

# HD현대마린솔루션 (443060)

## 1Q26 Re: KKR도 다시 사고 싶을 듯

### 사실상 해소된 오버행 리스크: KKR 잔여지분 90만 주 이하 추정

컨퍼런스 콜을 통해 4월 23일 체결된 130만 주의 대량매매 주체가 KKR임을 확인. 1월 8일 KKR의 동사 지분 5% 블록딜 이후 잔여지분 4.99% (224만 주)에 대한 3개월 락업 시점은 4월 9일 도래했고 (=이미 장내매도를 실현하고 있었을 가능성 존재), 지분변동 공시의무가 없는 상황에서 3%에 가까운 대량매매는 사실상 오버행 리스크 소멸이라 판단.

### 데이터센터향 육상발전 엔진 AM 사업가치 4.9조 제시

그룹사 중속엔진 생산능력 확장과 당사 예상 매출 및 영업이익 성장 시나리오를 적용. 이에 법인세율 25%를 적용한 NOPAT의 65%가 배당으로 이어진다는 가정을 적용하여 순수한 배당할인모형에 기반한 데이터센터향 엔진 AM 사업가치를 4.9조로 제시.

### 1Q26 영업이익 934억으로 추정치 (940억) 부합

육상발전 매출인식 지연과 친환경부문 매출 저조, 비엔진과 LTSA의 매출 저조를 기록했음에도 엔진 AM부문 매출의 성장 (1,927억, +22.6% yoy)으로 이를 상쇄하며 견조한 영업이익 개선세 (+12.5% yoy) 기록.

### 2Q26F 분기 영업이익 최초 1,000억 초과: 1,170억 예상

핵심사업 전 부문 외형성장: 1) 엔진 AM 구조적 성장세, 2) 비엔진 AM 1Q26 수주 +50% yoy (2분기 매출인식), 3) 육상발전 이연된 매출인식, 4) 디지털 샤프트 제너레이터 1Q 2척에서 2Q26F 4척, 5) 친환경 연내 qoq 매출상승 지속.

### 투자의견 BUY, 목표주가 433,000원으로 상향. 업종 내 Top pick

하방은 담혔고, 상방은 열린 상황에서 신사업의 가치를 반영하는 주가 상승은 단기 조정과 무관하게 이어질 것이라 예상. FY25 방산 모멘텀 이후 업종내 새롭게 등장한 데이터센터향 중속엔진 시장에서 가장 선제적이고 독점적인 AM사업자로서 Top pick 선정.



김용민 조선/자동차  
yongmin.kim@yuantakorea.com

**BUY (M)**

**목표주가 433,000원 (U)**

직전 목표주가 **270,000원**

현재주가 (4/24) **253,500원**

상승여력 **71%**

시가총액	113,653억원
총발행주식수	44,833,460주
60일 평균 거래대금	403억원
60일 평균 거래량	209,162주
52주 고/저	253,500원 / 152,700원
외인지분율	29.41%
배당수익률	2.04%
주요주주	에이치디현대 외 4 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	41.0	35.9	61.3
상대	20.9	4.7	(37.2)
절대 (달러환산)	42.0	34.1	55.9

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q26P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	575	18.3	11.3	570	0.9
영업이익	93	12.5	3.2	98	-5.1
세전계속사업이익	102	21.5	4.3	103	-1.0
지배순이익	71	12.1	-3.4	76	-6.6
영업이익률 (%)	16.3	-0.8 %pt	-1.2 %pt	17.3	-1.0 %pt
지배순이익률 (%)	12.4	-0.6 %pt	-1.8 %pt	13.3	-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	2,438	2,759
영업이익	272	350	458	609
지배순이익	228	270	365	473
PER	24.8	30.8	31.2	24.0
PBR	7.6	10.1	11.3	10.1
EV/EBITDA	19.0	21.4	22.5	17.0
ROE	45.0	33.7	39.8	44.4

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

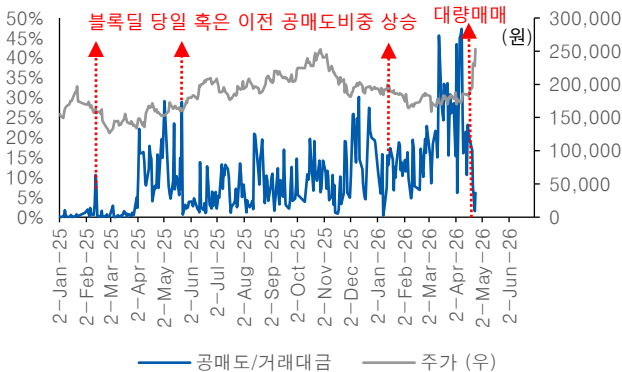
## 오버행: 주가 하방 압력 사실상 소멸 – 잘 가라 KKR

Top pick 선정의 첫 번째 이유는 주가에 가장 큰 하방 압력 요인이었던 오버행 리스크의 해소이다. 제조업종 (조선) 내에서 1) 제조시설과 인력이 없으며, 2) HD현대 그룹내 독점적인 AM사업을 통해 사실상 무조건적인 중장기 이익 상승이 보장되는 동사에겐 치명적인 약점이었다.

