

HD현대 마린솔루션 (443060)

이재니

jinilee@daishin.com

투자 의견

N.R.

6개월 목표주가

N.R.

현재주가

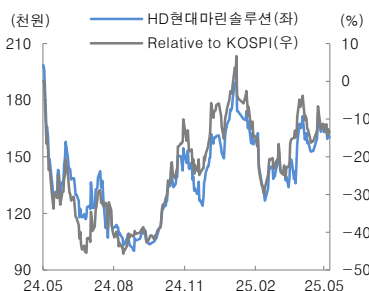
(25.05.23)

160,300

업종

KOSPI	2592.09
시가총액	7,186십억원
시가총액비중	0.33%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	197,000원 / 100,100원
120일 평균거래대금	315억원
외국인지분율	28.54%
주요주주	에이치디현대 외 3인 55.34% Global Vessel Solutions, L.P., 19.52%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.4	12.0	11.7	7.1
상대수익률	-3.9	14.7	7.8	12.4



엔진부품의 힘센성장

- 선박 MRO 통합솔루션 서비스를 제공하는 AM솔루션의 강한 성장 기대
- 현시점에서 힘센엔진의 매출 성장세가 동사의 가장 큰 성장 포인트
- 장기적인 이익 성장은 DF엔진이 이끌 것으로 예상

선박의 생애주기 통합솔루션을 제공하는 유일무이 기업

동사는 HD현대중공업에서 현물출자를 통해 2016년 설립된 회사로 그룹 내에서 선박 인도 후 폐선까지 필요한 MRO 서비스 제공. 핵심사업부로는 AM(After Market)솔루션부와 친환경솔루션, 디지털솔루션 사업부가 있으며 매출 비중의 60.6% 차지. 핵심사업부 중 가장 큰 비중을 차지하는 AM솔루션 사업부는 엔진 및 기자재의 부품을 공급함. 동사는 제조가 아닌 엔지니어링 기술을 제공하기 때문에 고정비에서 자유로운 사업구조를 보임

1Q25 실적: 힘센엔진으로 보여준 힘센성장

[AM솔루션] 매출액 2,169억원(+27.7% yoy) 기록, 힘센엔진 분기 매출 1천억원 돌파하며 DF엔진 비중 확대를 기반으로 성장 모멘텀 지속 [친환경솔루션] 매출액 583억원(+92.4% yoy) 기록, FSU 프로젝트 주요 장비 납품 및 설치공사가 매출에 반영되었으며 향후 재액화 시장에서도 영향력 확장시킬 예정 [디지털솔루션] 매출 198억원(+13.8% yoy), 신조 호황에 따른 실적 증가세 지속

친환경 드라이브로 장기 성장 도모

MEPC 83차 회의를 통해 2028년부터 탄소세가 적용됨에 따라 DF엔진 선박으로의 교체가 빨라질 수 밖에 없음. DF선박은 2021년부터 본격적으로 인도되었는데, 평균 오버홀 기간이 5년차임을 감안한다면 DF엔진의 드라이독 정비는 2026년부터 확대될 것으로 예상

신조시장에서 LNG운반선은 디젤 엔진 대비 DF엔진이 1.5배 가량 비싼데 이러한 특성 역시 AM마켓에서도 유지될 것으로 예상. ASP가 높은 DF엔진 비중이 빠르게 증가하면 Q와 P의 효과가 동시에 나타날 것

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	1,009	1,088	1,334	1,430	1,745
영업이익	157	113	142	201	272
세전순이익	148	117	142	201	297
총당기순이익	108	90	105	151	228
지배지분순이익	108	90	105	151	228
EPS	2,700	2,239	2,623	3,778	5,302
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	30.4
BPS	6,358	3,872	4,555	5,999	17,992
PBR	0.0	0.0	35.2	26.7	8.9
ROE	38.4	43.8	62.3	71.6	45.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: HD현대마린솔루션, 대신증권 Research Center

주요 콤데이 내용

Q: DF엔진의 본격적인 성장 시기

A: 밸류업에서 핵심사업 성장률을 2028년까지 20% 이상 유지시키겠다 말한바 있음. 성장률 달성까지 큰 무리 없을 것, DF엔진의 본격적인 효과가 보이기 때문. 신조시장에서 DF엔진 선박의 비중 확대된지 시일이 지났지만 선박 건조 후 25년 동안 본격적으로 시장이 시작됨. 그래서 애프터마켓 안에서 DF선박의 비중은 아직까지 크지 않음.

