

HD현대마린솔루션 (443060)

업황 무관 증장기 고속 성장 - 길게 봐야 한다

조선업종내 유기적 장기 성장성은 단연 1위

동사는 향후 조선업종의 **업황과 무관한 실적 성장**을 보일 것이라 예상. After-market 과 상선 MRO 사업의 특성상 1) 경쟁이 제한적인 영업환경, 2) 신조선가에 영향을 받지 않는 판가, 3) 친환경 선박 엔진 도입에 따른 블랙마켓 공급자의 점진적 퇴출 등의 수혜를 누릴 것이라 판단하며, 제품 생산이 아닌 솔루션 제공 사업을 영위함으로써 **향후 수익성의 하방 압력으로 작용할 수 있는 비용 불확실성 또한 매우 제한적**.

핵심 성장 동력은 본격적 영업 전개와 친환경 엔진 채택 트렌드

2024년 동사의 선박 척당 AM솔루션 매출액은 yoy 27% 증가. 이는 1) 영업을 통한 서비스 범위 증가와 판가 상승, 2) 친환경 (DF) 엔진 비중 증대에 기인하였는데, 해당 요인들이 갈수록 강화될 것이라 예상. **DF엔진 채택 비중 상승 트렌드**로 인한 수혜는 1) ASP상승뿐만 아니라 2) **블랙마켓 공급자 퇴출**, 결론적으로는 3) AM포함 선박 **솔루션 단위 수주영업** 전개까지 이어질 수 있다고 예상. 블랙마켓 공급자의 존재는 순정품 사용 유인을 저해하며 AM부품 시장을 일부 잠식하고 있었으나, DF엔진 탑재시 신뢰성 문제로 **순정품 수요 증가**하며 **솔루션 단위 수주가 가능할 것**.

목표주가 220,000원으로 커버리지 개시

동사의 적정주가는 FY25~27F 평균 EPS에 글로벌 MRO 및 중장기 솔루션 공급자의 평균 P/E multiple 25배를 적용한 220,000원으로 제시하며 커버리지 개시. 향후 3개년의 평균 EPS를 제시하는 근거는 1) **선박 AM솔루션 시장은 개화기에 있으며**, 2) 동사 또한 **본격적인 영업 확장 중이며** 3) 선박 AM시장 특성상 **경쟁이 제한적**이라는 점. Re-rating trigger는 1) CII규제 본격화로 인한 Retrofit 수주 급증, 2) DF엔진 채택률 상승으로 인한 LTSA 수주 잔고 증가, 3) 추가적인 해상 환경규제. 주요한 Downside risk는 2대주주 (10%) KKR의 추가적인 블록딜 매각이나, 단기적인 저점매수 기회가 될 것이라 판단.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 220,000원 (I)

직전 목표주가 -원

현재주가 (5/27) **174,600원**

상승여력 **26%**

시가총액	78,272억원
총발행주식수	44,829,210주
60일 평균 거래대금	356억원
60일 평균 거래량	236,998주
52주 고/저	197,000원 / 100,100원
외인지분율	28.63%
배당수익률	1.95%
주요주주	에이치디현대 외 3인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.4	34.6	27.4
상대	6.6	33.8	31.6
절대 (달러환산)	15.8	41.8	26.9

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	505	15.4	4.1	524	-3.5
영업이익	85	20.2	2.8	88	-3.1
세전계속사업이익	95	24.0	13.7	94	1.2
지배순이익	65	13.9	1.9	71	-9.6
영업이익률 (%)	16.9	+0.7 %pt	-0.2 %pt	16.8	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	12.8	-0.1 %pt	-0.2 %pt	13.6	-0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,430	1,745	2,074	2,582
영업이익	201	272	361	488
지배순이익	151	228	299	391
PER	-	24.8	26.2	20.0
PBR	-	7.6	9.1	7.3
EV/EBITDA	-	19.0	19.5	14.1
ROE	71.6	45.0	36.6	40.3

