true friend 한국투자증권

기업분석
In-depth
조선
2025. 5. 8

HD현대마린솔루션 (443060)

잘났다 정말

목표주가 240,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 240,000원으로 HD현대마린솔루션에 대한 커버리지를 개시한다. 순이익 성장성을 기업가치에 반영하기 위해 밸류에이션 지표로 P/E를 사용했으며, 적정 기업가치는 2025년 순이익 추정치 3,009억원에 목표 P/E 35.4배를 적용해 계산했다. 동종 기업 3군데의 2025년 PER 평균에 30%를 할증해서 목표 P/E를 구했는데, 순이익이 향후 3년 간 동종 기업 평균에 비해 2배 속도(CAGR +27.2%)로 성장하는 점을 감안했다.

투자포인트: 오버행 해소, 선박 개조 수요 증가, 배당 매력도

투자포인트는 세 가지다. 첫째, 오버행이 사라지면서 거래 유동성이 늘어난다. 2대 주주 보유 물량 8,750,000주는 시차를 두고 천천히 해소될 것이다. 물량 출회로 인한 일시적인 가격 조정이 매수 기회이며, 국가 및 업종 대표 지수 편입으로 인한 국내외 BM 펀드의 매수 수요가 생길 것이다. 둘째, 친환경 선박 개조 수요가 구조적으로 성장할 것이며, MARPOL 6번 부속서 개정안이 발효되는 2028년을 전후로 가속화될 것이다. 셋째, 순이익 창출 능력을 바탕으로 주주환원 재원이 확대된다. 지금 진입해서 주가와 배당 수익률을 안정적으로 취할 수 있는 기회다.

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	1,430	1,745	2,151	2,328	2,567
영업이익(십억원)	201	272	384	472	580
세전이익(십억원)	201	297	401	503	625
순이익(십억원)	151	228	301	377	469
EBITDA(십억원)	212	284	397	486	595
순차입금(십억원)	50	(461)	(570)	(616)	(678)
영업이익률(%)	14.1	15.6	17.9	20.3	22.6
ROE(%)	71.6	45.0	36.5	40.4	43.7
배당수익률(%)	NM	2.0	2.9	3.7	4.6
EPS(원)	3,778	5,304	6,712	8,417	10,456
(EPS증가율, %)	44.0	40.4	26.5	25.4	24.2
BPS(원)	5,999	17,255	19,486	22,221	25,595
DPS(원)	2,500	3,150	4,700	5,900	7,300
PER(x)	NM	30.4	23.8	19.0	15.3
PBR(x)	NM	9.4	8.2	7.2	6.2
EV/EBITDA(x)	NM	23.7	16.6	13.5	10.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

매수(신규)

목표주가: 240,000원(신규)

Stock Data

KOSPI(5/7)		2,574
주가(5/7)		159,600
시가총액(십억원)		7,155
발행주식수(백만)		45
52주 최고/최저가(원)		205,500/100,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)		26,441
유동주식비율/외국인지분율(%)		21.5/28.7
주요주주(%)	에이치디현대 외 3 인	55.3
	Global Vessel Solutions, L.P.	19.5

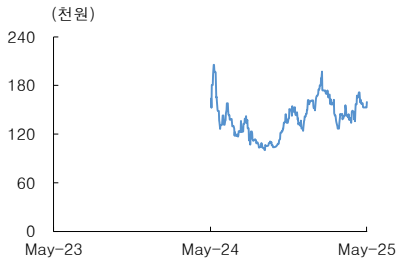
EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2025F		6,712	-
2026F		8,417	-
2027F		10,456	-

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.6	5.9	NM
KOSPI 대비(%p)	5.0	5.5	NM

주가추이



자료: FnGuide

강경태
kyungtae.kang@koreainvestment.com
남채민
chaemin.nam@koreainvestment.com

Contents

I. Summary & Valuation 2

1. Executive summary
2. Valuation

II. 실적 추정 6

1. 사업 구조
2. AM(After Market) 솔루션: 선박용 엔진이 핵심
3. 벙커링(Bunkering): 떼다가 파는 것
4. 친환경 솔루션: 수주 기반 선박 개조 사업
5. 디지털 솔루션: 선박 운항 관련 통합 제어 서비스

III. 투자포인트 20

1. 사라질 오버행, 늘어날 거래 유동성
2. CO_2 저감 사양 개조 수요 증가
3. 우수한 수익 창출 능력, 주주환원 재원 확대

Appendix. Peer study 25

리포트 작성 목적

- 동종 기업 분석을 통한 HD현대마린솔루션 사업 모델 가치 평가
- 부문별 사업 구조와 실적 추정 방법, 장단기 투자포인트 제시
- 투자의견 매수, 목표주가 240,000원으로 커버리지 개시

I. Summary & Valuation

1. Executive summary

투자의견 매수, 목표주가 240,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 240,000원으로 HD현대마린솔루션에 대한 커버리지를 개시한다. 목표주가는 적정 기업가치 10조 6,532억원을 유통주식수 44,829,210주로 나누어 산출했다. 적정 기업가치는 2025년 순이익 추정치 3,009억원에 목표 P/E 35.4배를 적용해 계산했다. 목표 PER은 동종 기업 3군데(Wartsila, Alfa Laval, Kongsberg)의 2025년 PER 평균 27.2배에 30%를 할증한 것이다.

순이익 성장률이 Peer 대비 2배 높기 때문에 평균 PER에 30% 할증

Peer와의 순이익 성장률 차이를 반영해서 30%를 할증했다. HD현대마린솔루션의 순이익은 2027년까지 연평균 27.2%씩 증가할 것이라 추정하는데, 동기간 Peer의 성과(14.2%)에 비해 2배 가량 높다. 현재 HD현대마린솔루션 시가총액은 2025년 순이익 추정치에 비해 23.8배에 거래되고 있지만, 2027년 순이익과 비교하면 15.3배에 불과하다. 지금 밸류에이션 멀티플에 30%를 할증해서 봐도, 순이익률 성장률을 감안하면 밸류에이션 매력이 생긴다.

4가지 사업부 중 핵심사업(Core)에 집중

핵심사업(Core)에만 집중해야 한다. HD현대마린솔루션은 4가지 사업 부문을 영위하고 있다. 사업 부문을 매출액 기여도(2025년 추정치 기준)가 큰 순서대로 나열하면, AM 솔루션(50%), 벙커링(35%), 친환경 솔루션(11%), 디지털 솔루션(4%) 등이다. 영업이익 기여도가 0.5%인 벙커링을 제외한 AM 솔루션, 친환경 솔루션, 디지털 솔루션 부문을 핵심사업으로 분류하고 있다. 핵심사업은 전체 매출액의 64.6%를 차지하며, 핵심사업 매출의 77.3%가 AM 솔루션 사업에서 발생한다. AM 솔루션 부문은 그룹사와 가장 큰 시너지를 내는 사업이다. HD현대중공업의 엔진기계 사업부에서 매년 인도하는 엔진을 토대로, 외형 성장성과 높은 수익성을 장기간 담보할 수 있는 핵심 중의 핵심 사업이다.

투자포인트
1) 거래 유동성 증가
2) 친환경 선박 개조 수요의 구조적 성장
3) 주주환원 재원 확대

투자포인트는 세 가지다. 첫째, 오버행이 사라지면서 거래 유동성이 늘어난다. 2대 주주 보유 물량 8,750,000주는 시차를 두고 천천히 해소될 것이다. 물량 출회로 인한 일시적인 가격 조정이 매수 기회이며, 국가 및 업종 대표 지수 편입으로 인한 국내외 BM 펀드의 매수 수요가 생길 것이다. 둘째, 친환경 선박 개조 수요가 구조적으로 성장할 것이며, MARPOL 6번 부속서 개정안이 발효되는 2028년을 전후로 가속화될 것이다. 셋째, 순이익 창출 능력을 바탕으로 주주환원 재원이 확대된다. 지금 진입해서 주가와 배당 수익률을 안정적으로 취할 수 있는 기회다.

2. Valuation

밸류에이션은 글로벌 동종 기업 PER 활용

적정 기업가치는 앞서 살펴본 글로벌 동종 기업의 PER을 활용해서 산출했다. PER을 채택한 이유는 우수한 순이익 창출능력을 기업가치에 반영하기 위해서다. 기확보한 수주잔고의 길이를 바탕으로 선행 추정치 적용 시점을 판단할 수 있는 조선사와 달리, HD현대마린솔루션의 핵심 수익원은 수주잔고에 연동되지 않는다. 따라서, 현 시점 기준 가장 가까운 해인 2025년 순이익 추정치에, 목표 PER을 적용해서 적정 기업가치를 계산했다.

투자의견 매수, 목표주가 240,000원

HD현대마린솔루션의 적정 기업가치는 10조 6,532억원이다. 2025년 순이익 추정치 3,009억원에 목표 PER 35.4배를 적용해서 산출했다. 목표 PER은 동종 기업 3군데의 2025년 PER 평균(블룸버그 컨센서스) 27.2배에 30%를 할증한 것이다. 적정 기업가치를 유통주식수(44,829,210주)로 나눈 240,000원을 목표주가로 제시한다. 2025년 5월 7일 종가에 비해 목표주가까지 상승여력(50.4%)이 크기 때문에, 투자의견 또한 매수로 제시한다.

Peer 평균 PER 할증 이유
1. Peer 대비 2배 이상 높은 핵심사업 순이익률

동종 기업의 평균 PER을 30% 할증한 이유는 두 가지다. 첫째, 핵심사업의 순이익률이 동종 기업에 비해 2배 이상 높기 때문이다. 벙커링 부문 매출액을 제외한 핵심사업의 2025년 순이익률은 21.6%로, 동종 기업 평균 순이익률(10.4%)에 비해 2.1배 높다. 동종 기업과 달리 유형자산을 갖추지 않기 때문에 고정비 지출이 적고, 차입금이 없어 이자비용을 지출하지 않기 때문이다. 시간이 지나도 변하지 않을 HD현대마린솔루션의 독보적인 경쟁력이다.

2. 순이익 절대치의 가파른 성장 전망

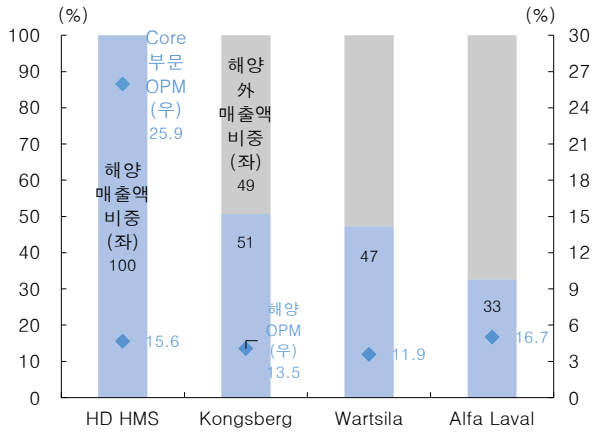
둘째, 순이익 절대치 또한 가파른 속도로 성장할 것이기 때문이다. HD현대마린솔루션의 지배주주당기순이익은 2027년까지 연평균 27.2%(2025~2027년)씩 증가할 것으로 추정한다. 매출액(동기간 연평균 13.7%)에 비해 순이익이 더 가파른 속도로 증가하는 것이다. AM 서비스 단가가 디젤 엔진에 비해 1.5배 높은 D/F 엔진의 서비스 비중이 20%대로 올라서기 때문이다.

<표 1> HD현대마린솔루션 목표주가 240,000원으로 제시

구분		계산(출처)	단위	내용	비고
2026년 순이익 추정치	ⓐ		십억원	301	52주 가중치 부여
목표 P/E	ⓑ	Bloomberg	배	27.2	Peer 5개사 2026년 P/E 평균
할인/할증률	ⓒ	Peer study	%	30.0	
적용 P/E	ⓓ			35.4	
기업가치	ⓔ	ⓓ=ⓐxⓓ	십억원	10,653	
유통주식수	ⓕ	ⓕ=ⓖxⓗ	천주	44,829	
발행주식총수	ⓖ	사업보고서		44,829	
자기주식수	ⓗ	사업보고서		-	
목표주가	ⓘ	ⓘ=ⓔ/ⓕ	원/주	240,000	
현재주가	ⓙ		원/주	159,600	2025년 5월 7일 종가
상승여력	ⓚ	ⓚ=(ⓘ/ⓙ)-1	%	50.4	

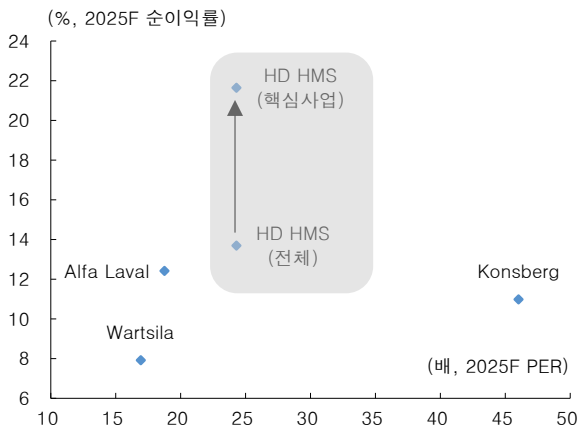
주: 순이익은 지배주주순이익
자료: 증권신고서, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] Peer사 부문별 매출액 비중과 해양 부문 OPM



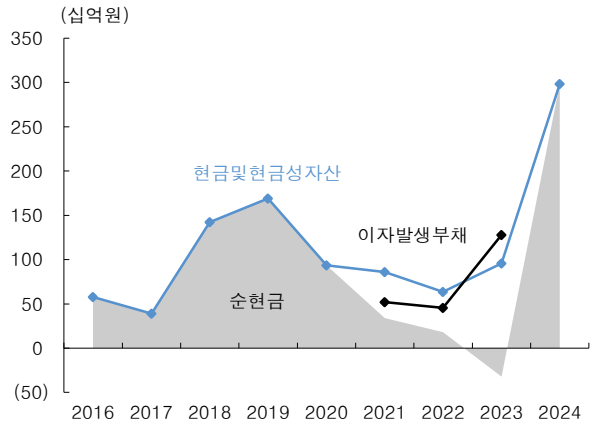
주: 2024년 연간 실적 기준
자료: Bloomberg, 전자공시시스템, HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 2] 동종 기업 순이익률과 PER 비교



