

조선업에 불어온 새로운 바람

AI DC의 전력 병목 수해가 이제는 국내 조선업계까지 내려오고 있다. 지난 4월 22일 HD현대중공업이 수주한 AI DC향 엔진 공급계약은 향후 그룹사의 독점 AM 서비스 권리를 지닌 동사에게 반복적인 호실적을 제공해줄 것이다. 또한 조선업 슈퍼사이클이 도래한 21년 이후 선박이 인도되기 시작하면서 동사의 주 수익원인 선박엔진 LTSA 실적 역시 본격 급상승할 예정이다. 전통적인 수주 사이클 산업인 조선업은 이제 본업에 더불어 AI 공급원으로서 멀티플이 리레이팅되는 구간에 직면한 중요 순간이다.

투자포인트 1: 재주는 현.중이 부리고 돈은 현.마.솔이 번다

HD현대중공업의 데이터센터향 HiMSEN 엔진 수주가 공시된 순간, 동사는 조용히 웃고 있었다. 미국 선배 Wärtsilä의 수주 이력을 보면 현대중공업의 미래가 어렵잖이 보이는데, 추가적인 수주를 감당하기 위한 증설은 필연적이다. 현대중공업이 막대한 CapEx를 투자해 엔진 생산라인을 증설하면, 동사는 100% 독점 AM 사업자로서 높은 마진의 이익을 장기간 온전히 누린다. 재주는 현대중공업이 부리고 돈은 동사가 버는 사기적인 사업 모델, 소문 날까 두렵다.

투자포인트 2: LTSA 큰 거 온다

동사의 본업은 무시하기에는 너무도 강력한 성장 잠재력을 가지고 있다. 동사는 힘센 엔진의 유일한 라이선서 지위를 바탕으로 LTSA 계약을 꾸준히 늘려가는 중이다. 장기적으로 지속될 조선업 호황은 동사에게 매년 새로운 고객을 공급한다. 여기에 100%에 달하는 재계약률과 DF엔진 탑재 선박의 증가세가 맞물리면서 향후 LTSA 매출은 매년 전고점을 갱신할 수밖에 없다. LTSA가 누적될수록 동사의 비용 효율성이 개선되고, 전사 차원의 운영 안정성 향상에도 기여한다.

Valuation

DCF Method를 이용하여 목표주가 393,000원 상승여력 48%로 투자의견 BUY를 제시한다. 동사는 힘센 엔진의 AI 데이터센터향 공급 개시와 전방 LTSA 수요 증가라는 두 축을 통해 장기 현금흐름이 구조적으로 확대되는 성장 국면에 진입할 것이다. 힘센 엔진 순정 부품의 독점 공급자인 동사의 수혜는 확정적이다. 구조적 성장 국면에 들어갈 동사를 지켜보라!

추정 순이익계산서 (단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
매출액	1,430,463	1,745,469	1,982,701	2,207,185	2,320,379	2,518,871	2,787,570	3,209,172	3,675,064	4,097,506	4,528,677	5,052,557
YoY(%)	7.2%	22.0%	13.6%	11.3%	5.1%	8.6%	10.7%	15.1%	14.5%	11.5%	10.5%	11.6%
매출원가	1,157,570	1,383,283	1,527,849	1,647,564	1,715,307	1,822,854	1,962,790	2,173,956	2,406,256	2,620,223	2,839,633	3,102,691
매출총이익	272,893	362,176	454,852	559,621	605,072	696,017	824,780	1,035,217	1,268,808	1,477,282	1,689,044	1,949,866
GPM(%)	19.1%	20.7%	22.9%	25.4%	26.1%	27.6%	29.6%	32.3%	34.5%	36.1%	37.3%	38.6%
판매비와 관리비	71,420	90,446	104,711	111,260	120,566	132,519	144,395	162,039	180,155	197,868	216,363	237,398
영업이익	201,472	271,730	350,141	448,361	484,506	563,499	680,385	873,178	1,088,653	1,279,414	1,472,681	1,712,468
OPM(%)	14.1%	15.6%	17.7%	20.3%	20.9%	22.4%	24.4%	27.2%	29.6%	31.2%	32.5%	33.9%
기타손익	(562)	(2,870)	(3,261)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)
금융손익	98	28,298	8,090	24,127	29,808	34,470	39,959	46,576	55,131	65,841	78,480	93,086
법인세비용감전순이익	201,008	296,921	354,802	470,174	512,000	595,654	718,029	917,439	1,141,469	1,342,940	1,548,846	1,803,239
법인세비용	49,892	68,980	85,231	119,496	130,998	154,003	187,666	242,494	304,102	359,506	416,131	486,089
당기순이익	151,116	227,940	269,571	350,678	381,002	441,651	530,373	674,945	837,367	983,433	1,132,715	1,317,150
NPM(%)	10.6%	13.1%	13.6%	15.9%	16.4%	17.5%	19.0%	21.0%	22.8%	24.0%	25.0%	26.1%

Rating

Buy

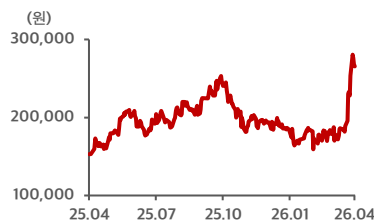
현재주가: 263,500 원

목표주가: 393,000 원

상승여력: 48%

12M 주가추이

시가총액 11 조 8,136 억 원



Key Metrics

25년 핵심사업부 OPM 29.2%

AIDC엔진 계약규모 6,271 억 원

LTSA 누적 수주액 8,698 억 원

B/S Data (25)

자산 총계 1 조 2,723 억 원

부채 총계 4,476 억 원

자본 총계 8,247 억 원

주요 주주

에이치디현대 외 4인 55.33%

GIC Private Limited 7.04%

국민연금공단 6.21%

SMIC 3팀

팀장 52 기 이희원

팀원 52 기 김성운

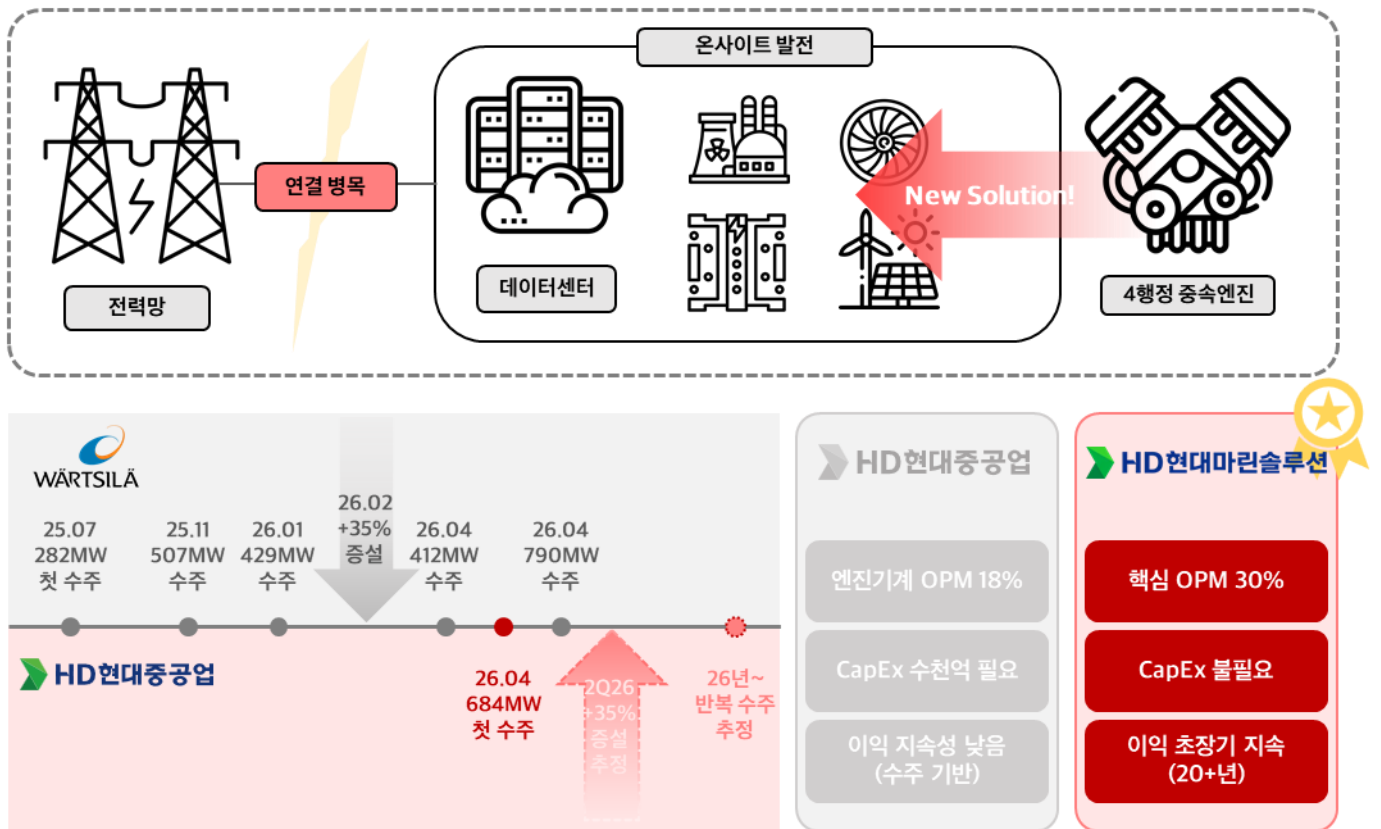
53 기 문상준

53 기 민현석

53 기 박세완

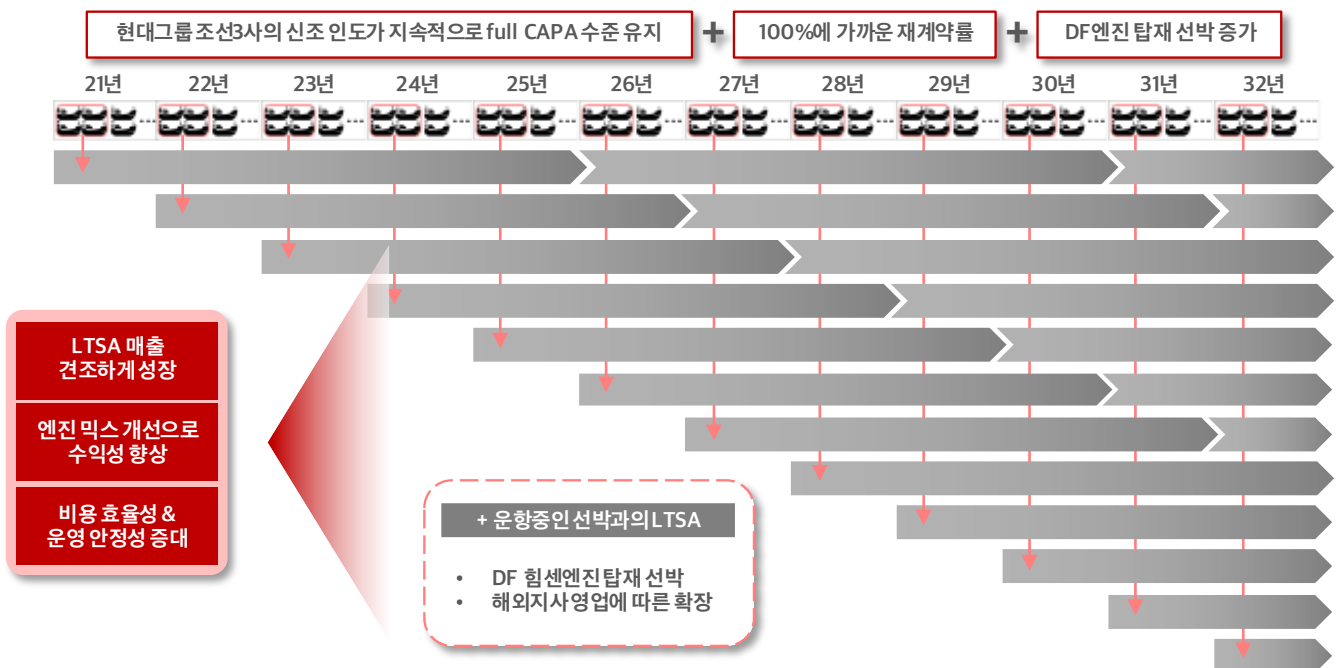
KEY CHARTS

[투자포인트 1 도식]



출처: 동사, HD현대중공업, Wärtsilä, SMIC 3팀

[투자포인트 2 도식]



출처: 동사, SMIC 3팀

CONTENTS

1. 조선업에 불어온 새로운 바람 - 산업 분석	4
2. 술아 술아 푸르른 현·마·술아 - 기업 분석	7
3. 재주는 현·종이 부리고 돈은 현·마·술이 번다 - 투자포인트 1	9
4. LTSA 사이클, 큰 거 온다 - 투자포인트 2	14
5. 친환경솔루션도 심상치 않다 - Plus α	18
6. 매출 추정	19
7. Valuation	23
8. Appendix	27

1. 조선업에 불어온 새로운 바람 - 산업분석

1.1. 선박에서 데이터센터를 움직이는 동력원으로

AI DC 항 공급계약
발표한 현대중공업

AI DC의 전력 병목 수해가 국내 조선업계까지 내려오고 있다. 전통적인 수주 사이클 산업인 조선업이 AI 공급원으로서 멀티플리 리레이팅되는 구간에 직면한 중요한 순간이다. 26년 4월 22일 HD현대중공업은 계약 공시를 통해 미국 AI DC 인프라 기업 Aperion Energy Holdings와 계약금액 6,271억원 규모의 선박엔진 공급계약을 체결했다. 이는 AI DC 발전원이 강력한 쇼티지 상황임을 증명하는 계약이다. AI DC라는 새로운 시장이 한국 조선업계에 열리는 신호탄이 발포되었다.

엔진의 형태:
2행정 / 4행정
든든국밥 2행정

국내 선박용 엔진 기업 중 AI DC항 밸류체인 내에 속한 기업을 파악하기 위해서는 엔진의 형태부터 파악해야 한다. 엔진은 크게 2행정과 4행정 엔진으로 구분할 수 있다. 먼저 2행정 엔진은 수만 ~ 수십만 마력의 강한 출력과 높은 지속성을 보이며, 피스톤이 2회 움직이면서 1번의 폭발(압축/흡입 → 폭발/배기)을 일으키는 구조다. 2행정 엔진은 출력이 일정하게 유지되는 반면, 최초 가동까지 1~2시간이 소요되고 유지보수 기간이 길며 현장 조립만 가능하다는 특성이 있다.

자유자재 4행정

4행정 엔진은 중대형 기준 수천 ~ 3만 마력의 출력을 보여 약한 출력을 보이지만, 운행의 시작과 중단의 자유도가 높다. 피스톤이 4번 움직이면서 1번의 폭발(흡입 → 압축 → 폭발 → 배기)이 발생하며, 엔진을 가동하는데 1시간 이상 소요되는 2행정과 다르게 4행정은 수십초 내에 빠르게 최고 출력에 도달할 수 있다. 또한 모듈 단위로 설치가 가능해 현장 설치와 유지보수에도 용이하다는 특성을 지닌다.

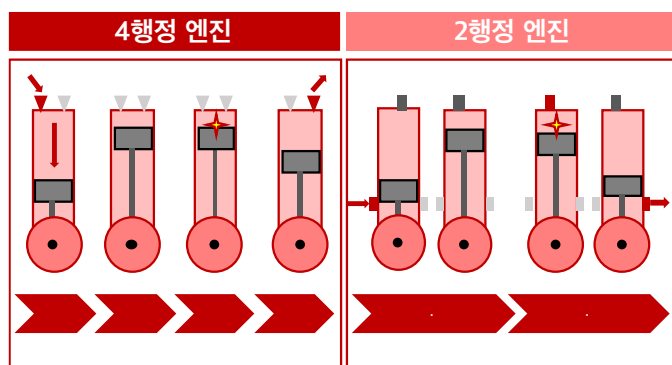
AI DC는 4행정이
딱이야

이러한 특성을 고려했을 때 AI DC항 발전원으로 더 적합한 엔진은 4행정 엔진이다. AI DC는 학습 실행 시점과 트래픽 피크에 따라 전력 수요가 분 단위로 급격하게 변동하기 때문에, 30초 내 풀파워에 도달할 수 있는 4행정 엔진이 적합하다. 설치 측면에서도 현장 조립이 필요한 2행정보다 모듈러 형식으로 빠르게 설치 가능한 4행정이 우수하며, LNG·디젤 등 연료 다변화와 부품 단위 교체가 가능한 점도 4행정 엔진이 2행정 엔진보다 AI DC 활용에 더 적합하다.

누가 4행정 소리를
내었는가

따라서 국내 선박 엔진 플레이어 중 4행정 엔진 밸류체인에 속한 기업들을 중점적으로 살펴봐야 한다. 국내 최초로 AI DC항 선박엔진을 공급한 HD현대중공업은 자체 4행정 라이선스를 보유한 국내 유일의 플레이어로, 라이선스 미보유 기업 대비 마진율이 우수할 것이다. 한화엔진은 전통적인 2행정 플레이어였으나, 1Q26 IR에서 4행정 중속 엔진 전용 공장 신설을 통해 연간 180대 규모의 생산 능력을 갖출 것으로 예고했으며, STX엔진 또한 4행정 엔진 제작 플레이어다. AI DC항 선박엔진을 이해하기 위해서는 해당 기업의 밸류체인에 속한 기업들에 주목할 필요가 있다.