1Q26 실적 컨퍼런스 콜을 통해 4월 23일 130만 주 (지분 2.9%) 대량매매 주체가 KKR임을 확인, 이에 잔여 오버행은 94.2만 주 (2.1%) 이하로 하락한다. 특히, 1월 8일 블록딜을 통해 잔여 지분을 4.99%로 낮아진 상태였기 때문에 3개월 락업 (4월 8일) 이후 KKR이 지속적인 장내매도를 했다면 현재 잔여지분은 2.1% 보다도 낮을 수 있다.

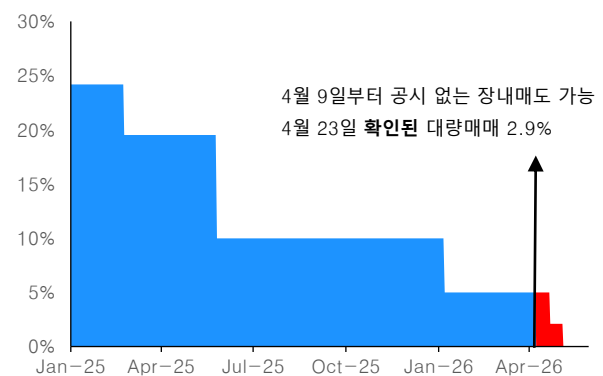
공매도비중 또한 대량매매 이후 현격히 하락한 상황이다. 동사의 블록딜에 따른 공매도비중의 변화는 일반적으로 블록딜 이전 상승→블록딜 이후 소폭 하향 이후 다시 증가하는 모습을 보였으나, 금번 대량매매 이후 매우 낮아진 KKR의 지분을 고려한다면 향후 공매도비중의 의미있는 상승 (=주가 하방 압력) 가능성은 제한적이라 판단한다.

4월 23일 대량매매 이후 KKR 잔여지분 2.1% 이하, 공매도비중 하락



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

KKR의 동사 보유지분 히스토리: 장내매도는 4월 9일부터 가능했음



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

KKR의 HD 현대마린솔루션 블록딜 이력

	블록딜 규모 (천 주)	기존 지분	딜 이후 지분	회수 (십억 원)	블록딜 단가
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
Apr-26	1,298	4.99%	2.1% "이하"	N.A.	N.A.

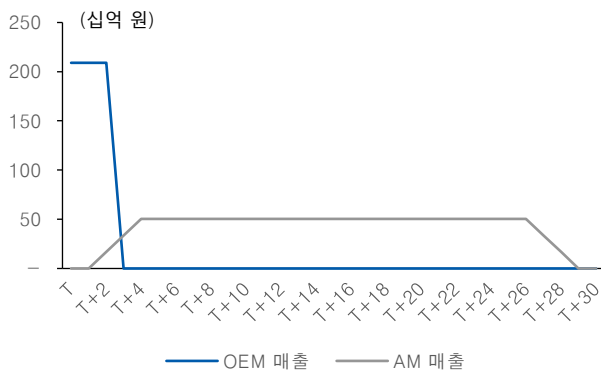
자료: 유안타증권 리서치센터

## 신사업: 데이터센터향 엔진 AM 가치는?

### 4월 22일 그룹사 6,271억 수주, 동사에겐 1.25조 매출로

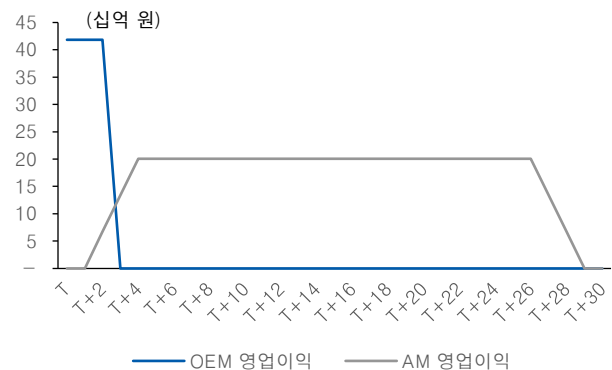
Top pick 선정의 두 번째 근거이자 그룹사가 최근 수주한 6,271억 규모의 미국 데이터센터향 수주에 대해 동사를 최대 수혜주로 선정하는 근거는 **계약의 생애주기 기간내 이익의 총합이 그룹사 대비 매우 크기 때문이다**. 예를 들어, 해당 계약이 FY27-29 3년에 걸쳐 그룹사 엔진 제조 부문에 6,271억의 매출을 발생시킨다면, 동사의 육상발전 AM사업은 FY29-55F 기간에 1.25조의 매출을 발생시킨다. 단일 계약으로 발생하는 매출과 영업이익을 제조업체 (OEM)과 동사 (AM)으로 나눈다면 아래와 같은 시점별 결과를 볼 수 있다.