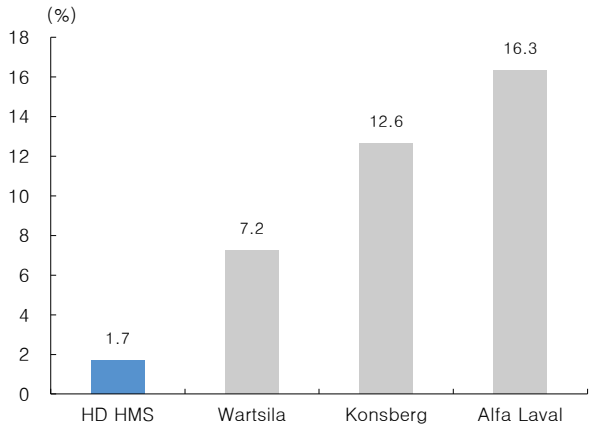
주: 2025년 5월 2일 기준
자료: Bloomberg, 전자공시시스템, HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 3] 현금성자산과 이자발생부채



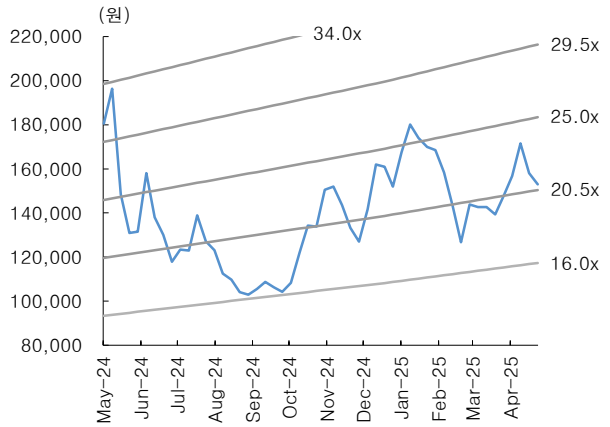
주: 이자발생부채는 단기차입금과 장기차입금, 사채 발행 잔액을 합산한 것
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 4] 자산총계 대비 유형자산 비중



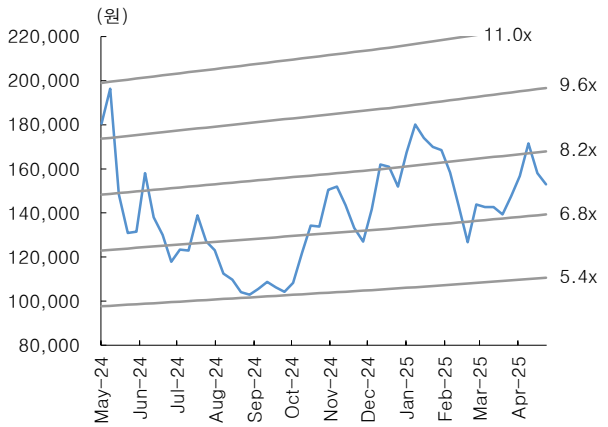
주: 2024년 말 재무상태표 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 12개월 선행 P/E 밴드



주: 2024년 5월 8일~2025년 5월 2일
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 12개월 선행 P/B 밴드



주: 2024년 5월 8일~2025년 5월 2일
자료: Quantiwise, 한국투자증권

<표 2> MRO 사업 Peer 밸류에이션 테이블

기업		바르질라(WRT1V FH)	알파 라발(ALFA SS)	콩스버그 그루펜(KOG NO)	HD현대마린솔루션(443060 KS)
주가(현지통화)		16.3	400.1	1,668.0	153,000
시가총액(십억원)		15,569	24,391	40,205	6,859
PER	2024A	20.1	25.9	43.9	30.4
(배)	2025F	16.9	18.8	46.0	24.3
	2026F	15.5	17.9	38.4	19.7
	2027F	14.5	13.1	32.8	17.1
PBR	2024A	4.0	4.6	12.1	9.4
(배)	2025F	3.4	3.5	13.6	8.0
	2026F	3.1	3.2	11.6	6.6
	2027F	2.8	2.9	9.8	6.0
ROE	2024A	21.2	18.7	29.6	45.0
(%)	2025F	21.0	19.7	31.4	35.1
	2026F	20.6	18.5	32.4	36.9
	2027F	19.8	17.4	31.9	37.8
매출액 증감률	2024A	7.2	5.3	20.3	22.0
(% YoY)	2025F	11.5	6.2	18.8	17.3
	2026F	5.4	3.5	14.4	17.5
	2027F	4.5	3.7	12.8	8.7
영업이익 증감률	2024A	79.1	13.0	41.5	34.9
(% YoY)	2025F	11.0	15.9	21.2	28.1
	2026F	8.7	5.2	19.6	25.6
	2027F	6.9	3.6	16.7	15.6
영업이익률	2024A	10.9	15.5	13.3	15.6
(%)	2025F	10.9	17.0	13.6	17.0
	2026F	11.2	17.2	14.2	18.2
	2027F	11.5	17.2	14.7	19.3
순이익 증감률	2024A	95.0	16.8	38.1	50.8
(% YoY)	2025F	13.1	19.4	24.4	22.9
	2026F	8.9	5.1	19.9	23.5
	2027F	5.9	36.2	17.0	14.8
순이익률	2024A	7.8	11.0	10.5	13.1
(%)	2025F	7.9	12.4	11.0	13.7
	2026F	8.2	12.6	11.5	14.4
	2027F	8.3	16.6	11.9	15.2

주: 2025년 5월 1일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 3> HD현대마린솔루션 재무상태

(단위: 십억원, %)

	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년
자산총계	144.8	209.1	370.8	595.6	463.9	418.6	519.8	656.6	1,152.2
유동자산	142.9	203.6	359.5	569.3	428.3	384.8	453.2	597.3	1,075.5
비유동자산	1.9	5.5	11.4	26.2	35.6	33.7	66.6	59.4	76.7
부채총계	19.5	43.2	152.2	287.4	209.6	263.7	337.6	416.7	378.7
유동부채	18.9	43.0	151.8	283.9	200.6	221.8	313.6	387.8	342.6
단기차입금						21.9	45.4	128.0	0.0
기타						200.0	268.3	259.8	342.6
비유동부채	0.6	0.2	0.4	3.4	9.0	41.8	24.0	28.9	36.1
자본총계	125.3	165.9	218.7	308.2	254.3	154.9	182.2	240.0	773.5
지배주주지분	125.3	165.9	218.7	308.2	254.3	154.9	182.2	240.0	773.5
재무비율									
부채비율	15.6	26.1	69.6	93.2	82.4	170.3	185.3	173.6	49.0
순차입금	(57.7)	(39.1)	(142.2)	(168.9)	(93.7)	(64.1)	(18.2)	32.3	(298.5)

자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

II. 실적 추정

1. 사업 구조

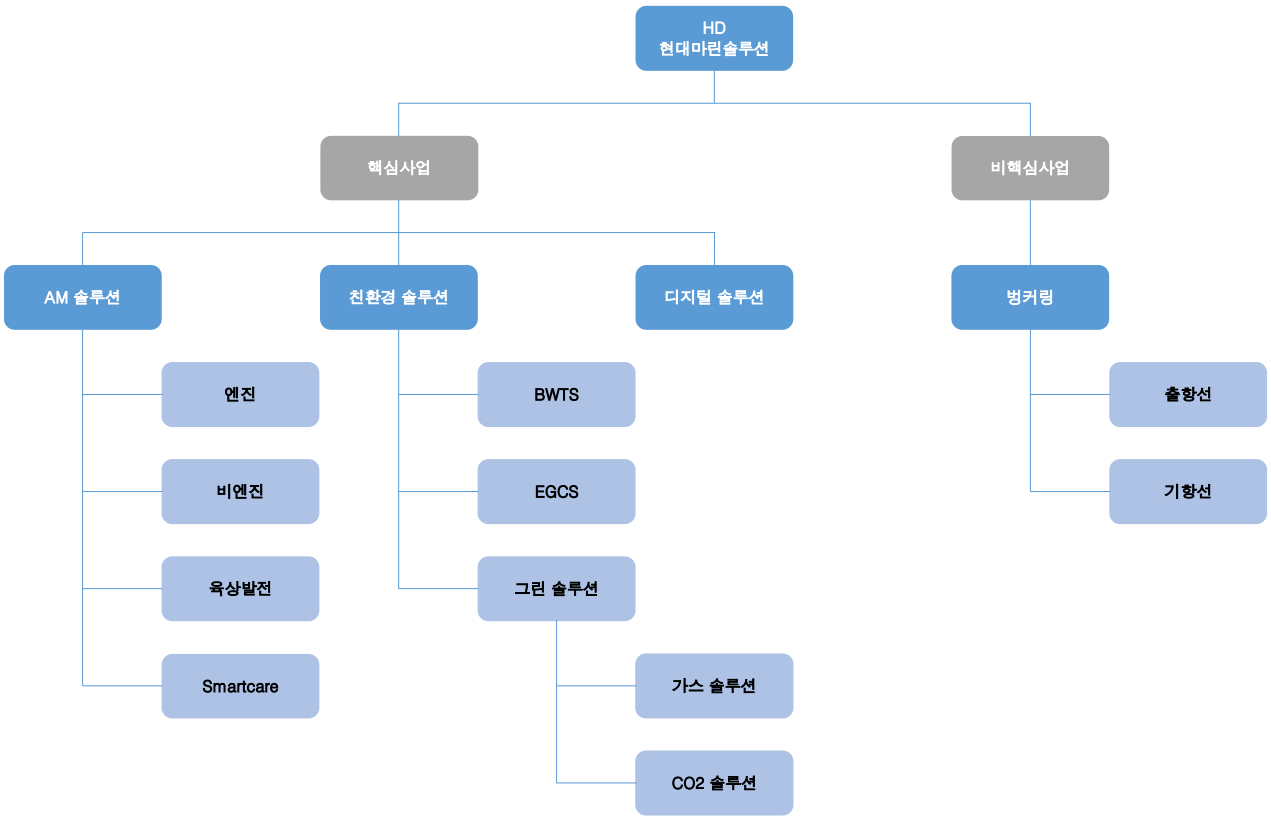
4가지 사업 중 핵심사업(Core)에 집중

핵심사업(Core)에만 집중해야 한다. HD현대마린솔루션은 4가지 사업 부문을 영위하고 있다. 사업 부문을 매출액 기여도(2025년 추정치 기준)가 큰 순서대로 나열하면, AM 솔루션(50%), 벙커링(35%), 친환경 솔루션(11%), 디지털 솔루션(4%) 등이다. 문제는 매출액의 35%를 차지하는 벙커링 부문의 영업이익 기여도가 0.5%에 불과하다는 것이다. 이를 고려해서, 회사는 벙커링 부문을 비핵심사업으로, AM, 친환경, 디지털 솔루션 부문을 더해 핵심사업으로 분류하고 있다.

핵심사업의 핵심, AM 솔루션 부문

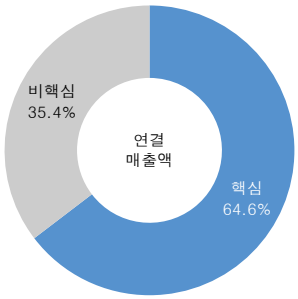
핵심 중의 핵심은 AM 솔루션 부문이다. 2025년 연결 매출액은 2조 1,511억원(+23.2% YoY), 영업이익은 3,844억원(+41.5% YoY, OPM +17.9%)로 추정한다. 핵심사업의 매출 기여도는 64.6%이며, 핵심사업 매출의 77.3%를 AM 솔루션 사업으로 창출할 것이다. AM 솔루션 부문은 그룹사와 가장 큰 시너지를 내는 사업이다. HD현대중공업의 엔진기계 사업부에서 매년 인도하는 엔진을 토대로, 외형 성장성과 높은 수익성을 장기간 담보할 수 있는 핵심 중의 핵심 사업이다.

[그림 7] HD현대마린솔루션의 사업 구성



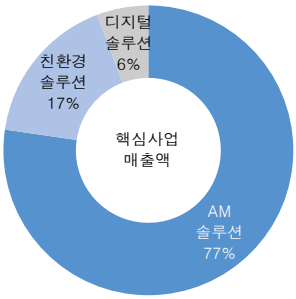
주: 2025년 5월 2일 기준
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 8] 연간 매출액 구성
: 핵심 사업이 61% 차지



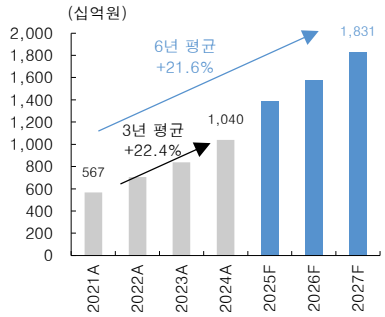
주: 2025년 연결 기준 추정치
자료: 한국투자증권

[그림 9] 연간 핵심사업 매출액 구성
: AM 솔루션이 77% 차지



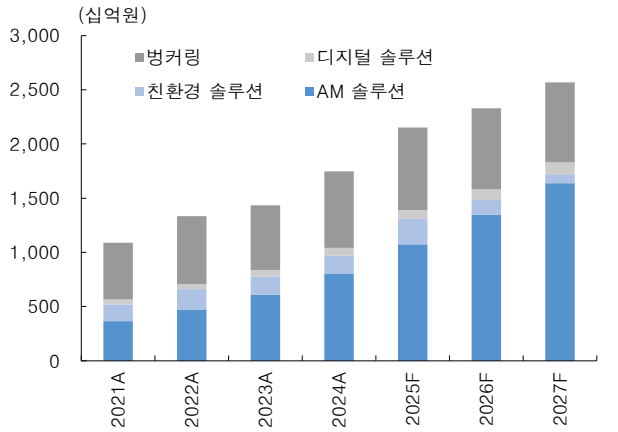
주: 2025년 연결 기준 추정치
자료: 한국투자증권

[그림 10] 연간 핵심사업 매출액
: 연평균 20% 이상 증가



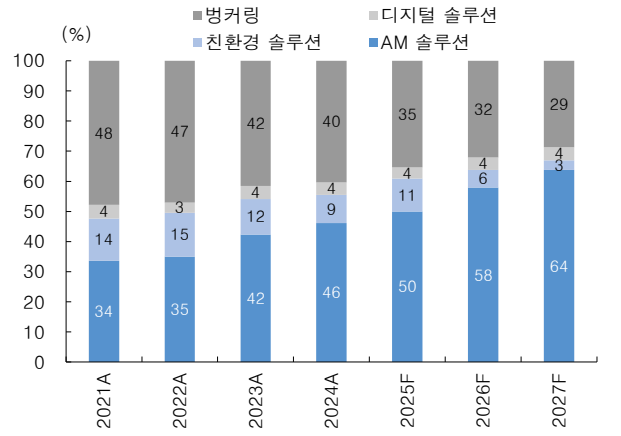
주: 연결 기준
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 11] 사업 부문별 연간 매출액 추이



