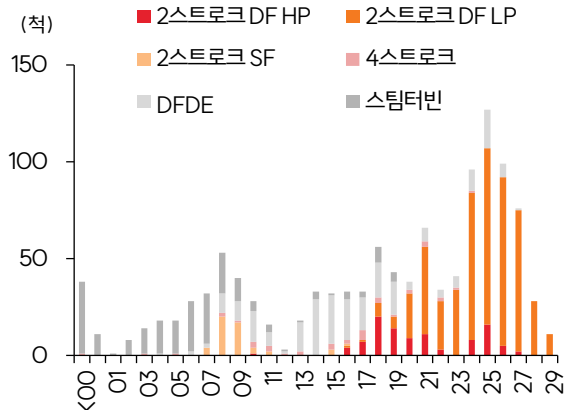
②LNGC to FSRU는 운항 경쟁력을 상실한 1/2 세대 Steam Turbin 및 3/4 세대 DFDE LNGC를 FSRU(Floating Storage Regasification Unit)으로 개조하는 사업이다. HD 현대는 현재까지 세계 최대의 FSRU 건조 경험 및 역량과 HD 현대 그룹사가 자체 디자인 적용과 공급을 하는 핵심 기자재 Re-Gas Module를 기반으로 해당 개조 사업에서 선두 주자로 나서고 있다. 프로젝트 마다 상이하지만, 평균적으로 약 1억~1.5억 불 정도의 규모다.

③LNGC to FSU는 운항 경쟁력을 상실한 1/2 세대 Steam Turbin LNGC 선대를 FSU(Floating Storage Unit)으로 개조하는 사업이다. 육상 LNG 발전 터미널 구축 연계 및 LNG 주요 선사와 프로젝트에 참여하고 있다. 프로젝트 마다 상이하지만, 평균적으로 약 3천만 불 정도의 규모다.

최근 매출액과 이익 규모가 큰 FSRU 보다는 FSU 쪽으로 인콰이어리 및 발주가 확대되는 중이다. 최근 FSRU 시장의 파이프라인은 대부분 중남미 지역인데, 해당 지역 국가들이 참여하고 있는 FSRU 프로젝트 인콰이어리는 확대됐으나, 투자 과정에서 FSRU 는 장기 수요 예측, 인프라 연계, 법적 검토 등 파이낸싱이 원활하지 못해 동사의 FSRU 수주로 이어지지 않고 있다. 또한 FSU 의 경우 단순 액화-저장 기능만 수행하기 때문에 선주의 판단만으로 신속하게 발주가 가능하기 때문에 의사결정까지의 리드타임이 짧다.

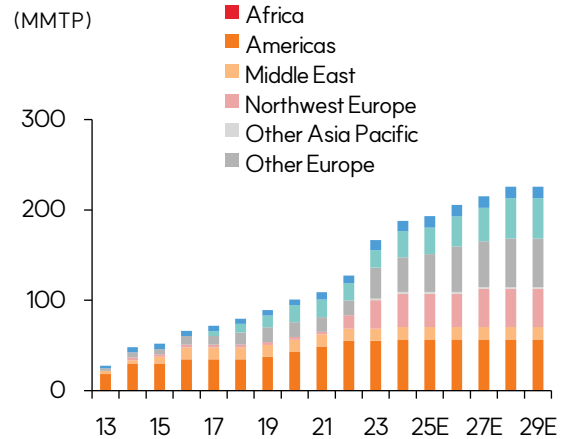
단기 내 관점에서 동사의 FSRU 보다는 FSU 개조와 재액화 개조 사업을 통한 성장을 기대하는 것이 더 현실적이며, 작년에 동사가 수주했던 FSU1척은 올해 2분기에 완료될 예정이다. 하지만 중/장기적 관점에서 글로벌 LNGC 투자 확대 모멘텀에 따라 선주들의 FSRU 개조 사업 수주 또한 충분히 기대해 볼 수 있다.

