

HD현대마린솔루션 (443060)

증익 지속, 2분기중 KKR의 그늘이 걷힌다면

1Q26 매출 5,740억, 영업이익 1,030억 추정. 각각 다른 상승요인

동사의 1Q26 매출 5,740억 (+18% yoy)의 주요 근거는 유가 상승에 따른 벙커링 사업의 외형 성장. 제한적 영업이익률 (0.5% 추정)로 인한 전사 영업이익률 희석 요인이나 절대적 이익규모 성장에는 긍정적. 영업이익 1,030억 (+24% yoy)의 주요 근거는 고수익성 핵심사업인 육상발전 부문의 100억원 이상의 이연매출 인식.

실적 우상향보다 중요한 것은 KKR의 지분 우하향

1월 8일 KKR은 동사 보유지분 5%를 블록딜로 처분하며 현재 보유 지분율은 5%까지 하락한 상황. 3개월 락업 고려시 2분기중 잔여지분 매각을 통한 오버행의 완전한 해소를 예상. 조선 업황과 무관한 중장기 이익 성장의 장점에도 불구하고 주가 상승의 장애물로 인식되던 KKR의 지분 완전 매각이 저가매수의 기회가 될 것이라 예상.

미국-이란 전쟁, 시차를 두고 발생할 FSRU 개조 수요

선박 AM사업과 별개로, 미국-이란 갈등으로 인한 글로벌 LNG 공급처 다변화 및 저장 수요로 인한 FSRU 개조 사업 수주 연내 진전을 예상. 러-우 전쟁 이후 PNG 공급 차질로 인한 유럽의 FSRU 확보 수요가 급증했듯이 카타르 해상 LNG공급 불확실성에 따른 주요 수요국 (유럽, 동아시아)의 노후 LNG선에 대한 FSRU 개조 발주 연내 등장 기대.

투자의견과 목표주가 유지, 이제는 밸류에이션도 비싸지 않다

동사의 주가는 1) 꾸준하나 완만한 이익 성장, 2) KKR의 오버행으로 인해 업종 내 약세를 보여 왔으나, 1) FY26F KKR 잔여지분의 완전한 해소, 2) FSRU 개조사업 수주와 3) 중장기 이익성장에 따른 배당수익 확대 (FY25 배당성향 69%)로 인한 상승여력은 매우 유효. 주가 상승 트리거는 1) KKR의 마지막 블록딜 매각, 2) FSRU 개조사업 수주, 3) 전력수요 증가에 따른 육상발전엔진 AM부문 외형 급성장.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 270,000원 (M)

직전 목표주가 **270,000원**

현재주가 (3/20) **182,700원**

상승여력 **48%**

시가총액	81,907억원
총발행주식수	44,831,335주
60일 평균 거래대금	357억원
60일 평균 거래량	196,764주
52주 고/저	253,000원 / 133,800원
외인지분율	30.29%
배당수익률	2.04%
주요주주	에이치디현대 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.0	(6.1)	27.5
상대	3.5	(34.7)	(41.8)
절대 (달러환산)	(0.7)	(7.6)	24.0

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	574	18.2	11.2	545	5.3
영업이익	103	24.5	14.2	106	-2.1
세전계속사업이익	112	33.3	14.5	110	1.9
지배순이익	81	28.7	10.9	82	-1.0
영업이익률 (%)	18.0	+0.9 %pt	+0.5 %pt	19.4	-1.4 %pt
지배순이익률 (%)	14.2	+1.2 %pt	0	15.1	-0.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	1,745	1,983	2,368	2,682
영업이익	272	350	449	600
지배순이익	228	270	358	466
PER	24.8	30.8	22.9	17.6
PBR	7.6	10.1	8.2	7.3
EV/EBITDA	19.0	21.4	16.1	12.1
ROE	45.0	33.7	39.2	44.0

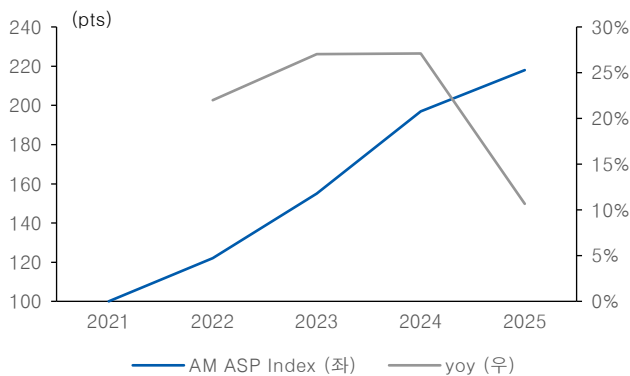
자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