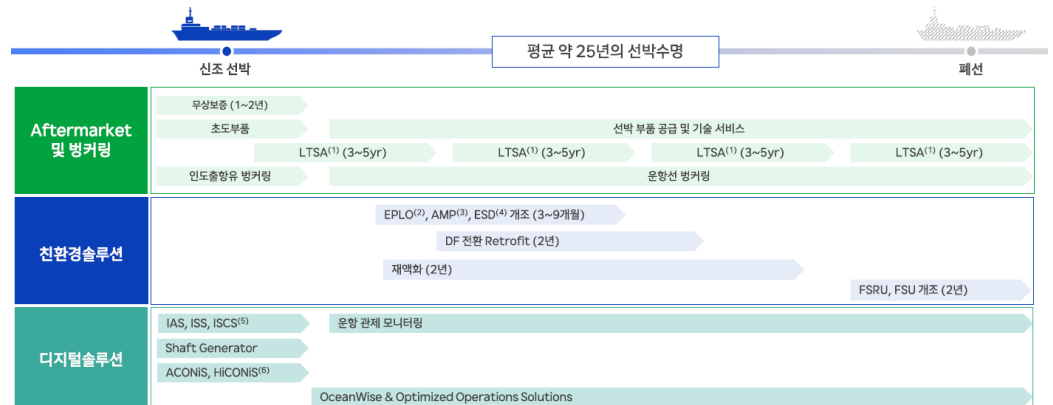
자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

투자 포인트 – 조선업종 내 차별화된 사업구조

동사는 조선업종에 속해 있으나 제조를 하지 않는 특이한 사업구조를 가지고 있다. 선박 생애주기 전반에 필요한 서비스를 통합적으로 제공하나, 이를 위한 제품은 HD현대 산하 및 국내 선박 기자재 업체를 통해 조달받아 서비스를 제공한다. 추가적으로, “신조선 인도 이후 선박”이 서비스 대상인 사업 특성상, 조선-기자재 업체들에 비해 상대적으로 매우 제한적인 실적 변동성을 갖게 된다. 따라서, 산업의 Cycle과 원자재의 변동, 산업 내 인건비 변동에 크게 영향을 받지 않는 사업 구조를 가지고 있다.

HD 현대마린솔루션 - 사업 영역



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

사업의 구조상 중장기적 성장 보장

동사의 사업은 신조 선박의 생애주기를 아우르는 Solution providing이다. 비핵심사업인 병커링 외에도 AM솔루션, 친환경솔루션, 디지털솔루션 사업을 영위하고 있으며, AM사업은 또다시 엔진, 비엔진, 육상발전, Smartcare로 나뉜다. 이와 같은 다양한 사업영역 간의 유기적인 영업 시너지를 통해 단순한 AM부품 공급자가 아닌 친환경 개조, 소프트웨어 솔루션 등의 전체적인 사업 영역에서 확장을 일으킬 것이라 예상한다.

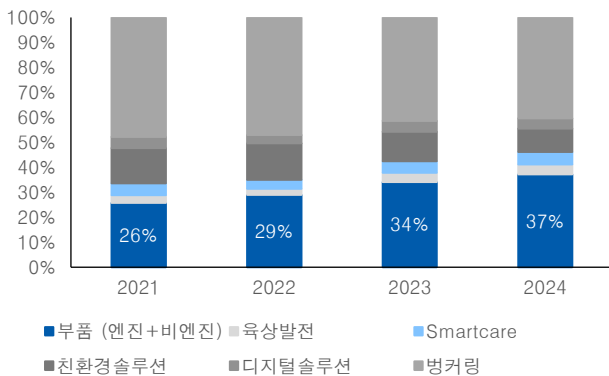
HD 현대마린솔루션: 각 사업부문별 설명과 이익 성장성 비교

사업	설명	단/장기 이익 성장
AM사업	엔진	선박 엔진 AM 부품 전반적 공급
	비엔진	엔진을 제외한 선박의 주요 AM 부품 공급
	육상발전	육상발전에 필요한 발전소용 엔진 공급
	Smartcare	예방정비, 유지보수 및 선박 유지보수 (LTSA)
친환경솔루션	친환경 선박 개조 (BWTS, 스크러버, Gas, Carbon)	사업 특성상 중장기 성장
디지털솔루션	선박 운항 및 해양 플랫폼 제공	사업 특성상 중장기 성장
병커링	국내외 항구 대상 병커링 서비스	비핵심 사업으로 단/장기 이익 성장성 제한적