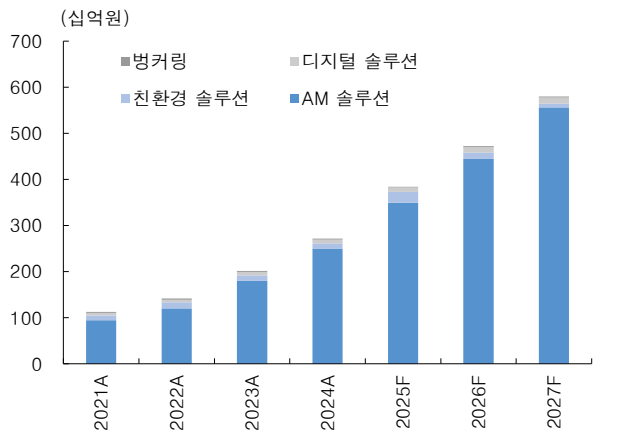
주: 연결 기준
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 12] 사업 부문별 연간 매출액 비중 추이



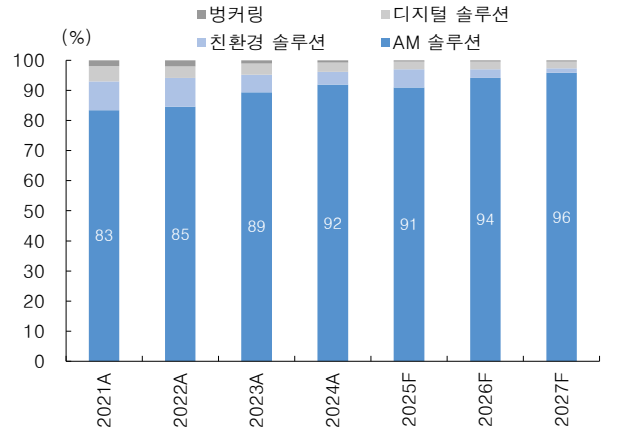
주: 연결 기준
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 13] 사업 부문별 연간 영업이익 추이



주: 연결 기준
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 14] 사업 부문별 연간 영업이익 비중 추이



주: 연결 기준
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

<표 4> HD현대마린솔루션 분기 실적 추정

(단위: 십억원, % YoY, % QoQ, %)

	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	**486**	**534**	**565**	**567**	**567**	**589**	**580**	**592**	**1,430**	**1,745**	**2,151**	**2,328**
핵심사업	294	341	378	377	375	402	396	409	838	1,040	1,390	1,582
AM 솔루션	216	273	284	302	310	324	350	364	607	806	1,075	1,348
엔진	157	195	199	213	214	223	241	251	396	532	764	928
비엔진	28	32	35	36	37	38	41	43	92	116	134	159
육상발전	9	22	23	24	29	31	33	34	52	70	90	127
Smartcare(무상보증)	22	25	27	28	31	32	35	36	67	87	103	133
친환경 솔루션	58	48	74	55	41	55	21	21	169	164	236	137
BWTS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EGCS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
그린 솔루션	34	48	74	55	41	55	21	21	0	0	212	137
가스 솔루션	34	48	14	28	14	28	0	0	0	0	124	42
CO2 솔루션	0	0	60	27	27	27	21	21	0	0	87	95
디지털 솔루션	20	20	20	20	24	24	24	24	62	71	80	97
비핵심사업	191	193	187	190	192	187	184	184	596	706	761	746
벙커링	191	193	187	190	192	187	184	184	596	706	761	746
영업이익	**83**	**95**	**101**	**105**	**110**	**116**	**121**	**126**	**201**	**272**	**384**	**472**
핵심사업	83	95	101	104	109	115	121	125	199	270	383	470
AM 솔루션	75	87	91	96	102	107	116	120	180	250	349	445
친환경 솔루션	6	5	7	6	4	5	2	2	12	11	24	14
디지털 솔루션	2	2	2	2	3	3	3	3	7	8	10	12
비핵심사업	0	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2
벙커링	0	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2
세전이익	84	100	106	111	116	123	129	134	201	297	401	503
지배주주순이익	63	75	80	83	87	92	97	101	151	228	301	377
전년(동기)대비 증감률												
매출액	26.8	21.9	22.5	22.3	16.8	10.3	2.6	4.5	7.2	22.0	23.2	8.2
핵심사업	35.6	31.1	34.9	33.3	27.6	17.9	4.7	8.4	18.6	24.1	33.7	13.8
AM 솔루션	27.6	32.6	29.4	42.7	43.5	18.4	23.6	20.7	30.0	32.7	33.3	25.4
친환경 솔루션	92.4	38.5	69.4	1.0	(29.2)	13.9	(71.9)	(62.9)	(13.2)	(3.0)	44.2	(41.8)
디지털 솔루션	13.8	2.6	17.0	19.8	22.1	20.9	20.9	20.9	37.3	13.5	13.2	20.9
비핵심사업	15.2	8.5	3.2	5.1	0.2	(3.1)	(1.5)	(3.3)	(5.1)	18.5	7.8	(1.9)
벙커링	15.2	8.5	3.2	5.1	0.2	(3.1)	(1.5)	(3.3)	(5.1)	18.5	7.8	(1.9)
영업이익	61.2	34.1	21.3	59.4	32.4	21.5	19.8	19.6	41.9	34.9	41.5	22.9
핵심사업	62.6	34.2	21.3	59.9	31.8	21.6	19.9	19.8	43.2	35.4	41.8	22.9
비핵심사업	(92.0)	21.5	19.3	2.9	1,515.8	(3.1)	(1.5)	(3.3)	(22.5)	(11.1)	(10.3)	28.4
전분기대비 증감률												
매출액	4.8	10.0	5.8	0.3	0.1	3.9	(1.6)	2.1				
핵심사업	4.0	16.0	10.7	(0.3)	(0.4)	7.1	(1.7)	3.3				
AM 솔루션	2.3	26.5	3.8	6.3	2.8	4.3	8.3	3.8				
친환경 솔루션	6.4	(17.8)	54.9	(25.4)	(25.5)	32.3	(61.8)	(1.4)				
디지털 솔루션	18.6	1.1	0.0	0.0	20.9	0.0	0.0	0.0				
비핵심사업	6.0	0.7	(3.0)	1.5	1.0	(2.6)	(1.3)	(0.4)				
벙커링	6.0	0.7	(3.0)	1.5	1.0	(2.6)	(1.3)	(0.4)				
영업이익	26.0	14.7	6.2	3.8	4.7	5.2	4.8	3.6				
핵심사업	27.0	14.1	6.3	3.8	4.7	5.3	4.8	3.7				
비핵심사업	(93.6)	1,524.2	(3.0)	1.5	1.0	(2.6)	(1.3)	(0.4)				
핵심 지표												
영업이익률	17.1	17.8	17.9	18.5	19.4	19.6	20.9	21.2	14.1	15.6	17.9	20.3
핵심사업	28.2	27.7	26.6	27.7	29.1	28.6	30.5	30.6	23.8	25.9	27.5	29.7
비핵심사업	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3
AM 솔루션	34.6	32.0	32.0	32.0	33.0	33.0	33.0	33.0	29.6	31.0	32.5	33.0
친환경 솔루션	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	7.0	7.0	10.0	10.0
디지털 솔루션	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
벙커링	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3

자료: 전자공시시스템, HD현대마린솔루션, 한국투자증권

2. AM(After Market) 솔루션: 선박용 엔진이 핵심

AM 솔루션,
선박 기자재 및 부품 공급

AM 솔루션 부문은 운항 중인 선박에 필요한 각종 기자재, 부품을 공급하는 사업이다. 고객은 선주이며, 주로 HD현대중공업의 엔진기계 사업부에서 제작하고 인도한 엔진 관련한 순정 부품을 조달해서 선주에 공급하고 있다. 선박용 2행정 엔진 애프터마켓에서 순정 부품을 유통할 수 있는 경쟁사는 MAN E&S, WinGD와 같은 엔진 라이센서들이다. 부가되는 서비스와 사후관리를 종합해서 선주가 HD현대마린솔루션을 선택하는 것이라 할 수 있다. 4행정 엔진의 경우 HD현대중공업이 라이센서이자 라이센시이기 때문에, 애프터마켓에서 독점적인 점유율을 가지게 된다. 4행정 엔진인 HiMSEN이 선박 발전용으로 쓰일 뿐만 아니라 육상발전에도 사용되기 때문에, AM 부문 서비스 중에 육상발전 또한 포함돼 있다.

2025년은 AM 부문
P, Q의 동반 성장 이뤄질 것

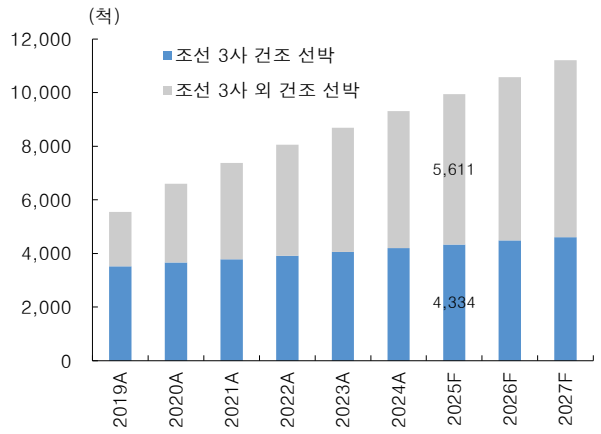
AM 부문의 2025년 연간 매출액은 1조 746억원(+33.3% YoY), 영업이익은 3,495억원(+39.9% YoY, OPM +32.5%)로 추정한다. P와 Q가 동반 성장하는 국면이다. 엔진 수익이 핵심이다. 2025년 한 해 동안 애프터마켓에서 신규로 서비스하는 선박은 633척 증가할 것이며, 서비스 선박 당 애프터마켓 평균 판매 가격 지수는 2024년에 비해 34.3% 상승할 것으로 추정한다. 신규 서비스 선박 중 D/F 엔진을 탑재한 선박이 늘어난 만큼(+34.3% YoY) 평균 판매 가격(ASP)이 상승할 것이라 설정했다. 엔진을 제외한 비엔진, 육상발전, Smartcare(무상보증) 매출은 과거 3년 이동 평균 성장률을 적용해 가면서 추정했다.

<표 5> AM 부문 매출액 추정

AM 종류	구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
엔진	매출액	십억원	204	307	396	532	764	928	1,107
	전년 대비 증감률	% YoY		50.8%	28.8%	34.5%			
	신규 서비스 선박 수/AM ASP 증감률	% YoY					43.5%	21.6%	19.2%
	신규 서비스 제공 선박 수	척	779	680	631	621	633	633	633
	누적 서비스 제공 선박 수	척	7,380	8,060	8,691	9,312	9,945	10,579	11,212
	전년 대비 증감률	% YoY	11.8%	9.2%	7.8%	7.1%	6.8%	6.4%	6.0%
	AM 평균 판매 가격 지수(ASP)	pt	100	122	155	197	265	302	340
	전년 대비 증감률	% YoY		22.0%	27.0%	27.1%	34.3%	14.3%	12.5%
	D/F 엔진 탑재 선박 인도 수량	척	58	111	130	165	222	253	285
	신규 서비스 제공 선박 대비 비중	%	7.4%	16.3%	20.6%	26.6%	35.0%	40.0%	45.0%
	전년 대비 증감률	% YoY	65.7%	91.4%	17.1%	26.9%	34.3%	14.3%	12.5%
비엔진	매출액	십억원	76	80	92	116	134	159	191
	전년 대비 증감률	% YoY		5.3%	15.4%	26.0%			
	3년 이동 평균 성장률	% YoY					15.2%	18.8%	19.9%
육상발전	매출액	십억원	34	32	52	70	90	127	171
	전년 대비 증감률	% YoY		(5.8%)	65.1%	34.3%			
	3년 이동 평균 성장률	% YoY					27.8%	41.6%	34.5%
Smartcare	매출액	십억원	52	48	67	87	103	133	168
	전년 대비 증감률	% YoY		(7.0%)	38.6%	30.1%			
	3년 이동 평균 성장률	% YoY					18.8%	28.9%	25.8%

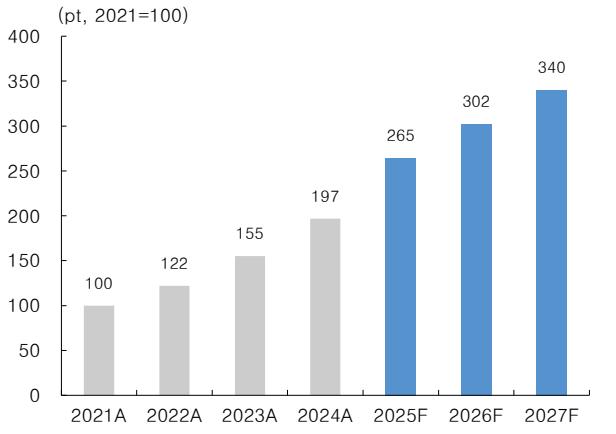
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 15] 누적 AM 서비스 제공 선박 수



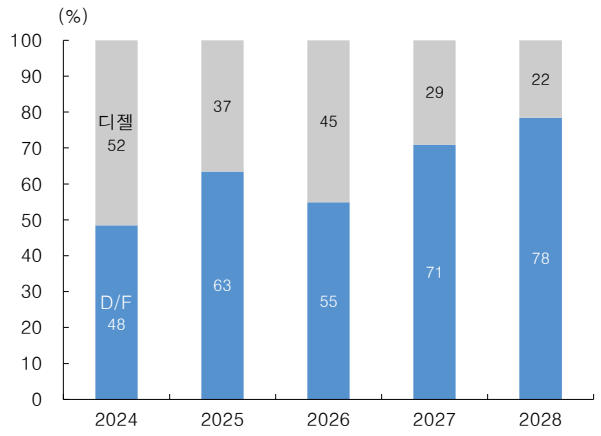
주: 조선 3사는 HD현대중공업, HD현대삼호, HD현대미포(HD현대베트남조선 포함)
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 16] AM 서비스 평균 단가 추이



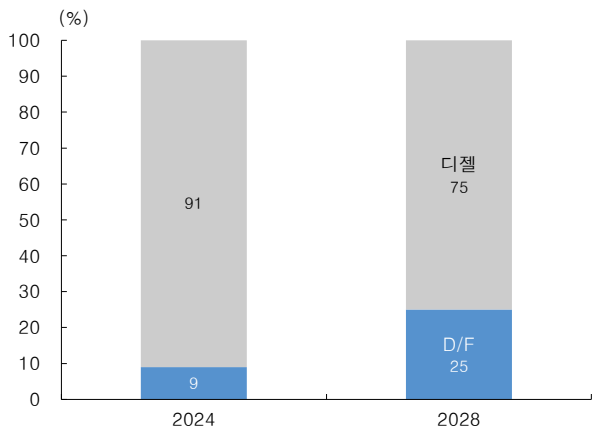
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 17] 조선 3사 인도 선박의 추진 엔진별 비중