도표 1-1. 4행정, 2행정 엔진 구동 원리



출처: SMIC 3팀

도표 1-2. 4행정, 2행정 엔진 특징

구분	4행정 엔진	2행정 엔진
출력	수천 ~ 3만 마력 (중대형 기준)	수만 ~ 수십만 마력
주 용도	선박 보조 발전기 / 육상 발전소	상선 메인엔진 (추진 엔진)
한국 제작	HD현대중공업 (HiMSEN엔진), STX엔진	HD현대중공업, 한화엔진, HD현대마린엔진
부하 변동 대응	초 ~ 분 단위 (빠름)	시간 단위 (느림)
가동 방식	순차적 가동 가능 (정비 사이클 다름)	수개월 무중단 가능
유지보수 방식	현장에서 부품 교체 가능	선박을 도크에 넣고 수리
모듈 설치	가능 (컨테이너 단위)	불가능 (현장 조립)

출처: Wärtsilä, ResearchGate, SMIC 3팀

1.2. 조선업 슈퍼 사이클 수혜를 보기 시작하는 AM 서비스

도표 1-3. 선박의 생애주기 + 한국 조선업 슈퍼 사이클



출처: DART, HD현대중공업, HD현대미포, HD현대삼호, 동사 IR, SMIC 3팀

선박 생애주기 +
조선업 슈퍼사이클
→ 이제는 AM 서비스

선박의 생애주기와 조선업 사이클을 분석해보면, 향후 AM(After Market) 서비스 사업의 매출이 본격적으로 성장하게 될 것이라는 사실을 확인할 수 있다. 먼저 선박의 생애주기는 크게 수주 → 건조 → 운영 → 정비로 구분할 수 있다. 선주 혹은 브로커가 조선소에 선박 건조를 요청하면, 조선소가 도크 가용성을 확인하여 건조 기간을 정한 후 계약을 체결하고, 가용 일정에 따라 선박의 건조를 시작한다. 건조 과정에서 현금 수령은 계약 체결, 스틸 커팅, 용골 거치, 진수, 인도 등 주요 이벤트마다 계약 금액의 일정 비율만큼 이루어진다.

보통 30년 운항 후
유지보수 정비

이렇게 건조된 선박은 약 30년의 수명 동안 전 세계를 운항하며, 일정 주기마다 유지보수 정비를 실시한다. 선박의 정비는 두 가지로 구분되는데, IMO 및 선박안전법의 규제에 따라 5년 내외 주기로 의무 시행하는 정기 정비와, 고장 발생 또는 정비 필요 시 수시로 시행하는 비정기 정비가 있다. 정기 정비는 드라이도크 입구를 수반하는 대규모 작업으로, 선박의 운항 자격을 유지하기 위해 필수적이다.

정비 주체: 정식 AM /
독립 수리 / 블랙마켓

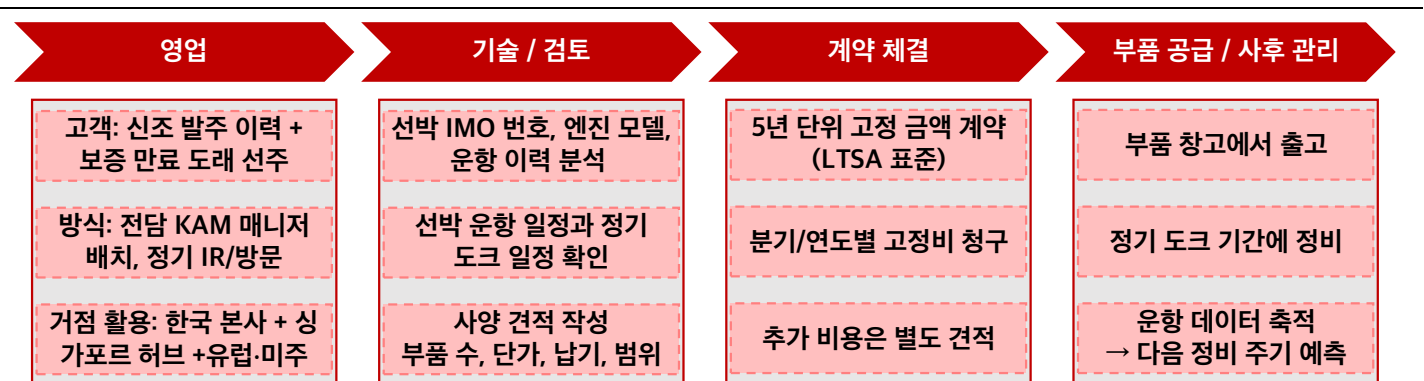
정비 주체는 크게 세 가지로 나뉜다. 가장 높은 신뢰도를 보유한 주체는 정식 AM(After-Market) 기업으로, 건조 시 사용된 부품의 공식 공급사 성격을 지니지만 상대적으로 높은 비용이 단점이다. 독립 수리 조선소는 비용 경쟁력을 갖추고 있으나 모든 부품을 정품으로 적시에 조달하기에는 한계가 존재한다. 비용에 대한 압박이나 신속한 정비가 필요한 선주의 경우 비공식 블랙마켓을 활용하기도 하나, 선박 정상 운항의 신뢰성을 담보할 수 없다는 치명적인 리스크가 수반된다.

선박의 생애주기

이러한 선박 생애주기와 국내 조선업 사이클을 이해하면, 현 시점에서 AM사에 주목해야 하는 당위성을 확인할 수 있다. 통상 선박 수주 후 1~3년의 건조 기간을 거쳐 인도가 이루어지며, 인도 후 1년간은 조선사의 무상 보증 서비스가 제공된다. 동 기간 내 선주는 AM사와 정기 유지보수 계약을 체결하고, 무상 보증 만료 시점부터 본격적인 정기 정비가 개시된다. 정기 정비 계약은 평균 5년 단위로 체결되며, 매출 인식은 중간 연차인 2~3년차 및 계약 만료 시점인 5년차에 집중되는 구조다.

이제 사이클이 도래한 AM 서비스 기업	그렇다면 21년부터 호황 사이클에 진입했던 한국 조선업에 선박의 생애주기를 대입해보자. 편의를 위해 HD현대중공업, HD현대삼호, HD현대미포조선의 수치를 예시로 제시하겠다. HD현대 조선 3사의 수주잔고 합계는 20년 21.3조에서 25년 81.5조로 연평균 30% 이상 급증했다. 그리고 2년이 지난 23년에 조선 3사의 매출액이 YoY +20% 상승하였고, 이후에도 연평균 17% 정도 상승폭이 증가했다. 그 후 1년이 지난 24년부터 AM서비스 전문 기업인 동사의 수주잔고가 YoY + 112% 증가했고, 25년부터 동사의 매출 역시 YoY +120% 상승했다. 다시 말해 조선업 슈퍼사이클의 수혜를 AM서비스 기업이 보기 시작한 건 25년부터이고, 앞으로 선박 AM 기업의 폭발적인 실적 성장은 예정되어 있다.
기업 좋고 선주 좋은 AM 솔루션	AM 솔루션은 선주 입장에서도 경제적으로 합리적인 구조다. IMO 규제 및 선박안전법 등의 법적 의무 외에도, 선박 운항 중단 시 하루 수만~수십만 달러에 달하는 기회비용이 발생하는 구조상 정비 시간의 최소화는 선주의 최우선 과제일 수밖에 없다. 이러한 관점에서 단 한 번의 정비로 운항 안정성을 보장받을 수 있는 정품 부품 전문 AM 기업, 즉 OEM 기반 서비스 제공사의 가격 프리미엄은 충분히 정당화된다. 최근에는 선주들이 AM 기업과 LTSA(장기 유지보수 계약)를 체결하여 수리기간이 도래하기 이전에 부품 교체·정비·수리에 소요되는 시간을 최소화하는 전략이 표준으로 자리잡는 추세다.
AM 프로세스: 영업 → 검토/협상/계약체결 → 공급/정비/사후관리	AM 서비스 계약 체결 프로세스는 크게 영업 → 검토/협상/계약 체결 → 부품 공급/정비/사후관리의 단계로 구분된다. AM 기업은 신조 발주 이력이 있는 선박 및 기존 AM 계약 만료가 도래하는 선박을 주요 영업 대상으로 삼으며, 담당 매니저를 통해 선주를 정기적으로 방문하거나 접촉하는 방식으로 영업을 수행한다. 선박이 전 세계를 운항하는 특성상, 한국 본사를 중심으로 부산 사업소, 싱가포르 허브, 유럽 법인, 미주 법인 등 글로벌 거점 네트워크를 통해 영업을 병행 진행된다.
검토/계약 협상 과정	영업을 통해 고객을 확보하면 선박의 IMO 번호, 엔진 모델, 운항 이력 등을 분석하여 선박 제원을 파악하고, 운항 일정 및 정기 도크 일정을 검토해 수주 가능성을 확인한다. 이후 부품 수량, 단가, 납기, 서비스 범위를 포함한 사양 견적을 작성하여 고객과의 협상에 돌입하며, 계약 금액 및 정기 도크 여부가 협상의 핵심 변수로 작용한다. 협상 타결 시 계약이 체결되는 구조다.
부품별로 유지보수	계약 체결 후에는 계약 조건에 따라 부품 공급 및 유지보수가 개시된다. 선박의 부품별 유지보수 주기 및 실적 기여도는 상이하며, 예정된 정기 도크에서는 2~3주에 걸쳐 집중 정비를 수행하고, 정비 완료 후에는 운항 데이터 및 엔진 가동 시간을 추적하여 부품별 마모 패턴을 분석하고 차기 정비 주기를 예측한다. 이후 계약 만료 시점에 맞춰 재계약 협상을 준비하는 순환 구조로 AM 사업이 운영된다. DC형 엔진의 유지보수 역시 이와 유사한 과정을 거칠 것으로 기대된다. 다만 DC형 엔진의 가동중단이 선박엔진에 비해 기회비용이 크기 때문에, 고객은 OEM 직영 AM사에게 유지보수를 맡길 가능성이 크다. 따라서 AM사 락인 효과가 커지므로 DC형 엔진은 선박엔진보다 높은 마진율이 기대된다.

도표 1-4. AM 서비스 진행과정



출처: 동사 홈페이지, SMIC 3팀

2. 술아 술아 푸르른 현·마·술아 - 기업분석

2.1. HD현대 그룹 조선사가 떠먹여주는 동사

HD현대그룹의 전문
AM사로 시작한 동사

동사는 HD현대중공업(25년 합병된 HD현대미포 포함) 및 HD현대삼호에서 건조한 선박의 AM 서비스를 전담하는 기업으로, 17년 친환경 선박 개조 사업 진출 및 유럽·미주·싱가포르 법인 설립, 18년 HD현대해스로부터 벙커링 사업부 인수 등을 거쳐 24년 5월 유가증권시장에 상장되었다. 동사 설립의 근본적인 배경은 HD현대그룹이 50년간 인도한 누적 선박을 기반으로 선박 생애주기 30년에 걸친 현금흐름을 그룹 내부에서 끝까지 회수하기 위한 전략적 판단에 있다.

HD현대그룹 선박의
독점 AM 권한 부여

동사가 단순한 선박 정비사가 아닌 이유는 HD현대그룹이 인도한 선박 및 엔진에 대한 사실상 독점적 AM 권한을 보유한다는 점에 있다. 동사는 힘센 엔진 누적 출고량 15,000대의 AM 매출 100%를 담당하는 동시에, MAN-WinGD 라이선스 기반 2행정 엔진의 약 80%에 대해서도 AM 서비스를 제공한다. 이들은 엔진의 유지보수를 위해 선박의 입항 시기를 활용하거나, 별도로 도크를 대여하기도 한다.

매출 비중 (벙커링은
별로 안 중요해요)

동사의 매출은 25년말 기준 AM솔루션(매출액 42.2%), 벙커링(39.5%), 친환경 솔루션(8.7%), 디지털 솔루션(4.6%)으로 구성된다. AM솔루션은 선박 및 육상 엔진을 유지보수하는 핵심 사업부로, 주로 향후 AI DC항 수주 확대에 따른 육상 엔진 매출 성장이 기대된다. 벙커링은 매출 비중은 높으나 OPM 0.1% 이내로 영업이익 기여도는 제한적이며, 친환경 솔루션은 IMO 규제 대응 및 선박 개조 수요를 담당하고, 디지털 솔루션은 선박 운항 데이터 트래킹 및 디지털 제어 시스템을 제공하는 사업부다.

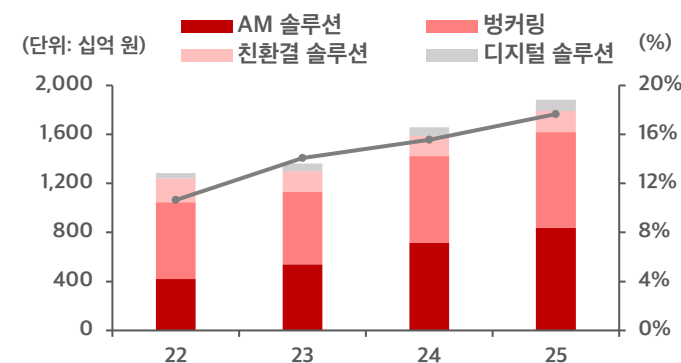
훌륭한 재무구조

동사는 실적이 성장하는 국면임에도 불구하고 부채 및 Capex 부담이 적은 우수한 재무구조를 보유한 기업이다. 1Q26 기준 동사의 부채비율은 65.1%로 안정적인 100% 미만 수준을 유지하고 있으며, 이마저도 싱가포르 허브 확장에 따른 Capex 집행으로 인해 24년 말 50% 이하에서 소폭 상승한 수치라는 점은 동사 재무구조의 본질적 안정성을 방증한다. 또한 순차입금이 -6,071억원으로 6,000억원 이상의 순현금을 보유하고 있어, 동사의 현금 창출 능력이 매우 우수한 수준임을 확인할 수 있다.

배당성향 확대까지

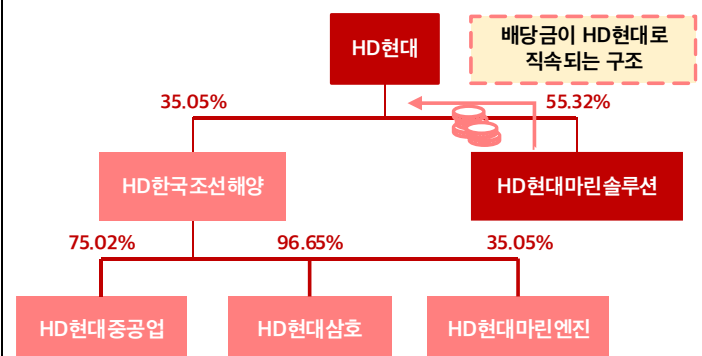
이러한 현금 창출력을 바탕으로 동사는 배당성향을 적극적으로 확대하고 있다. 동사는 24년 5월 IPO 당시 향후 3년간 배당성향 50~70% 유지를 공약한 바 있으며, 실제로 24년 49%에서 25년 69%까지 상승하며 공약을 이행하고 있다. 26년부터는 분기배당을 도입하고 DPS 최소 3,600원을 보장하는 등 주주환원 정책을 한층 강화했다. 지배구조 측면에서도 동사는 HD현대 지주사의 자회사로, 배당 인상 시 지주사로 직접 배당이 귀속되므로 높은 배당성향이 지속될 가능성이 높다. AI DC 向 엔진 AM 서비스 및 LTSA 계약 확대에 따른 증익이 전망되는 현 시점에서, 동사는 성장성과 주주환원이 동시에 부각되는 핵심 투자 대상으로 주목할 필요가 있다.

도표 2-1. 사업부별 매출액 및 OPM



출처: DART, SMIC 3팀

도표 2-2. HD현대그룹 지배구조



출처: 기업집단포털, SMIC 3팀

2.2. 주가분석

동사의 주가는 실적 기대감을 동력으로 우상향하는 과정에서도 KKR의 오버행 물량이 출현할 때마다 하방 압력에 노출되어 왔다. 그러나 26년 4월 기준 KKR 잔여 지분이 2% 이하로 하락하며 오버행 이슈가 사실상 해소되었고, HD현대중공업의 AI DC향 엔진 공급계약 수주를 계기로 동사 AI DC 실적 인식 기대감도 형성되기 시작했다. 선박 AM 솔루션 전문 기업으로서의 본업 모멘텀에 AI DC 내러티브까지 가세한 동사의 주가는 이제 새로운 국면에 진입하였다.