4월 22일 수주분의 OEM (그룹사)와 AM(동사)의 매출 예상치 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

4월 22일 수주분의 OEM (그룹사)와 AM(동사)의 영업이익 예상치 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

4월 22일 공시된 6,271 억원 계약에 대한 동사의 AM 외형 및 이익 예상치

고려 요소	단위	Base-case
초기 OEM 매출 (T 기)	십억 원	209
OEM 연간 매출 성장률	%	0%
AM 개시 시차 (T+n 기)	년	2
AM 매출률 (연간, OE 가격 대비)	%	8%
AM 매출 지속 기간	년	25
OEM 영업이익률	%	20%
AM 영업이익률	%	40%
<b>OEM 생애주기 영업이익</b>	<b>십억 원</b>	<b>125</b>
AM 생애주기 영업이익	십억 원	502
<b>AM 생애주기 영업이익의 NPV (할인율 7%)</b>	<b>십억 원</b>	<b>205</b>

자료: 유안타증권 리서치센터

## 규모에 대한 가늠: 그룹사 엔진 캐파 증설에서 답을 찾는다면

그룹사 엔진사업부의 중속엔진 생산 능력은 연간 400만 마력 (=3,000MW, 3GW)인데, 언론에 따르면 중속엔진 캐파를 기존 1,000대에서 1,300대로 증설 예정이다. 다시 말해 대당 3MW의 중속 엔진 (실제 육상발전 엔진 트랙레코드 또한 2,200대 엔진이 6,173MW 규모) 기준으로 300대의 증설은 연간 900MW 규모의 데이터센터용 엔진 생산 캐파 확장으로 이어진다.

기존 생산시설의 10% (300MW)를 육상발전용으로 할애한다는 보수적 전제 하에, 결국 연간 1.2GW의 데이터센터용 엔진 매출이 OEM에서 발생, 공시 (684MW, 6,271억)을 그대로 환산한다면 중속 엔진 MW당 OEM 매출은 9억 원 수준이다. 즉 1.2GW=1.08조 원의 연간 데이터센터용 매출을 발생시킨다.

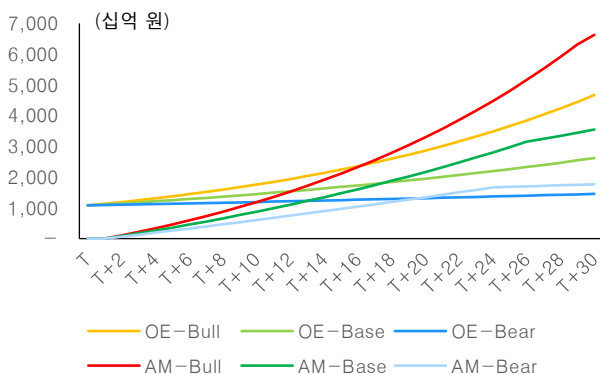
엔진 캐파 증설이 완료된 시점부터, 연간 데이터센터용 매출에 따른 그룹사 (OEM)과 동사 (AM)의 장기 매출 및 영업이익 예상치는 아래와 같다. 동사의 FY25 전사 영업이익은 3,500억 원인데, Base-case 기준 데이터센터용 엔진 AM 사업만으로 사업 10년차에 연간 영업이익 3,670억 원이 발생한다. 데이터센터 엔진 AM은 동사에게 테마가 아니라 중장기 실적 증폭 요소이다.

AIDC용 중속발전엔진 캐파 증설 이후 OEM과 AM의 매출 및 이익 시나리오

고려 요소	단위	Base	Bull	Bear
대선용 엔진 OEM 캐파	MW/년	1,200	1,200	1,200
MW 당 최초 엔진 가격	십억 원	0.9	0.9	0.9
연간 OEM 매출	십억 원	1,080	1,080	1,080
연간 OEM 판가 인상률	%	3%	5%	1%
AM 개시 시차 (T+n 기)	년	2	2	2
AM 매출률 (연간, OE 가격 대비)	%	8%	10%	6%
AM 매출 지속 기간	년	25	28	23
OEM 영업이익률	%	20%	25%	15%
AM 영업이익률	%	40%	50%	30%