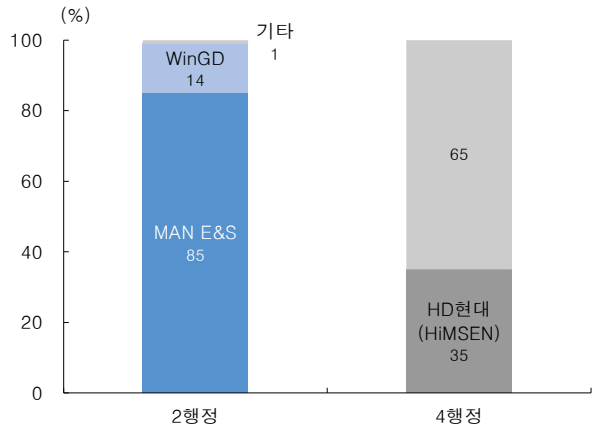
주: 조선 3사는 HD현대중공업, HD현대삼호, HD현대미포(HD현대베트남조선 포함)
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 18] 연간 엔진 AM 매출의 제품별 mix



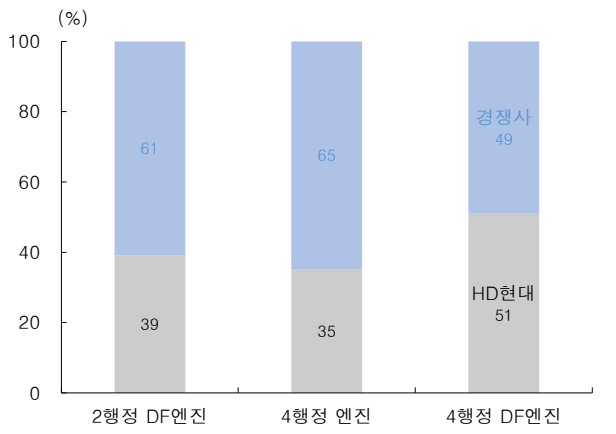
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 19] 라이센서별 엔진 시장 점유율



자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 20] 제작사별 엔진 시장 점유율



주: HD현대는 HiMSEN 엔진 라이센서이자 엔진 maker
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

<표 6> HD현대마린솔루션이 제공하는 After 서비스 부품 종류

엔진	비엔진			
엔진 부품	친환경 기계	유체 기계	전기 장치	기타
배기 밸브 스핀들	스크러버	COP	발전기	보일러
베어링(메인 베어링, 커넥팅 로드)	연료가스공급시스템(FGSS)	스러스터(Thruster)	AMS	공기 압축기(컴프레서)
커넥팅 로드 베어링		COPT	변압기	크레인
연료 주입 펌프		프로펠러(Propeller)	모터	
연료 주입 밸브			배전반(Switchboard)	
실린더 라이너				
실린더 헤드				
피스톤				

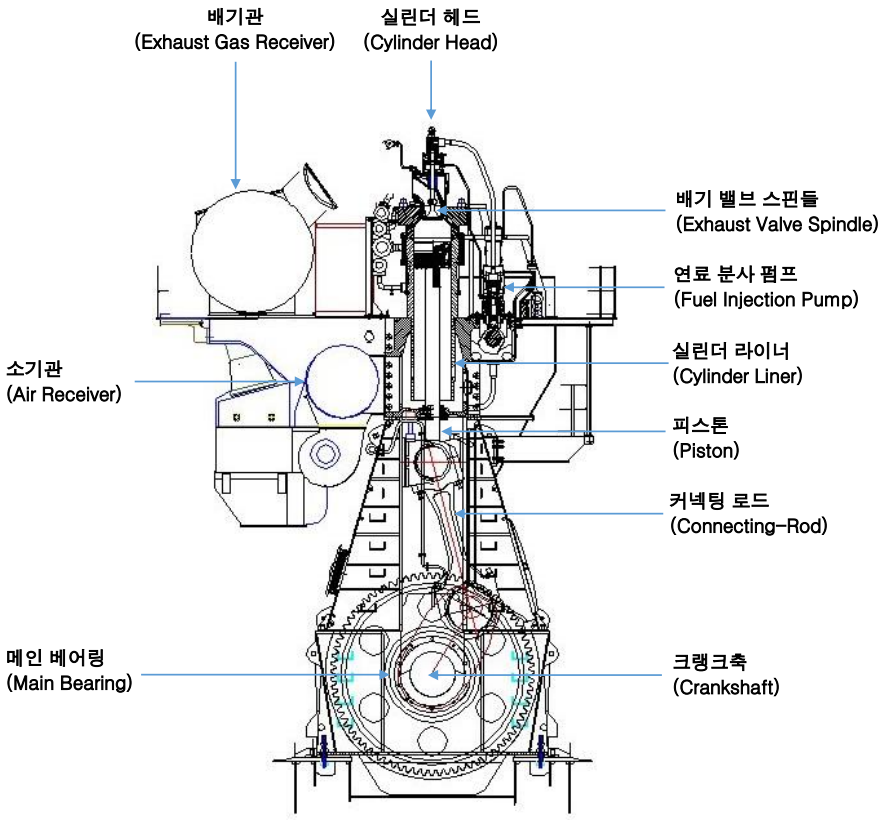
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

<표 7> 순정 부품(Genuine Parts)으로 MRO 가능한 라이센서 제휴 현황

	대형엔진(ME) 부품				중형엔진(GE) 부품		전장품		공통재
	MAN E&S		WinGD		HD현대중공업 HiMSEN		HD현대일렉트릭		피팅업체 등
	직접	간접	직접	간접	직접	간접	직접	간접	
라이센서(Licensor)					O		O		
라이센시(Licensee)	O			O					

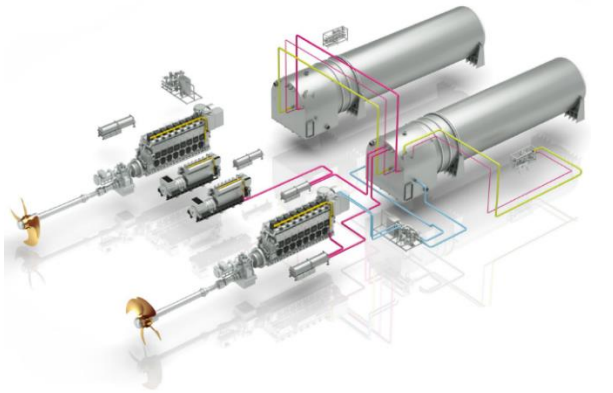
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 21] 선박 엔진 부품



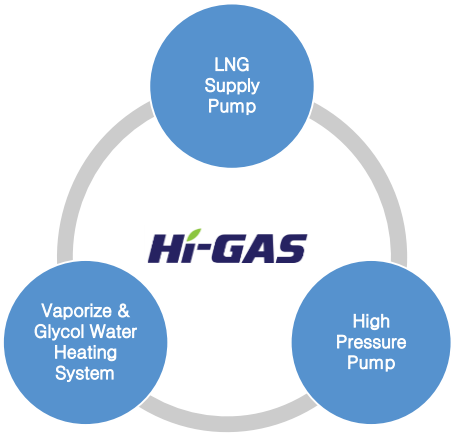
주: 엔진 구조도 그림은 삼영중공업 홈페이지 참고
자료: 한국투자증권

[그림 22] D/F 엔진 연료가스공급시스템(FGSS) 구조



자료: Wartsila

[그림 23] HD현대중공업 엔진기계 FGSS 브랜드



자료: HD현대중공업 엔진기계

[그림 24] 스러스터(Thruster)

자료: HD현대마린솔루션

[그림 25] 프로펠러(Propeller)

자료: HD현대마린솔루션

[그림 26] 선박용 배전반

자료: HD현대일렉트릭

[그림 27] 선박용 배전 변압기

자료: HD현대일렉트릭

[그림 28] 선박용 발전기

자료: HD현대일렉트릭

3. 벙커링(Bunkering): 떼다가 파는 것

벙커링,
선박 연료탱크 주유 사업

벙커링은 주유 사업이다. HD한국조선해양 산하 조선 3사(HD현대중공업, HD현대미포, HD현대삼호)에서 새로 건조하는 선박이 시운전을 하거나 출항할 때, 이미 운항 중인 선박이 지역별 항만에 기항할 때 연료 탱크를 채우는 일을 수행한다. 출항선과 기항선에 서비스하는 벙커링 제품은 HFO나 디젤이며, 주로 HD현대오일뱅크로부터 조달해 소수의 마진을 붙여서 판매한다. LNG의 경우 한국가스공사의 영역이기 때문에, 별도 승인이 없다면 LNG 벙커링은 불가능하다.

정유 제품 조달 후 되파는
단순 비즈니스

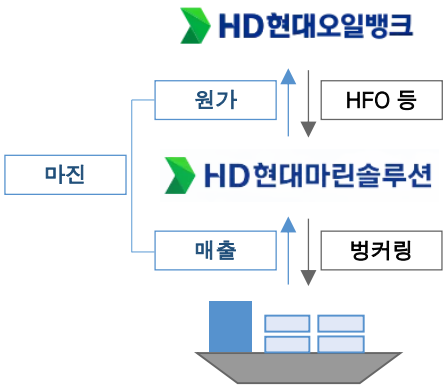
벙커링 부문의 2025년 연간 매출액은 7,609억원(+7.8% YoY), 영업이익은 17억원(-10.3% YoY, OPM +0.2%)으로 추정한다. 연간으로 신규 출항하는 선박에 비해, 항만에 기항하는 선박이 절대적으로 많다. 이에 2025년 매출액의 95.7%가 기항선 서비스로 발생하며, 물류 허브인 싱가포르에서 서비스하는 매출이 전체의 약 60%를 차지하는 점 또한 특징이다. 정유 제품을 조달해서 되파는 정도의 단순한 비즈니스이기 때문에, 수익성을 높게 가져갈 수 없다. 서비스하는 벙커링 제품 영역이 넓어지지 않는 이상, 벙커링 부문은 비핵심사업으로 남게 될 것이다.

<표 8> 벙커링 부문 매출액 추정

벙커링 종류	구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
출항선	신규 인도 선박	척	119	120	124	130	123	113	115
	HD현대중공업	척	44	37	40	44	46	35	52
	HD현대미포	척	45	53	51	55	46	45	28
	HD현대삼호	척	30	30	33	31	31	33	35
	HSFO 벙커 판매량	톤/척	1,823	1,392	1,515	1,641	1,600	1,600	1,600
	HSFO 벙커 가격	USD/톤							
	매출액	십억원	26	31	30	35	35	31	32
기항선	한국	십억원	182	220	208	247	270	268	264
	한국 기항 수(건)	건	117,872	127,426	130,413	126,700	124,343	126,000	126,000
	HSFO 벙커 판매량	톤/건	12	9	10	11	12	12	12
	HSFO 벙커 가격	USD/톤							
	싱가포르	십억원	312	376	357	423	458	447	441
	HSFO 벙커 판매량	천톤		4,664	5,572	6,718	6,560	6,560	6,560
	HSFO 벙커 가격	USD/톤	416	527	470	485	491	491	491
	벙커링 시장 점유율(%)	%		11.9%	10.3%	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	매출액	십억원	495	596	566	670	728	715	705
매출액		십억원	521	627	596	706	761	746	736

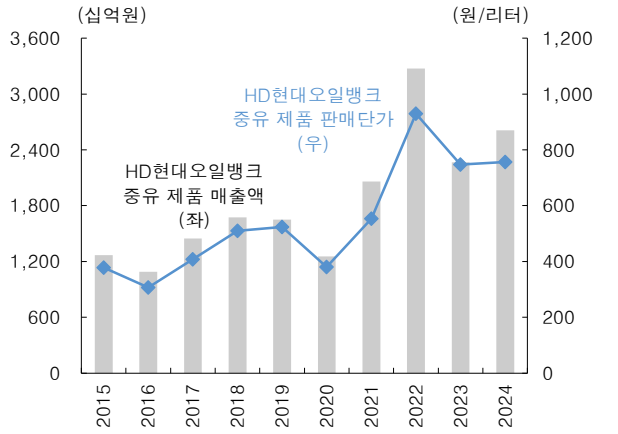
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 29] HFO 기준 Bunkering 사업 수익 구조



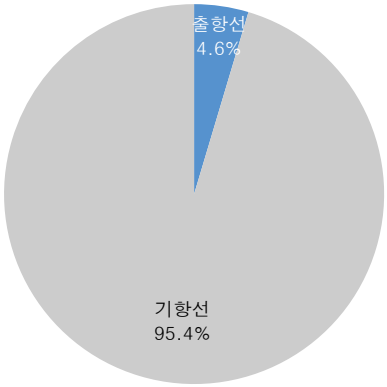
자료: 한국투자증권

[그림 30] HD현대오일뱅크의 중유 제품 매출액과 단가 : Q보다 P에 따라 매출 결정



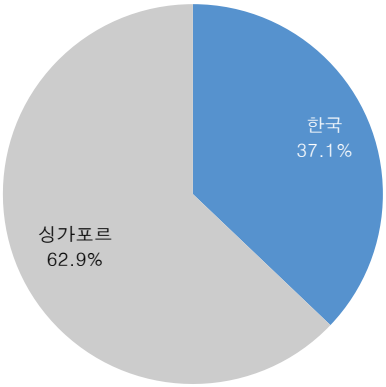
주: 2015~2024년
자료: 전자공시시스템, HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 31] 벙커링 매출액 대부분이 기항선 서비스로 발생



주: 2025년 연간 벙커링 부문 매출액 추정치 기준
자료: 한국투자증권

[그림 32] 싱가포르 항만 기항선 서비스가 60% 이상



주: 2025년 연간 기항선 벙커링 매출액 추정치 기준
자료: 한국투자증권

4. 친환경 솔루션: 수주 기반 선박 개조 사업

친환경 솔루션, 기존 선박 개조 사업

친환경 솔루션 부문은 기존 선박의 사양을 해양 환경 기준에 부합하도록 개조하는 사업이다. 해양 환경은 해수와 대기를 포괄하는 개념이다. 주로 국제해사기구(이하 IMO)의 해양환경보호위원회(이하 MEPC)에서 의결한 협약이 발효되는 시점을 전후로 개조 수요가 발생한다. 기존선의 개조 수요로 발생하는 사양이 신조선 기본 사양으로 탑재되기 때문에, 선박 개조 시장에 사이클이 발생한다. 황산화물 스크러버, 선박평형수처리장치 개조 시장이 1세대로 분류되는 것은 이러한 이유 때문이다. 현재는 운반하는 천연가스를 처리(액화, 기화)하거나, CO2를 저감하기 위한 개조 수요 위주로 대응하고 있으며, 수주 전략 또한 마찬가지다.