DF 엔진 선박의 수혜는 아직 시작도 안했다

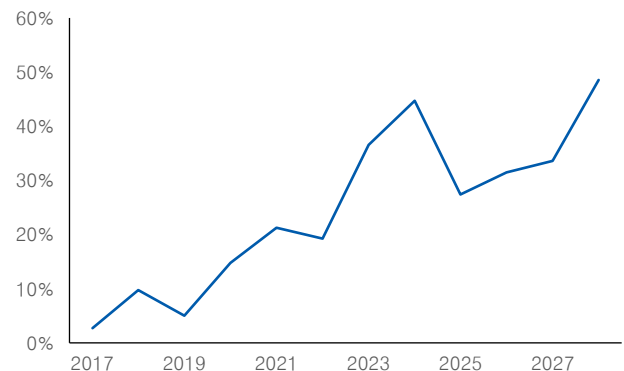
동사 제공 AM ASP Index (21년을 100으로 삼는 AM서비스 선박의 척당 매출액 변동 지수)는 지속 상승하고 있으나 FY25 성장율은 11%로 전년대비 -16% pts 감소했다. 이로 인한 동사의 AM부문 외형 성장 둔화에 대한 우려가 발생할 수 있으나, 이는 글로벌 DF 선박 비중의 중장기 증가에 따른 수혜를 감안한다면 기우에 불과하다.

AM ASP Index와 전년대비 증가율



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

HD 현대 산하 조선소의 연간 DF 인도 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

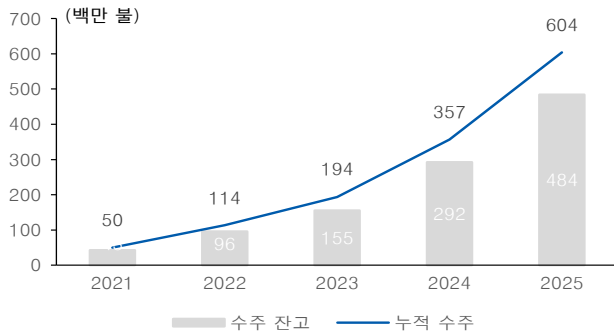
선박 인도 이후 통상 5년의 입거검사 (드라이독) 시차를 감안한다면, FY25 기준 2020년 인도된 선박들의 드라이독 주기가 최초 도래했다. 2020년 인도된 HD현대그룹 선박 중 DF엔진 탑재 비중이 DWT기준 15%로 상승하는 유의미한 해였으나, 당해 기준 그룹사가 누적 인도한 전체 선박 중 DF엔진 탑재물량의 비중은 3%에 불과했다.

동사 4Q25 IR자료에 의하면 “연간 매출 발생 선박 중 DF엔진 탑재 선박의 척 수 비중은 24년 9%에서 25년 12%로 증가” 하였다. 드라이독 공정 시차 5년을 고려한 DF엔진 탑재물량 비중은 3%지만, 매출이 발생하는 선박 척수 비중은 12%인 것이다.

DF 엔진이 아닌 Legacy 엔진 채택 선박의 경우 해당 엔진의 AM 시장내 블랙마켓 공급자가 동사의 잠재적 점유 물량을 잠식하고 있다는 것을 의미하며, 반대로 DF엔진 채택 선박의 AM시장은 그렇지 못하다.

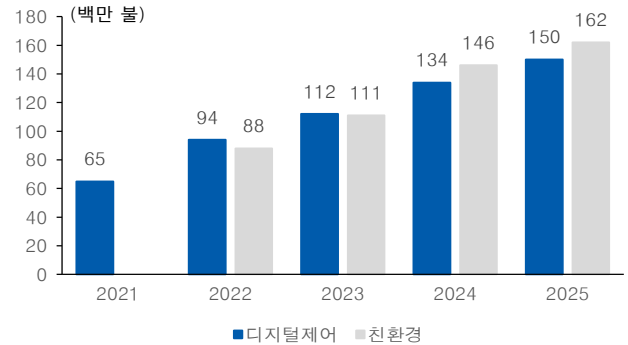
1) DF엔진 탑재선박 인도비중 증가에 이어, 2) DF엔진 AM부품에 대한 독점적 지위로 인한 단가 인상, 그리고 3) 해당 지위를 활용한 서비스 범위 확대를 통해 동사의 척당 매출액은 향후 지속적인 상승세를 유지할 수 있을 것이라 예상한다.