도표 2-3. 주가분석



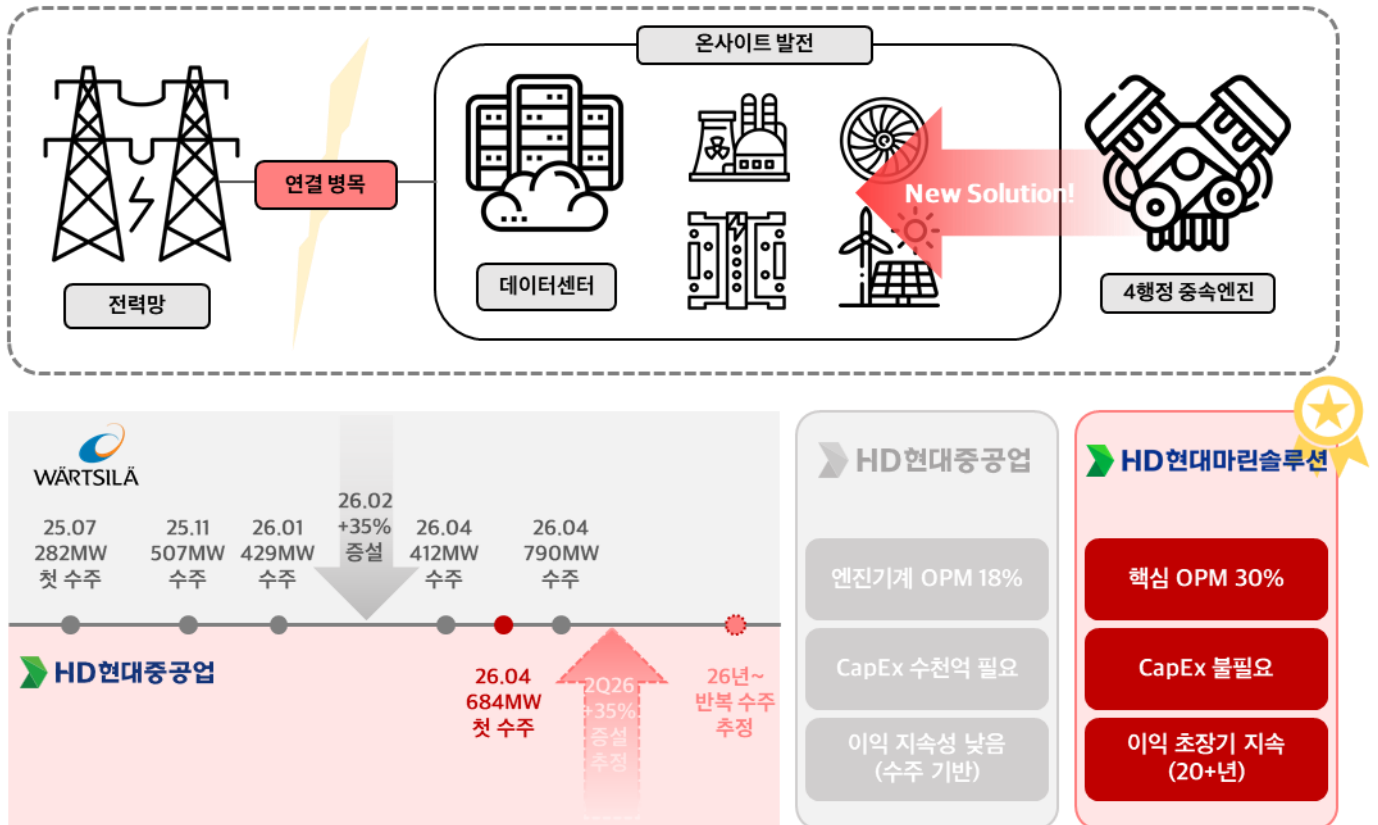
출처: KRX, DART, SMIC 3팀

Phase ①: 락업 해제	동사는 24년 5월 유가증권시장에 상장하였으나, 해외 기관투자자에 배정된 195.8만 주 중 195.7만 주가 미확약 물량으로 구성되어 상장 직후 락업 의무가 없던 투자자들의 매도 물량이 출현되며 주가는 10월까지 하락세를 지속하였다. 이후 3Q24 실적 호조 및 트럼프 대통령 당선에 따른 조선업 기대감이 맞물리며 주가가 반등하였으나, 25년 1월 비상계엄 사태로 인한 지수 급락과 KKR의 보유지분 200만 주(4.49%) 블록딜 매각이 겹치며 전고점 대비 약 40% 하락하였다.
Phase ②: 실적 + 트럼프 대통령 당선	
Phase ③: KKR오버행 해소 + MSCI 편입	25년 5월 KKR의 지분 매각(426만 주, 9.5%)으로 오버행 상당 부분이 해소되었다는 시장의 인식과 AM솔루션 실적 성장을 바탕으로 2Q25-3Q25 실적이 컨센서스를 상회하며 주가는 25년 10월까지 우상향했다. 또한 MSCI 지수 편입 기대감이 추가적인 주가 상승 동력으로 작용했으나, 25년 11월 편입 이후에는 재료 소멸에 따른 차익 실현 매물이 출현되며 주가가 하락하였다. 여기에 26년 1월 KKR의 추가 블록딜(224만 주, 5%)이 맞물리며 주가는 재차 하방 압력을 받았다.
Phase ④: KKR오버행 완전 해소 + AI DC	본격적인 AM 서비스 매출 인식 구간인 26년을 앞두고 뚜렷한 모멘텀이 부재하던 동사에 AI DC라는 신규 촉매가 등장했다. 26년 4월 21일 HD현대중공업이 미국 Aperion Energy와 AI DC향 엔진 공급 계약(6,271억원)을 체결했으며, 공시 직후 동사 주가는 17% 급등했다. HD현대그룹 IR의 반복적 수주 가능성 언급과 함께 동사 컨퍼런스콜에서 KKR 지분율이 2% 이하로 하락한 것이 확인되며, 그간 주가의 구조적 하방 요인으로 작용하던 오버행 이슈도 사실상 해소 국면에 돌입했다. 주가 상단을 억눌러온 KKR 오버행이 소멸된 가운데, AI DC향 실적 인식 기대감과 중장기 이익 성장 모멘텀만이 동사의 주가 방향성을 견인하는 국면에 진입했다고 판단된다.

3. 재주는 현·중이 부리고 돈은 현·마·솔이 번다 - 투자포인트 1

“좋은 하지만 재미없는 기업”이었던 동사에게 도파민 터지는 이벤트가 발생했다. 동사에게 아버지와 같은 존재인 HD현대중공업의 데이터센터 발전용 HiMSEN 엔진 수주는 결코 단기적인 이벤트가 아니다. 4행정 중속엔진은 새로운 시대의 발전 솔루션으로 자리잡을 것이며, 현대중공업은 증설을 통해 수요에 대응한다. 아버지는 아들을 위해 투자하고, 아들은 손 안 대고 코만 풀면 된다. 데이터센터가 물어버린 선박용 엔진 시장의 최대 수혜는 틀림없이 동사가 본다.

도표 3-1. 4행정 중속엔진 데이터센터 진입, 동사의 수혜



출처: 동사, HD현대중공업, Wärtsilä, SMIC 3팀

3.1. HiMSEN 엔진, 미국 데이터센터로

HiMSEN엔진
데이터센터향 수주

4월 21일, HD현대중공업이 미국 Aperion Energy Group에 데이터센터 전력 공급용 HiMSEN을 공급하는 계약이 체결되었다는 사실이 공시되었다. 총 계약 금액은 6271억 원, 용량은 684MW로 역대 HD현대중공업이 체결한 육상 발전용 엔진 공급 계약 중 최대 규모이다. 20MW급 HiMSEN 약 34대를 생산하여 공급하는 계약으로, 데이터센터 전력 공급원으로 엔진이 많은 주목을 받으며 국내 엔진 제작사들의 주가가 급등하는 모습을 보였다.

힘센 엔진: 현대중공업
자체개발, 단독생산

HiMSEN(Hi-touch Marine & Stationary Engine, 이하 힘센 엔진)은 현대중공업에서 자체 개발한 4행정 중속엔진이다. 선박용 엔진은 크게 2행정과 4행정으로 나뉘는데, 2행정은 주로 선박 추진 용으로 사용되고, 4행정은 주로 선박 및 육상 발전 용도로 사용된다. 자체 기술력이 없으면 라이선스를 받아 제작하게 되는데, 현대중공업은 자체 개발이고, 단독으로 생산하며, 4행정 중속엔진 세계 시장 점유율 1위라는 강점이 있다. 전력이 끊기거나, 망 접속이 제한적인 지역에서 육상 발전 용으로 공급한 이력도 있지만, 이렇게 큰 규모로, 데이터센터 발전 용도로 공급한 건은 최초다.

수주의 배경은
전력 공급 부족

미국 데이터센터향 힘센 엔진 수주의 배경은 AI 데이터센터 건설 수요 폭증으로 인한 전력 공급 쇼티지다. AI 컴퓨팅 수요의 막대한 증가로 신규 AI 데이터센터 프로젝트 수가 폭발적으로 늘었고, AI 서버의 전력 밀도 또한 20년부터 25년까지 11배 증가함에 따라 엄청난 양의 전력이 부족해졌다. 데이터센터의 글로벌 전력 소모는 30년까지 465TWh 증가할 전망으로, 25년 총 소모량인 485TWh에서 두 배 가량 증가할 것으로 예상되며, 추정치는 계속 상향되고 있다.

전력망 연결이 더 큰
병목, 장비도 병목

문제는 전력원의 부족만이 아니다. 데이터센터 개발사가 요구하는 전력 확보 속도와 전력망이 증설되는 속도 사이의 mismatch가 더 큰 병목이다. 하이퍼스케일 데이터센터 프로젝트는 수백 MW에서 GW급의 대규모 전력을 1~3년 내로 요구하는데, 이를 감당하기 위한 전력망의 공급 속도는 한참을 못 미친다. 발전원의 계통 접속에 5년 이상 대기해야 하고, 신규 송전망의 건설은 10년 이상 걸린다. 뿐만 아니라 변압기, 차단기와 같은 전력 장비도 병목이 심해지고 있다.

온사이트 천연가스
발전이 각광받는다

전력망 신설의 병목, 기존 망 접속 제한으로 인해 데이터센터 개발사들은 기존 망을 제한적으로 사용하거나 아예 사용하지 않고 자체적으로 전력을 조달하는 on-site, off-grid, co-location, behind-the-meter 발전 방식을 도입하고 있다. 부지 내에 빠르게 도입해 직접 전력을 공급받기 수월한 엔진과 같은 천연가스 발전원이 각광 받고 있는 이유다.

수요 >>> 공급:
길어지는 리드타임

데이터센터 개발사들은 가스터빈, SMR, 연료전지 등 많은 전력원을 발주하고 있지만, 공급에 비해 압도적으로 큰 수요로 인해 리드타임이 점점 길어지고 있다. 가스터빈의 리드타임은 인도까지 최소 3년 이상이고, 실제 가동까지는 더 지연된다. SMR은 대규모 공급이 30년대 중반 이후에야 가능할 전망으로, 현재 전력 공급원으로는 고려 대상이 아니다. 따라서 30년 이전에 하이퍼스케일급 전력을 확보해야 하는 프로젝트는 엔진 외에는 선택지가 많지 않다.

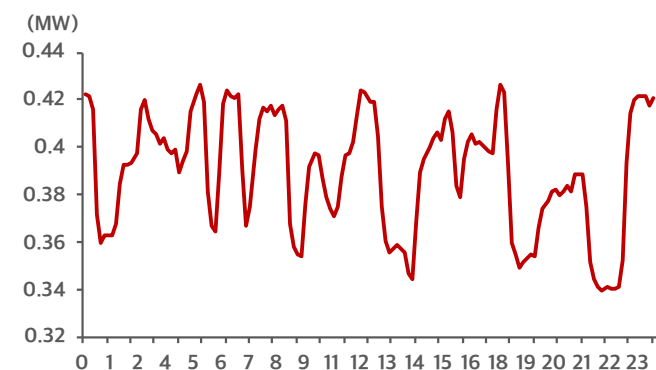
중속엔진의 장점:
짧은 리드타임

일각에서는 중속엔진을 그저 가스터빈 등 타 전력원의 긴 리드타임 때문에 어쩔 수 없이 30년 전까지만 쓰는 발전원이라고 인식하고 있다. 그러나 이는 사실이 아니다. 엔진은 리드타임이 1~3년 정도로 타 발전원 대비 짧은 편이고, 모듈 형태로 빠른 설치와 확장이 가능하다는 장점이 있어 빠른 온사이트 전력 생산을 위한 최적의 솔루션이다.

중속엔진의 장점: 부하
추종, 3-Step 솔루션

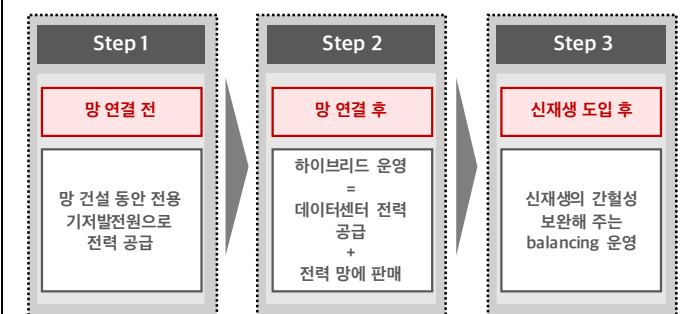
또한 AI 데이터센터는 시간대에 따라, 컴퓨팅 수요에 등락에 따라 발생하는 요구 전력 부하가 급변하는 특징을 가지고 있는데, 엔진은 기동 시간이 1~5분으로 15~30분이 소요되는 가스터빈 대비 매우 빨라 시시각각 급변하는 데이터센터의 부하를 추종하기 용이하다. 추가적으로 엔진은 ① 망 연결 전 온사이트 기저발전, ② 망 연결 후 하이브리드 운영, ③ 신재생 balancing의 3단계 솔루션을 제안해 장기적으로 유동적인 전력 공급 솔루션을 제공할 수 있다.

도표 3-2. AI 클러스터 24시간 전력 부하 변동



출처: Xu et al. (2026), SMIC 3팀

도표 3-3. 엔진 발전 3-Step 솔루션



출처: Wärtsilä, SMIC 3팀

중속엔진과 CCGT는
노는 물이 다르다

가스터빈과 비교해도 엔진은 많은 강점을 지닌다. 먼저, **중속엔진은 대형 복합화력 가스터빈(CCGT)과는 경쟁하는 구도가 아니다**. 대형 CCGT는 긴 리드타임을 가지고, 대규모 발전소를 지어야 하므로 EPC 기간만 수년이 소요되기 때문에 시간이 더 걸리더라도 수GW 규모 전력의 안정적 조달이 필요할 때 쓰인다. **중속엔진은 짧은 리드타임을 가지고, 모듈화하여 빠르게 건설하고 전력을 생산할 수 있다는 장점을 가져 1~3년 내로 수백MW 이상의 전력이 필요할 때 쓰인다**.

중속엔진의 높은
연료효율

엔진과 마찬가지로 빠른 설치로 신속한 전력 생산이 가능한 것은 소/중형 단순화력 가스터빈(SCGT)이다. 그러나 **중속엔진은 소/중형 SCGT 대비 연료효율이 유의미하게 높다**. 24시간 가동하는 데이터센터 발전에서는 단 몇%의 연료효율 차이도 운영비용의 큰 차이로 이어져 중속엔진이 큰 우위를 갖는다. 또한 엔진은 가스터빈 대비 물 사용량이 낮으며, 고온 환경에서의 성능 저하가 덜하기 때문에 **덥고, 수자원 접근이 제한적인 지역에서 강점이 크다**.

3.2. Case Study: Wärtsilä

HD현대중공업의
Direct Peer: Wärtsilä

Wärtsilä(이하 바르질라)는 선박 추진/발전용 엔진과 육상 발전용 4행정 중속엔진을 생산하는 기업으로, 25년 7월부터 데이터센터 발전 용도의 엔진 수주를 받기 시작해 누적 수주 2.4GW를 달성했다. 바르질라가 데이터센터용으로 공급하는 주력 엔진은 20MW급 W50SG 모델로, 현대중공업이 수주한 H54GV 모델과 발전용량, 효율 등 측면에서 상당히 유사하다. **데이터센터용 엔진 공급 선배 바르질라에 대한 Case Study를 통해 현대중공업의 추가 수주와 증설을 추정해 보자**.

(1) 힘센 엔진 추가 수주

바르질라가 만드는
엔진발전의 표준

바르질라의 W50SG, HiMSEN H54GV와 같은 20MW급 중속엔진을 자체적으로 개발하여 생산할 수 있는 기업은 Everllence까지 전 세계에 3개 기업 뿐이고, 실제 데이터센터용 수주를 받은건 바르질라와 현대중공업이다. **바르질라는 5건의 미국 데이터센터용 엔진 수주 중 4건이 W50SG 모델로, 20MW급 엔진을 여러 대 연결하여 데이터센터에 전력을 공급하는 것에 대한 강한 레퍼런스를 만들었다**. 데이터센터용 온사이트 발전에 대한 수요가 매우 강하고, 20MW급 엔진 수주 레퍼런스가 생긴 HD현대중공업은 추가 수주의 가능성이 매우 높다.

데이터센터용 수주의
규모는 점점 커질 것

바르질라의 수주 이력을 보면, 크게 두 가지가 눈에 띈다. 첫째, **수주가 반복될수록 점점 총 규모가 큰 프로젝트를 수주해 왔다는 점이다**. 첫 수주는 282MW 규모로 시작하였고, 이후 세 번의 수주는 400~500MW 규모, 가장 최근 수주는 790MW로 지금까지 최대 규모다. HD현대중공업은 첫 수주부터 684MW 규모로, 힘센 엔진의 성능에 대한 신뢰를 가늠할 수 있다. 좋은 첫 레퍼런스를 바탕으로 향후 GW급 프로젝트도 충분히 수주할 수 있을 것이다.