수주잔고 기반의 매출 발생

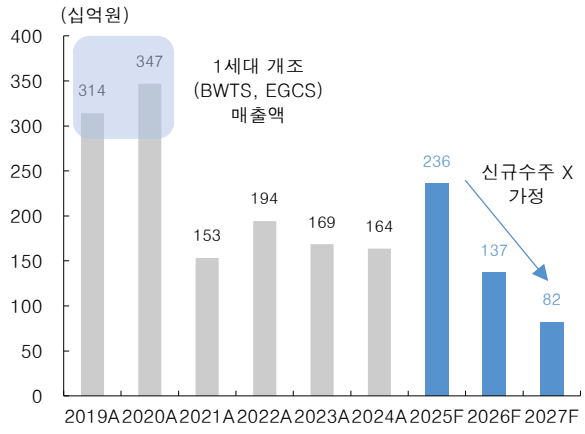
친환경 솔루션 부문의 2025년 연간 매출액은 2,358억원(+44.2% YoY), 영업이익은 236억원(+106.0% YoY, OPM +10.0%)로 추정한다. 다른 사업부와 달리, 선주와 계약해서 쌓은 수주잔고를 기반으로 매출이 발생된다. 2024년 말에 확보한 수주잔고(125백만달러)와 2025년 1분기에 신규 계약한 EPLO(엔진 부분 부하 최적화) 43백만달러가 공정을 진행하는 일정을 감안해서 실적을 추정했다. 2024년 말 기준 재액화 개조 수주잔량 9척(총 90백만달러, 1척당 10백만달러)은 2026년 상반기까지 차례대로 인도되며, FSU 개조(27백만달러)는 2025년 상반기 안에 공사를 마치고 인도될 예정이다. EPLO 개조 공사는 회사의 연간 수주 목표(연간 150~160척)를 감안해 2025년 2분기부터 매 분기 30척씩 신규 수주 한다고 가정했고, 수주 시점으로부터 2개 분기 안에 인도되는 일정으로 매출액을 추정했다.

<표 9> 친환경 솔루션 부문 매출액 추정

솔루션 종류	구분		단위	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
BWTS/EGCS			십억원					24		
그린 솔루션	가스 솔루션	재액화	십억원					85	42	
		FSRU	십억원							
		FSU	십억원					39		
		매출액	십억원					124	42	
	CO2 솔루션	D/F Conversion	십억원							
		AMP	십억원							
		ESD	십억원							
		기타(EPLO 등)	십억원					87	95	82
		매출액	십억원					87	95	82
	매출액		십억원					212	137	82
매출액			십억원	153	194	169	164	236	137	82

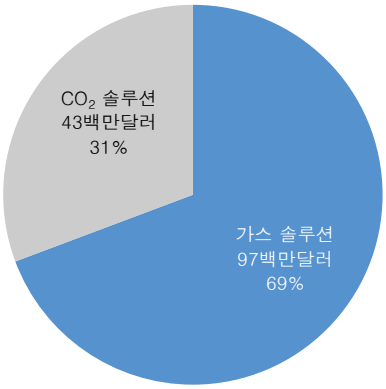
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 33] 친환경 솔루션 부문 연간 매출액 추이



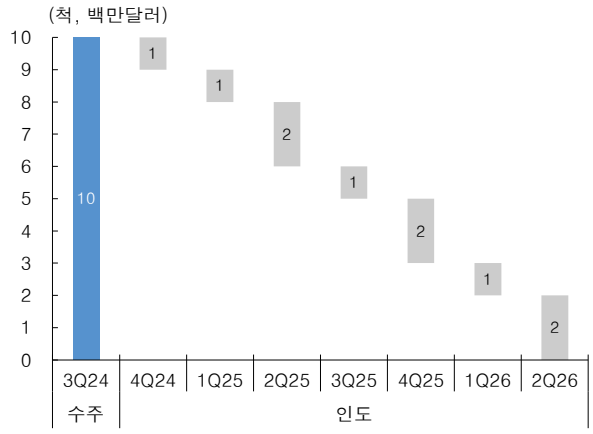
자료: HD현대마린솔루션, 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 34] 그린 솔루션 수주잔고의 서비스 분야별 비중



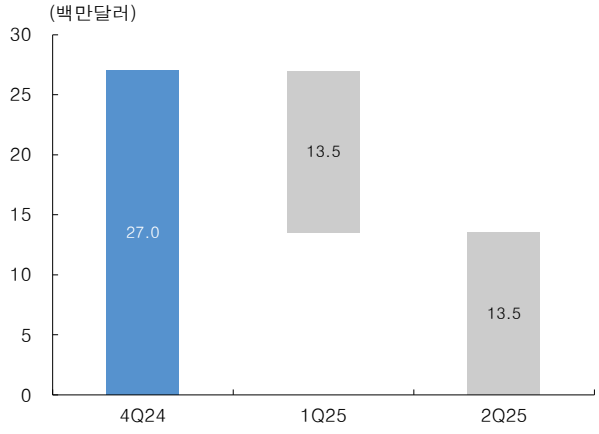
주: 2025년 1분기 말 기준
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 35] 재액화 개조 선박 인도 및 매출 인식 일정



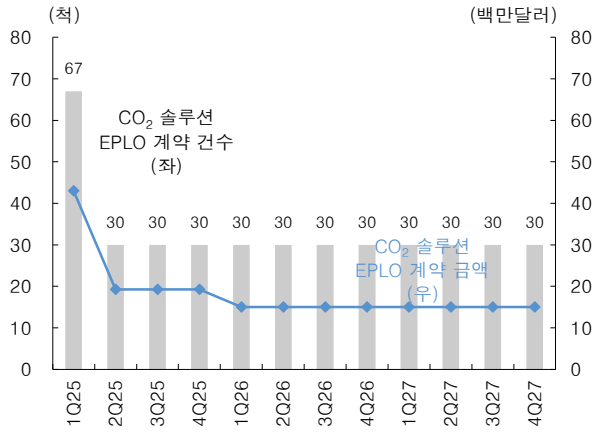
주: 2026년 2분기까지 전량 인도하는 일정을 기준으로 분기별 배분
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 36] FSU 개조 선박 매출 인식 일정



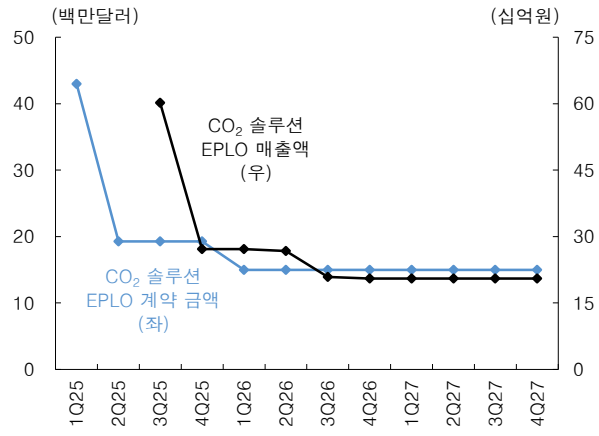
주: 2025년 2분기안에 공사를 마치는 일정으로 분기별 안분
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 37] EPLO 신규 계약 건수 및 금액 : 2025년 157척, 2026년부터 120척 수주 가정



주: 1건 당 계약 금액 50~60만달러 가정
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 38] EPLO 계약 금액과 매출액 추이 : 수주 이후 6개월(2개 분기)안에 인도



자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

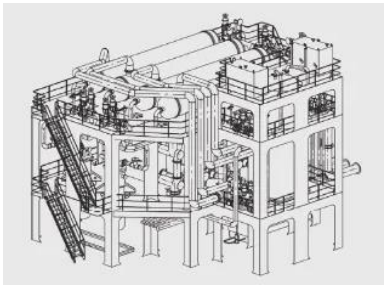
[그림 39] 개조 공사 시 취급 제품
: Scrubber(스크러버)

자료: HD현대마린솔루션

[그림 40] 개조 공사 시 취급 제품
: Re-liquefaction 모듈

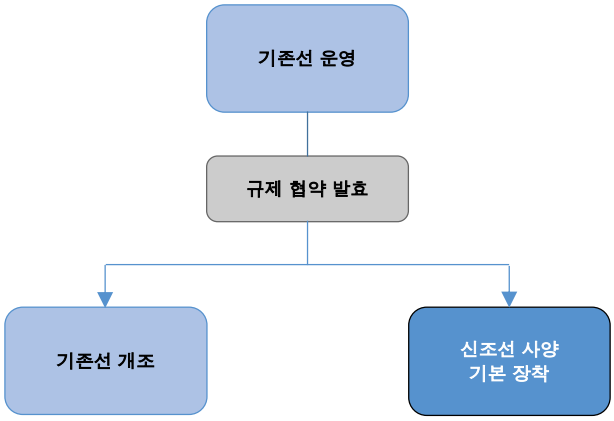
주: SMR(Single Mixed Refrigerant)
자료: HD현대마린솔루션

[그림 41] 개조 공사 시 취급 제품
: Re-gasfication 모듈



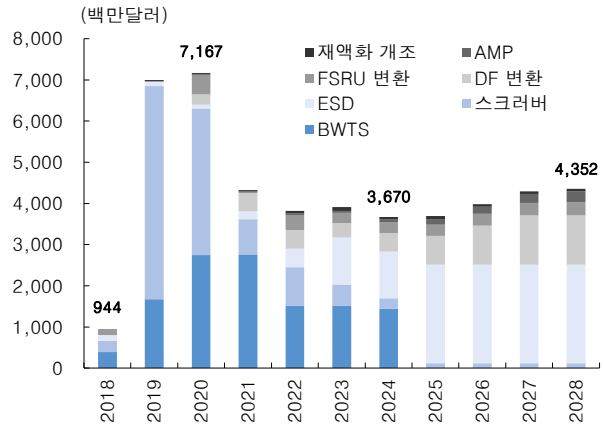
주: 400 MMSCFD(HD현대마린솔루션 자체 개발 모듈)
자료: HD현대마린솔루션

[그림 42] 선박 개조 시장에 사이클이 생기는 이유



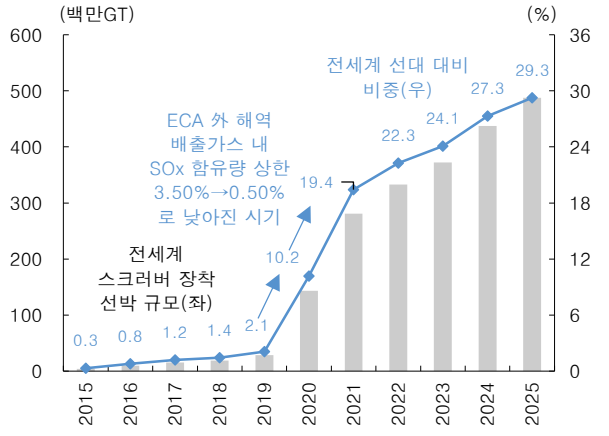
자료: 한국투자증권

[그림 43] 글로벌 선박 개조 시장 규모



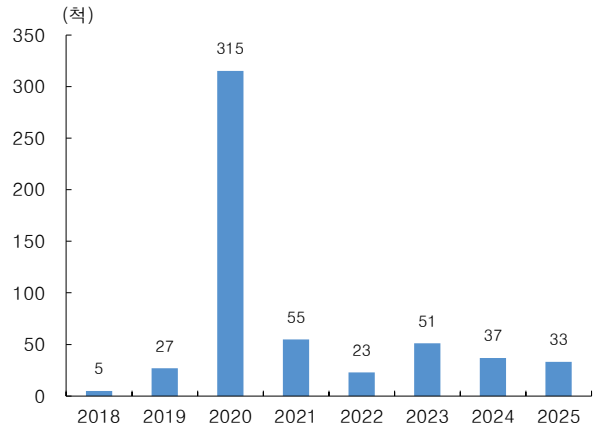
주: 증권신고서 상 Infiniti Research 자료 참고
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 44] 스크러버 장착 선박 비중 29%로 상승



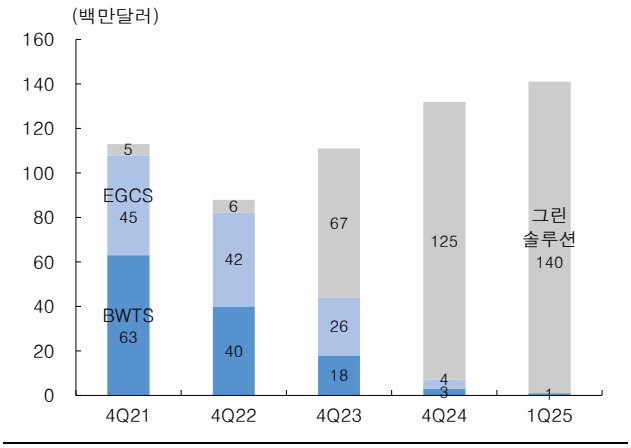
주: 2025년 5월 2일 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 45] 현재 스크러버 장착 개조 중인 선박 추이



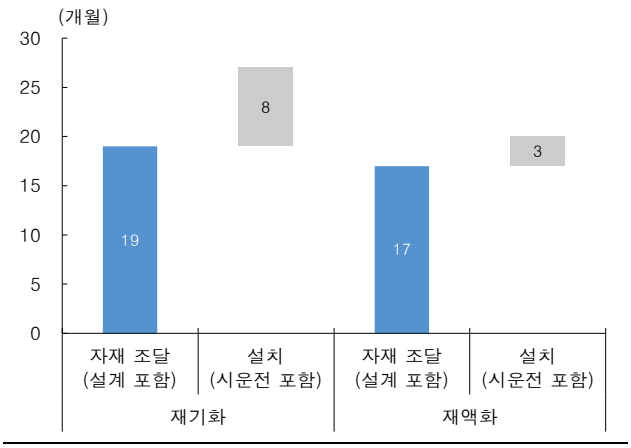
주: 2025년 5월 2일 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 46] 친환경 솔루션 부문 수주잔고 구성



주: 2025년 1분기 경영실적 PT 자료 참고
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 47] 주요 가스 솔루션 공사 소요 기간



주: 설치 기간은 선박이 도착하고 나서 출항까지 소요되는 기간을 표시
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

<표 10> LNG 운반선 Retrofit 서비스 공정별 진행 기간: 수리 도크 필요한 서비스

기간(월)	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
재기화																													
계약	V									→																			
상세설계																													
자재제작/조달																					→								
Pre-fab																					→								
선박 도착																					V								
설치																										→			
예비 시운전																												→	
선박 출항																													V
재액화																													
계약	V																												
상세설계					→																								
자재제작/조달																		→											
Pre-fab																			→										
선박 도착																				V									
설치																					→								
시운전																						→							
선박 출항																							V						

자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

5. 디지털 솔루션: 선박 운항 관련 통합 제어 서비스

디지털 솔루션, 선박 운항 관련 정보 통합 제어 서비스

디지털 솔루션 부문은 선박을 운영하는데 필요한 각종 정보를 통합 제어하는 서비스를 제공한다. 소프트웨어 구독 기반 서비스다. 선박의 운영 상태를 빈틈없이 점검하는 것이 목적이며, 항로를 최적화해 연료 소모량을 저감하거나 해역별 배출가스 저감 솔루션을 제시(OceanWise)하는 역할을 하게 된다. 조선 3사가 인도한 선박의 선주를 중심으로 기존 운항선 선주까지 영업 대상을 넓혀 가고 있다.