글로벌 LNG 운반선 세대별 선대



자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 FSRU 시장 규모 추이 및 전망



자료: Clarksons, SK 증권

(3) 디지털솔루션: 이제 유료 구독 전환 시작, 중/장기적 성장을 기대

동사의 스마트솔루션 사업은 ISS, Hi-EMS, Hi-GSP 가 탑재된 모든 선박을 실시간 모니터링하여 운항과 장비 운영 및 관리 등을 지원하는 데이터 기반의 서비스다. 목표는 최대한 많은 글로벌 선박에 동사의 스마트솔루션을 탑재하는 것이며, 해당 솔루션을 통해 CII 가이드라인 및 항만 정보 사전 제공을 통해 연료 세이빙 효과를 얻게 해줌으로써 서비스 이용 선박의 CII 등급 하락을 막을 수 있다. 이 부분이 동사의 SDV 사업의 핵심이며, 나머지는 운항, 엔진, 선박장비 및 고장과 같은 관리시스템 및 커넥트 영역이라고 보면 된다.

현재까지 스마트솔루션을 탑재한 선박은 4Q24 기준 약 450척 정도이다. 기본적으로 약 1~2년 간 무상 제공 기간을 거친 후 선주들의 선택에 따라 유료 구독 전환으로 이어진다, '스마트솔루션을 통한 연료 세이빙 효과'→'해당 서비스에 만족한 선대들의 구독률 증가'→'보다 좋은 솔루션 제공을 위한 투자 및 구독료 인상'으로 이어지는 선순환 구조를 통한 성장을 기대할 수 있다.

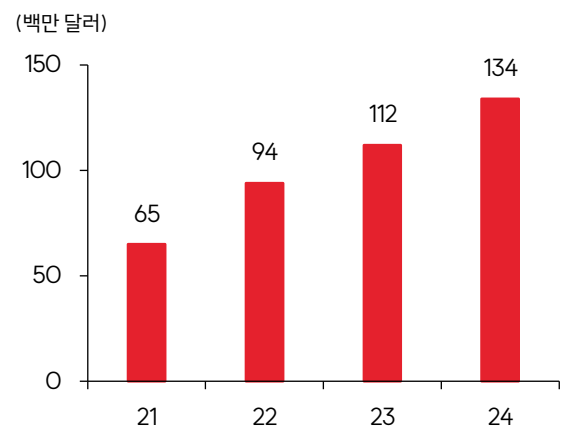
최근 들어 해당 선박들이 무상 기간이 종료됨에 따라 유상 구독으로 전환되기 시작했다. 동사는 IPO를 통해 조달한 자금 중 상당 부분을 데이터 보유 회사 M&A 혹은 JV를 통해 항만 관련 빅데이터 획득 목적으로 사용하겠다고 밝힌 바 있으며, 이를 통한 SDV의 중/장기적 성장을 기대해본다.

HD 현대마린솔루션의 디지털 관제센터



자료: HD 현대마린솔루션, SK증권

디지털제어 수주잔고



자료: HD 현대마린솔루션, SK증권

3. 밸류에이션 및 실적전망

투자의견 매수 및 목표주가 192,000 원으로 커버리지 개시

HD 현대마린솔루션에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 192,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 '26 년 추정 EPS 7,588 원에 Target P/E 26.4 배를 적용하여 산출했다. 멀티플을 산정하는 과정에서 동사가 상장할 당시 Valuation Peer로 선정됐던 '알파라발(ALFA LAVAL AB)'과 HD 한국조선해양은 적절하지 않다는 판단이다. 알파라발의 경우 친환경솔루션 사업에서 1 세대 전체와 2 세대 일부만 겹치는 비즈니스를 운영하고 있기 때문에 동사와 정확한 비교 대상은 아니며, HD 한국조선해양 또한 비상장사인 HD 현대삼호를 포함해 선박 발주 사이클에 민감한 주가 상관관계를 가지는 조선 자회사들의 중간 지주사 역할을 하고 있기에 정확한 비교 대상은 아니다.