도표 3-4. 가스터빈 vs 중속엔진

	복합화력가스터빈	단순화력가스터빈	중속엔진
대당발전용량	100MW+	10-50MW	10-25MW
연료효율	~60%	39-44%	~50%
건설/설치	대규모 EPC	모듈화	모듈화
기동시간	~30분	5-10분	2-5분
물 사용량	많음	적음	거의 0
고온출력안정성	중간	낮음	높음

출처: Wärtsilä, SMIC 3팀

도표 3-5. 바르질라의 데이터센터용 엔진 수주 이력

발표	위치	규모	엔진, 대수	용도
25.07	미국 오하이오	282MW	W50SG 15대	온사이트 직접 공급 primary/baseload
25.11	미국	507MW	W50SG 27대	온사이트 직접 공급 primary/baseload
26.01	미국	429MW	W50SG 24대	유틸리티 소유 grid-side 발전소
26.04	미국 오하이오	412MW	W34SG 40대	off-grid primary power
26.04	미국 텍사스	790MW	W50SG 42대	off-grid primary power

출처: Wärtsilä, SMIC 3팀

Off-grid 수주가
대부분일 것

바르질라 수주에서 알 수 있는 두 번째 특징은 데이터센터 발전용으로 수주한 중속엔진은 주로 망에 연결된 발전소보다는 off-grid, on-site 발전용으로 사용된다는 점이다. 바르질라가 26년 1월에 수주한 유틸리티사 소유의 grid-connected 발전소향 수주를 제외하면 전부 off-grid 주전력원으로 사용될 예정이다. 이번 힘센 엔진 수주는 망이 연결된 발전소에 전력을 공급하는 용도지만, 향후 대부분의 수주는 off-grid 발전이 될 확률이 높다.

(2) 힘센 엔진 생산 라인 증설

지금 Capa로는 첫
수주 생산도 무리다

HD현대중공업 엔진기계사업부의 생산라인은 데이터센터향 수주를 받기 전부터 이미 쉴 새 없이 가동되고 있었다. 23년 평균가동률은 129.2%, 24년 148.4%, 25년에는 생산설비에 1218억을 투자해 생산능력을 증가시켰음에도 평균가동률 112.2%로 극한의 가동 상태이다. 엔진기계사업부의 25년 말 수주잔고만 해도 9조 5천억 원 이상으로, 25년 매출 기준 2.6년치 수주가 쌓여 있다. 즉, 증설 없이는 현재 Aperion Energy향 힘센 엔진 수주도 감당할 수 없는 상태인 것이다.

HD 육상발전 협의체:
엔진 생산능력이 병목

HD현대 그룹의 HD현대중공업, HD현대일렉트릭, HD건설기계 세 기업은 '육상발전 협의체'를 구성하여 가동 중이다. 엔진 단품 납품이 아니라 데이터센터향 엔진 발전 시스템 전체를 공급하는 것이 큰 그림이다. 이번 수주도 HD현대중공업이 엔진, HD현대일렉트릭이 발전기를 공급하는 계약이고, 병목이 되는 지점이 엔진 생산능력이기 때문에 증설 계획이 있다고 언급하였다. 증설 없이는 협의체 구성을 통한 영업도 무의미하기 때문에 규모 있는 증설이 필요하다. 바르질라의 증설 발표를 레퍼런스 삼아 HD현대중공업의 엔진 증설 규모를 추정해 볼 수 있다.

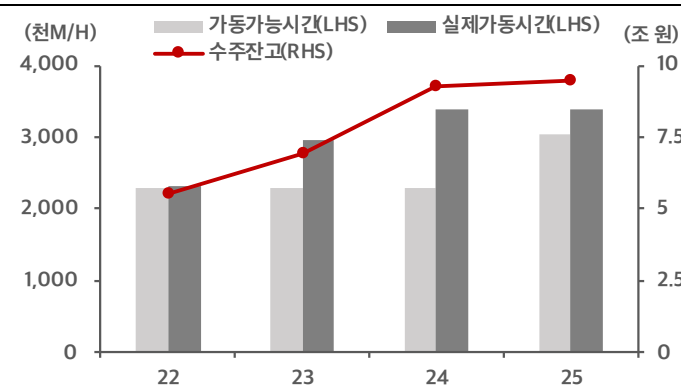
바르질라는 가동률
75%에서 증설 발표

바르질라는 26년 2월, 1400만 유로를 투입해 엔진 생산 캐파를 35% 증설할 것임을 발표하였다. 증설의 배경은 매우 강한 데이터센터 발전용 엔진에 대한 수요로, 생산 슬롯이 다 차기 전에 선제적으로 증설을 진행할 정도로 수요가 강하다는 점을 알 수 있다. 증설이 완료되는 시점인 28년부터 상업 생산이 가능할 예정으로, 타 전력원 대비 빠른 납기를 유지할 것으로 기대된다. HD현대중공업 또한 유사한 규모의 증설을 이번 분기 내 발표할 것으로 추정한다.

HD현대중공업도 최소
35%는 증설할 것

현재 중속엔진 생산능력 400만 HP를 기준으로 35% 규모의 증설을 진행하면 추가되는 생산능력은 140만 HP(1043MW)이다. 증설 완료까지의 기간은 2년 정도로 추정하며, 증설이 완료되면 28년 하반기부터 매년 20MW급 H54GV 엔진 52대 이상을 추가로 생산할 수 있게 된다. 바르질라의 25년 엔진 생산 가동률이 75%이었기 때문에 35% 증설은 생산용량을 1.8배 증가시킨 것과 같다. 이를 감안했을 때 현대중공업의 35% 증설 추정은 충분히 보수적인 수치이며, 향후 매우 강력한 수요가 유지됨이 확인된다면 추가적인 증설에 대한 시나리오도 가능성이 높다.

도표 3-6. HD현대중공업 엔진기계 가동/수주잔고 추이



출처: HD현대중공업, SMIC 3팀

도표 3-7. HD현대 그룹 '육상발전 협의체'



출처: HD현대일렉트릭, 언론 종합, SMIC 3팀

3.3. 현대중공업아 고마워

동사는 데이터센터용
힘센 엔진 AM도 독점

동사는 HD현대중공업이 계약한 미국 데이터센터용 육상 발전 힘센 엔진에 대해 100% 독점 사업자로서 AM 서비스를 제공할 예정이다. 바르질라와 같은 Lisensor들은 라이선스 계약을 맺을 때 Licensee들이 속한 지역에 대해 서비스 권한이 주어지기도 하는데, 동사는 모든 글로벌 힘센 엔진에 대해 독점적인 AM 서비스 권한을 갖는다. 즉, 향후 발생하는 데이터센터용 육상 발전 엔진의 AM 수익은 지역/프로젝트 종류에 관계없이 모두 동사에 귀속된다.

AM은 고마진 사업부,
기업 전체가 고마진?!

엔진을 생산하여 판매하는 현대중공업보다 AM 서비스를 제공하는 동사의 수혜가 훨씬 크다. 동사 핵심 사업부의 OPM은 30% 수준으로 현대중공업 엔진기계사업부의 역대 최고 OPM 18%를 압도적으로 상회한다. Boeing과 같은 항공기 제조 업체들도 MRO 사업의 마진이 OEM 사업의 마진보다 우월한데, AM 서비스만을 전문으로 영위하는 동사의 이익 수준은 압도적이다.

한 대만 팔아도 AM은
20+년을 먹는다

동사는 현대중공업에 비해 마진만 더 높은 것이 아니라 이익의 지속성도 훨씬 길다. 현대중공업은 엔진을 계속 지금과 같은 강도로 팔아야만 이익이 지속되고, 계속 더 높은 가격을 받아야 이익이 성장한다. 그러나 동사는 엔진이 팔리기만 하면 최소 20년 이상 꾸준히 더 마진 높은 매출이 발생하고, 엔진의 가격과 상관 없이 같은 수준의 이익을 누릴 수 있을 뿐더러, 애프터마켓 서비스 계약이 누적되면서 매출과 이익의 성장도 지속된다. 동사가 힘센엔진 수주계약으로부터 얻는 AM 생애주기 영업이익 NPV가 약 1,080억이고, 엔진을 직접 생산하는 현대중공업의 생애주기 영업이익의 NPV는 약 880억으로 동사가 수취하는 이익의 규모가 더 크다.

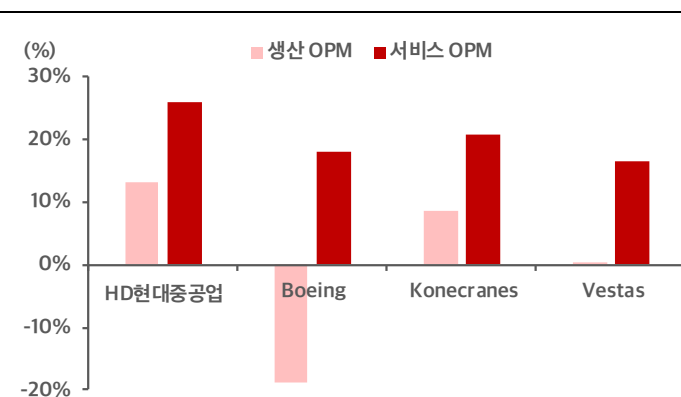
CapEx는 현대중공업,
고마진 이익은 동사가

현대중공업은 이익 성장을 위해 생산능력 증설이 필수적이고, 이를 위해 수천 억 규모의 CapEx 투자를 집행해야 한다. 반면 동사는 아무런 설비투자 없이 현대중공업의 CapEx로부터 기인하는 엔진 Q 상승에 대한 고마진 이익을 온전히 누리게 된다. 미국 데이터센터 발전용으로 공급된 힘센 엔진에 체결할 장기 AM 서비스 계약도 이미 존재하는 미국 법인을 통해 서비스할 것으로 예상된다. 텍사스 휴스턴에 있는 HD현대마린솔루션 Americas 법인은 육상 발전에 대한 MRO 장기계약을 이미 진행하고 있기 때문에 비용의 상승은 제한적일 것이다.

데이터센터는 더 많은
관리가 필요해 P 증가

데이터센터 발전용 엔진은 선박에 들어가는 엔진보다 가동시간이 더 길어 엔진 1대당 연간 AM 매출의 확대도 기대된다. 데이터센터는 24시간 전력 부하를 유지해야 하기 때문에 선박용 중속 엔진에 비해 평균 가동시간이 더 길어지고, 이는 더 잦은 정비로 이어진다. 더 나아가 데이터센터는 전력 공급의 신뢰성이 무엇보다 중요하기 때문에 꾸준한 디지털 모니터링과 예방 정비가 필수적이고, 이 또한 더 많은 고마진 AM 매출로 이어지게 된다.

도표 3-8. 생산 vs 서비스 OPM 비교



출처: HD현대중공업, 동사, Boeing, Konecranes, Vestas, SMIC 3팀

도표 3-9. 동사 vs 현대중공업 힘센 엔진 수주 수혜 비교

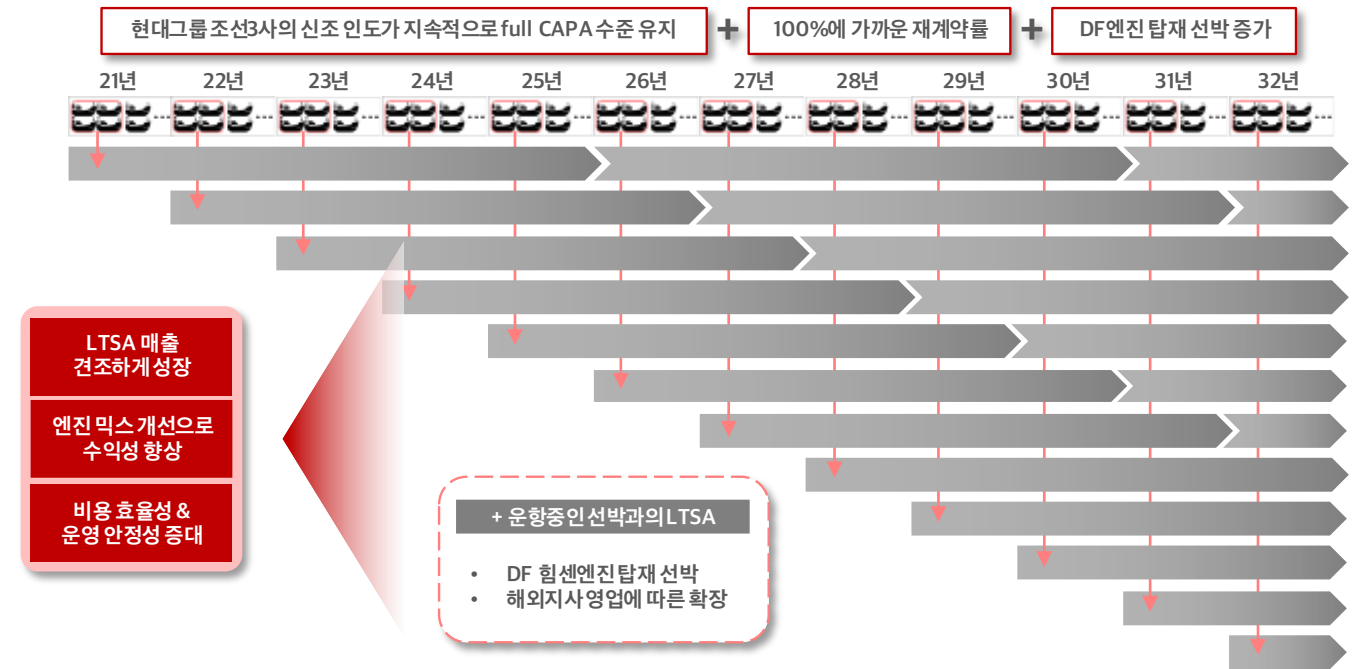
HD현대중공업 OEM · 엔진 제조		HD현대마린솔루션 AM · 28년 부품 정비
627,100 (3년간)	생애주기 총매출 (백만원)	895,642 (28년간)
18%	영업이익률 (%)	30%
112,878 (3년간)	생애주기 영업이익 (백만원)	268,692 (28년간)
87,849 (3년간)	생애주기 영업이익 NPV (백만원)	107,981 (28년간)

출처: HD현대중공업, 동사, SMIC 3팀

4. LTSA 사이클, 큰 거 온다 - 투자포인트 2

21년부터 시작한 LTSA 사업의 본격적인 매출 인식 시점이 도래하고 있다. 그러나 이는 앞으로의 LTSA 매출 급성장의 신호탄에 불과하다. 조선업 호황 지속, 구조적으로 높은 재계약률, DF선박의 증가라는 복합적 동력과 함께, 동사의 본업은 DC로의 확장을 견조하게 뒷받침할 것이다.

도표 4-1. 투자포인트 2 논리 도식화



출처: 동사, SMIC 3팀

4.1. LTSA 제대로 이해하기

Long Term
Service Agreement

LTSA는 강하고 안정적인 성장을 바탕으로 동사의 본업 실적을 견인할 것이다. 동사의 주 사업 부인 AM솔루션 중 선박향 매출은 크게 Spot 거래와 LTSA 거래로 구분된다. Spot 거래는 일회성 혹은 최대 1년의 건별 단기 거래로, 고장이나 보수 소요가 발생할 때마다 계약을 체결하는 방식이다. 반면 LTSA는 고객에게 장기간 선박 유지보수를 패키지로 제공하는 계약이다. 일반적으로 3~5년간 부품의 공급, 점검, 수리 등 선박 전반을 관리해주는 조건으로 계약을 체결한다.

LTSA가
Spot보다 좋다

LTSA는 선주의 입장에서 Spot보다 매력적인 계약 방식이다. 사후적 조치인 Spot과 달리 LTSA는 계약 기간 동안 선박의 사전적 관리가 가능하며, 이는 선주에게 재정적/운영적 안정성을 제공한다. 장기 운영 비용 예측이 가능해지고, 부품 납기가 보장되며, 체계적인 예방과 점검으로 고장을 방지한다. 최근 선박의 가치가 올라감에 따라 선박 가동 중지에 따른 기회비용이 증가하는 추세다. 이는 점검 소요 시간이 짧아 선박 가동 시간이 늘어나는 LTSA를 선택할 유인을 높인다.

주요 고객선 ①:
힘센 엔진 탑재 선박

동사는 확실한 잠재 고객층을 확보하고 있다. 동사가 AM솔루션을 주로 공급하는 선박은 두 가지 유형으로 압축된다. 우선 HD현대중공업의 힘센 엔진을 탑재하고 있는 선박이 주요 대상이다. 동사는 힘센 엔진의 라이선서로서 순정부품을 공급하는 유일한 기업이다. 힘센 엔진의 설계 도면, 부품 규격 데이터, 정비 매뉴얼 등의 원천 정보를 현대중공업으로부터 공식적으로 제공받는 기업은 동사뿐이다. 때문에 힘센 엔진 점검 서비스의 품질과 전문성은 AM솔루션 제공자들 중 동사가 가장 뛰어날 수밖에 없으며, 복잡도가 높은 힘센 엔진일수록 동사의 해자가 강화된다.

주요 고객선 ②:

현대그룹 건조 선박

다음으로 HD현대 계열 조선 3사가 건조한 선박이 주요 고객이다. 동사는 그룹 계열사로서 해당 선박의 설계 도면과 기자재 데이터베이스 전체에 접근 가능하다는 강점을 지닌다. 이러한 정보력 우위는 앞선 유형과 마찬가지로, 서비스 품질 측면에서 타 AM솔루션 제공자보다 동사를 먼저 고려하게 만든다. 현대 계열 선박은 원가, 납기, 기술 지원 등에서의 이점을 위해 수직계열화된 힘센 엔진을 탑재하는 경우가 많으며, 이 경우 동사 AM서비스를 선택할 유인이 중첩된다.

4.2. 거스를 수 없는 LTSA 우상향

LTSA의 진짜 성장은
지금부터

동사의 LTSA 매출은 매년 지속적으로 발생하는 계약이 누적되며 구조적으로 상승한다. 21년 LTSA 사업 개시 이래, 동사의 신규 LTSA는 지금까지 매년 빠르게 증가해왔다. 향후 수 년간 현대 계열 조선 3사의 선박이 매년 full-CAPA 수준으로 인도될 예정이기에, 신규 LTSA도 매년 견조하게 발생할 것이다. 동사 LTSA는 100%에 가까운 재계약률로 인해 매년 매출원이 누적되는 구조이며, 이는 동사의 실적을 시간이 흐름에 따라 계단식으로 끌어올리는 요인이다.