고객선 확대로, 매출화되는 속도 이상의 신규 계약 이뤄지는 중

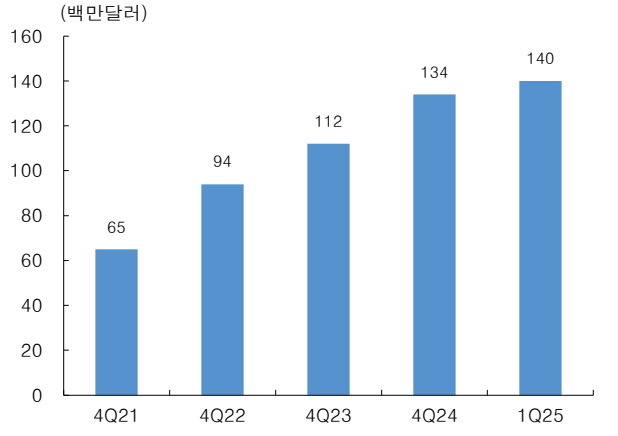
디지털 솔루션 부문의 2025년 연간 매출액은 800억원(+13.2% YoY), 영업이익은 96억원(+12.9% YoY, OPM +12.0%)로 추정한다. 매출액은 과거 3개년 매출액의 연평균 성장률을 이동해 가면서 추정했고, low-teen 수준의 영업이익률을 가정해서 영업이익을 계산했다. 2024년 4분기 말 기준 디지털 제어 수주잔고는 134백만 달러이며, OceanWise 계약 건수는 454건으로 증가했다. 고객선이 넓어지고 있기 때문에, 매년 매출화 되는 속도 이상으로 신규 계약이 생겨나고 있다.

<표 11> 디지털 솔루션 부문 매출액 추정

솔루션 종류	구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
디지털 솔루션	매출액	십억원	49	45	62	71	80	97	112
	전년 대비 증감률	% YoY		(6.9%)	37.3%	13.5%			
	3년 이동 평균 성장률	% YoY					13.2%	20.9%	15.8%

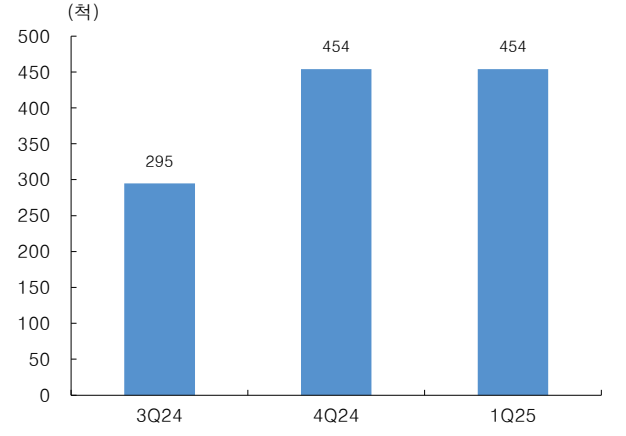
자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 48] 디지털 제어 수주잔고



자료: HD현대마린솔루션, 한국투자증권

[그림 49] OceanWise 계약 척수



자료: HD현대마린솔루션

III. 투자포인트

1. 사라질 오버행, 늘어날 거래 유동성

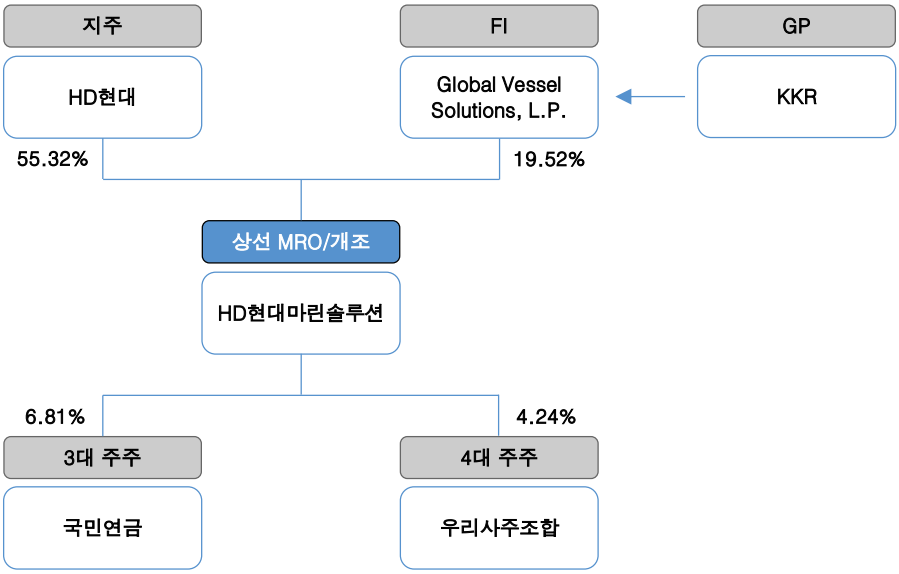
투자포인트 1.
점차 사라질 오버행 물량

오버행은 점차 사라질 것이다. HD현대마린솔루션의 보통주 오버행은 8,750,000주다. 보통주 발행주식총수의 19.5% 규모이며, 모두 2대 주주인 PEF(Global Vessel Solutions, GP는 KKR)가 보유한 물량이다. 상장 후 의무보호(보호예수) 기간은 2024년 11월 7일 부로 만료되었으며, 2025년 2월 25일에 2대 주주 보유 주식 10,750,000주 중 2,000,000주가 시간 외 대량 매매 형식으로 소화됐다.

오버행 물량 소화에 따른
주가 하락은 매수 기회

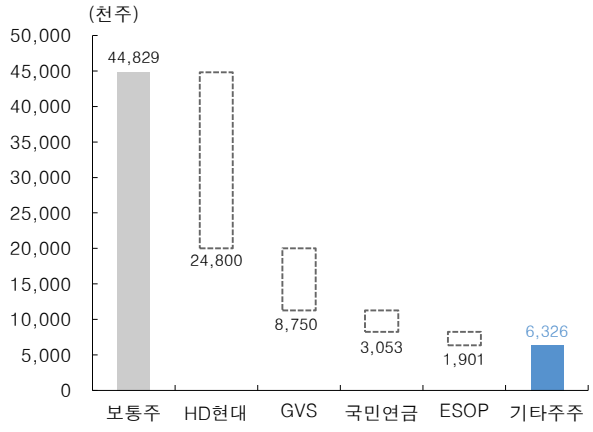
매수 기회로 삼아야 한다. 오버행 물량을 소화할 때, 주가가 기계적으로 하락하는 시점이 매수 기회다. 2대 주주가 보유한 잔여 물량은 4~5번에 걸쳐 직전 방식으로 출회될 것이다. 실적과 배당이 성장하는 구간이기 때문에, 현재 지분가치를 오랜 기간 향유할 가능성이 높다. 대량 매도로 인한 가격 충격 가능성은 낮으며, 충분한 시간을 두고 분할해서 매도할 것이라 내다본다. 오버행이 사라지면서 거래 유동성이 많아지는 점도 주가에 긍정적으로 작용할 것이다. 시장에서 실질적으로 유통되는 보통주가 전체 발행주식수의 16%에 불과하며, 하루 거래량은 10만주를 간신히 넘기고 있다. 국가 및 업종 대표 지수 편입으로 인한 국내외 BM 펀드의 매수 수요를 비롯해, 회사에 대한 확신이 있어도 큰 비중을 담지 못했던 매수 수요 모두를 받아낼 만한 이벤트다.

[그림 50] HD현대마린솔루션 지분 구조



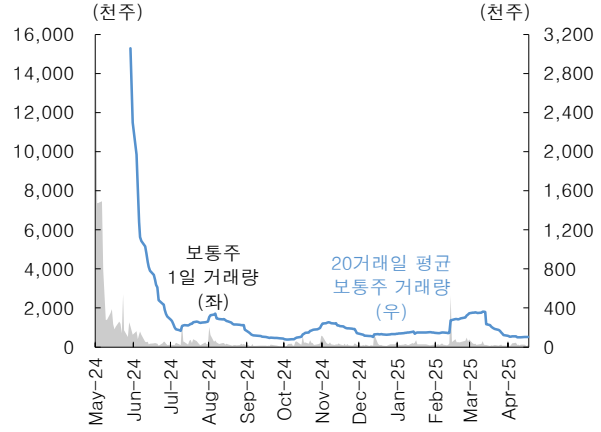
주: 1. 2025년 2월 25일 기준(Global Vessel Solutions, L.P.가 2,000,000주를 1주당 147,500원에 매도한 후 수도일)
2. HD현대와 국민연금, 우리사주조합 지분율은 2024년 12월 31일 말 기준
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 51] 보통주 주주별 보유 주식: 기타주주 비중 14%



주: GVS 보유 주식은 2025년 2월 25일, 이 외는 2024년 12월 31일 기준
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 52] 보통주 발행주식총수의 0.2% 정도만 실제 거래



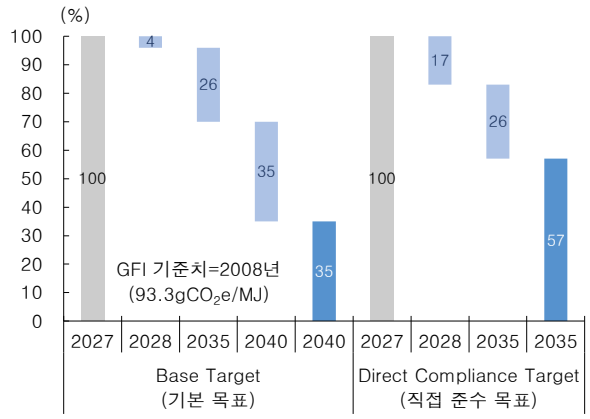
주: 2024년 5월 8일(상장일)~2025년 5월 2일
자료: Quantiwise, 한국투자증권

2. CO_2 저감 사양 개조 수요 증가

투자포인트 2.
친환경 솔루션 부문의 성장

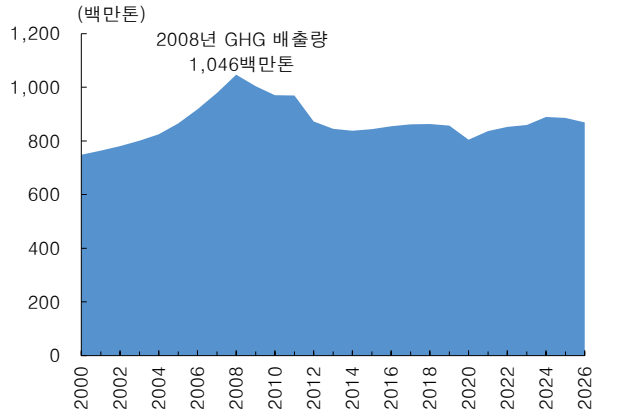
장기 투자포인트 첫번째는 친환경 솔루션 부문의 성장성이다. 선주들의 기존선 개조 수요는 2028년을 전후로 급성장할 것이다. 선주들이 더 이상 버틸 수 없을 만큼, 온실가스 배출 규제가 강화됐기 때문인데, 2028년은 제83회차 MEPC 정례회의에서 합의한 MARPOL 6번 부속서 개정안이 발효되는 시기다. 선주들은 2028년부터 온실가스 연료 집약도 지수(GFI)를 초과 배출량 만큼 Tier에 따라 탄소세를 내야 한다. 탱커와 Feeder 컨테이너선, 벌크선 선주를 중심으로 신조 교체 수요가 발생하는 사안이다. 문제는 조선사들의 신조 가용 슬롯이 부족하다는 것이고, 해당 선종을 주로 맡겨왔던 중국 야드를 기피할 수 밖에 없는 이벤트도 생겨났다. ECA외 해역에서도 황산화물 배출량을 규제했던 2020년을 전후로 스크러버 장착 개조 수요가 급증했던 점을 돌이켜봐야 한다. D/F 전환 등 CO2 솔루션 공사 수주가 늘어나면서, 친환경 솔루션 부문이 회사 핵심으로 자리잡을 것이다.