현재 동사의 핵심사업 중 하나인 AM솔루션의 성장이 동사의 탑라인과 이익 성장을 모두 견인하고 있기 때문에 오히려 항공 MRO 업체들이 Peer로 적절하다는 판단이다. ①항공기 수명이 선박 수명과 비슷한 약 30년 주기라는 점과 ②부품별로 상이하지만 일부 부품들의 점검 및 교체가 짧게는 1~5년 사이 혹은 핵심 부품의 경우 5~10년 주기로 이루어진다는 점, ③AM 서비스 업체들이 약 30~60%의 높은 AM 매출 비중과 함께 진입 장벽을 기반으로 높은 가격 협상력을 갖는다는 점, 그리고 무엇보다 ④힘센(HiMSEN) 엔진 라이선스와 같이 일정 부품에서 독점적인 M/S가 확보되어 있으면 매우 높은 마진율을 갖게 되는 점이 유사하다.

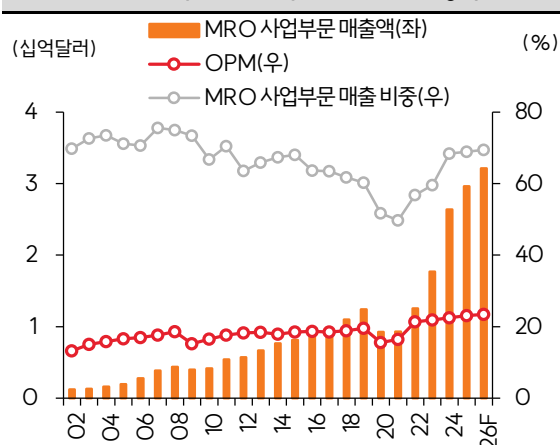
이러한 글로벌 대표적인 항공 MRO 사업 비즈니스 모델을 보유한 기업으로는 TransDigm, HEICO, MTU, AAR, Kongsberg 등이 있다. 여기에 더해 엔진 제조 사업을 함께 영위하긴 하나, 동사의 핵심 사업인 선박 엔진 AM 사업을 운영하는 바르질라는 반드시 Peer에 포함되어야 한다는 판단이다.

물론 항공 MRO 업체들의 유사도가 HD 현대마린솔루션가 100% 일치하지 않는다. **Kongsberg**는 HD 현대마린솔루션의 디지털솔루션과 동일한 해양 솔루션 사업부를 운영하고 있으나, 핵심인 AM 솔루션 사업의 비중이 거의 없다. 또한 방산&항공 사업부문에서 항공 AM 보다 방산 비중이 더 높으며, 최근 글로벌 방산주들의 주가 급 상승에 따라 방산 모멘텀이 더 강하기 때문에 멀티플에 20% 할인율을 적용했다.

HEICO 와 **TransDigm** 의 경우 FAA 로부터 승인을 받은 PMA(Parts Manufacturer Approval) 제조 및 AM 을 영위하기 때문에 낮은 원가 및 매우 높은 가격 결정력을 갖고 있으며, 신규 경쟁자가 쉽게 진입하지 못한다는 큰 진입장벽이 존재한다. 반면에 동사는 HiMSEN 엔진을 제외했을 때 AM 시장에서 독점적 위치에 있지 않기 때문에 해당 2 개 비교 업체의 멀티플에 대해서는 약 20%의 할인율을 적용했다.