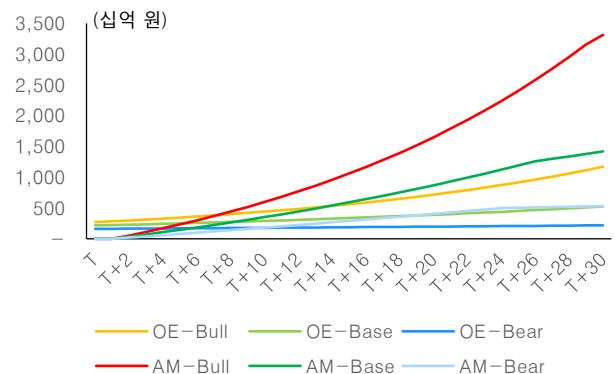
자료: 유안타증권 리서치센터

시나리오별 OE와 AM의 연간 매출 규모



자료: 유안타증권 리서치센터

시나리오별 OE와 AM의 연간 영업이익 규모



자료: 유안타증권 리서치센터

## 데이터센터 엔진 AM 사업 밸류: 배당할인 모형 기반 4.9조 제시

Base-case 기준, 세후영업이익(NOPAT)의 65%를 배당으로 지급한다는 전제 하에 **동사의 데이터센터향 육상발전 엔진 AM사업의 가치는 4.9조 원**이다. 동사의 데이터센터향 엔진 AM 사업의 영업이익 규모를 위의 방식으로 그룹사의 캐파 증설에 기반하여 구한 뒤, 여기에 세율 25%를 적용한 NOPAT의 65%를 배당으로 지급한다는 가정은 매우 낙관적인 것처럼 보일 수 있지만, 다음과 같은 이유로 합리적인 가정이라 판단한다. 1) 동사의 배당 성향은 **FY25 기준 69%**이다. 제조시설과 인력의 부재, R&D 비용의 제한적 지출의 이유로 동사의 배당 성향은 업종 내 가장 높다. 2) 데이터 센터향 AM사업의 미국 진출시 휴스턴에 위치한 동사의 미주 법인을 활용할 예정으로 **추가적인 지출도 제한적**이다. 또한 3) OEM 대비 AM의 증장기 매출 발생을 또한 선박용 증속엔진을 기준으로 하였으나, 주전력원으로 가동되는 데이터센터향 발전엔진은 **가동률이 높아 유지보수 수요가 더 높을 것**이다. 기존 사업과 같은 P/E multiple을 적용하지 않고 배당할인모형을 제시하는 이유는 데이터센터향 엔진 AM사업은 기존에 존재하지 않아 peer 기반 P/E multiple을 선정하기 어렵기 때문이며, 따라서 이익에 대한 적정가치를 부풀리지 않는 보수적 배당할인 모형을 적용하였다. 또한, KKR의 오버행 리스크 소멸을 근거로 기존 사업의 Target P/E multiple을 25배에서 30배로 상향하였다.

데이터센터향 증속엔진 AM사업 적정가치 산출

항목	십억 원
30년간 명목배당금	9,697
7% 할인율 적용한 배당금의 현재가치	2,576
Terminal Value의 현재가치	2,339
<b>전체 사업가치</b>	<b>4,915</b>

자료: 유안타증권 리서치센터

기존사업과 데이터센터향 엔진 AM사업의 적정가치 및 목표주가 산출

(단위: 십억 원)

기존사업	FY26F	FY27F	FY28F
지배주주순이익	366	474	616
Target P/E	30		
FY26-28F 평균 순이익 기반 적정가치	14,556		
데이터센터향 엔진 AM			
30년간 명목배당금	9,697		
7% 할인율 적용한 배당금의 현재가치	2,576		
Terminal Value 의 현재가치	2,339		
데이터센터 엔진 AM 사업가치	4,915		
기존사업 가치 + 신사업 가치	19,471		
발행주식수 (천 주)	44,831		
목표주가	434,000		

자료: 유안타증권 리서치센터

## 본업: 영업이익 성장세 지속, 그것도 2분기엔 강하게

Top pick 선정의 세 번째 이유는 본업의 연내 지속적인 영업이익의 성장세를 기록하며, 그 중에서도 2Q26F에 대한 영업이익 개선세가 돋보이기 때문이다. 1Q26 실적 컨퍼런스 콜에서 나온 각각의 사업부문에 대한 코멘트를 정리하면 아래와 같다.

### 선박 엔진 AM 부문 – 순풍에 돛을 달고 성장

컨콜 - 1Q26 엔진 AM 매출 상승 (1,927억, +22.6% yoy) 은 작년말 수주 확대에 따른 매출의 상승분 존재하며, 가격적인 부분에 대해서도 고유가로 인한 가격 상승분이 존재한다. 물량 상승 대비해서 매출 상승이 훨씬 컸으며, 이에 대해서는 판가가 더 높은 DF엔진의 매출비중 상승 효과가 드러나고 있다.

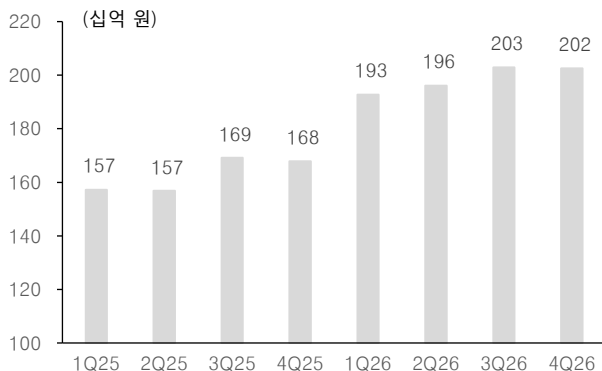
선박 엔진 AM부문의 경우 1분기 비약적 매출 상승이 연말 수주 상승의 기여분이 존재한다고 가정하기 때문에, 연내 qoq 매출 상승에 대해서는 상대적으로 보수적인 예상치를 제시한다. 그럼에도, DF엔진의 매출비중 상승에 있어 높은 판가와 고객 귀속 (블랙마켓 공급자 제한적)을 고려한다면 외형과 이익 모두 지속 상승할 것이라 예상한다.