[그림 53] MEPC 83에서 승인한 중기 온실가스 감축 목표



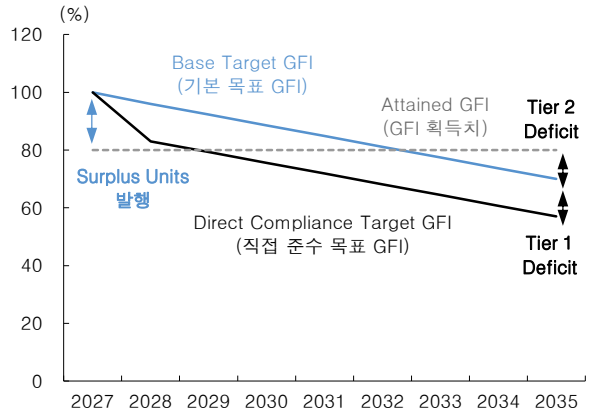
자료: Lloyd Register, Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 54] 2024년 배출량은 2008년 대비 15% 감소
: 개정안 발효 후 28년 직접 준수 목표 달성 가능



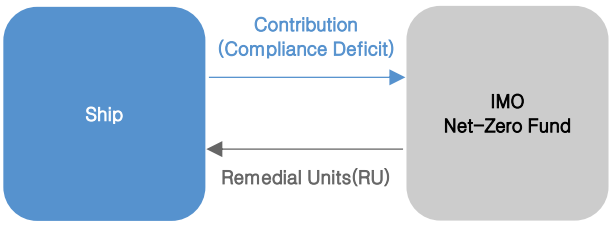
주: 2025년 5월 2일 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 55] 기본 목표(Base Target)도 달성하지 못할 경우
: Tier 1 RU, 100달러/톤 + Tier 2 RU, 380달러/톤



자료: Lloyd Register, Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 56] IMO Net-Zero Fund에 기부한 만큼
Remedial Units 발행



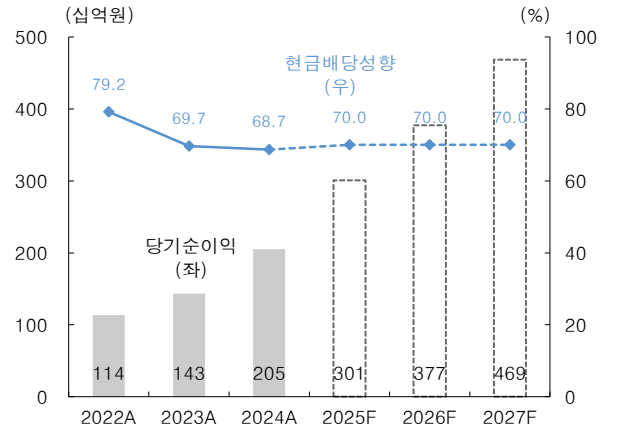
자료: IMO(International Maritime Organization), 한국투자증권

3. 우수한 수익 창출 능력, 주주환원 재원 확대

투자포인트 3.
높은 배당 매력도

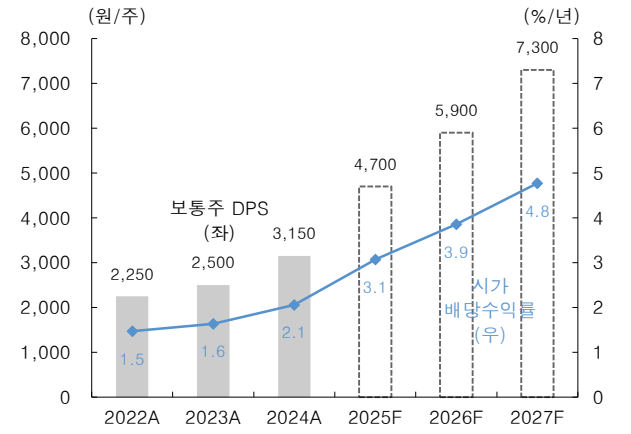
장기 투자포인트 두번째는 높은 배당 매력도다. 향후 3개년 당기순이익은 전년도에 비해 32.0%, 25.4%, 24.2%씩 증가할 것이다. 주주환원 정책 상 회사의 배당성향 범위가 50~70%이며, 과거 이력 상 상단에 근접했다는 점을 주지해야 한다. 2025년 보통주 DPS는 4,700원으로 추정(1분기 700원, 연말 4,000원)하는데, 2025년 5월 2일 종가(153,000원)로 매수할 경우 시가 배당수익률은 3.1%다. 순이익 성장에 따라 배당 재원이 확대되는 점을 감안하면, 시가 배당수익률은 4.8%까지 상승하게 된다. 친환경 솔루션 부문 신규 수주 성과가 생겨날 경우 실적 추정치가 상향될 여지가 크기 때문에, 배당 재원 확대 가능성은 더 열려 있다. 주가와 배당 수익률을 안정적으로 취할 수 있는 기회다.

[그림 57] 연간 당기순이익과 현금배당성향 추이



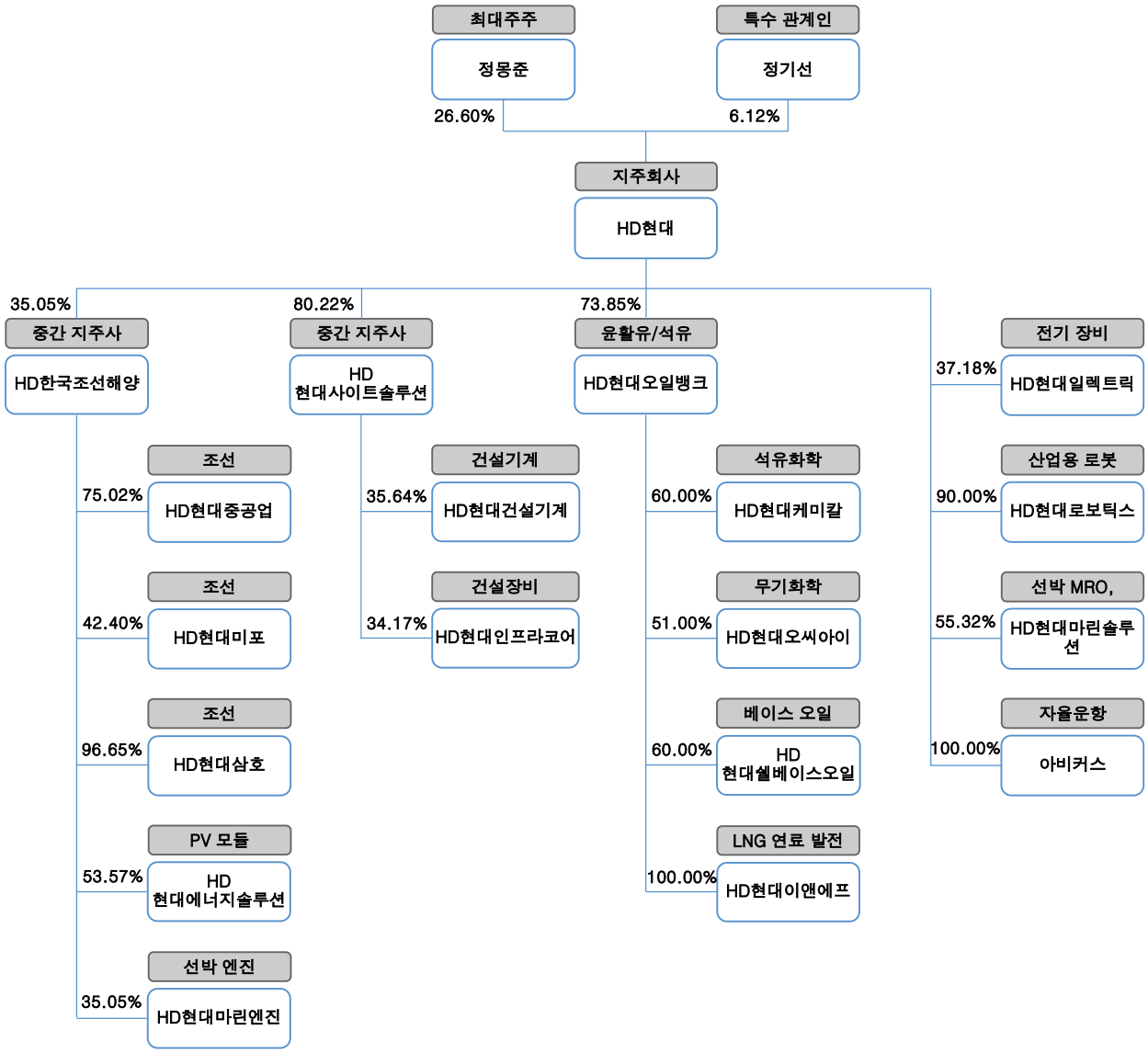
주: 별도 기준
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 58] 보통주 DPS와 시가 배당수익률 추이



주: 시가 배당수익률은 2025년 5월 2일 종가(153,000원)에 매수 가정
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 59] HD현대그룹 지배 구조



주: 2024년 말 기준
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

Appendix. Peer study

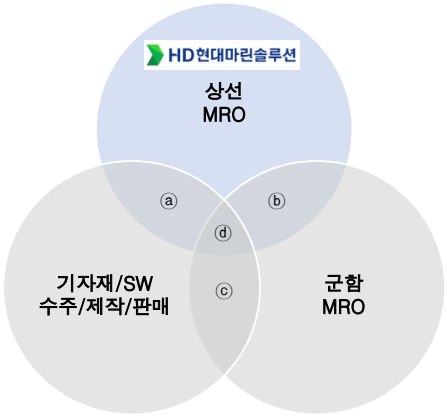
밸류에이션 Peer 기업: Wartsila, Alfa Laval, Kongsberg

밸류에이션을 위해서 선별한 동종 기업은 총 3군데다. 모두 선박과 관련한 기자재를 자체 기술로 직접 제작 및 판매하고, After Market(이하 AM) 서비스까지 영위하는 곳이다. HD현대마린솔루션의 부문별 매출 구성과 가장 유사한 순서대로 살펴보면, 핀란드의 Wartsila(이하 바르질라), 스웨덴의 Alfa Laval(알파 라발), 노르웨이의 Kongsberg(콩스버그)로 나열할 수 있다.

순수 상선 MRO 기업은 HD현대마린솔루션이 유일

순수하게 상선 MRO만 영위하는 기업은 HD현대마린솔루션 밖에 없다. 일대일로 대응할 수 있는 동종 기업이 없다는 의미다. 가장 큰 차이점은 제품 제작과 AM 서비스 간 이원화 여부다. HD현대마린솔루션의 핵심 수익원인 AM 솔루션은 HD현대중공업 엔진기계 부문에서 제작, 인도한 엔진(선박, 육상 발전)을 대상으로 서비스하는 사업이다. 동종 기업 모두, 기자재나 소프트웨어를 제작하고 판매해서 대부분의 수익을 창출하며, AM 서비스는 부가 수익원이다. 친환경 솔루션 부문에서 Scrubber 장착과 같은 개조 공사를 수행할 때, HD현대마린솔루션의 기자재 조달선에 해당 기업들 또한 포함돼 있다.

[그림 60] 제품 제작없이 상선 MRO 서비스만 영위



자료: 한국투자증권

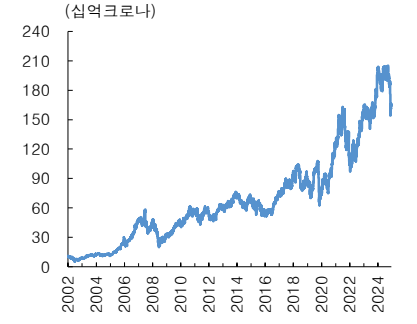
[그림 61] 독보적인 사업 모델

자료: 한국투자증권

[그림 62] Wartsila 시가총액

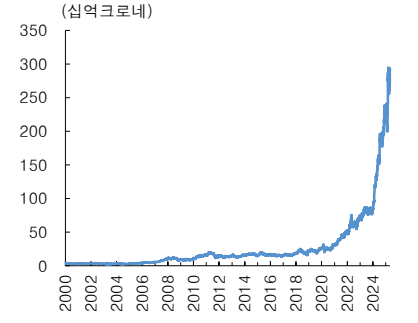
주: 2000년 1월 2일~2025년 4월 30일
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 63] Alfa Laval 시가총액



주: 2002년 5월 17일~2025년 4월 30일
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 64] Kongsberg 시가총액



주: 2000년 1월 2일~2025년 4월 30일
자료: Bloomberg, 한국투자증권

Wartsila(바르질라)/핀란드: 선박 및 육상 발전용 4행정 엔진, 발전기 제작

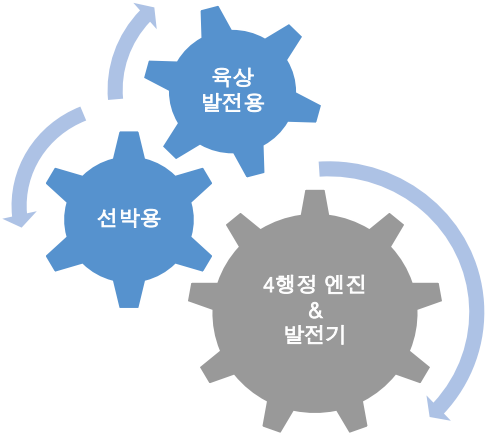
바르질라, 4행정 엔진 특화 기업

바르질라는 4행정 엔진을 제작하는데 특화된 기업이다. HD현대중공업 엔진기계 사업부에서 제작하는 여러 제품 중 HiMSEN 엔진만 분리해서 보면, 제품 수요처 및 서비스 대상(선박 발전, 육상 발전) 면에서 유사할 것이다. 2행정 저속엔진 양대 라이센서인 WinGD의 근간이기도 한데, 2016년 6월 중국 CSSC에 보유 지분을 모두 양도하고 현재는 4행정 엔진에만 집중하고 있다.

2024년 해양 부문 매출은 전체 매출액 대비 47%

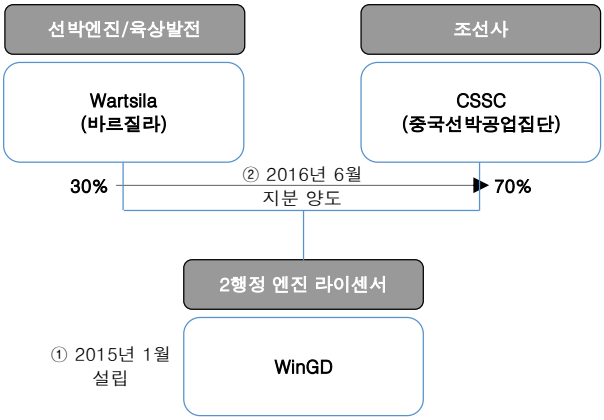
HD현대마린솔루션에 대응할 수 있는 사업은 Marine(이하 해양) 부문이다. 2024년 연결 매출액의 47.3%를 해양 부문으로 창출했는데, 해당 부문의 영업이익률은 11.9%를 기록했다. 4행정 엔진 및 엔진 관련 부품(샤프트 등)을 비롯해, 선박에서 발생하는 가스 관련 처리장치(Scrubber, BOG 재액화 모듈 등)나 BWTS 등 상선과 관련한 기자재 대부분을 제작하고, 후속 서비스한다.