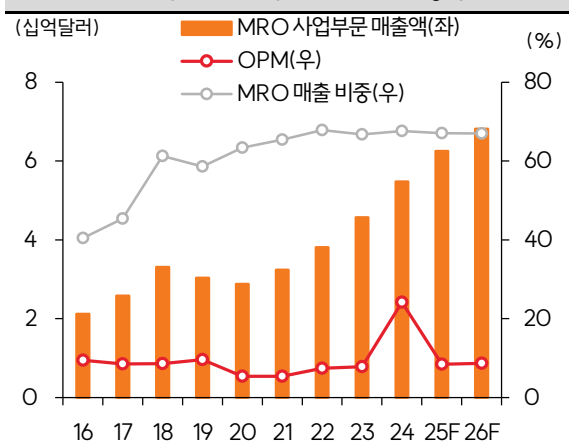
이와 반대로 **AAR** 의 경우, 힘센(HiMSEN)과 같은 독점적 M/S 확보 부재와 **HEICO** 와 **TransDigm** 과 달리 항공기 부품 유통/정비 사업에서의 경쟁이 매우 치열하고 낮은 진입장벽으로 인해 가격 결정력이 높지 않은 점을 고려해 멀티플에 20% 프리미엄을 적용했다.

HEICO MRO 사업부문의 매출액&OPM&매출 비중 추이



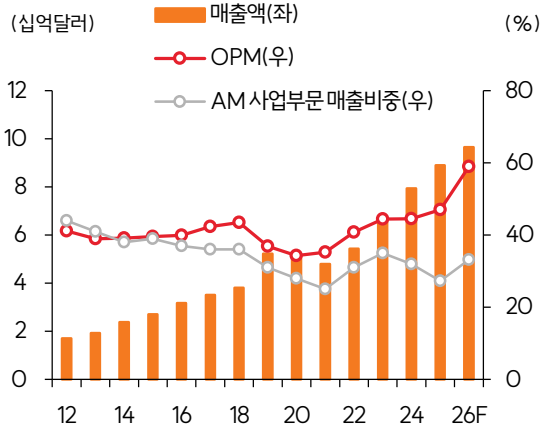
자료: Bloomberg, SK 증권
주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스

MTUMRO 사업부문의 매출액&OPM&매출 비중 추이



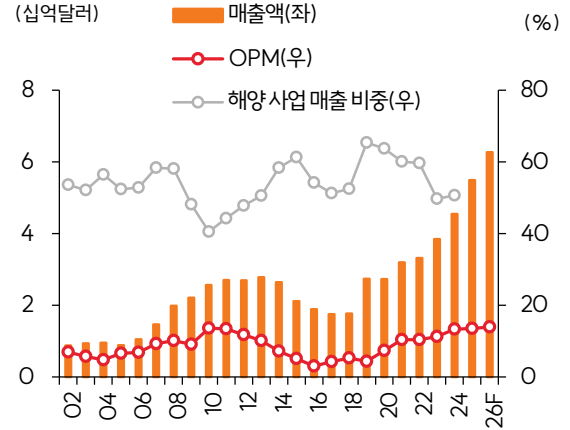
자료: Bloomberg, SK 증권
주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스

TransDigm 매출액&OPM&AM 사업부문 매출 비중 추이



자료: Bloomberg, SK 증권
주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스

Kongsberg 사업부문의 매출액&OPM&매출 비중 추이



자료: Bloomberg, SK 증권
주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스

HD 현대마린솔루션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출액	461.7	483.8	518.2	536.5	533.3	564.3	597.1	623.0	2000.2	2317.8	2696.3
YoY	20.5%	10.5%	12.3%	15.8%	15.5%	16.7%	15.2%	16.1%	14.6%	15.9%	16.3%
QoQ	-0.4%	4.8%	7.1%	3.5%	-0.6%	5.8%	5.8%	4.3%	-	-	-
핵심사업	275.5	303.0	332.0	355.1	351.6	383.7	416.5	443.8	1265.6	1595.7	1972.1
AM 솔루션	224.4	245.0	267.3	279.6	296.4	321.0	347.0	363.0	1016.4	1327.5	1670.2
친환경솔루션	31.2	35.6	45.1	56.4	32.5	37.1	46.9	58.7	168.4	175.1	183.0
디지털솔루션	19.9	22.3	19.5	19.1	22.8	25.7	22.6	22.1	80.7	93.1	109.3
병커링	186.2	180.8	186.2	181.4	181.7	180.6	180.6	179.2	734.6	722.1	724.1
영업이익	72.8	83.1	90.7	96.6	94.9	103.5	112.7	118.6	343.3	429.7	540.0
YoY	41.4%	17.1%	8.7%	46.7%	30.3%	24.5%	24.3%	22.7%	26.3%	25.2%	25.7%
QoQ	10.6%	14.2%	9.0%	6.6%	-1.8%	9.1%	8.9%	5.2%	-	-	-
영업이익률	15.8%	17.2%	17.5%	18.0%	17.8%	18.3%	18.9%	19.0%	17.2%	18.5%	20.0%