엔진 관련 서비스를 진행한 선박 중 DF선박 비중은 22년 4%에서 24년 9%까지 성장, 28년에는 25%까지 성장 예상. 신조시장에서 디젤 엔진 대비 DF엔진은 1.5배 비싼데, 이런 특성은 애프터마켓에서도 유지될 것으로 예상. ASP가 높은 DF엔진 비중이 빠르게 증가하면서 Q와 P효과가 동시에 나타나고 있음.

선박들은 5년 주기로 드라이독에서 레이저 정비를 수행하는데 5년동안 사용하는 수리비용을 100으로 봤을 때 4-6년차에 약 60-70% 정도의 비용을 사용하는 패턴을 보임. 21-22년부터 본격적으로 인도되기 시작한 DF선박들은 드라이독 정비를 26-27년부터 들어감. 고로, DF효과는 이제 시작단계로 보고 있음

Q: 친환경솔루션 부문의 사업 성장 가시화 시점

A: 친환경솔루션의 2025년 실적은 다소 보수적으로 전망함. 환경규제의 불확실성 때문에 선사들은 DF개조와 같은 대형 투자들은 연기하고 있음. 지난 4월 MEPC 83차 회의를 통해서 탄소세 관련 타임라인이 세워진 것 맞으나 실제 부담으로 작용되는 것은 28년 이후. 시간적 여유가 있기 때문에 2차개조시장에서의 활황은 다소 시일이 필요할 것으로 전망

이에 대응하기 위해서 대형 프로젝트보다는 중소형 프로젝트 위주의 영업전략을 가져가려 함. 중소형은 납기가 짧기 때문에 올해 유통이 축적된 프로젝트들은 하반기부터 매출화될 것으로 판단. 그럼에도 대형 개조 프로젝트 수요는 크지 않아 25-26년까지는 친환경 시장의 폭발적인 성장을 기대하긴 조심스러움

디지털솔루션은 신조발주가 활황임에 따라 꾸준히 성장하고 있고 올해도 10% 이상의 성장을 무난히 달성할 것으로 예상. 동사의 분기별 변동성이 아예 없지는 않지만 친환경 선박 시장에서 시작된 모멘텀이 계속되고 있고 3-4년간의 성장의 가시성이 높음. 탄소세 부담 본격화 이전에 시작하면 친환경 개조 시장이 개화될 것이고, 그에 따라 회사가 다시한 번 폭발적인 성장을 보여줄 수 있을 것으로 예상

Q: 현마엔의 엔진 장착 선박 시너지 방안

A: HD현대그룹 제작 엔진에 대해서는 100% 대응하는 구조라서 서비스 전권을 동사가 행사하고 있음. 서플라이 체인 자체는 공유하지만 그룹을 통해서 동사가 제품을 소싱하지는 않음. 마린엔진 같은 경우 그룹사로 인수될때부터 상장사였고, 자체적으로 AM서비스 사업부를 보유하고 있음. 그래서 동사가 100% 대행하는 사업구조를 가져갈 수는 없는 상황이지만 디스트리뷰터 채널의 하나로 포함이 됨. 현마엔 엔진은 현마엔으로부터 소싱을 해야하는 구조라서 현중엔진과 OPM 자체는 조금 다를 수 밖에 없음

[이어서]