[그림 65] 4행정 엔진 제작 특화 기업
: HD현대중공업의 HiMSEN 비즈니스 모델



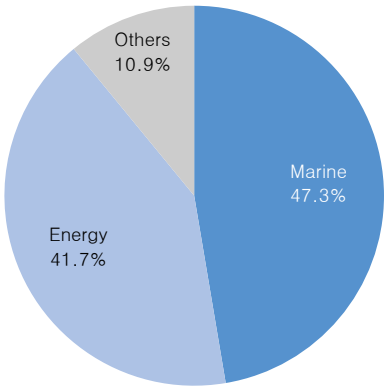
주: 그림에 기재된 지분율은 WinGD 설립 당시 최초 지분율
자료: 한국투자증권

[그림 66] 2행정 저속엔진 사업 Spin-off해서 WinGD 설립
CSSC에 지분 양도 후 4행정 엔진만 제작



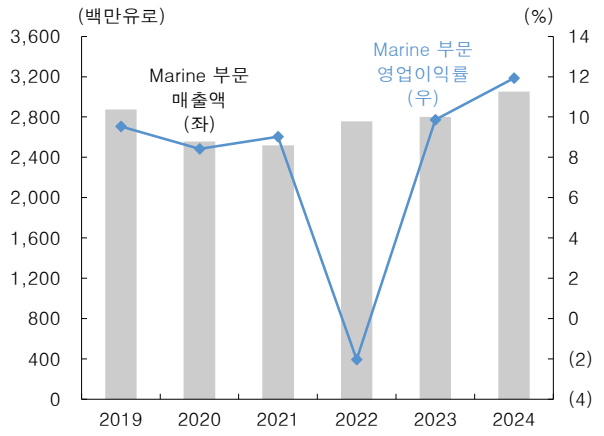
주: 그림에 기재된 지분율은 WinGD 설립 당시 최초 지분율
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 67] 사업 부문별 매출액 비중: 해양이 약 50%



주: 2024년 연간 매출액 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 68] 해양 부문 매출액과 영업이익률 추이



주: 연결 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

Alfa Laval(알파 라발)/스웨덴: 상선 배기가스 처리 장치 및 열교환기 제작

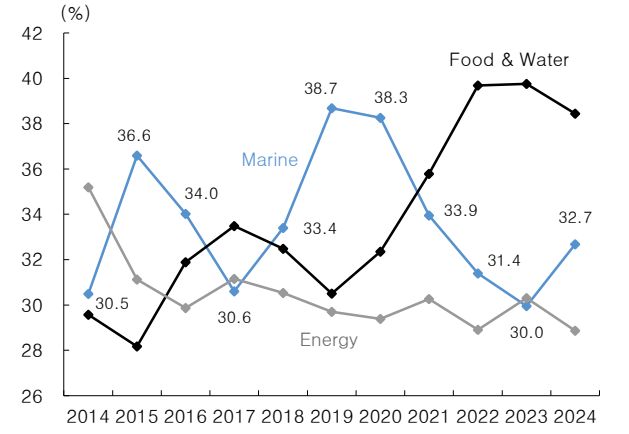
알파 라발,
상선 배기가스 처리 장치 및
열교환기 제작 특화 기업

알파 라발은 상선 배기가스 처리 장치와 열교환기를 제작하는데 특화된 기업이다. 산업용 원심분리기(Separator), 열교환기, 유체 이송 장비 시장에서 독보적인 지위를 구축하고 있다. 영위하는 사업 부문은 Food&Water(식음료), Marine(해양), Energy(에너지) 등 세 가지다. 원천 기술로 제작한 제품들이 사용되는 분야에 따라 분류된 것이며, 가장 큰 수익원은 식음료 부문이다.

2024년 해양 부문 매출은
전체 매출액 대비 33%

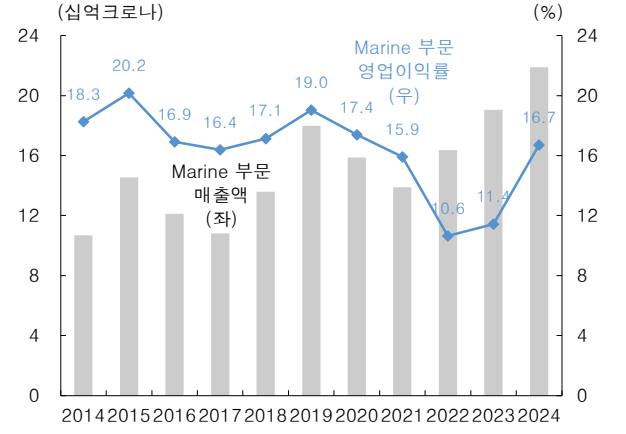
HD현대마린솔루션에 대응할 수 있는 사업은 Marine(해양) 부문이다. 2024년 연결 매출액의 32.7%를 해양 부문에서 창출했으며, 영업이익률은 16.7%를 기록했다. 스크러버, EGR(선박 배기가스 재순환 장치) 공정 용수 정화 장치 등 SOX, NOX를 저감하기 위한 제품을 비롯해, BWTS(선박 평형수 처리 장치)까지 취급한다. HD현대마린솔루션이 친환경 선박 개조 공사를 수행할 때 기자재 조달선으로 이용하는 곳이기도 하다.

[그림 69] 사업 부문별 매출액 비중 추이
: 해양 부문이 30% 이상 유지



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 70] 해양 부문 매출액과 영업이익률



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 71] 스크러버: PureSOx

자료: Alfa Laval

[그림 72] EGR 용수 정화: PureNOx

자료: Alfa Laval

[그림 73] BWTS: PureBallast 3

자료: Alfa Laval

Kongsberg(콩스버그)/노르웨이: 방위산업, 항공우주 및 해양 시스템 제작

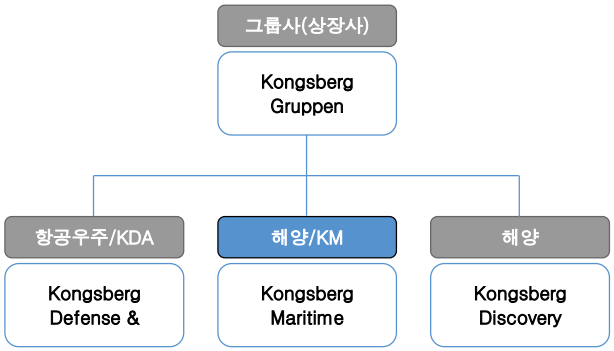
콩스버그, 복합 사업 영위 기업

콩스버그는 복합 사업을 영위하는 기업이다. 오슬로 증권 거래소에 상장된 콩스버그 그루펜은 지주회사이며, 100% 출자한 자회사 3군데를 통해서 방산 및 항공우주(Kongsberg Defense&Aerospace), 해양(Kongsberg Maritime), 해양 관련 하이테크 솔루션(Kongsberg Discovery) 사업을 영위하고 있다.

해양 관련 자회사 매출은 지주사 연결 매출액의 51%

HD현대마린솔루션에 대응할 수 있는 사업 부문은 해양 관련 자회사인 Kongsberg Maritime(콩스버그 마리타임)이다. 2024년 지주회사 연결 매출액의 50.7%를 콩스버그 마리타임이 담당했으며, 영업이익률은 13.5%를 기록했다. 선박 자동화 및 브릿지, 동적 위치 제어 시스템 등에 특화돼 있는데, 상선 뿐만 아니라 군함 또한 콩스버그의 시스템을 채택하는 점이 특징이다.

[그림 74] 지주사가 상장돼 있으며, 자회사로 사업 영위

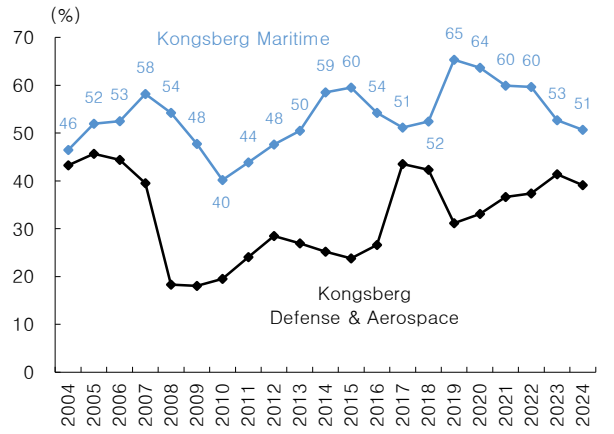


자료: Kongsberg, 한국투자증권

[그림 75] 동적 위치 제어 시스템

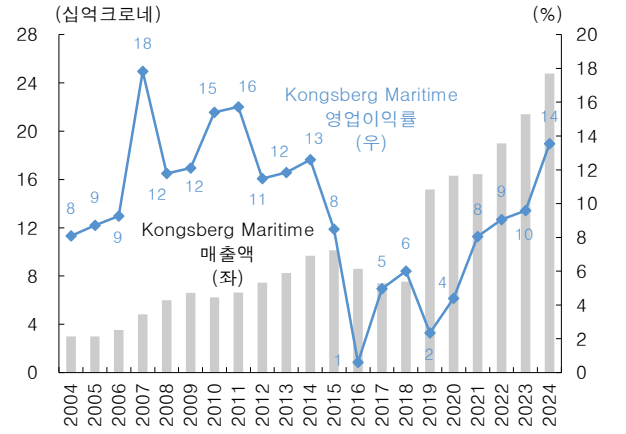
주: K-Pos Dynamic Positioning Control System
자료: Konsberg Maritime

[그림 76] 사업 부문별 매출액 비중 추이 연결 매출액의 절반 이상이 해양 자회사



주: Konsberg Maritime 매출액 비중에만 레이블 표시
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 77] Kongsberg Maritime 매출액과 영업이익률 : 영업이익률 상승세



주: 2004~2024년
자료: Bloomberg, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,430**	**1,745**	**2,151**	**2,328**	**2,567**
매출원가	1,158	1,383	1,659	1,740	1,858
매출총이익	273	362	492	589	709
판매관리비	71	90	108	116	128
영업이익	**201**	**272**	**384**	**472**	**580**
영업이익률(%)	*14.1*	*15.6*	*17.9*	*20.3*	*22.6*
EBITDA	212	284	397	486	595
EBITDA Margin(%)	*14.8*	*16.2*	*18.5*	*20.9*	*23.2*
영업외수익	0	25	17	31	45
금융수익	41	67	20	31	45
금융비용	41	39	1	1	1
기타영업외손익	(1)	(3)	(3)	0	0
관계기업관련손익	0	(0)	0	0	0
세전계속사업이익	**201**	**297**	**401**	**503**	**625**
법인세비용	50	69	100	126	156
연결당기순이익	151	228	301	377	469
지배주주지분순이익	**151**	**228**	**301**	**377**	**469**
지배주주순이익률(%)	*10.6*	*13.1*	*14.0*	*16.2*	*18.3*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	7.2	22.0	23.2	8.2	10.2
영업이익 증가율	41.9	34.9	41.5	22.9	22.8
지배주주순이익 증가율	44.0	50.8	32.0	25.4	24.2
EPS 증가율	44.0	40.4	26.5	25.4	24.2
EBITDA 증가율	41.6	34.1	40.1	22.4	22.4

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**657**	**1,152**	**1,424**	**1,547**	**1,711**
유동자산	597	1,076	1,325	1,435	1,582
현금성자산	96	298	368	398	439
매출채권및기타채권	211	263	324	351	387
재고자산	238	273	337	365	402
비유동자산	59	77	98	113	129
투자자산	0	3	4	4	4
유형자산	11	20	28	36	45
무형자산	4	5	6	6	7
부채총계	**417**	**379**	**550**	**551**	**563**
유동부채	388	343	508	506	514
매입채무및기타채무	146	184	227	245	270
단기차입금및단기사채	128	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	29	36	42	46	50
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	12	13	14	14	15
자본총계	**240**	**774**	**874**	**996**	**1,147**
지배주주지분	240	774	874	996	1,147
자본금	20	22	22	22	22
자본잉여금	20	385	385	385	385
기타자본	1	30	30	30	30
이익잉여금	198	324	414	527	668
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
순차입금	50	(461)	(570)	(616)	(678)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**73**	**247**	**334**	**324**	**405**
당기순이익	151	228	301	377	469
유형자산감가상각비	10	12	13	14	15
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(97)	(6)	19	(67)	(79)
기타	9	13	1	0	0
투자활동현금흐름	**5**	**(196)**	**(57)**	**(32)**	**(40)**
유형자산투자	(3)	(10)	(21)	(22)	(23)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	6	(186)	9	9	9
무형자산순증	0	(0)	(1)	(0)	(1)
기타	2	0	(44)	(19)	(25)
재무활동현금흐름	**(44)**	**149**	**(208)**	**(262)**	**(324)**
자본의증가	0	386	0	0	0
차입금의순증	(6)	(7)	3	3	3
배당금지급	(90)	(100)	(141)	(211)	(264)
기타	52	(130)	(70)	(54)	(63)
기타현금흐름	(2)	3	0	0	0
현금의증가	**32**	**203**	**69**	**30**	**41**
FCF	75	199	298	278	347

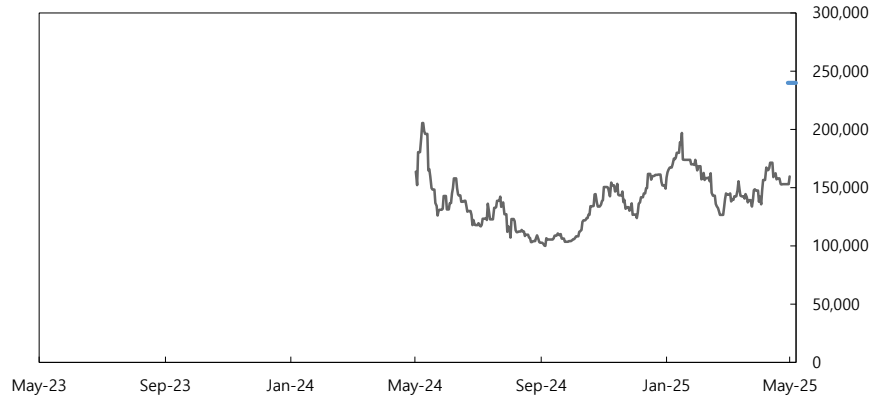
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,778	5,304	6,712	8,417	10,456
BPS	5,999	17,255	19,486	22,221	25,595
DPS	2,500	3,150	4,700	5,900	7,300
수익성(%)					
ROA	25.7	25.2	23.4	25.4	28.8
ROE	71.6	45.0	36.5	40.4	43.7
배당수익률	NM	2.0	2.9	3.7	4.6
배당성향	66.2	61.9	70.0	70.1	69.8
안정성					
부채비율(x)	173.6	49.0	63.0	55.3	49.1
차입금/자본총계비율(%)	60.8	2.7	2.7	2.7	2.6
이자보상배율(x)	32.7	59.8	316.6	343.8	378.2
순차입금/EBITDA(x)	0.2	(1.6)	(1.4)	(1.3)	(1.1)
Valuation(x)					
PER	NM	30.4	23.8	19.0	15.3
최고	NM	39.1	29.7	23.7	19.1
최저	NM	18.8	18.8	15.0	12.1
PBR	NM	9.4	8.2	7.2	6.2
최고	NM	12.0	10.2	9.0	7.8
최저	NM	5.8	6.5	5.7	4.9
PSR	NM	4.0	3.3	3.1	2.8
EV/EBITDA	NM	23.7	16.6	13.5	10.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
HD현대마린솔루션(443060)	2025.05.07	매수	240,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 5월 7일 현재 HD현대마린솔루션 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.8%	21.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.