자료: 유안타증권 리서치센터

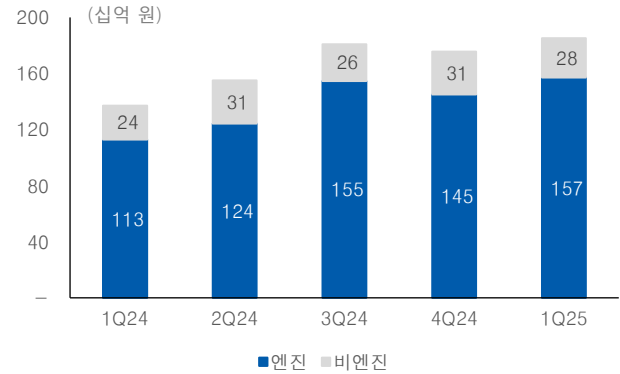
사업부문의 특성을 고려했을 때, 당사는 **엔진부문 AM사업이 단기 실적을 견인할 주요 사업**이라고 판단한다. 비엔진, LTSA, 디지털솔루션과 같은 사업들은 분명 중장기 성장성이 열려있지만, **2-3년 내 실적 개선의 측면에서는 엔진 대비 낮은 성장성**을 기록할 것이다. 실제로 2024년 동사의 전사 매출은 2021년 대비 36% 상승했으나 엔진과 비엔진을 합친 선박 AM (엔진+비엔진) 매출은 132% 성장했으며, 2024년 기준 엔진 AM 매출이 비엔진 AM 매출보다 5배가량 높다.

지속적으로 성장한 AM 부품사업 매출기여도



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

AM 부품사업내 엔진매출이 높은 비중 차지



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

AM 엔진사업 중장기 매출 예상

정리하자면, 엔진사업을 주축으로 AM솔루션 사업이 성장하고, AM솔루션 사업과 함께 확장되는 솔루션사업이 HD현대마린솔루션의 전체 사업 성장 청사진이다. 아래는 당사의 AM사업내 엔진 부문의 중장기 매출 성장 예상치이다. 1) **디젤엔진 AM시장은 블랙마켓 공급자들이 존재하여** 동사의 기존 시장 점유율에 다소 제한적이었으나, 2) **DF엔진의 경우 기술적 진입장벽이 높아** 동사의 점유율이 매우 높으며, 3) 동사가 제공한 AM ASP Index에 의하면 AM 서비스 적당 매출액이 2024년 기준 전년대비 27% 상승했다는 점을 고려하여 아래와 같은 수치를 제시한다.

HD 현대마린솔루션 - 중장기 엔진 AM 사업부 매출 성장 예상

	(단위)	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 디젤엔진 선대	GTm	1,460	1,499	1,524	1,546	1,559	1,569	1,576	1,580
HMS 디젤엔진 시장 점유율	%	20%	21%	22%	23%	24%	24%	23%	22%
HMS 디젤엔진 시장 대상고객	GTm	292	315	335	356	374	377	363	348
글로벌 DF엔진 선대	GTm	84	103	133	171	214	262	310	360
HMS DF엔진 시장 점유율	%	43%	44%	45%	48%	49%	49%	49%	49%
HMS DF엔진 시장 대상고객	GTm	36	45	60	82	105	128	152	176
HMS 전체 고객 선대	GTm	328	360	395	438	479	505	514	524
DF엔진 단가 보정 후 고객 선대	GTm	336	369	407	454	500	531	545	559
		2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
고객 확장을 감안한 HMS 엔진 매출	Wbn	388	427	471	525	578	614	630	647
연간 적당매출 상승 (ASP+서비스범위)	%		27%	13%	13%	8%	4%	3%	2%
HMS 최종 엔진부문 매출	Wbn	388	543	676	852	1,014	1,119	1,183	1,239

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

밸류에이션 및 목표주가

동사의 목표주가는 FY25-27F 평균 EPS에 target P/E multiple 25배를 적용한 220,000원이다. Target P/E multiple의 산출은 글로벌 MRO 및 솔루션 제공 기업 peer의 평균값이다. FY25-27F 평균 EPS를 적용하는 이유는 1) 동사가 아직 지속적인 서비스 척당 매출액 상승세를 기록 중이며 (2022-24년 연간 yoy 22%/27%/27% 상승) 2) 향후 HD현대 산하 조선업체들의 DF엔진 인도비중 증가에 따른 추가 수혜를 감안하기 위해서이다.