Q: IPO 자금이 싱가포르 물류허브 신설 계획에 투입되는 여부

A: 물류창고 자체를 건설하는게 아닌 렌탈 베이스로 가져가는거라 큰 캐팩스 투자는 없다고 봐도 무방함. 24년 말 기준 재고 2,700억 중 70% 정도가 부산 창고에 있음. 그중 일부를 전진배치하고 재고를 새로 발주해서 싱가포르 세컨 허브를 운용할 계획. 그래서 투자금액보다는 워킹캐피탈 300-500억정도 증가할 것. 모든 비용이 올해 반영되기 보다는 내년정도까지 순차적으로 반영될 거 같음. 올해 창고 운용 시작하는게 목표, 자재 발주 후 싱가포르까지 보내는데 시간 소요되는 부분 감안하면 1년 반 정도 소요 예상

Q: 신조 vs 개조 이익 비교

A: 개조 수요가 느는게 이익에 더 빨리 반영됨. 신조는 지금 발주하면 27-28년에 딜리버리 되기 때문. 최근 LNGC 스크랩 되기 시작했다는 얘기가 있지만 그건 선주사가 가지고 가는 운영전략에 따라 다름. 미국 LNG 생산량이 늘어난다라고 한다면 FSU FSRU에 대한 개조수요가 늘어날 수 밖에 없음. 그래서 1분기에 FSU 개조를 추가로 수주를 했음

반면에 선체가 건강한 LNGC의 스팀터빈 엔진을 DF로 개조해서 운용하겠다는 계획을 가지고 동사에 접근하는 선주도 일부 있어 이런 부분은 선주들 현금 가용 능력에 따라 달라질 것으로 예상

Q: 선령별 오버홀 비용 차이

A: 보통 2만시간-2.4만시간 운전했을 때 메이저 오버홀이 진행되는데, 그게 보통은 5년 차에 맞물려서 드라이도크에서 진행함. 매뉴얼상으로 Time Between Overhaul이라고 함. 이론적으로는 첫 5년, 그 다음 차수 10년, 15년차까지 소요되는 비용은 거의 같다고 보는게 맞겠지만 엔진 자체가 노후화되면 실질 러닝 아워 기준으로 가지 않고 컨디션 베이스로 오버홀 진행하는 경우도 있어서 엔진 컨디션 자체만으로 오버홀 진행이 당겨질 가능성도 있음.

동사의 서비스 주기가 25년이긴 하지만, 차량의 경우와 마찬가지로 신차일 때는 수리하러 블루핸즈를 가더라도 낡아질수록 사설업체를 사용하는 것과 일맥상통. 그래서 선박이 15년차 이상이 되면 블랙이나 그레이마켓으로 넘어가는 비중이 증가한다고 파악하고 있음. 실제 디젤엔진은 블랙마켓 서플라이어가 많지만 DF엔진은 다르게 흘러갈 것으로 예상. DF엔진(특히 가스)은 블랙마켓 공급자가 많지 않은 상황이라 선령이 오래되도 정품 사용 비중이 늘어날 것으로 예상

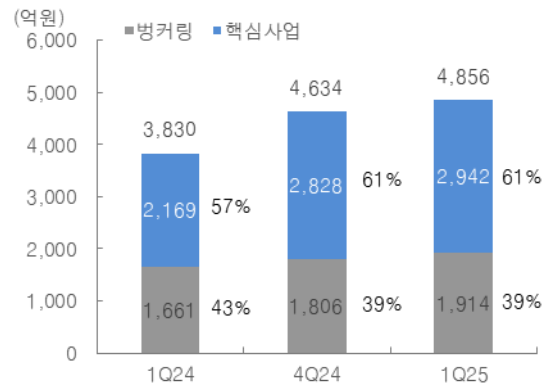
Q: 선박별 수익성 차이

A: 선종과 상관없이 장착된 엔진 기준으로 봄. 다만 엔진 외 기자재에서는 LNGC가 안전에 민감하기 때문에 전기전자 제품에 대해 예방적 정비를 선호하기 때문에 선종별로 봤을 때 LNGC와 같은 고부가가치선이 정비가 나올수 있는 기자재 종류가 확대될 수 있음