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

구분	연도	HEICO	MTU	AAR	Transdigm	Kongsberg	Wartsila
시가총액 (백만달러)	'24.03.24	31,784	19,783	2,440	75,497	26,221	12,069
매출액	23	2,208	5,614	1,820	5,429	3,319	6,153
	24	2,968	5,800	1,991	6,585	3,849	6,505
	25E	4,312	9,401	2,764	8,900	5,492	7,958
	26E	4,631	10,296	2,942	9,644	6,270	8,504
영업이익	23	497	469	107	2,215	345	(34)
	24	625	(281)	134	2,923	436	425
	25E	960	1,299	257	4,253	749	872
	26E	1,054	1,444	291	4,653	889	957
OPM(%)	23	22.5	8.3	5.9	40.8	10.4	-0.5
	24	21.1	-4.8	6.7	44.4	11.3	6.5
	25E	22.3	13.8	9.3	47.8	13.6	11.0
	26E	22.8	14.0	9.9	48.2	14.2	11.3
EBITDA	23	613	844	161	2,492	478	243
	24	780	78	182	3,212	568	634
	25E	1,148	1,667	315	4,727	909	1,034
	26E	1,246	1,835	349	5,178	1,057	1,126
순이익	23	352	349	79	866	290	(67)
	24	404	(110)	90	1,298	352	279
	25E	634	926	133	2,180	602	630
	26E	711	1,030	160	2,536	717	699
ROE	23	14.4	11.6	7.8	-	20.5	(2.9)
	24	14.0	(3.5)	8.5	-	25.2	11.8
	25E	15.7	23.1	-	(49.7)	31.5	21.4
	26E	15.4	21.3	-	(84.2)	32.3	21.0
EPS	23	2.6	6.5	2.2	13.4	1.6	(0.1)
	24	2.9	(2.1)	2.6	22.0	2.0	0.5
	25E	4.5	17.5	3.8	37.4	3.4	1.1
	26E	5.0	19.4	4.6	43.4	4.1	1.2
PER	23	63.8	32.6	20.3	33.4	26.6	-
	24	53.9	-	17.6	36.7	22.1	29.8
	25E	58.0	21.2	18.1	36.0	43.6	18.9
	26E	52.6	19.3	15.0	31.6	37.8	17.1
	27E	46.1	17.2	13.2	27.2	31.5	15.7
EV/EBITDA	23	39.2	18.8	16.5	19.2	20.2	37.2
	24	33.5	-	14.6	20.5	16.2	15.7
	25E	30.0	12.3	10.7	20.8	27.9	10.9
	26E	27.7	11.2	9.6	19.0	24.0	10.0
주가 수익률(%)	1W	0.5	1.3	(0.0)	(0.9)	(6.1)	4.8
	1M	13.9	9.8	9.4	2.5	18.6	5.1
	3M	9.0	6.8	11.5	3.4	21.8	11.9
	6M	(1.5)	20.3	2.9	(0.0)	53.9	(5.4)
	YTD	10.0	5.5	10.9	6.2	22.8	11.5
	1Yr	35.4	49.8	13.0	15.4	116.5	34.1

자료: Bloomberg, SK 증권

HD 현대마린솔루션 Peer 비교 멀티플 산정

Peer 기업	'26E PER	할인(할증)율	조정 멀티플
HEICO	52.6	20%	42.1
Transdigm	31.6	20%	25.3
AAR	15.0	-20%	18.0
MTU	19.3	0%	19.3
Wartsila	17.1	0%	17.1
Kongsberg	37.8	20%	30.2
평균			25.3