### 선박 비엔진 AM 부문 – 헬스체크 서비스가 매출로 연결

컨콜 - 1Q26 다소 정체된 매출 (242억, -13.9% yoy)을 기록했으나, 수주는 전년 동기 대비 50% 증가하며 가파른 성장세를 보였다. 수주에서 매출까지 1개 분기 정도의 시차 발생한다는 점을 고려시 2분기 이후 매출 회복을 기대한다. 거점 항구에서 헬스 체크를 시작한 것이 효과를 보이고 있다.

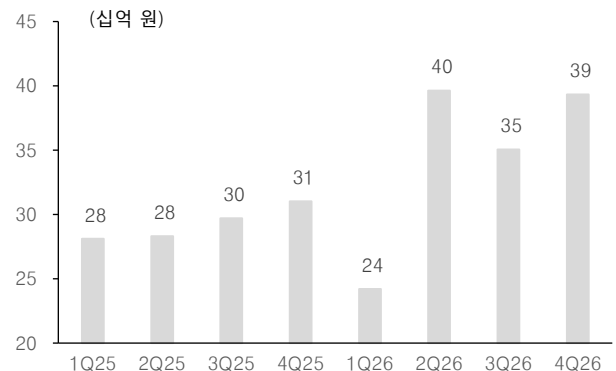
컨콜 내용에 따라 2Q26F 비엔진 부문의 매출을 +40% yoy 증가시킨다. 헬스체크 서비스를 통한 수주 기여가 1분기 US\$1.8m (= 27억 원)인데, 지속적인 서비스 확대를 통한 분기별 매출 상승을 예상한다.

HD 현대마린솔루션: 선박 엔진 AM 부문 분기별 매출 예상



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

HD 현대마린솔루션: 선박 비엔진 AM 부문 분기별 매출 예상



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

## 육상발전 부문 - 중장기 수혜 핵심

컨콜 - 2월 초 에콰도르 전력청을 대상으로 5,600만볼 규모의 정비 계약 수주. 4,000만 볼 규모가 연내 매출 반영 예정. 올해 육상발전 매출액은 전년 대비 20% 중반 정도의 상승폭을 보일 것. 1분기 매출인식 예정이던 100억 원 이상의 벌크성 매출은 2분기로 지연되었다.

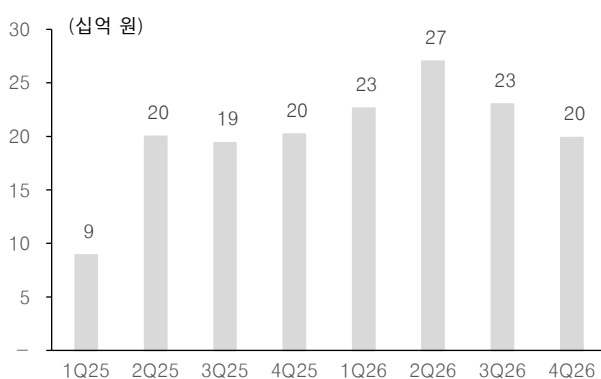
지연된 일회성 매출 인식으로 인한 2분기 매출액 상승 예상하며, 연중 고른 매출액 분포를 보일 것. 동사의 여러 사업 부문 내에서도 육상발전 부문은 HIMSEN 증속엔진의 AM을 공급하는 수익성이 가장 높은 사업이며, 향후 데이터센터용 육상발전 엔진 AM 매출이 인식될 사업부이다.

## 친환경 및 디지털 - 1분기 몸 풀고 연내 지속 성장

컨콜 - 친환경 1분기 매출 226억 (-52.6% qoq) 기록했으나 대규모 공사 매출이 하반기에 집중되어 있어 2분기부터 점진적인 회복이 예상된다. 현재 기준으로 FY26F 연간 매출 전망 (=FY25와 비슷한 수준)은 변동 없는 상황이다. FSRU 및 FSU 개조 관련 문의는 꾸준히 증가하여 3Q25 대비 파이프라인 규모 2배 확대되었다. 디지털 1분기 매출 264억 (-1.5% qoq) 기록한 것은 조업일수와 직결되는 영향을 받았으며, 2분기 조업일수 회복에 따른 뚜렷한 매출 성장세가 나올 것이다. 또한, 1Q25 샤프트 제너레이터 2척 (45억 원) 매출 인식되었으나, 2분기에는 9척 물량의 인도가 예정되어 있다. 분기중 안두릴 무인수상정 제어 시스템 수주도 확보했다.

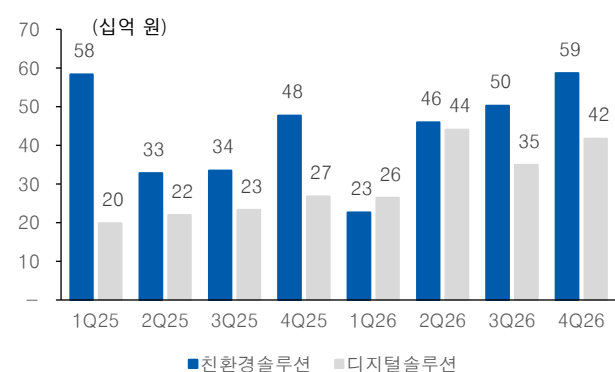
1분기 대비 양 사업부문 모두 비약적인 매출 성장을 기록하는 2Q26F 이후 점진적 성장을 기록할 것이라 예상된다. 두 사업부 모두 단기 외형 및 이익 성장보다 수주잔고 증가세 혹은 시스템 단위 수주에 주목할 필요가 있다.