DF 개조는 대부분 컨테이너선 위주로 나오는데, 컨테이너선이 탱커보다 운항 경로가 길어서 탄소세도 부담스럽고 선속도 부담스럽기 때문. 그래서 현재 DF개조 수주잔고는 없지만 파이프라인은 크다고 보고 있음. 개조 선령은 대부분 10-15년이 고민하는 마지노선으로 봄. 15년 넘으면 ROI가 나오지 않기 때문에 아마 바이오연료로 바꾸거나 신조로 리세일 할 것으로 예상

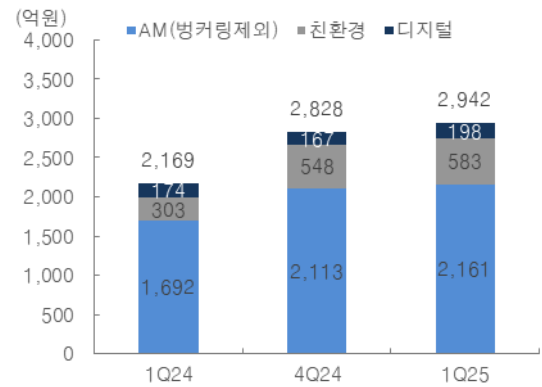
기업개요

그림 1. 핵심사업/병커링 매출 구분



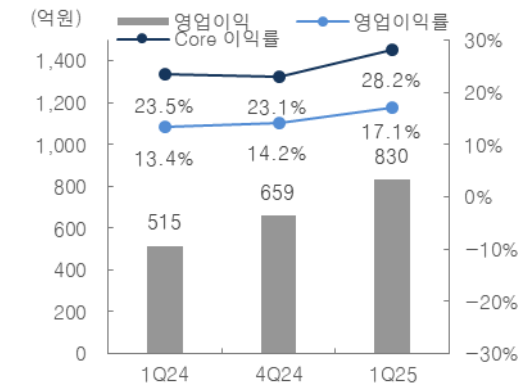
자료: HD현대마린솔루션 대산증권 Research Center

그림 2. 핵심사업 부문별 매출액



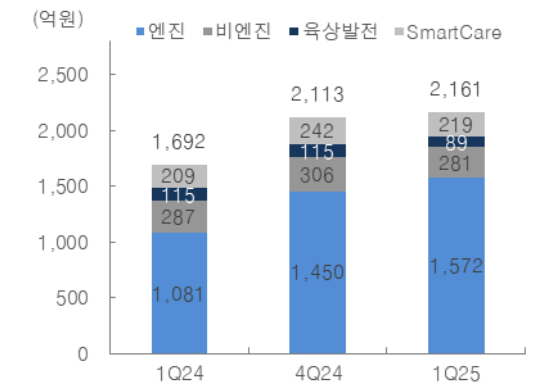
자료: HD현대마린솔루션 대산증권 Research Center

그림 3. 분기별 영업이익 추이



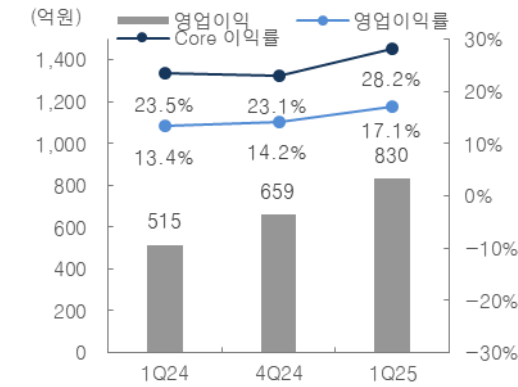
자료: HD현대마린솔루션 대산증권 Research Center

그림 4. AM 사업부 제품별 매출액



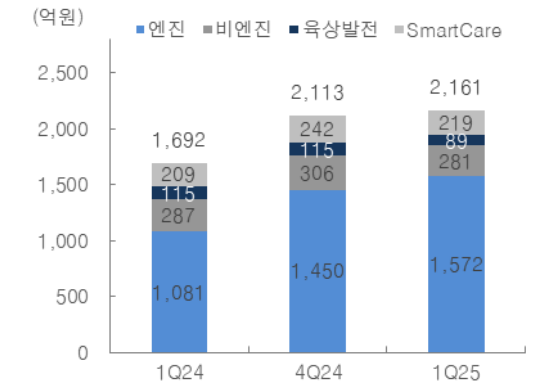
자료: HD현대마린솔루션 대산증권 Research Center

그림 5. 분기별 영업이익 추이



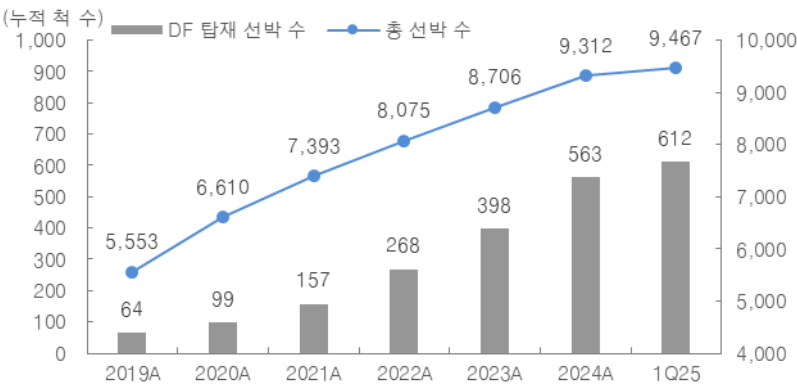
자료: HD현대마린솔루션 대산증권 Research Center

그림 6. AM 사업부 제품별 매출액



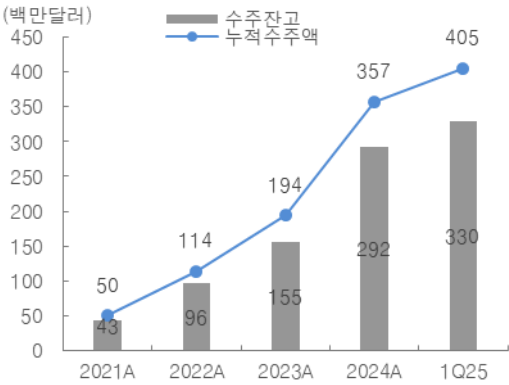
자료: HD현대마린솔루션 대산증권 Research Center

그림 7. AM 솔루션 제공 선박 수 추이



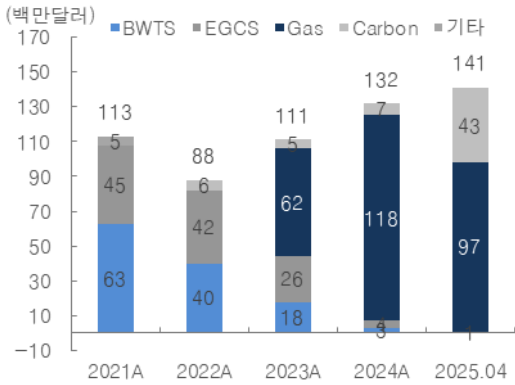
자료: HD현대미린솔루션, 대산증권 Research Center

그림 8. LTSA 누적 수주액 및 수주잔고



주: LTSA는 Long Term Service Agreement의 약자
자료: HD현대미린솔루션, 대산증권 Research Center

그림 9. 친환경 Retrofit 수주잔고 추이



자료: HD현대미린솔루션, 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	1,009	1,088	1,334	1,430	1,745
매출원가	823	942	1,138	1,158	1,383
매출총이익	186	145	196	273	362
판매비와관리비	29	32	54	71	90
영업이익	157	113	142	201	272
영업외수익	155	104	106	141	156
EBITDA	161	118	149	212	284
영업외손익	-8	4	0	0	25
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	13	19	40	41	67
외환포함이익	0	0	0	0	0
금융비용	-20	-9	-36	-41	-39
외환포함손실	20	8	34	34	34
기타	-1	-6	-4	-1	-3
법인세비용차감전순이익	148	117	142	201	297
법인세비용	-40	-27	-37	-50	-69
계속사업순이익	108	90	105	151	228
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	108	90	105	151	228
당기순이익률	10.7	8.2	7.9	10.6	13.1
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	108	90	105	151	228
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	1
포괄순이익	106	91	107	147	238
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	106	91	107	147	238