엔진 점검 주기에
딱 맞춘 계약

이 구조를 이해하려면 동사 LTSA의 타임라인에서 출발해야 한다. 신규 인도 선박과 LTSA를 체결하는 경우, 보증 기간을 거쳐 LTSA가 발효된다. 통상 선박의 주기엔 엔진 점검 주기는 5년, 보조기관 엔진은 2.5년이며, 이 주기와 일치하는 5년의 계약 기간이 일반적이다. 매출은 실제로 부품 및 서비스를 제공할 때 인식되며, 이로 인해 계약 발효로부터 2.5년 뒤, 5년 뒤에 큰 매출이 발생한다. 과거 추이를 확인했을 때 3년차에 총 매출의 27%, 5년차에 35%가 기록된다.

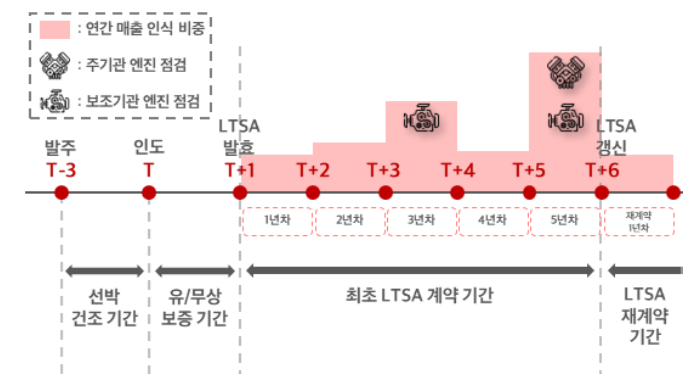
20년대 초 시작된
조선업 호황 사이클

현재 조선업의 업황을 고려했을 때 당분간 동사의 신규 계약이 줄어든 일은 없다. 현대그룹 조선사들의 수주잔고가 최소 28년까지는 꽉 차 있기 때문이다. 팬데믹에 따른 물동량 급증을 시작으로, LNG 공급량 확대와 러우 전쟁의 영향이 더해져 LNG선 발주가 대규모로 이어졌다. 여기에 IMO 환경 규제에 따른 노후 선박 교체 수요와, 미국의 중국산 선박 견제 등 여러 구조적 수요 드라이버들이 복합적으로 작용하여 20년대 중후반의 지속적인 full CAPA 선박 인도를 만들었다.

현대그룹 조선사들의
full CAPA 지속

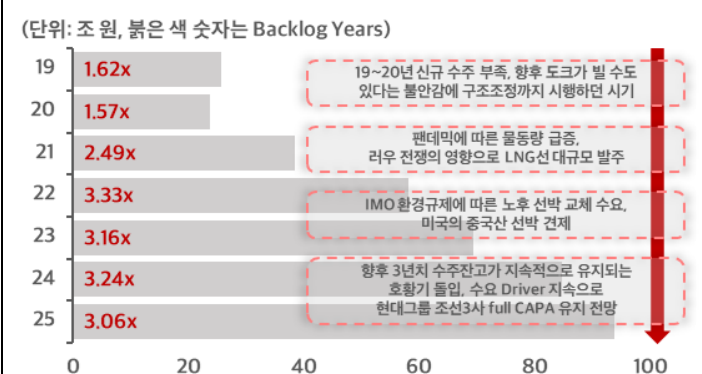
이러한 슈퍼사이클의 요인들이 향후에도 지속될 가능성이 높기에, 연간 신조 인도 선박 수는 계속해서 최고 수준을 유지할 것이다. Clarkson의 전망치에 따르면 24년부터 34년까지 매년 약 2천 척의 선박이 새로 발주될 예정이다. 글로벌 조선소의 생산 여력 중 한국의 점유율이 28% 수준이고, 현대그룹 조선 3사의 full CAPA가 150척 안팎임을 고려할 때, 선박에 대한 초과수요가 장기간 강하게 발생할 것으로 보인다. 실제로 30년 이후 가동 예정인 LNG 프로젝트들의 규모가 크고, 탈탄소 규제 요건 충족을 위한 선박 교체 수요도 아직 대량으로 남아있다. 현대그룹 조선사들은 발주를 가려 받으며 34년까지의 수주잔고를 문제없이 채울 것이다.

도표 4-2. LTSA 계약 타임라인 도식화



출처: SMIC 3팀

도표 4-3. HD현대그룹 조선3사 수주잔고/Backlog Years 추이



출처: Dart, SMIC 3팀

재계약으로 붙잡고
단가 인상까지

100%에 육박하는 동사의 LTSA 재계약률도 매출 성장의 동력이다. 일단 최초로 계약을 맺어 놓으면, 지속적인 반복 매출이 선박의 폐선이나 퇴역 때까지 이어진다. 동사는 2H25 만기가 도래한 17척 선박과의 LTSA 재계약에 모두 성공했다. 올해의 경우 계약 만료 예정 선박 60척의 100% 재계약을 목표로 하고 있다. 지금까지의 재계약률에서 알 수 있듯이, 전혀 불가능한 시나리오가 아니다. 실제로 LTSA는 선박의 장기 관리 계약을 5년마다 재협상하는 것에 가깝다. 또한 동일 선박의 재계약은 계약당 단가의 상승을 동반한다는 점에서도 유리하다. 선박은 운항할수록 노후화되어 점검 비용이 증가하기에, LTSA 갱신마다 총 계약 규모는 이전보다 커질 수밖에 없다.

고객사도, 전환비용도
결론은 재계약

높은 재계약률은 앞으로도 계속 이어질 것이다. 우선 상술한 주요 고객사의 특성이 이에 큰 영향을 끼친다. 엔진과 선박이 고도화되는 가운데, 힘센 엔진과 현대그룹 선박의 세부 데이터에 완전히 접근할 수 있다는 점은 동사의 서비스 품질이 경쟁사 대비 우월한 핵심 근거이다. 동사와 계약하던 선박이 서비스 수준이 더 낮은 타사로 전환할 유인은 거의 없다. 또한 타사로의 전환에는 상당한 전환 비용이 수반된다. 새로 계약할 타사는 동사가 LTSA 기간 동안 축적한 선박별 데이터를 처음부터 파악해야 하므로, 관리 품질 저하와 점검의 지연이 발생한다. 서비스 범위 협상, 기술 사양 조율, 법무 검토 등 신규 계약 체결에 소요되는 비용도 재계약 대비 훨씬 크다.

신조 선박 아니어도
LTSA Q 상승 가능

지금까지의 논의는 신규 인도되는 선박과의 LTSA에만 초점을 맞춘 것이다. 그러나 이에 더해, **이미 운항 중인 선박들도 LTSA 계약 수 증가에 기여하는 추가적인 요인이다.** 실제로 지난 24년 유럽 선사와 당시 동사 최대 규모인 6천만 달러 규모의 LTSA를 체결한 바 있다. 기존에 운항하던 38척 선단과의 계약으로, 신조 선박 외에도 매출원 발굴이 가능함을 보인 강력한 사례이다.

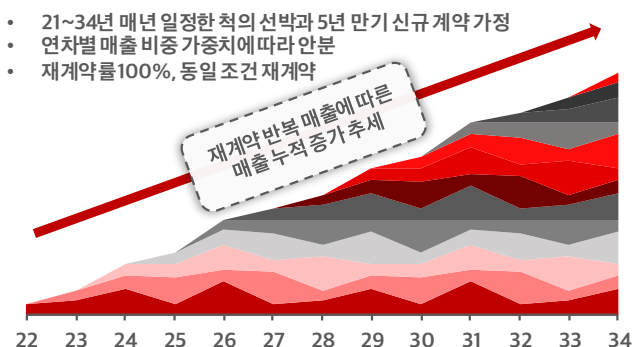
DF 힘센엔진 쓰면
동사한테 점검

운항 중인 선박과의 LTSA 체결 가능성이 높은 경우는 크게 두 가지이다. 우선 자세히 후술할 DF엔진을 사용하는 선박의 경우이다. **힘센 엔진 중 DF엔진은 그 복잡성 때문에 일반 힘센 엔진보다 동사에게 맡길 유인이 더 크다.** 1Q26 기준 누적 810척의 DF엔진 탑재 선박에게 동사의 AM 솔루션이 제공되었다. 매년 1000대의 힘센 엔진이 생산되고 그중 60%가 DF엔진이며, 한 척당 평균 3~4대의 DF엔진이 들어감을 고려하면 LTSA가 침투 가능한 잠재 시장은 아직 상당하다.

해외 영업점도
힘을 낼 예정

다음은 해외 지사 영업을 통해 신규 고객을 확보하는 경우이다. 동사는 이미 해외 지사/법인/물류허브 10곳을 보유 중이다. 동사가 LTSA의 확대를 중요한 성장 전략으로 여기고 있는 만큼, 해외 거점을 통한 영업 활동은 더욱 활발해질 예정이다. 또한 최근 노르웨이 오슬로 지사 설립을 결정했으며, 카타르에도 지사 설립을 검토 중이다. LNG선 중심의 가스선 선대가 집중되어 있는 북유럽과 중동 지역의 공략을 위해서다. 운항 동선 상에 동사 지사가 없어 계약을 맺을 유인이 부족했던 선박들도 신규 고객으로 확보할 수 있다는 점에서, Q 확장의 동인으로 작용할 것이다.

도표 4-4. 재계약에 따른 매출 누적 구조 도식화



출처: SMIC 3팀

도표 4-5. 동사 해외지사 및 법인 현황

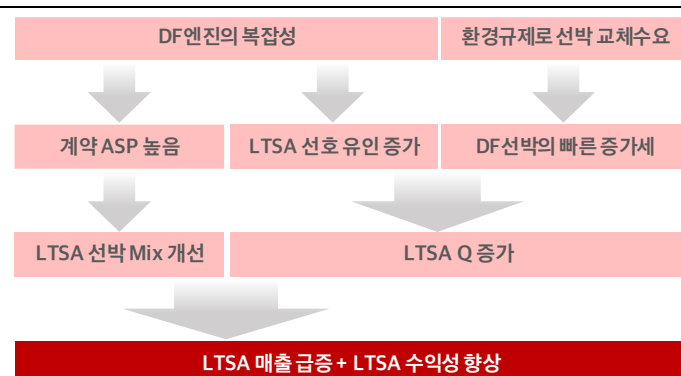


출처: 동사, SMIC 3팀

4.3. LTSA 매출 증가는 동사의 체질 개선

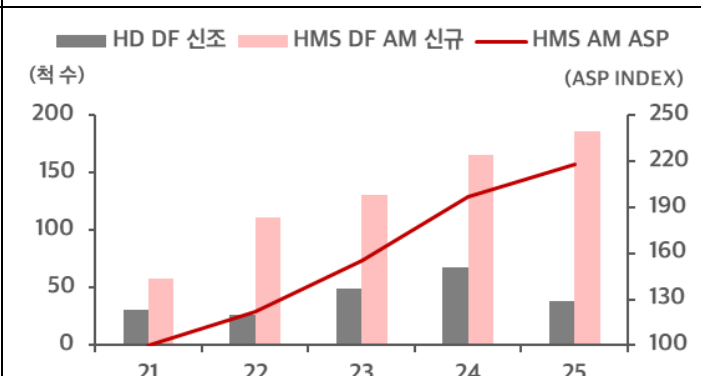
DF엔진 증가로 엔진 믹스 개선	동사 LTSA의 확장은 단순한 매출 증가를 넘어서, 동사 펀더멘털의 질적 개선을 유발한다. 가장 강력한 요인은 엔진 믹스 개선이 불러오는 계약당 ASP의 증대이다. 정비 단가가 높은 DF엔진 탑재 선박과의 계약이 빠르게 늘어나면서 수익성을 끌어올린다.
DF엔진이 더 비싸	DF(Dual-Fuel)엔진은 LNG 등 청정 연료와 디젤 등 기존 연료를 모두 사용할 수 있는 엔진이다. DF엔진 선박과의 계약 단가가 더 높은 이유는 복합적이다. 디젤엔진에서 쓰지 않는 고비용 부품들이 구조의 복잡성 때문에 추가로 필요하기때문에, DF엔진과 그 부품들의 ASP가 더 높다. 이는 정비에 필요한 부품의 개수와 가격을 높이고, 수리 난도 상승으로 용역 단가를 올린다.
DF엔진 쓰실 거면 LTSA 받으셔야 해요	DF엔진은 그 특성 때문에 LTSA를 통한 관리가 선호된다. 높은 부품/서비스 비용은 선사의 비용 예측의 필요성을 높이고, 고장에 따른 높은 기회비용은 예방 정비의 수요를 디젤엔진보다 크게 만든다. 까다로운 구동 시스템은 LTSA의 장기간 관리를 통한 운전 및 수리 데이터 축적의 가치도 상승시킨다. DF엔진 탑재 선박의 선주라면 LTSA를 선택하는 것이 합리적이다.
DF엔진은 앞으로 점점 늘어난다	DF엔진 탑재 선박의 증가세는 전체 선박보다 훨씬 빠르다. 친환경 선박 규제는 선박의 교체 수요를 촉진하며, 그 교체 대상이 바로 DF엔진 탑재 선박이다. 최근 건조되는 신조선 중 DF엔진 탑재 비율이 증가하고 있으며, 이 선박들이 누적되며 전체 선박 중 DF엔진 탑재 선박의 비중도 매년 늘어나는 구조다. 실제 동사가 이들에게 제공한 AM솔루션 계약도 급격하게 증가하고 있다.
LTSA가 늘어날수록 비용 효율성 상승	LTSA의 증가는 동사 입장에서 비용 효율성을 개선하고, 더 나아가 전사적 차원의 운영 안정성 제고로 이어진다. LTSA는 계약 선박의 정비 일정, 위치, 필요 부품을 미리 알 수 있기에, 부품 재고를 계획적으로 확보하고 물류 운송 동선을 최적화할 수 있다. 정비 엔지니어 역시 같은 이유로 효율적 배치가 가능해져 인당 생산성이 향상된다. 이는 규모의 경제를 실현하며, LTSA 계약이 많아질수록 단위비용 절감 효과가 더 커지는 선순환을 일으킨다. 영업, 협상 등 계약 체결 과정에서의 비용도 동일한 기간을 Spot으로 커버할 때보다 크게 감소한다.
LTSA가 성장할수록 다른 사업도 잘 된다	LTSA는 동사 운영 안정성에도 기여한다. 우선 미래의 예상 수익을 수주잔고 형태로 미리 알 수 있기에 매출의 가시성이 높아진다. 이는 현금흐름 예측 가능성의 증대로 이어져 동사의 미래 투자 계획 수립을 용이하게 한다. 동사는 새로운 유망 성장 사업부인 친환경솔루션 및 디지털솔루션에 대한 투자와, 추가적인 해외 지사나 물류 허브의 설립을 위한 투자를 지속할 것이다. LTSA의 누적에 따른 미래 예측력 증가는 이러한 장기 투자의 안정적인 집행에 큰 도움이 된다. LTSA 사업의 성장이 타 사업부의 성장을 견인하는 구조인 것이다.

도표 4-6. DF엔진이 LTSA에 기여하는 바 도식화



출처: SMIC 3팀

도표 4-7. 현대3사 신규 DF선, 동사 DF선박, AM솔루션 ASP 추이



출처: Clarkson, 동사 IR, SMIC 3팀

5. 친환경 솔루션도 심상치 않다 - Plus α

친환경솔루션은
LNG솔루션이 메인

동사의 친환경솔루션 사업부는 LNG 관련 선박/설비의 개조 사업이 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 해상 LNG 저장설비인 FSU, 해상 LNG 저장 및 재기화설비인 FSRU, 선박의 항해 중 발생하는 BOG(기화 가스)를 다시 액화시키는 재액화설비에 대한 개조가 주된 매출원이다. 회사 내부적으로도 LNG 부문의 확장성을 높이 평가하며 전담 인력을 확충하는 등 적극 대응하고 있다.

FSRU 개조,
미래가 밝다

특히 FSRU 개조 사업에서 지속적으로 유의미한 매출 발생이 기대된다. 천연가스 생산량의 지속적 증가와 공급망 재편 추세는 FSRU 수요의 급증을 불러왔다. FSRU를 새로 건조하는 데에 2~3년이 소요되는 반면 기존 선박을 개조하는 경우 1년만에 인도가 가능하기에, 결국 당장의 해상 LNG 터미널 확대 수요는 FSRU 개조에 집중되는 양상이다. 동사는 FSRU 건조 이력이 있는 계열사 보유라는 경쟁력을 바탕으로 지속적인 수주 계약을 체결할 것이며, 3Q25 \$51M 규모의 최초 수주와 증가하는 프로젝트 문의는 그 시작을 예고하고 있다.

Carbon솔루션도
환경 규제와 직결

탄소/온실가스 감축 관련 사업이 LNG의 뒤를 잇는다. 대표적으로는 단일 연료 엔진의 DF엔진 개조, 엔진을 일부 개조하여 연료 효율을 높이는 EPLO(엔진 부분 부하 최적화) 서비스, 정박 중 엔진 가동 중단을 위한 AMP(육상 전원 공급장치) 설치 등을 영위한다. 이 부문의 모든 사업은 선박을 대상으로 한 온실가스 감축 환경 규제에 대응하려는 수요에 기반한다. 따라서 규제 강도의 변화나 시행 일정이 동사의 Carbon솔루션 실적에 직접적인 영향을 미친다.