HD 현대마린솔루션: 육상발전 AM 부문 분기별 매출 예상



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

HD 현대마린솔루션:친환경 및 디지털 부문 분기별 매출 예상



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션



## 데이터센터향 중속엔진이 주목받는 이유 복습

과거 데이터센터는 전력망 (Grid)에 연결된 상태에서 정전 시를 대비해 중속엔진 기반의 백업 전원을 사용해왔다 (=선박 엔진 기술에 근간한 4행정 엔진은 발전용 주전력원에 사용되기 애매한 포지션이었다). 그러나, AI 데이터센터는 수백 MW 규모의 전력을 요구하며, 높은 가동률과 신뢰성을 갖춘 Off-grid 전원 형태를 필요로 하는 경우가 많다. 박용 4행정 엔진은 에너지 효율이 높고, 모듈형 구조를 가지고 있으며, 고온 환경에도 출력 저하가 없고, 물 사용량이 제한적이다. 이외에도 여러 가지 적합한 근거가 있으나, 이를 정리하면 아래와 같다.

데이터센터 변화에 따른 4 행정 엔진의 역할 변화

구분	과거 (Legacy DC)	현재/미래 (AI DC)	의의
전력 규모	20~100MW	50~400MW+	수요 자체가 5~10배
전력 구조	Grid 연결 (비상용 전원)	Off-grid 주전력원	보조에서 주력으로
엔진 역할	정전 대비 비상용	상시 가동	AM 소모품 수요 급증
고객 요구	CAPEX 효율성, 안정성	납기, OPEX, 물 사용	타이트한 수요
Grid 의존도	매우 높음	낮음 (Grid 병목)	독립 전원 필요성 증가
비용 구조	CAPEX 중심	LCOE 중심	경제성 재정의

자료: 유안타증권 리서치센터, Wartsila

4행정 엔진의 역할이 과거에는 비상전력원 (backup)에 그쳤으나, 현재는 발전소의 주전력원 (baseload)가 되었으며 과거 대비 필요한 전력의 규모 자체가 폭증한 것이다. 추가로 엔진의 가동시간이 증가하는 만큼 AM 소모품의 교체 주기가 짧아지며, 이에 따른 유지보수 수요가 증가한다.

중속엔진이 데이터 센터향 Off-grid 발전에 가장 적합한 근거

### 300 MW off-grid data centre, Texas

	Efficiency	Ramp-up to full load	Unlimited stops/starts	Modular design	Heat tolerance	Altitude tolerance	CO2 emissions	PM10 emissions	Gas pressure	Water use	Power density
High-speed engine	40%	<2 min	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Medium-speed engine	50%	<2 min	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Aeroderivative gas turbine	40%	<10 min	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Combined-cycle gas turbine	55%	>30 min	●	●	●	●	●	●	●	●	●

자료: 유안타증권 리서치센터, Wartsila



## HD현대 특장점: HIMSEN 라이선스 오너의 품격

발전용 중속엔진 시장 참여자는 크게 Licensor (원천기술 보유업체)와 Licensee (위탁생산 업체)로 나뉜다. Wartsila, Man과 같은 설계/IP를 보유한 Licensor는 발전용 엔진을 공급할 경우 Aftermarket (AM) 수익에 대한 완벽한 통제권을 확보할 수 있지만, Licensee의 경우에는 부분적인 참여가 가능하다.

### Licensee 대비 시장 지배력이 강한 licensor

선박용 중속엔진은 선박에 필요한 전기를 생산하는 보기용 엔진 및 중·소형 선박의 추진용(군함, 해저 시추선, 크루즈선, Ferry선 등)으로 사용되고 있으며, 대형 저속엔진 1대 당 선박의 종류 및 크기에 따라 통상 보기용 중속 엔진 3~5대가 세트로 적용되고 있습니다. 선박용 중속엔진시장은 Everllence(구. MAN-ES), Wartsila뿐만 아니라 일본의 Yanmar, Daihatsu, Kawasaki, 미국의 Caterpillar 및 한국의 HD현대중공업 등 다수의 Licensor가 있으며, Licensor들도 직접 엔진을 생산/판매하고 있습니다. 따라서 선박용 중속엔진시장에서는 Licensor들의 시장 지배력이 상대적으로 강하다고 할 수 있으며, 저속엔진 대비 해외시장진입에 제약이 있습니다. SCR은 2016년 1월 1일

자료: 유안타증권 리서치센터, 한화엔진

현종의 발전용 4행정 중속엔진은 독자 개발한 HIMSEN 엔진이다. 로열티 지급 관점에서 절대적인 OPM의 우위를 점할 수 있는 장점뿐만 아니라, 이후 AM시장 진입 및 시장 경쟁 관점에서 독점적인 지위를 가질 수 있다. 이는 아래와 같은 차이점들을 발생시키며, TAM부터 수익성, 이후 매출 Lock-in의 관점에서 국내 동종업체 대비 경쟁력의 우위를 보장한다.