LTSA 부문 수주잔고와 신규수주 지속 증가세



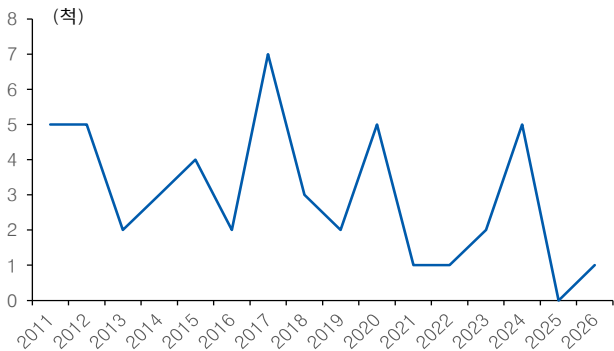
자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

친환경, 디지털제어 부문 또한 수주잔고 지속 증가세



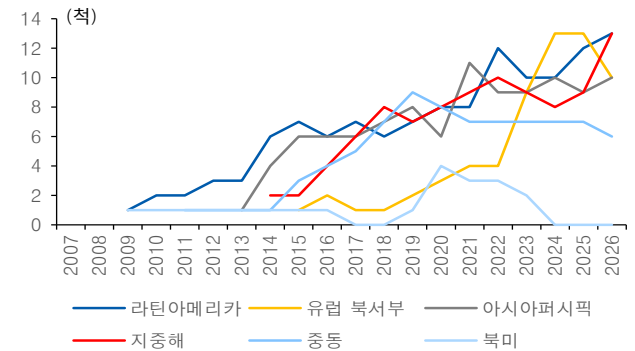
자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

FSRU 연간 발주량은 변동성이 존재



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

향후 유럽, 아시아 LNG 수요국의 FSRU 배치 수요는 증가할 것



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

분기별 및 연간 실적 예상

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	486	468	513	516	574	583	603	608	1,983	2,368	2,682
yoy	26.8%	6.8%	11.3%	11.4%	18.2%	24.7%	17.4%	17.8%	13.6%	19.4%	13.3%
영업이익	83	83	94	91	103	105	119	122	350	449	600
yoy	61.3%	16.9%	12.3%	37.4%	24.5%	26.4%	27.0%	34.8%	28.8%	28.3%	33.6%
영업이익률	17.1%	17.7%	18.2%	17.5%	18.0%	18.0%	19.7%	20.1%	17.7%	19.0%	22.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

KKR의 HD 현대마린솔루션 블록딜 이력

	블록딜 규모 (천 주)	기존 지분	딜 이후 지분	회수 (십억 원)	블록딜 단가 (원)
Feb-25	2,000	24.18%	19.52%	295	147,500
May-25	4,270	19.52%	9.99%	621	145,500
Jan-26	2,240	9.99%	4.99%	406	181,450

자료: 유안타증권 리서치센터, 언론 종합

HD 현대마린솔루션 (443060) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,745	1,983	2,368	2,682	3,237
매출원가	1,383	1,528	1,802	1,956	2,307
매출총이익	362	455	566	726	930
판매비	90	105	117	125	133
영업이익	272	350	449	600	797
EBITDA	284	363	468	618	805
영업외손익	25	5	35	30	32
외환관련손익	21	-7	20	12	12
이자손익	7	15	18	21	23
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-3	-3	-3	-3	-3
법인세비용차감전순이익	297	355	484	630	829
법인세비용	69	85	126	164	216
계속사업순이익	228	270	358	466	613
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	228	270	358	466	613
지배지분순이익	228	270	358	466	613
포괄순이익	238	266	355	463	610
지배지분포괄이익	238	266	355	463	610

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	247	324	368	495	629
당기순이익	228	270	358	466	613
감가상각비	12	13	18	18	8
외환손익	-6	3	-20	-12	-12
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-6	20	12	23	21
기타현금흐름	18	19	-1	-1	-1
투자활동 현금흐름	-196	-21	-33	-36	-20
투자자산	-3	-1	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-10	-17	-23	-18	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-183	-4	-9	-18	-19
재무활동 현금흐름	149	-223	-201	-374	-485
단기차입금	-126	0	2	1	2
사채 및 장기차입금	1	-3	0	0	0
자본	367	20	0	0	0
현금배당	-100	-215	-177	-350	-462
기타현금흐름	7	-26	-26	-26	-26
연결범위변동 등 기타	3	0	-30	-35	-30
현금의 증감	203	79	104	49	95
기초 현금	96	298	378	482	531
기말 현금	298	378	482	531	626
NOPLAT	272	350	449	600	797
FCF	237	307	345	477	629