HD 현대마린솔루션: 글로벌 Peer valuation table

	Ticker	단위	주가	시총 (US\$m)	절대수익률 (%)				Rel Index	지수대비 수익률 (%)				P/E (x)		P/BV (x)	
					1M	3M	6M	12M		1M	3M	6M	12M	25F	26F	25F	26F
HD현대마린솔루션	443060 KS	KRW	160,300	5,263	(1.4)	14.9	14.6	10.2	KOSPI Index	(4.0)	17.3	11.0	15.0	25.2	20.3	8.3	7.0
MTU Aero Engine	MTX GR	EUR	339	20,706	22.3	12.2	7.2	47.2	DAX Index	14.7	6.2	(15.1)	20.8	21.1	19.1	4.5	3.9
ST Engineering	STE SP	SGD	7.5	18,304	7.7	49.8	64.3	86.5	STI Index	6.4	51.0	60.7	69.6	28.3	24.6	8.0	7.2
SIA engineering	SIE SP	SGD	2.6	2,237	19.0	7.5	8.4	15.0	STI Index	17.7	8.7	4.8	(1.8)	19.8	18.4	1.6	1.6
Larsen&Toubro	LT IN	INR	3,600	58,123	9.1	8.6	(0.1)	1.2	SENSEX Index	7.1	0.1	(3.4)	(7.2)	33.2	27.0	5.1	4.5
산업 평균				20,927	11.3	18.6	18.9	32.0		8.4	16.7	11.6	19.3	25.5	21.9	5.5	4.8

자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

HD 현대마린솔루션 (443060) 추정재무제표 (K-IFRS)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,430	1,745	2,074	2,582	3,172
매출원가	1,158	1,383	1,606	1,971	2,404
매출총이익	273	362	468	611	768
판매비	71	90	107	123	141
영업이익	201	272	361	488	626
EBITDA	212	284	376	507	645
영업외손익	0	25	42	40	40
외환관련손익	4	21	26	20	12
이자손익	-4	7	19	23	31
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-1	-3	-3	-3	-3
법인세비용차감전순이익	201	297	404	528	666
법인세비용	50	69	105	137	173
계속사업순이익	151	228	299	391	493
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	151	228	299	391	493
지배지분순이익	151	228	299	391	493
포괄순이익	147	238	309	401	503
지배지분포괄이익	147	238	309	401	503

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	73	247	293	399	521
당기순이익	151	228	299	391	493
감가상각비	10	12	15	19	19
외환손익	3	-6	-26	-20	-12
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-97	-6	-3	0	13
기타현금흐름	5	18	9	9	9
투자활동 현금흐름	5	-196	-9	-32	-35
투자자산	0	-3	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3	-10	-18	-23	-18
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	7	-183	9	-9	-16
재무활동 현금흐름	-44	149	-213	-172	-225
단기차입금	83	-126	2	2	3
사채 및 장기차입금	-32	1	0	0	0
자본	0	367	0	0	0
현금배당	-90	-100	-222	-182	-235
기타현금흐름	-5	7	7	7	7
연결범위변동 등 기타	-2	3	-30	-45	-51
현금의 증감	32	203	41	150	210
기초 현금	64	96	298	340	490
기말 현금	96	298	340	490	700
NOPLAT	201	272	361	488	626
FCF	70	237	275	376	503