젠장, 또 DF엔진이야

DF엔진 개조 서비스 수요는 DF엔진 탑재 선박의 증가와 유사하게 친환경 규제의 흐름에 따라 발생한다. 신규 선박을 발주할 여력이 없는 등 다양한 이유로, 기존에 보유 중인 선박의 엔진만을 교체하여 규제 요건을 충족하려는 수요를 타겟으로 한다. 현재는 IMO 규제의 중기조치 시행 시점이 미확정이기에, 잠재 고객들이 시행 시점 결정 시까지 상황을 관망하며 고비용의 DF엔진 개조를 미루는 양상이다. 그러나 시기의 차이일 뿐 규제 시행 스케줄에 따라 관련 수요의 폭증은 예견되어 있기에, 해당 사업부는 장기적인 관점에서 유의미한 매출을 발생시킬 것이다.

FDC까지 진출하면
한 차원 더 성장

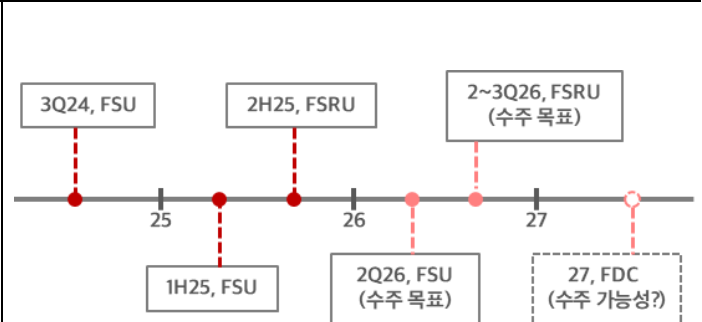
동사는 데이터센터를 물 위에 띄운 형태인 FDC 사업으로의 진출 가능성도 열어둔 상태이다. FDC는 부지 제약이 적고 해수 기반 냉각이 가능한 DC로 주목받고 있다. 동사는 FSU, FSRU 개조 경험을 기반으로 FDC 개조 사업에 진입할 수 있는 후보이며, 사측 역시 기술적 제약이 크지 않을 것으로 판단하고 있다. FSRU와 마찬가지로 인도까지의 리드타임이 더 빠른 개조 방식에 대한 수요가 더 클 것이며, 실제로 동사도 최근 FDC 개조 관련 문의를 받은 바 있다고 밝혔다. 관련 수주가 현실화된다면 AI 밸류체인 플레이어로 거듭나며 멀티플 리레이팅도 기대할 수 있다.

도표 5-1. 친환경솔루션 하위 사업 분류

LNG Solution (개조)	FSU	해상 LNG 저장 설비
	FSRU	해상 LNG 저장 및 재기화설비
	재액화설비	항해 중 발생하는BOG를 다시 액화하는설비
Carbon Solution	DF엔진	단일 연료 엔진을 Dual Fuel 엔진으로개조
	EPLO	엔진 부분 부하 최적화 서비스 제공
	AMP	육상 전원 공급장치설치
FDC	해상 데이터센터, 아직 영위하지않는 중으로 진입 가능성 존재	

출처: SMIC 3팀

도표 5-2. 동사 선박 개조 수주 타임라인



출처: 동사, SMIC 3팀

6. 매출 추정

동사 매출은 핵심 사업부와 벙커링으로 나뉜다. 핵심 사업부는 1) AM솔루션, 2) 친환경솔루션, 3) 디지털솔루션으로 구분되며 현재 AM솔루션 매출이 전체 매출의 약 50%를 차지하고 있다. AM솔루션 매출은 DC항과 선박항, 비선박항으로 나눠 추정하였다. 최종 매출 Table은 다음과 같다.

최종 매출 추정 Table

(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
매출액	1,430,463	1,745,459	1,982,701	2,207,185	2,320,379	2,518,871	2,787,570	3,209,172	
YoY(%)	7.2%	22.0%	13.6%	11.3%	5.1%	8.6%	10.7%	15.1%	
핵심 사업부	834,949	1,039,928	1,199,336	1,423,820	1,537,014	1,735,506	2,004,205	2,425,807	
% of sales	58.4%	59.6%	60.5%	64.5%	66.2%	68.9%	71.9%	75.6%	
벙커링	595,514	705,531	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	
% of sales	41.6%	40.4%	39.5%	35.5%	33.8%	31.1%	28.1%	24.4%	
2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
3,675,064	4,097,506	4,528,677	5,052,557	5,622,241	6,276,213	6,935,727	7,751,762	8,546,279	9,128,341
14.5%	11.5%	10.5%	11.6%	11.3%	11.6%	10.5%	11.8%	10.2%	6.8%
2,891,699	3,314,141	3,745,312	4,269,192	4,838,876	5,492,848	6,152,362	6,968,397	7,762,914	8,344,976
78.7%	80.9%	82.7%	84.5%	86.1%	87.5%	88.7%	89.9%	90.8%	91.4%
783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365
21.3%	19.1%	17.3%	15.5%	13.9%	12.5%	11.3%	10.1%	9.2%	8.6%

6.1. 핵심 사업부 매출 추정

(1) AM솔루션 매출 추정

AM솔루션									
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
매출액	607,169	805,800	935,100	1,082,937	1,190,192	1,308,943	1,570,957	1,828,508	
YoY(%)	30.0%	32.7%	16.0%	15.8%	9.9%	10.0%	20.0%	16.4%	
DC항							46,640	140,114	
% of sales							3.0%	7.7%	
선박항	491,807	648,400	768,000	846,758	972,293	1,097,737	1,288,333	1,433,534	
% of sales	81.0%	80.5%	82.1%	78.2%	81.7%	83.9%	82.0%	78.4%	
비선박항	115,362	157,400	167,100	236,179	217,898	211,206	235,983	254,859	
% of sales	19.0%	19.5%	17.9%	21.8%	18.3%	16.1%	15.0%	13.9%	
2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
2,265,276	2,679,736	3,175,879	3,690,776	4,250,930	4,894,791	5,543,577	6,234,472	6,930,517	7,426,330
23.9%	18.3%	18.5%	16.2%	15.2%	15.1%	13.3%	12.5%	11.2%	7.2%
288,002	432,347	585,802	721,855	950,696	1,109,682	1,352,358	1,546,284	1,701,871	1,759,769
12.7%	16.1%	18.4%	19.6%	22.4%	22.7%	24.4%	24.8%	24.6%	23.7%
1,689,180	1,928,220	2,231,484	2,566,744	2,859,941	3,289,034	3,648,424	4,088,220	4,566,500	4,954,036
74.6%	72.0%	70.3%	69.5%	67.3%	67.2%	65.8%	65.6%	65.9%	66.7%
288,093	319,169	358,593	402,177	440,292	496,074	542,795	599,969	662,145	712,525
12.7%	11.9%	11.3%	10.9%	10.4%	10.1%	9.8%	9.6%	9.6%	9.6%

(a) DC항 AM솔루션 매출

DC항 AM솔루션									
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
매출액							46,640	140,114	
YoY(%)								200.4%	
2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
288,002	432,347	585,802	721,855	950,696	1,109,682	1,352,358	1,546,284	1,701,871	1,759,769
105.5%	50.1%	35.5%	23.2%	31.7%	16.7%	21.9%	14.3%	10.1%	3.4%

DC항 AM솔루션은 투자포인트 1에서 제시한 바와 같이 수요와 매출이 지속적으로 증가할 것이다. 향후 매출 추정을 위해 Peer사인 Wärtsilä의 힘센 엔진 동급 모델인 W50SG의 AM사이클을 참고하였다. W50SG의 부품별 수명을 통해 연간 가동시간에 따른 부품 교체횟수와 주기를 도출하였다. 26년 HD현대중공업이 수주한 DC항 엔진계약은 On-grid이지만 Wärtsilä의 사례를 볼 때 향후 수주는 Off-grid일 것으로 예상되고 이에 따라 향후 계약을 추정하였다. [Appendix 8.3.]

W50SG의 부품별 수명 및 30년 간 교체횟수

부품 종류	피스톤	피스톤 링	실린더 라이너	실린더 헤드	흡기 밸브	배기 밸브	주 베어링	대단부 베어링	가스 흡입 밸브	제어 밸브	부실	점화 코일	점화 플러그
수명(단위: Hours)	72,000	18,000	96,000	72,000	36,000	36,000	36,000	36,000	24,000	18,000	36,000	18,000	2,000
부품 구분(LT, MO, TO, R)	LT	TO	LT	LT	MO	MO	MO	MO	MO	TO	MO	TO	R
4000H/연 교체횟수	1	6	1	1	3	3	3	3	5	6	3	6	60
5000H/연 교체횟수	2	8	1	2	4	4	4	4	6	8	4	8	75
7000H/연 교체횟수	2	11	2	2	5	5	5	5	8	11	5	11	105

LT(Long-term), MO(Major Overhaul), TO(Top Overhaul), R(Routine)

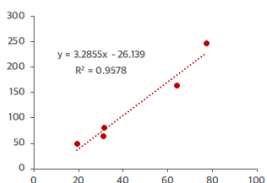
MWh당 수주액은 Wärtsilä의 PGE와의 MMA 계약 금액을 참고했다. PGE는 폴란드 국영 전력 공기업으로 13년 Wärtsilä와 Port Westward 2의 발전용 엔진 정비를 위한 10년 MMA 계약을 체결하였다. 24년 계약 만료 후 재계약을 체결했고 규모는 연간 13.4억원, 총 134억원 수준이다.

MMA 계약의 경우 Major Overhaul만을 대상으로 하지만 동사의 AM솔루션은 전범위의 정비 서비스를 독점적으로 제공한다. 따라서 Port Westward 2의 O&M 지출 비중을 통해 동사의 DC항 LTSA 계약 예상 금액을 도출하였다. [Appendix 8.4.] 도출된 금액은 상기 부품 교체 사이클에 따라 연도별 안분 처리하였다. [Appendix 8.5.] 향후 연도별 계약 MWh는 Wärtsilä의 10개월간 5건 수주 트랙레코드를 차용하되, HD현대중공업의 향후 CAPA 확장을 반영하여 추정하였다.

DC항 AM솔루션 매출 시기별 안분																			
(단위: 백만 원)		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
총합								46,640	140,114	288,002	432,347	585,802	721,855	950,696	1,109,682	1,352,358	1,546,284	1,701,871	1,759,769
인도 연도	용량 (MWh)							105.4%	200.4%	105.5%	50.1%	35.5%	23.2%	31.7%	16.7%	21.9%	14.3%	10.1%	3.4%
2028년 인도 (On-grid)	680						인도	13,160	13,160	23,646	16,656	13,160	13,160	41,122	13,160	13,160	16,656	13,160	23,646
2028년 인도 (Off-grid)	680						인도	33,480	26,514	50,895	23,031	26,514	33,480	23,031	57,861	26,514	23,031	36,963	26,514
2029년 인도	2,040						인도	100,440	79,542	152,686	69,092	79,542	100,440	69,092	173,584	79,542	69,092	110,889	110,889
2030년 인도	2,720						인도	133,920	106,055	203,581	92,123	106,055	133,920	92,123	231,445	106,055	92,123	106,055	92,123
2031년 인도	2,720						인도	133,920	106,055	203,581	92,123	106,055	133,920	92,123	231,445	106,055	92,123	106,055	106,055
2032년 인도	3,400						인도	167,400	132,569	254,476	115,154	132,569	167,400	115,154	289,306	115,154	132,569	167,400	289,306
2033년 인도	3,400						인도	167,400	132,569	254,476	115,154	132,569	167,400	115,154	289,306	115,154	132,569	167,400	289,306
2034년 인도	4,080						인도	200,880	159,083	305,371	138,185	159,083	200,880	138,185	350,371	159,083	138,185	159,083	200,880
2035년 인도	4,080						인도	200,880	159,083	305,371	138,185	159,083	200,880	138,185	350,371	159,083	138,185	159,083	200,880
2036년 인도	4,080						인도	200,880	159,083	305,371	138,185	159,083	200,880	138,185	350,371	159,083	138,185	159,083	200,880
2037년 인도	4,080						인도	200,880	159,083	305,371	138,185	159,083	200,880	138,185	350,371	159,083	138,185	159,083	200,880
2038년 인도	4,080						인도	200,880	159,083	305,371	138,185	159,083	200,880	138,185	350,371	159,083	138,185	159,083	200,880
2039년 인도	4,080						인도	200,880	159,083	305,371	138,185	159,083	200,880	138,185	350,371	159,083	138,185	159,083	200,880

(b) 선박항 AM솔루션 매출

선박항 AM솔루션		(단위: 백만 원)									
		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E		
매출액		491,807	648,400	768,000	846,758	972,293	1,097,737	1,288,333	1,433,534		
	YoY(%)		31.8%	18.4%	10.3%	14.8%	12.9%	17.4%	11.3%		
LTSA발 매출		50,934	88,660	172,800	192,038	252,101	305,526	416,901	474,959		
	% of sale	10.4%	13.7%	22.5%	22.7%	25.9%	27.8%	32.4%	33.1%		
SPOT발 매출		440,873	559,740	595,200	654,720	720,192	792,211	871,432	958,576		
	% of sale	89.6%	86.3%	77.5%	77.3%	74.1%	72.2%	67.6%	66.9%		
		2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
		1,689,180	1,928,220	2,231,484	2,566,744	2,859,941	3,289,034	3,648,424	4,088,220	4,566,500	4,954,036
		17.8%	14.2%	15.7%	15.0%	11.4%	15.0%	10.9%	12.1%	11.7%	8.5%
		634,747	768,344	955,620	1,163,294	1,316,146	1,590,859	1,780,432	2,033,428	2,306,229	2,467,738
		37.6%	39.8%	42.8%	45.3%	46.0%	48.4%	48.8%	49.7%	50.5%	49.8%
		1,054,433	1,159,876	1,275,864	1,403,450	1,543,796	1,698,175	1,867,993	2,054,792	2,260,271	2,486,298
		62.4%	60.2%	57.2%	54.7%	54.0%	51.6%	51.2%	50.3%	49.5%	50.2%



선박항 AM솔루션은 LTSA와 SPOT으로 구분되고 투자포인트 2에서 제시한 바와 같이 향후 LTSA의 성장이 선박항 AM솔루션 성장을 주도할 것이다. LTSA의 핵심 대상은 HD그룹이 건조한 DF선이다. 이에 연간 HD 산하 조선소의 DF선 신조 척수와 재계약 대상 척수를 더해 LTSA 계약 대상을 구성하였다. 재계약의 경우 선박의 수명에 따라 정비비가 상승하는 추세를 반영하였다. [Appendix 8.6.] 향후 LTSA 계약 수주액은 앞서 도출한 LTSA 계약 대상과 이전 5개년도 LTSA 수주액을 통해 도출한 회귀식을 통해 추정하였다. ($R^2=0.9578$) [Appendix 8.7.]

LTSA 신규 수주 추정

(million USD)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
연간 신규 수주	194	274	288	526	637	658	862	872	1,230	1,422	1,396	1,678	1,659	2,059	2,370

선박항 AM솔루션 매출의 핵심은 엔진 정비이다. 선박엔진은 2행정 엔진과 4행정 엔진으로 구분되며 2종류의 엔진 모두 5년마다 대정비가 필요하고 3년마다 중간정비가 필요하다. 이를 고려하여 5년간 LTSA 수주액 매출을 안분하였고 실제 과거 5개년 매출 인식과 비교했을 때 매우 유사하였다. [Appendix 8.7.] 상기 추정에 근거한 향후 LTSA 매출은 아래와 같다

LTSA 수주액 매출 연간 안분

(million USD)	신규 수주액	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
2021년	50	7	7	14	6	18															
2022년	64		8	8	17	8	22														
2023년	80			10	10	22	10	28													
2024년	163				21	21	44	20	57												
2025년	247					32	67	30	86												
2026년	194					25	25	52	23	68											
2027년	274						36	36	74	33	96										
2028년	288							37	78	35	101										
2029년	526								68	142	63	184									
2030년	637									83	172	76	223								
2031년	658										86	178	79	230							
2032년	862											112	233	103	302						
2033년	872												113	235	105	305					
2034년	1,230													160	332	148	431				
2035년	1,422														185	384	171	498			
2036년	1,396															182	377	168	489		
2037년	1,678																218	453	201		
2038년	1,659																	216	448		
2039년	2,059																		268	268	
2040년	2,370																			308	308
매출 안분 총합 (단위: 백만 원)		8,008	23,256	50,934	88,660	172,800	192,038	252,101	305,526	416,901	474,959	634,747	768,344	955,620	1,163,294	1,316,146	1,590,859	1,780,432	2,033,428	2,306,229	2,467,738

Clarkson SIN에 따르면 신조 후 15~20년이 경과하여 정비 주기에 도래한 노후 선박 척수의 연간 증가율은 약 11%로 예측된다. 노후 선박은 SPOT 정비의 핵심 타겟이기 때문에 이를 반영하여 SPOT 매출을 추정하였다. 보수적 추정을 위해 부품단가 상승분은 반영하지 않았다.