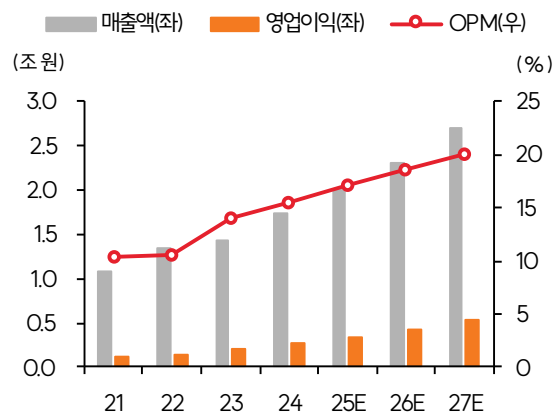
자료: Bloomberg, SK 증권

HD 현대마린솔루션 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'26 년 추정 EPS	(A)	원	7,588	
Target P/E	(B)	배	25.3	
주당주가가치	(C)	원	191,976	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	192,000	
현재주가	(E)	원	140,700	2025년 3월 24일 종가
상승여력	(F)	%	36.5	(F) = (D-E)/(E)

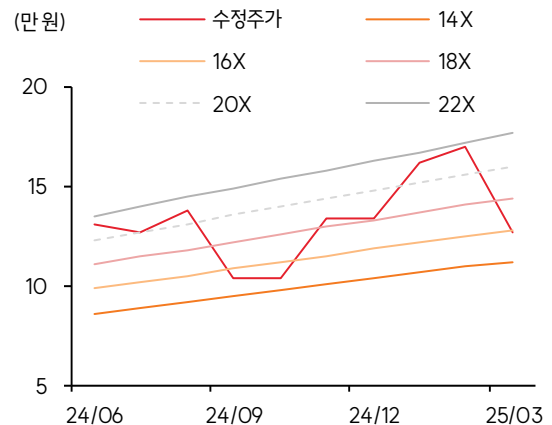
자료: SK 증권 추정

HD 현대마린솔루션 실적 추이 및 전망



자료: HD 현대마린솔루션, SK 증권 추정

HD 현대마린솔루션 PER Band Chart



자료: Bloomberg, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	597	1,076	1,125	1,302	1,530
현금및현금성자산	96	298	323	424	570
매출채권 및 기타채권	211	263	285	308	333
재고자산	238	273	296	320	347
비유동자산	59	77	81	83	84
장기금융자산	5	5	5	5	6
유형자산	11	20	19	21	21
무형자산	4	5	5	5	5
자산총계	657	1,152	1,206	1,385	1,614
유동부채	388	343	374	416	464
단기금융부채	134	8	10	18	30
매입채무 및 기타채무	134	158	199	215	233
단기충당부채	8	11	13	15	17
비유동부채	29	36	38	40	42
장기금융부채	12	13	13	13	13
장기매입채무 및 기타채무	0	1	1	1	1
장기충당부채	5	4	5	5	5
부채총계	417	379	412	456	506
지배주주지분	240	774	794	929	1,108
자본금	20	22	22	22	22
자본잉여금	20	385	385	385	385
기타자본구성요소	1	30	30	30	30
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	198	324	344	479	658
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	240	774	794	929	1,108
부채와자본총계	657	1,152	1,206	1,385	1,614