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

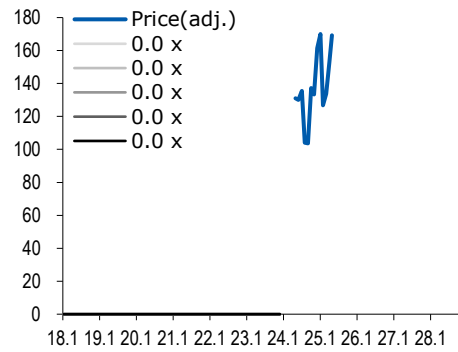
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	597	1,076	1,176	1,418	1,717
현금및현금성자산	96	298	340	490	700
매출채권 및 기타채권	211	263	300	355	413
재고자산	238	273	301	325	335
비유동자산	59	77	80	84	84
유형자산	11	20	23	27	26
관계기업 등 지분관련 자산	0	3	3	3	3
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	657	1,152	1,256	1,503	1,801
유동부채	388	343	360	388	418
매입채무 및 기타채무	146	184	208	246	285
단기차입금	128	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	29	36	35	35	36
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	417	379	395	423	454
지배지분	240	774	860	1,079	1,347
자본금	20	22	22	22	22
자본잉여금	20	385	385	385	385
이익잉여금	198	324	400	610	868
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	240	774	860	1,079	1,347
순차입금	50	-461	-491	-648	-872
총차입금	146	21	22	25	27

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,778	5,302	6,664	8,724	11,000
BPS	5,999	17,255	19,188	24,080	30,047
EBITDAPS	5,288	6,595	8,396	11,320	14,389
SPS	35,762	40,599	46,274	57,589	70,755
DPS	2,500	3,150	4,050	5,250	6,650
PER	-	24.8	26.2	20.0	15.9
PBR	-	7.6	9.1	7.3	5.8
EV/EBITDA	-	19.0	19.5	14.1	10.8
PSR	-	3.2	3.8	3.0	2.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	7.2	22.0	18.8	24.5	22.9
영업이익 증가율 (%)	41.9	34.9	33.0	35.1	28.3
지배순이익 증가율 (%)	44.0	50.8	31.1	30.9	26.1
매출총이익률 (%)	19.1	20.7	22.6	23.7	24.2
영업이익률 (%)	14.1	15.6	17.4	18.9	19.8
지배순이익률 (%)	10.6	13.1	14.4	15.1	15.5
EBITDA 마진 (%)	14.8	16.2	18.1	19.7	20.3
ROIC	70.3	76.3	86.0	97.8	109.6
ROA	25.7	25.2	24.8	28.4	29.9
ROE	71.6	45.0	36.6	40.3	40.6
부채비율 (%)	173.6	49.0	46.0	39.2	33.7
순차입금/자기자본 (%)	20.9	-59.6	-57.1	-60.0	-64.7
영업이익/금융비용 (배)	32.7	59.8	307.4	381.1	441.2

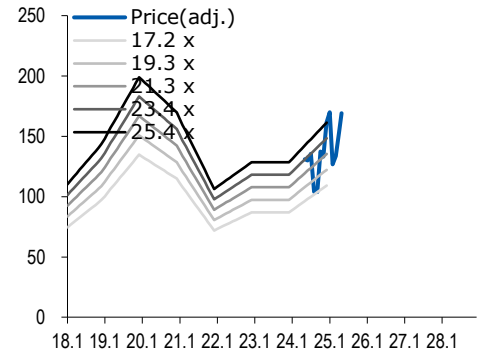
P/E band chart

(천원)



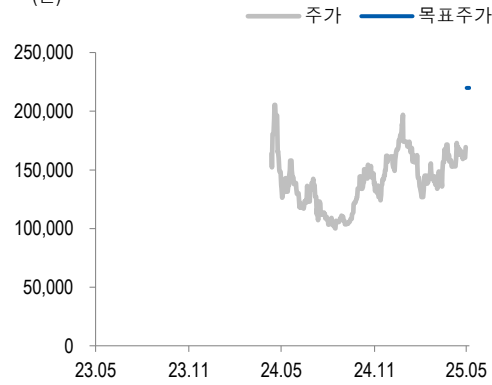
P/B band chart

(천원)



HD현대마린솔루션 (443060) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-28	BUY	220,000	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)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-27

※ 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.