(c) 비선박항 AM솔루션 매출

비선박항 AM 솔루션

(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	115,362	157,400	167,100	236,179	217,898	211,206	235,983	254,859
육상발전	48,574	70,300	68,500	126,100	91,500	68,500	68,500	68,500
스마트케어	66,789	87,100	98,600	110,079	126,398	142,706	167,483	186,359

2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
288,093	319,169	358,593	402,177	440,292	496,074	542,795	599,969	662,145	712,525
68,500	68,500	68,500	68,500	68,500	68,500	68,500	68,500	68,500	68,500
219,593	250,669	290,093	333,677	371,792	427,574	474,295	531,469	593,645	644,025

비선박항 AM솔루션은 육상발전과 스마트케어로 나뉜다. 육상발전은 육상발전용 엔진 대상 서비스로 26년 2월 에콰도르 전력공사와 824억원 규모의 계약을 체결하였다. 이례적 대형 수주이기에 26년, 27년 매출에 반영하였으나 향후 발전용 서비스의 대부분은 DC에서 발생할 것이기에 이후는 25년 매출에 Flat 처리하였다. 스마트케어는 AM솔루션 부문 내 유/무상 보증 대행 서비스로, 선박항 AM솔루션 매출에 연동되는 구조이다. 이에 근거하여 향후 매출을 추정하였다.

(2) 친환경솔루션 매출 추정

친환경솔루션

(단위 : 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	168,511	163,420	172,332	243,360	243,360	316,800	316,800	473,760

2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
495,360	495,360	421,920	421,920	421,920	421,920	421,920	535,680	622,080	695,520

친환경솔루션은 동사의 개조 관련 분야로 GAS(FSRU, FSU, 재액화 설비 등), Carbon(DF 엔진 개조 등), 그리고 기타로 구성된다. 동사는 친환경솔루션을 성장동력 중 하나로 제시하고 있다. 매출 추정을 위하여 FSRU, FSU, 재액화 설비, DF 엔진 개조, 기타 분야로 나누어 각각 추론하였다.

친환경솔루션 매출 추정								
(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	
매출액	243,360	243,360	316,800	316,800	473,760	495,360	495,360	
FSRU	108,000	108,000	108,000	108,000	108,000	129,600	129,600	
FSU	28,800	28,800	28,800	28,800	34,560	34,560	34,560	
재액화설비	21,600	21,600	21,600	21,600	25,920	25,920	25,920	
DF 엔진 개조	73,440	73,440	146,880	146,880	293,760	293,760	293,760	
기타	11,520	11,520	11,520	11,520	11,520	11,520	11,520	
	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2040E	
	421,920	421,920	421,920	421,920	421,920	535,680	622,080	695,520
	129,600	129,600	129,600	129,600	129,600	129,600	216,000	216,000
	34,560	34,560	34,560	34,560	34,560	57,600	57,600	57,600
	25,920	25,920	25,920	25,920	25,920	43,200	43,200	43,200
	220,320	220,320	220,320	220,320	220,320	293,760	293,760	367,200
	11,520	11,520	11,520	11,520	11,520	11,520	11,520	11,520

FSRU와 FSU의 경우 Peer사인 Seatrrium의 성장세를 Proxy로 향후 수주량을 추론하였다. 재액화 설비의 경우 FSRU와 FSU의 수주와 연관시켜 추론하였다. DF 엔진 개조의 경우는 IMO 2020 당시 개조 수요의 추세에 따라 향후 매출을 추론하였다. Clarkson SIN에 따라 전세계 잠재 개조 대상 선박을 보수적으로 2300척이라 산정하고 동사의 글로벌 점유율에 따라 약 5%를 동사가 개조할 것이라 가정하였다. 이를 IMO 2020 당시 수요 추세에 따라 40년까지 안분하였다.

IMO 2020 개조 사이클									
(단위: 개)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Scrubber 설치 개수	33	22	11	33	571	1,831	510	18	249
Scrubber 설치 비율	1%	1%	0%	1%	17%	56%	16%	1%	8%

(3) 디지털솔루션 매출 추정

디지털솔루션										
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E		
매출액	62,269	70,652	91,925	97,523	103,462	109,763	116,448	123,540		
	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
	131,063	139,045	147,513	156,496	166,027	176,138	186,865	198,245	210,318	223,126

디지털솔루션은 차세대 선박 운항기술 및 선박 빅데이터 기반 해양 플랫폼 서비스로 선박 신조에 따라 수요가 발생한다. 글로벌 선박 디지털화 산업은 연평균 10% 성장이 전망되나 보수적 추정을 위해 평균 물가 상승률과 연간 신조 선박 수의 성장률에 따라 향후 매출을 추정하였다.

6.2. 벙커링 매출 추정

벙커링									
(단위 : 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
매출액	595,514	705,531	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365
2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365

벙커링은 선박 대상 연료 공급 서비스로, 신조선 출항 시점 및 선박 운항 중 연료 수요 발생 시 제공된다. HD현대오일뱅크로부터 유류를 매입·공급하는 구조이며, 단가는 두바이유 가격에 연동된다. 단순 공급 사업의 특성상 OPM은 0.1% 이하 수준으로, 동사 이익 기여도는 미미하다. 서비스 차원에서 연료를 동반 공급한다는 데 의의가 있기에 매출은 25년 Flat 처리하였다.

7. Valuation - DCF Method

7.1. 매출원가 및 판매관리비 추정

핵심 사업부와 벙커링 사업부로 나누어 추정하였다. 금액적 중요성을 보이는 ① 원재료비 ② 인건비 ③ 상각비는 별도로 추정하였으며, 그 외의 계정은 변동비, 고정비 성격에 따라 추정하였다. 사업부별 매출원가 및 판매관리비 추정은 [Appendix8.9]에 첨부하였다.

매출원가 및 판매비와관리비 추정																		
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
매출액	1,430,463	1,745,459	1,982,701	2,207,185	2,320,379	2,518,871	2,787,570	3,209,172	3,675,064	4,097,506	4,528,677	5,052,557	5,622,241	6,276,213	6,935,727	7,751,762	8,546,279	9,128,341
YoY(%)	7.2%	22.0%	13.6%	11.3%	5.1%	8.6%	10.7%	15.1%	14.5%	11.5%	10.5%	11.6%	11.3%	11.6%	10.5%	11.8%	10.2%	6.8%
매출원가	1,157,570	1,383,283	1,527,849	1,647,564	1,715,307	1,822,854	1,962,790	2,173,956	2,406,256	2,620,223	2,839,633	3,102,691	3,388,233	3,713,879	4,044,042	4,447,360	4,843,251	5,145,293
매출원가율(%)	80.9%	79.3%	77.1%	74.6%	73.9%	72.4%	70.4%	67.7%	65.5%	63.9%	62.7%	61.4%	60.3%	59.2%	58.3%	57.4%	56.7%	56.4%
GPM(%)	19.1%	20.7%	22.9%	25.4%	26.1%	27.6%	29.6%	32.3%	34.5%	36.1%	37.3%	38.6%	39.7%	40.8%	41.7%	42.6%	43.3%	43.6%
원재료비	946,157	1,152,718	1,264,687	1,366,508	1,417,850	1,507,881	1,629,757	1,820,986	2,032,304	2,223,914	2,419,483	2,657,103	2,915,498	3,212,125	3,511,265	3,881,400	4,241,775	4,505,784
% of sales	66.0%	66.0%	63.8%	61.9%	61.1%	59.9%	58.5%	56.7%	55.3%	54.3%	53.4%	52.6%	51.9%	51.2%	50.6%	50.1%	49.6%	49.4%
인건비	37,611	41,733	44,031	51,814	56,892	62,468	68,590	75,311	82,692	90,796	99,694	109,464	120,191	131,970	144,903	159,103	174,695	191,816
% of sales	2.6%	2.4%	2.2%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%	2.1%
상각비	1,890	2,570	2,789	2,358	2,610	2,927	2,661	3,061	3,207	3,332	3,440	3,531	3,595	3,662	3,720	3,769	3,813	3,851
% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
기타	171,913	186,261	216,341	226,884	237,954	249,578	261,783	274,598	288,053	302,182	317,017	332,593	348,949	366,122	384,154	403,088	422,968	443,842
% of sales	12.0%	10.7%	10.9%	10.3%	10.3%	9.9%	9.4%	8.6%	7.8%	7.4%	7.0%	6.6%	6.2%	5.8%	5.5%	5.2%	4.9%	4.9%
판매비와관리비	71,420	90,446	104,711	111,260	120,566	132,519	144,395	162,039	180,155	197,868	216,363	237,398	260,026	286,715	313,590	344,620	376,491	405,816
판매비율(%)	5.0%	5.2%	5.3%	5.0%	5.2%	5.3%	5.2%	5.0%	4.9%	4.8%	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%
OPM(%)	14.1%	15.6%	17.7%	20.3%	20.9%	22.4%	24.4%	27.2%	29.6%	31.2%	32.5%	33.9%	35.1%	36.3%	37.2%	38.2%	38.9%	39.2%
인건비	37,956	47,596	57,304	60,516	66,447	72,959	80,108	87,959	96,579	106,044	116,436	127,847	140,376	154,133	169,238	185,823	204,034	224,029
% of sales	2.7%	2.7%	2.9%	2.7%	2.9%	2.9%	2.9%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.5%
외주용역비	11,466	13,816	13,345	16,666	17,521	19,020	21,050	24,234	27,753	30,944	34,200	38,157	42,460	47,400	52,381	58,545	64,546	68,942
% of sales	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
상각비	8,145	9,256	9,885	8,946	9,904	11,107	10,095	11,614	12,169	12,645	13,052	13,399	13,640	13,895	14,114	14,303	14,467	14,611
% of sales	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
기타	13,853	19,778	24,177	25,132	26,694	29,434	33,142	38,232	43,654	48,236	52,674	57,995	63,550	71,288	77,858	85,950	93,444	98,234
% of sales	1.0%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

① 원재료비

원재료비는 동사 비용에서 가장 큰 비중을 차지한다. 핵심 사업부와 벙커링 사업부의 원재료비를 나누어 추정하였다. 핵심 사업부는 원자재가 아닌, 완성된 부품을 매입하고 이를 원재료로 인식한다. 엔진 제조사 대비 원자재 가격 변동에 대한 노출도가 낮으며, 매입가는 부품 공급사의 가격 전가 여부에 따라 결정되는 구조다. 이러한 특성상 원자재 가격을 기반으로 한 추정은 합리성을 확보하기 어렵다. 다만 매출 변동에 연동되는 전형적인 변동비 성격을 지니므로, 25년 % of sales를 적용하여 추정하였다. 벙커링 사업은 선박 연료유를 매입하여 마진을 붙여 판매하는 트레이딩 성격의 사업이다. 이에 트레이딩 기업들의 원재료비 % of sales를 활용하였다.

② 인건비

동사의 사업은 직접 인력을 투입하는 노동집약적 모델이 아닌, 외주용역 활용 비중이 높은 구조로 매출이 증가하더라도 인력 채용이 비례적으로 확대될 필요가 없다. 이에 동사의 최근 3년간 임직원 수 증가율과 대기업의 평균 임금 상승률을 이용하여 전체 인건비를 추정하였다. 전체 인건비를 사업부의 매출 비중에 따라 안분하였다.

③ 상각비

상각비는 유형자산의 감가상각비와 사용권자산의 상각비로 구분하여 추정하였다. 동사는 자산 경량화 구조를 띠고 있다. 타 기업이 통상 유형자산으로 보유하는 건물, 기계 장치, 차량 운반구 등을 리스 계약을 통해 임대하여 사용하며, 리스 자산으로 인식한다. 동사는 매년 상각비와 유사한 금액의 사용권 자산을 새로 취득하며, 이러한 구조는 변화하지 않을 것이다. 이에 과거와 같은 경향성을 유지하도록 상각비를 추정하였으며, 매출 비중에 따라 사업부별로 안분하였다.

④ 기타

외주 용역비는 변동비의 성격이 강한 비용으로 매출액이 증가함에 따라 같이 증가한다. 이에 과거 3개년 평균 % of sales를 적용하였으며, 기타 비용의 경우 과거 경향성을 반영하여 추정하였다.

7.2. 영업외손익

금융손익 (단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
금융수익	40,724	67,496	68,721	67,884	73,530	78,169	83,644	90,252	98,802	109,508	122,145	136,750	153,782	173,466	196,199	222,029	251,733	285,202
이자수익	2,344	11,798	15,942	18,974	24,620	29,260	34,735	41,342	49,892	60,598	73,235	87,840	104,872	124,556	147,289	173,119	202,823	236,292
외화환산이익	968	9,049	2,161	4,059	4,059	4,059	4,059	4,059	4,059	4,059	4,059	4,059	4,059	4,059	4,059	4,059	4,059	4,059
파생상품평가이익	37,413	46,648	50,491	44,851	44,851	44,851	44,851	44,851	44,851	44,851	44,851	44,851	44,851	44,851	44,851	44,851	44,851	44,851
금융비용	40,627	39,197	60,630	43,757	43,721	43,699	43,685	43,676	43,671	43,667	43,665	43,664	43,663	43,662	43,662	43,662	43,662	43,662
이자비용	6,163	4,547	1,060	939	904	882	868	859	853	850	848	846	846	845	845	844	844	844
외화환산손실	3,829	3,085	4,902	3,938	3,938	3,938	3,938	3,938	3,938	3,938	3,938	3,938	3,938	3,938	3,938	3,938	3,938	3,938
외화채손	30,635	31,348	54,655	38,879	38,879	38,879	38,879	38,879	38,879	38,879	38,879	38,879	38,879	38,879	38,879	38,879	38,879	38,879
파생상품평가손실	-	218	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

이자수익과 이자비용은 이자부자산, 부채 항목을 통해 추정했다. 유효이자율은 3개년 평균으로 가정했다. 환율에 연동되는 외화환산이익(손실), 차익(손실)은 합리적인 추정이 불가능하여 3개년 average flat 처리하였다. 이자율 스왑 상품으로 인한 파생상품손익은 금액적 유의성이 적으므로 0 flat 처리 가정했다. 기타 손익은 합리적 추정이 불가능하여 금액적 유의성에 따라 0 flat 및 3개년 average flat 처리하였다. 이외 기타손익 추정은 [Appendix 8.11.]에 첨부하였다

7.3. 법인세 추정

법인세는 구간별 한계 세율을 적용하여 추정하였다.

법인세비용 추정 (단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
법인세차감전순이익	141,899	201,008	296,921	354,802	470,174	512,000	595,654	718,029	917,439	1,141,469	1,342,940	1,548,846	1,803,239	2,081,787	2,403,108	2,728,317	3,135,834	3,532,294	3,816,458
법인세비용(수익)	36,972	49,892	68,980	85,231	119,496	130,998	154,003	187,656	242,494	304,102	359,506	416,131	486,089	562,689	651,053	740,485	852,552	961,579	1,039,724
2억 원 이하					22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
2억 원 초과 200억 이하					4,356	4,356	4,356	4,356	4,356	4,356	4,356	4,356	4,356	4,356	4,356	4,356	4,356	4,356	4,356
200억~3000억					68,320	68,320	68,320	68,320	68,320	68,320	68,320	68,320	68,320	68,320	68,320	68,320	68,320	68,320	68,320
3,000억원 초과					46,798	58,300	81,305	114,958	169,796	231,404	286,808	343,433	413,391	489,991	578,355	667,787	779,854	888,881	967,026
유효법인세율(%)	26.1%	24.8%	23.2%	24.0%	25.4%	25.6%	25.9%	26.1%	26.4%	26.6%	26.8%	26.9%	27.0%	27.0%	27.1%	27.1%	27.2%	27.2%	27.2%

7.4. 최종 IS Table

상기 논의를 종합하여 도출한 최종 손익계산서는 다음과 같다. 29년부터 AI 데이터센터향 매출의 발생, AM 매출 중 LTSA 매출 비중 증가로 동사의 OPM 마진을 개선이 나타나게 될 것이다.

추정 손익계산서 (단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
매출액	1,430,463	1,745,459	1,982,701	2,207,185	2,320,379	2,518,871	2,787,570	3,209,172	3,675,064	4,097,506	4,528,677	5,052,557	5,622,241	6,276,213	6,935,727	7,751,762	8,546,279	9,128,341
YoY(%)	7.2%	22.0%	13.6%	11.3%	5.1%	8.6%	10.7%	15.1%	14.5%	11.5%	10.5%	11.6%	11.3%	11.6%	10.5%	11.8%	10.2%	6.8%
매출원가	1,157,570	1,383,283	1,527,849	1,647,564	1,715,307	1,822,854	1,962,790	2,173,956	2,406,256	2,620,223	2,839,633	3,102,691	3,388,233	3,713,879	4,044,042	4,447,360	4,843,251	5,145,293
매출총이익	272,893	362,176	454,852	559,621	605,072	696,017	824,780	1,035,217	1,268,808	1,477,282	1,689,044	1,949,866	2,234,008	2,562,335	2,891,685	3,304,402	3,703,029	3,983,049
GPM(%)	19.1%	20.7%	22.9%	25.4%	26.1%	27.6%	29.6%	32.3%	34.5%	36.1%	37.3%	38.6%	39.7%	40.8%	41.7%	42.6%	43.3%	43.6%
판매비와 관리비	71,420	90,446	104,711	111,260	120,566	132,519	144,395	162,039	180,155	197,868	216,363	237,398	260,026	286,715	313,590	344,620	376,491	405,816
영업이익	201,472	271,730	350,141	448,361	484,506	563,499	680,385	873,178	1,088,653	1,279,414	1,472,681	1,712,468	1,973,982	2,275,620	2,578,095	2,959,782	3,326,538	3,577,232
OPM(%)	14.1%	15.6%	17.7%	20.3%	20.9%	22.4%	24.4%	27.2%	29.6%	31.2%	32.5%	33.9%	35.1%	36.3%	37.2%	38.2%	38.9%	39.2%
기타손익	(562)	(2,870)	(3,261)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)	(2,315)
금융손익	98	28,298	8,090	24,127	29,808	34,470	39,959	46,576	55,131	65,841	78,480	93,086	110,119	129,803	152,537	178,367	208,071	241,540
법인세비용차감전순이익	201,008	296,921	354,802	470,174	512,000	595,654	718,029	917,439	1,141,469	1,342,940	1,548,846	1,803,239	2,081,787	2,403,108	2,728,317	3,135,834	3,532,294	3,816,458
법인세비용	49,892	68,980	85,231	119,496	130,998	154,003	187,656	242,494	304,102	359,506	416,131	486,089	562,689	651,053	740,485	852,552	961,579	1,039,724
당기순이익	151,116	227,940	269,571	350,678	381,002	441,651	530,373	674,945	837,367	983,433	1,132,715	1,317,150	1,519,097	1,752,056	1,987,832	2,283,282	2,570,715	2,776,734
NPM(%)	10.6%	13.1%	13.6%	15.9%	16.4%	17.5%	19.0%	21.0%	22.8%	24.0%	25.0%	26.1%	27.0%	27.9%	28.7%	29.5%	30.1%	30.4%

7.5. Valuation - DCF Method

(1) Why DCF (Why not PER)

동사의 핵심 사업의 본질은 현금흐름 창출형 비즈니스이다. 선박 엔진에 대하여 30년에 걸쳐 반복적인 정비, 부품 교체, 기술 서비스를 제공하며 매출을 인식하는 구조로, 발생하는 현금흐름이 장기간에 걸쳐 안정적이고 예측 가능하다. 또한 회사 자체가 자산 경량 구조를 갖추고 있어 FCF 전환율이 높다는 점 역시 동사의 가치 평가에 있어 현금흐름이 핵심 요소임을 시사한다.