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	2,700	2,239	2,623	3,778	5,302
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	30.4
BPS	6,358	3,872	4,555	5,999	17,992
PBR	0.0	0.0	35.2	26.7	8.9
EBITDAPS	4,032	2,960	3,734	5,288	6,595
EV/EBITDA	NA	NA	48.3	34.2	23.7
SPS	25,224	27,194	33,345	35,762	40,599
PSR	0.0	0.0	48	45	3.9
CFPS	4,277	3,307	4,313	5,521	7,097
DPS	5,500	2,750	1,775	2,500	3,150

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
성장성					
매출액 증/감	24.7	7.8	22.6	7.2	22.0
영업이익 증/감	44.3	-27.9	25.6	41.9	34.9
순이익 증/감	21.3	-17.1	17.2	44.0	50.8
수익성					
ROIC	304.8	92.0	83.9	74.4	76.8
ROA	29.6	25.6	30.3	34.3	30.0
ROE	38.4	43.8	62.3	71.6	45.0
안정성					
부채비율	82.4	170.3	185.3	173.6	49.0
순차입금비율	-59.8	-19.7	13.9	20.9	-59.6
이자보상비율	1,239.3	92.7	52.1	32.7	59.8

자료: HD 현대마린솔루션 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	428	385	453	597	1,076
현금및현금성자산	94	86	64	96	298
매출채권및기타채권	133	147	180	211	263
재고자산	108	126	160	238	273
기타유동자산	94	26	50	53	241
비유동자산	36	34	67	59	77
유형자산	9	12	13	11	20
관계기업투자지급	0	0	0	0	3
기타비유동자산	27	22	54	48	54
자산총계	464	419	520	657	1,152
유동부채	201	222	314	388	343
매입채무및기타채무	97	98	122	146	184
차입금	0	22	45	128	0
유동성채무	0	0	30	0	0
기타유동부채	104	102	116	113	159
비유동부채	9	42	24	29	36
차입금	0	30	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9	12	24	29	36
부채총계	210	264	338	417	379
자본부분	254	155	182	240	774
자본금	20	20	20	20	22
자본잉여금	20	20	20	20	385
이익잉여금	215	113	140	198	324
기타자본변동	0	2	3	2	43
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	254	155	182	240	774
순차입금	-152	-30	25	50	-461

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	49	68	52	73	247
당기순이익	108	90	105	151	228
비현금항목의가감	63	43	68	70	77
감가상각비	5	5	7	10	12
외환손익	5	-2	8	3	-6
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	53	39	52	57	71
자산부채의증감	-90	-24	-88	-97	-6
기타현금흐름	-32	-40	-33	-51	-53
투자활동 현금흐름	39	65	-13	5	-196
투자자산	-4	7	0	0	-3
유형자산	-3	-6	-6	-2	-10
기타	47	63	-8	7	-183
재무활동 현금흐름	-163	-142	-61	-44	149
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	-85	0	0	0	367
현금배당	-160	-190	-80	-90	-100
기타	83	48	19	46	-118
현금의증감	-75	-8	-22	32	203
기초 현금	0	0	0	0	0
기말 현금	-75	-8	-22	32	203
NOPLAT	114	87	105	151	209
FCF	115	86	107	159	210

[Compliance Notice]

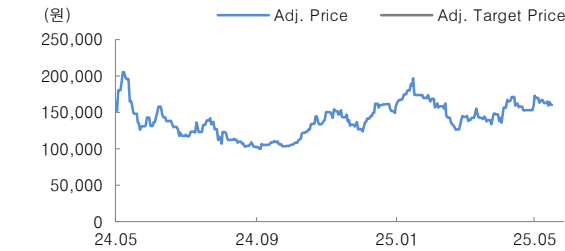
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이치니)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

HD현대마린솔루션(443060) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	2025.05.27
투자의견	NR
목표주가	NR
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250524)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상