발전엔진 시장에서 Licensor 와 Licensee 의 경쟁력 비교

	Licensor	Licensee	의의
대표 기업	Wartsila, Everllance (MAN), HD 현대중공업	STX 엔진, 한화엔진	
설계/IP	보유	미보유	구조적 우위
핵심 부품	자체 공급	일부만 가능	고마진 영역 통제
AM 수익구조	조달 물량 완전 독점	부분 참여	수익성 차이
서비스 범위	End-to-end (LTSA, O&M 등)	제한적 정비	TAM 규모 차이
고객 Lock-in	강함	약함	반복매출 구조 차이
기술 업그레이드	독점	제한적	LTSA 경쟁력 차이

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: HD 현대중공업은 MAN 과 WinGD 의 대형엔진 Licensee 이기도 하나, 중속엔진 관점에서 HIMSEN 의 Licensor

## 결국, HIMSEN의 프리미엄을 AM이 누리게 되는 구조

AM 사업은 기 납품된 장비의 운영 기간 전반에 걸쳐 정비, 부품 수요가 지속적으로 발생하는 구조로, **매출과 이익이 점진적으로 누적되는 특성**을 지닌다. 앞서 언급한 Licensors의 Lock-in 경쟁력이 동사의 육상발전 엔진 AM사업에 적용되어 현중이 공급하는 발전용 중속엔진에 대한 독점권을 가지게 되며, 이것이 높은 수익성의 핵심 근거이다. 실제로 **동사의 엔진, 비엔진 부문**을 비롯한 전체 사업 부문에서 HIMSEN엔진 AM 매출의 수익성이 가장 높다.

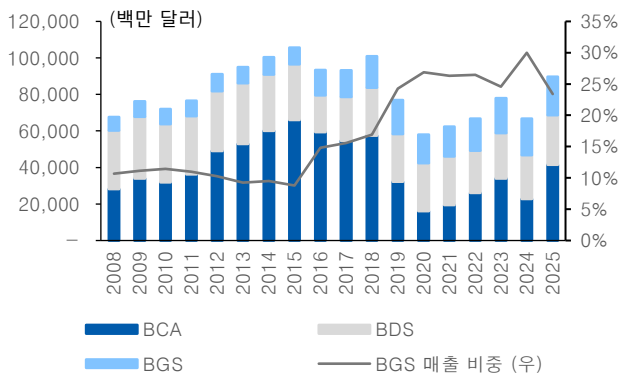
## Appendix: 원래 이익은 AM에서 나온다

선박용 혹은 발전용 AM을 중심으로 하는 peer 기업은 부재하나, 시장이 성숙해질수록 AM의 이익이 OEM 대비 월등히 성장하는 케이스는 미국의 항공기 및 방산업체 Boeing (BA US)에서 알 수 있다.

Boeing의 사업 구조는 크게 민항기 제조 (BCA), 방산+우주+군용기 (BSA), AM사업 (BGS)로 나뉜다. 항공기 사업 특성상 블랙마켓 공급자 없이 성숙된 BGS 사업부는 전사 매출의 25% 정도를 차지하고 있다. HD계열 조선사 매출 대비 HD현대마린솔루션의 추가적인 기존 사업부 외형 성장 또한 예상할 수 있다.

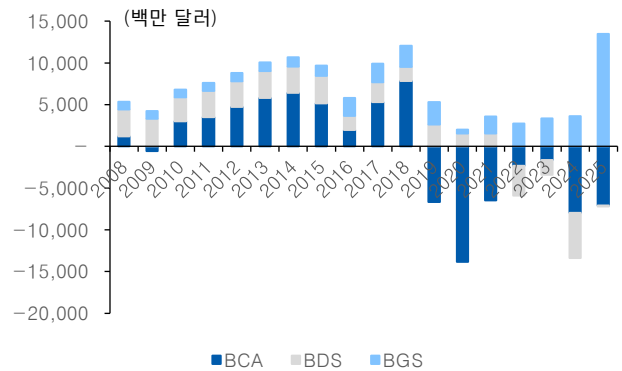
더 중요한 점은, 중장기 영업이익 트렌드를 살펴볼 때 BGS의 이익기여도가 압도적으로 높다는 것이다. OEM 역할을 하는 BCA, BDS 사업의 경우 영업이익 편차가 매우 크지만, BGS 사업의 경우 지속적으로 높은 영업이익을 기록한다.