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

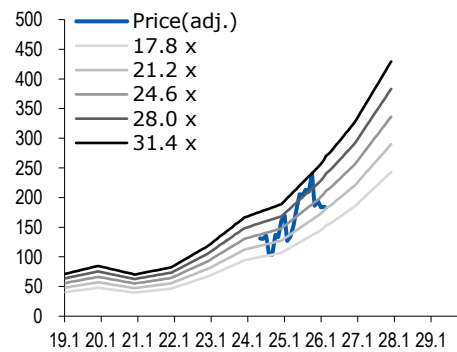
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,076	1,187	1,382	1,520	1,716
현금및현금성자산	298	378	482	531	626
매출채권 및 기타채권	263	318	375	435	505
재고자산	273	271	292	301	310
비유동자산	77	86	90	90	83
유형자산	20	30	34	34	26
관계기업등 지분관련자산	3	3	3	3	3
기타투자자산	0	1	1	1	1
자산총계	1,152	1,272	1,472	1,610	1,799
유동부채	343	409	432	458	493
매입채무 및 기타채무	184	214	253	293	339
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	36	39	37	37	42
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	379	448	470	495	535
지배지분	774	825	1,002	1,115	1,264
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	385	404	404	404	404
이익잉여금	324	377	558	674	826
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	774	825	1,002	1,115	1,264
순차입금	-461	-546	-658	-724	-836
총차입금	21	18	20	21	24

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	5,302	6,013	7,990	10,393	13,684
BPS	17,255	18,396	22,361	24,879	28,188
EBITDAPS	6,595	8,093	10,431	13,791	17,950
SPS	40,599	44,228	52,822	59,822	72,203
DPS	3,150	3,950	7,800	10,300	0
PER	24.8	30.8	22.9	17.6	13.4
PBR	7.6	10.1	8.2	7.3	6.5
EV/EBITDA	19.0	21.4	16.1	12.1	9.1
PSR	3.2	4.2	3.5	3.1	2.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	22.0	13.6	19.4	13.3	20.7
영업이익 증가율 (%)	34.9	28.9	28.3	33.6	32.8
지배순이익 증가율 (%)	50.8	18.3	32.9	30.1	31.7
매출총이익률 (%)	20.7	22.9	23.9	27.1	28.7
영업이익률 (%)	15.6	17.7	19.0	22.4	24.6
지배순이익률 (%)	13.1	13.6	15.1	17.4	19.0
EBITDA 마진 (%)	16.2	18.3	19.7	23.1	24.9
ROIC	76.3	98.5	115.1	129.1	152.0
ROA	25.2	22.2	26.1	30.2	36.0
ROE	45.0	33.7	39.2	44.0	51.6
부채비율 (%)	49.0	54.3	46.9	44.4	42.4
순차입금/자기자본 (%)	-59.6	-66.2	-65.6	-64.9	-66.1
영업이익/금융비용 (배)	59.8	330.2	433.2	537.6	655.8

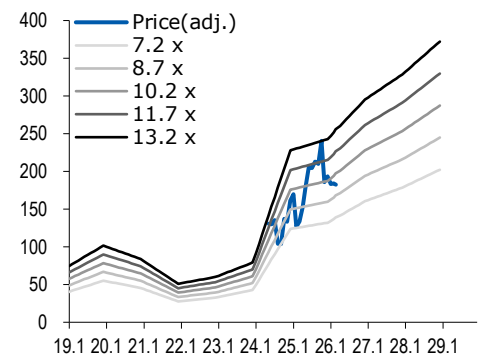
P/E band chart

(천 원)

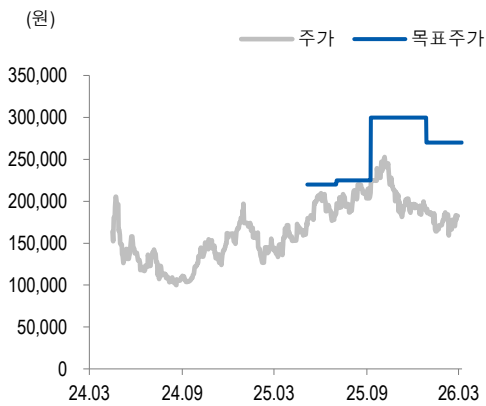


P/B band chart

(천 원)



HD 현대마린솔루션 (443060) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-03-23	BUY	270,000	1년		
2026-01-19	BUY	270,000	1년		
2025-10-01	BUY	300,000	1년	-30.02	-15.67
2025-07-25	BUY	225,000	1년	-9.36	-2.22
2025-05-28	BUY	220,000	1년	-12.50	-4.77

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)	94.8
Hold(중립)	5.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-03-23

※ 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.