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	73	247	273	340	427
당기순이익(손실)	151	228	273	340	427
비현금성항목등	70	77	67	83	101
유형자산감가상각비	10	12	12	12	12
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	60	65	55	70	89
운전자본감소(증가)	-97	-6	-12	-13	-13
매출채권및기타채권의감소(증가)	-38	-25	-22	-23	-25
재고자산의감소(증가)	-76	-22	-23	-24	-26
매입채무및기타채무의증가(감소)	20	3	15	16	18
기타	-100	-110	-126	-160	-201
법인세납부	-49	-57	-71	-90	-113
투자활동현금흐름	5	-196	-40	-40	-43
금융자산의감소(증가)	6	-183	-23	-26	-29
유형자산의감소(증가)	-2	-10	-12	-14	-13
무형자산의감소(증가)	0	-0	0	0	0
기타	1	-3	-5	-0	-0
재무활동현금흐름	-44	149	-250	-197	-237
단기금융부채의증가(감소)	0	0	2	8	11
장기금융부채의증가(감소)	-6	-7	0	0	0
자본의증가(감소)	0	367	0	0	0
배당금지급	-90	-100	-252	-205	-249
기타	52	-110	-0	0	0
현금의 증가(감소)	32	203	24	102	145
기초현금	64	96	298	323	424
기말현금	96	298	323	424	570
FCF	70	237	261	326	414

자료 : HD현대마린솔루션,

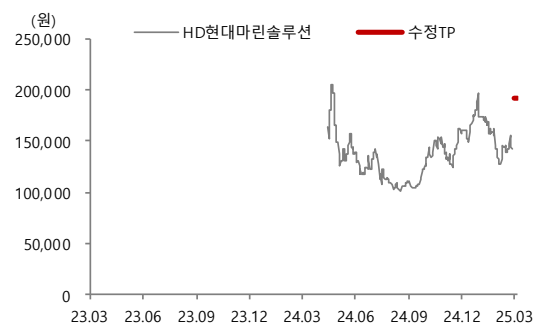
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,430	1,745	2,000	2,318	2,696
매출원가	1,158	1,383	1,552	1,747	2,011
매출총이익	273	362	448	571	686
매출총이익률(%)	19.1	20.7	22.4	24.6	25.4
판매비와 관리비	71	90	105	142	146
영업이익	201	272	343	430	540
영업이익률(%)	14.1	15.6	17.2	18.5	20.0
비영업손익	-0	25	0	0	0
순금융손익	-4	7	16	19	24
외환관련손익	4	21	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	201	297	343	430	540
세전계속사업이익률(%)	14.1	17.0	17.2	18.5	20.0
계속사업법인세	50	69	71	90	113
계속사업이익	151	228	273	340	427
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	151	228	273	340	427
순이익률(%)	10.6	13.1	13.6	14.7	15.9
지배주주	151	228	273	340	427
지배주주귀속 순이익률(%)	10.6	13.1	13.6	14.7	15.9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	147	238	273	340	427
지배주주	147	238	273	340	427
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	212	284	356	442	552

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	7.2	22.0	14.6	15.9	16.3
영업이익	41.9	34.9	26.3	25.2	25.7
세전계속사업이익	41.7	47.7	15.6	25.2	25.7
EBITDA	41.6	34.1	25.4	24.3	25.0
EPS	44.0	34.6	19.6	24.8	25.6
수익성 (%)					
ROA	25.7	25.2	23.1	26.3	28.5
ROE	71.6	45.0	34.8	39.5	42.0
EBITDA마진	14.8	16.2	17.8	19.1	20.5
안정성 (%)					
유동비율	154.0	313.9	300.5	312.8	329.6
부채비율	173.6	49.0	51.9	49.1	45.7
순차입금/자기자본	20.9	-59.6	-63.7	-67.3	-71.2
EBITDA/이자비용(배)	34.3	62.4	562.9	589.4	506.8
배당성향	66.2	61.9	64.1	63.3	60.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,778	5,085	6,080	7,588	9,534
BPS	5,999	17,255	17,710	20,722	24,706
CFPS	4,029	5,348	6,356	7,864	9,810
주당 현금배당금	2,500	3,150	3,900	4,800	5,800
Valuation지표 (배)					
PER	0.0	31.7	23.5	18.8	15.0
PBR	0.0	9.4	8.1	6.9	5.8
PCR	0.0	30.2	22.5	18.1	14.5
EV/EBITDA	0.2	23.7	17.4	13.7	10.7
배당수익률	0.0	2.0	2.6	3.2	3.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.03.25	매수	192,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 25일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------