Boeing: 성숙한 항공기 시장의 OEM과 AM 매출비는 75:25 수준



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

Boeing: 매년 꾸준한 영업이익을 내는 BGS (AM 사업), 그렇지 못한 나머지 사업



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

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

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,745	1,983	2,438	2,759	3,329
매출원가	1,383	1,528	1,863	2,023	2,395
매출총이익	362	455	575	736	934
판매비	90	105	117	127	137
영업이익	272	350	458	609	798
EBITDA	284	363	476	627	806
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	493	639	830
법인세비용	69	85	128	166	216
계속사업순이익	228	270	365	473	614
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	228	270	365	473	614
지배지분순이익	228	270	365	473	614
포괄순이익	238	266	361	469	611
지배지분포괄이익	238	266	361	469	611

주: 영업이익 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	374	502	630
당기순이익	228	270	365	473	614
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	-383	-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	-359	-462
기타현금흐름	7	-26	-26	-26	-26
연결범위변동 등 기타	3	0	-30	-35	-30
현금의 증감	203	79	110	47	96
기초 현금	96	298	378	488	536
기말 현금	298	378	488	536	631
NOPLAT	272	350	458	609	798
FCF	237	307	351	484	630

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

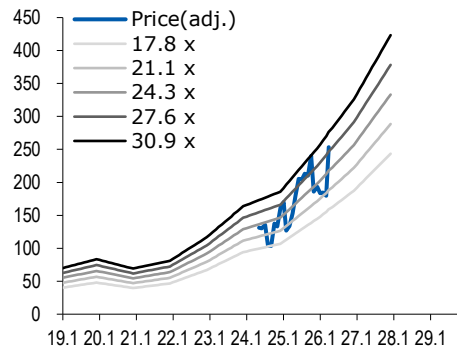
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,076	1,187	1,389	1,525	1,722
현금및현금성자산	298	378	488	536	631
매출채권 및 기타채권	263	318	376	435	506
재고자산	273	271	292	301	310
비유동자산	77	86	90	90	83
유형자산	20	30	34	34	26
관계기업 등 자본관련 자산	3	3	3	3	3
기타투자자산	0	1	1	1	1
자산총계	1,152	1,272	1,479	1,615	1,805
유동부채	343	409	433	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	38	37	42
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	379	448	470	495	536
지배지분	774	825	1,009	1,120	1,269
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	385	404	404	404	404
이익잉여금	324	377	565	679	831
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	774	825	1,009	1,120	1,269
순차입금	-461	-546	-664	-728	-840
총차입금	21	18	20	22	24

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	5,302	6,013	8,137	10,548	13,699
BPS	17,255	18,396	22,508	24,980	28,304
EBITDAPS	6,595	8,093	10,627	13,997	17,968
SPS	40,599	44,228	54,381	61,531	74,258
DPS	3,150	3,950	8,000	10,300	0
PER	24.8	30.8	31.2	24.0	18.5
PBR	7.6	10.1	11.3	10.1	9.0
EV/EBITDA	19.0	21.4	22.5	17.0	13.1
PSR	3.2	4.2	4.7	4.1	3.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	22.0	13.6	23.0	13.1	20.7
영업이익 증가율 (%)	34.9	28.9	30.8	33.0	30.9
지배순이익 증가율 (%)	50.8	18.3	35.3	29.6	29.9
매출총이익률 (%)	20.7	22.9	23.6	26.7	28.1
영업이익률 (%)	15.6	17.7	18.8	22.1	24.0
지배순이익률 (%)	13.1	13.6	15.0	17.1	18.4
EBITDA 마진 (%)	16.2	18.3	19.5	22.7	24.2
ROIC	76.3	98.5	117.3	130.9	151.9
ROA	25.2	22.2	26.5	30.6	35.9
ROE	45.0	33.7	39.8	44.4	51.4
부채비율 (%)	49.0	54.3	46.6	44.2	42.2
순차입금/자기자본 (%)	-59.6	-66.2	-65.8	-65.0	-66.2
영업이익/금융비용 (배)	59.8	330.2	438.3	537.8	646.2

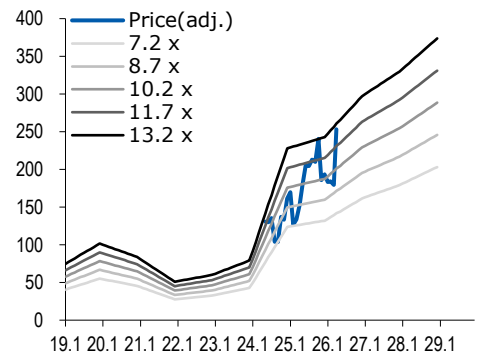
P/E band chart

(천원)



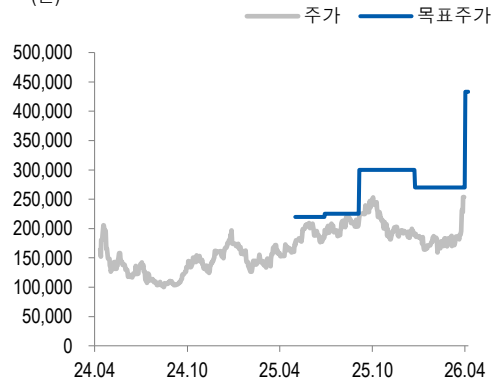
P/B band chart

(천원)



HD현대마린솔루션 (443060) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-27	BUY	433,000	1년		
2026-01-19	BUY	270,000	1년	-32.51	-6.11
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)	94.9
Hold(중립)	5.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-04-27

※ 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.