본서에서는 ① 힘센 엔진의 AI 데이터센터향 공급 개시로 동사의 AM 서비스 사업부가 AI 데이터센터향으로 확장되고 있음을, ② 전방의 LTSA 수요 증가에 따라 구조적으로 LTSA가 증가할 것임을 논증했다. 최근 동사의 주가 상승은 힘센 엔진의 AI 데이터센터 공급 계약이 반영된 결과로, AI 데이터센터에서 발생하는 미래 현금흐름은 동사의 가치를 평가하기 위한 핵심 지표이다.

다만 AI 데이터센터향 매출은 29~30년부터 발생하기 시작하여 35년부터 본격화될 전망으로, 현금흐름의 발생 시점이 비교적 먼 미래에 위치한다. 이러한 구조에서 27~28년의 EPS에 멀티플을 곱하는 PER 방식은 동사의 핵심 가치인 AI 데이터센터향 매출이 손익에 거의 반영되기 전 시점의 이익을 기준으로 삼게 되어, 동사의 본질적 가치를 제대로 나타내지 못한다.

동사와 같은 사업 구조를 가진 Pure player가 부재하여 Peer PER을 산정하기 어렵고, 상장 이력이 짧아 Historical PER 적용에도 한계가 있다. 더욱이 현재의 주가 수준은 AI 데이터센터향 가치가 새롭게 반영된 결과로, 과거에 한 번도 형성된 적 없는 가치 구조이기에 Historical PER로 동사의 가치를 설명할 수 없다.

이러한 시점 차이와 평가 방식의 한계를 가치에 정합적으로 반영하기 위해서는 미래 현금흐름을 현재가치로 할인하는 DCF method가 적합하다고 판단한다. 동사는 힘센 엔진 순정부품에 대한 독점 공급 사업자로서, 힘센 엔진이 채택되는 순간 후행적인 현금흐름의 발생은 자명하기에 미래 현금흐름의 확실성도 보장된다.

또한 동사는 LTSA 증가라는 구조적 성장 국면에 진입해 있으며, LTSA는 그 계약 구조상 장기간에 걸쳐 미래 현금흐름을 확정적으로 발생시킨다. LTSA가 누적되는 구조 특성상 미래 현금흐름이 시간이 지남에 따라 증가하는 형태를 띠게 된다. 이를 종합했을 때, 먼 미래의 확정적 현금흐름과 그 성장성을 동사의 가치에 반영 위해서는 DCF가 합리적이다.

(2) EV 추정

① 상각비 및 CapEx 추정

상각비 및 CapEx 추정 (단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
상각비	11,303	12,514	14,034	12,756	14,674	15,376	15,977	16,491	16,931	17,235	17,556	17,833	18,073	18,280	18,462
유형자산	4,483	6,067	7,819	6,686	8,693	9,449	10,084	10,619	11,071	11,383	11,710	11,989	12,230	12,439	12,621
사용권자산	6,820	6,447	6,215	6,070	5,981	5,926	5,893	5,872	5,859	5,852	5,847	5,844	5,842	5,841	5,840
CapEx	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086
유형자산	13,247	13,247	13,247	13,247	13,247	13,247	13,247	13,247	13,247	13,247	13,247	13,247	13,247	13,247	13,247
사용권자산	5,839	5,839	5,839	5,839	5,839	5,839	5,839	5,839	5,839	5,839	5,839	5,839	5,839	5,839	5,839

동사는 CapEx 부담이 크지 않은 자산 경량화 사업 구조를 갖추고 있다. 유형자산 취득은 거의 발생하지 않으며, CapEx의 대부분이 공기구비품에 한정되는 형태이다. 공기구비품은 AM 사업에서 사용되는 핵심 자산이므로, AM 사업 규모가 확대됨에 따라 건설 중인 자산에서 공기구비품으로의 대체 속도가 빨라지도록 추정하였다.

② 순운전자본의 변동 추정

동사의 매출은 수주잔고로 선확보한 것을 AM 서비스 제공 시점에 인식되는 구조로, 매출채권 및 재고자산의 회전 패턴이 급격히 변동될 유인이 작다. 이에 순운전자본의 변동은 과거 추이를 반영하여 추정하였다.

순운전자본 변동 추정 (단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
매출채권	1,430,463	1,745,459	1,982,701	2,207,185	2,320,379	2,518,871	2,787,570	3,209,172	3,675,064	4,097,506	4,528,677	5,052,557	5,622,241	6,276,213	6,935,727	7,751,762	8,546,279	9,128,341
매출원가	1,157,570	1,383,283	1,527,849	1,647,564	1,715,307	1,822,854	1,962,790	2,173,956	2,406,256	2,620,223	2,839,633	3,102,691	3,388,233	3,713,879	4,044,042	4,447,360	4,843,251	5,145,293
운전자본	398,832	499,570	570,589	571,574	560,917	595,575	646,451	720,598	815,368	910,396	1,002,029	1,104,382	1,221,309	1,351,958	1,492,180	1,649,476	1,821,065	1,968,771
기중 매출채권	200,060	244,042	298,532	320,288	324,263	346,586	380,046	429,485	493,048	556,670	617,805	686,206	764,527	852,165	946,236	1,051,915	1,167,262	1,265,853
기초 매출채권	184,682	215,439	272,645	324,419	316,156	332,370	360,802	399,290	459,681	526,415	586,925	648,686	723,726	805,328	899,002	993,471	1,110,359	1,224,166
기말 매출채권	215,439	272,645	324,419	316,156	332,370	360,802	399,290	459,681	526,415	586,925	648,686	723,726	805,328	899,002	993,471	1,110,359	1,224,166	1,307,540
매출채권 회전율(x)	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
회전기일(일)	51	51	55	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52
기중 재고자산	198,771	255,528	272,056	251,286	236,653	248,989	266,405	291,113	322,321	353,726	384,223	418,176	456,782	499,793	545,944	597,561	653,803	702,918
기초 재고자산	159,914	237,628	273,427	270,686	231,886	241,421	256,557	276,253	305,973	338,668	368,783	399,664	436,688	476,877	522,710	569,178	625,943	681,663
기말 재고자산	237,628	273,427	270,686	231,886	241,421	256,557	276,253	305,973	338,668	368,783	399,664	436,688	476,877	522,710	569,178	625,943	681,663	724,174
재고자산 회전율(x)	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
회전기일(일)	51	53	50	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51
운전부채	134,443	165,687	199,967	208,153	205,058	215,747	230,838	252,247	279,288	306,500	332,926	362,346	395,798	433,066	473,055	517,781	566,514	609,072
기중 매입채무	134,443	165,687	199,967	208,153	205,058	215,747	230,838	252,247	279,288	306,500	332,926	362,346	395,798	433,066	473,055	517,781	566,514	609,072
기초 매입채무	122,069	146,817	184,556	215,378	200,927	209,189	222,305	239,370	265,123	293,453	319,547	346,305	378,386	413,209	452,923	493,188	542,374	590,655
기말 매입채무	146,817	184,556	215,378	200,927	209,189	222,305	239,370	265,123	293,453	319,547	346,305	378,386	413,209	452,923	493,188	542,374	590,655	627,490
매입채무 회전율(x)	9	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
회전기일(일)	42	44	48	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
순운전자본	264,389	333,883	370,622	363,421	355,859	379,828	415,614	468,352	536,080	603,896	669,103	742,036	825,511	918,892	1,019,125	1,131,695	1,254,551	1,359,699
순운전자본의 변동	41,862	69,494	36,738	(7,200)	(7,563)	23,970	35,785	52,738	67,729	67,815	65,207	72,934	83,475	93,380	100,233	112,570	122,856	105,148

③ WACC 및 기타 추정

Beta 선정										WACC		
Company	Observed Beta	Market Cap	IBD	Debt/Equity	Debt/TIC	Tax Rate	Unlevered Beta	Re-levered Beta		COE	8.4%	CAPM
HEICO Corporation(NYSE: HEI)	1.09	36413	2508	7%	6%	18%	1.03	1.03		Rf	3.8%	국고채 10Y
TransDigm Group Incorporated(NYSE: TDG)	0.74	64535	30046	47%	32%	22%	0.54	0.54		Beta	0.83	1Y weekly
AAR Corp.(NYSE: AIR)	1.15	4203	888	21%	17%	32%	1.01	1.00		ERP	5.5%	다모다란
StandardAero, Inc.(NYSE: SARO)	0.84	8130	2363	29%	23%	45%	0.72	0.72		COD	5.06%	5년만기 무보증 공모회사채 수익률(A+)
Selected (Average)	0.96			26%	20%		0.83	0.83		WACC	8.4%	
										t	27.5%	
										E(MKT cap)	11,903,300	
										D(IBD)	17,912	
										영구성장률	1%	금감원 지침

선박 AM 서비스를 제공하는 다른 기업들은 엔진제조도 같이 영위하므로, Peer로 선정하기에 부적합하다. 동사의 AM 서비스와 항공기 MRO사업의 유사함을 근거로 항공기 MRO Pure Player 기업들을 Peer로 선정하였다. 무위험이자율은 10년 국고채 금리 3.8%를, 시장 프리미엄은 다모다란의 ERP 5.5%를, 영구성장률 g는 금감원 지침에 따라 1%를 활용하였다. 상기 요소를 바탕으로 WACC 8.37%를 도출하였다.

(3) 최종 DCF Table

DCF Valuation																				
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	Terminal	
매출액	1,430,463	1,745,459	1,982,701	2,207,185	2,320,379	2,518,871	2,787,570	3,209,172	3,675,064	4,097,506	4,528,677	5,052,557	5,622,241	6,276,213	6,935,727	7,751,762	8,546,279	9,128,341		
매출원가	1,157,570	1,383,283	1,527,849	1,647,564	1,715,307	1,822,854	1,962,790	2,173,956	2,406,256	2,620,223	2,839,633	3,102,691	3,388,233	3,713,879	4,044,042	4,447,360	4,843,251	5,145,293		
매출총이익	272,893	362,176	454,852	559,621	605,072	696,017	824,780	1,035,217	1,268,808	1,477,282	1,689,044	1,949,866	2,234,008	2,562,335	2,891,685	3,304,402	3,703,029	3,983,049		
판매비및관리비	71,420	90,446	104,711	111,260	120,566	132,519	144,395	162,039	180,155	197,868	216,363	237,398	260,026	286,715	313,590	344,620	376,491	405,816		
영업이익	201,472	271,730	350,141	448,361	484,506	563,499	680,385	873,178	1,088,653	1,279,414	1,472,681	1,712,468	1,973,982	2,275,620	2,578,095	2,959,782	3,326,538	3,577,232		
법인세비용	49,892	68,980	85,231	119,496	130,998	154,003	187,656	242,494	304,102	359,506	416,131	486,089	562,689	651,053	740,485	852,552	961,579	1,039,724		
세후영업이익(NOPAT)	151,580	202,750	264,911	328,865	353,508	409,496	492,729	630,684	784,551	919,908	1,056,551	1,226,379	1,411,293	1,624,567	1,837,610	2,107,229	2,364,959	2,537,508		
감가상각비	10,034	11,826	12,674	11,303	12,514	14,034	12,756	14,674	15,376	15,977	16,491	16,931	17,235	17,556	17,833	18,073	18,280	18,462		
순운전자본의변동(차감)	41,862	69,494	36,738	(7,200)	(7,563)	23,970	35,785	52,738	67,729	67,815	65,207	72,934	83,475	93,380	100,233	112,570	122,856	105,148		
자본적지출(차감)	6,714	21,915	18,748	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086	19,086		
추정영업현금흐름(FCFF)	113,039	123,166	222,098	328,283	354,499	380,473	450,613	573,535	713,112	848,983	988,748	1,151,290	1,325,966	1,529,657	1,736,124	1,993,646	2,241,296	2,431,736	33,333,879	
할인가		WACC: 8.37%		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
할인가수		g: 1.00%		0.923	0.852	0.786	0.725	0.669	0.617	0.570	0.526	0.485	0.448	0.413	0.381	0.352	0.325	0.300	0.300	
FCFF의 현재가치				302,933	301,885	298,965	326,738	383,754	440,302	483,716	519,848	558,565	593,636	631,947	661,860	701,346	727,582	728,447	9,985,448	
Terminal Value의 현재가치			7,661,504																	
영업가치			17,646,952																	

(4) Valuation 및 TP 산정

DCF Valuation	
(단위 : 백만 원)	
영업가치 (Operating Value)	17,646,952
(+) 비영업자산 (NOA)	2,728
기업가치 (Enterprise Value)	17,649,680
(-) 이자발생부채 (IBD)	17,912
주주지분가치	17,631,768
유통주식수	44,831,335
목표주가 (원)	393,000
현재주가 (원)	265,500
상승여력 (%)	48%

상기 논의를 종합하여 목표주가 393,000원, 상승여력 48%, 투자 의견 BUY를 제시한다.

참고를 위해 DCF 밸류에이션을 토대로 역산한 Implied PER은 다음과 같다.

Implied PER															
(단위: 원, x)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
EPS	7,822	8,499	9,851	11,830	15,055	18,678	21,936	25,266	29,380	33,885	39,081	44,340	50,930	57,342	61,937
Implied PER	50.24x	46.24x	39.89x	33.22x	26.10x	21.04x	17.92x	15.55x	13.38x	11.60x	10.06x	8.86x	7.72x	6.85x	6.35x

8. Appendix

8.1. BS

연결재무상태표

(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
자산	656,618	1,152,228	1,272,320	1,416,295	1,587,541	1,800,587	2,063,759	2,415,871
현금및현금성자산	95,712	298,466	377,924	545,955	684,041	846,993	1,043,658	1,298,121
금융자산	2	182,952	186,811	186,811	186,811	186,811	186,811	186,811
매출채권및기타채권	215,439	272,645	324,419	316,156	332,370	360,802	399,290	459,681
계약자산	14,032	16,841	7,395	16,374	17,213	18,686	20,679	23,807
재고자산	237,628	273,427	270,686	231,886	241,421	256,557	276,253	305,973
파생상품자산	-	-	127	-	-	-	-	-
확정계약자산	-	218	232	-	-	-	-	-
당기법인세자산	197	748	-	-	-	-	-	-
관계기업투자	-	2,762	2,601	2,601	2,601	2,601	2,601	2,601
유형자산	11,182	19,581	29,560	38,323	45,503	50,931	57,492	62,046
사용권자산	17,553	19,891	16,938	15,958	15,350	14,975	14,744	14,602
무형자산	4,137	4,530	5,081	5,081	5,081	5,081	5,081	5,081
이연법인세자산	16,171	15,510	17,549	16,410	16,410	16,410	16,410	16,410
기타자산	44,565	44,657	32,997	40,740	40,740	40,740	40,740	40,740
부채	416,651	378,693	447,595	455,097	478,069	519,239	576,008	665,456
단기금융부채	127,956	-	-	-	-	-	-	-
매입채무및기타채무	146,817	184,556	215,378	200,927	209,189	222,305	239,370	265,123
계약부채	74,180	122,638	150,330	148,532	156,149	169,507	187,589	215,961
선수금	4,254	796	2,408	2,408	2,408	2,408	2,408	2,408
리스부채	17,835	20,552	17,912	17,104	16,595	16,276	16,075	15,948
충당부채	12,479	15,296	6,772	14,781	15,539	16,868	18,668	21,491
당기법인세부채	32,501	34,605	54,330	71,096	77,940	91,627	111,650	144,276
파생상품부채	-	218	252	-	-	-	-	-
확정계약부채	-	-	127	-	-	-	-	-
종업원급여부채	630	33	82	248	248	248	248	248
이연법인세부채	-	-	4	-	-	-	-	-
자본	239,967	773,535	824,725	961,198	1,109,472	1,281,348	1,487,751	1,750,416
자본금	20,000	22,225	22,415	22,415	22,415	22,415	22,415	22,415
자본잉여금	20,000	384,624	404,356	404,356	404,356	404,356	404,356	404,356
자본조정	511	29,504	9,764	9,764	9,764	9,764	9,764	9,764
기타포괄손익누계액	1,098	13,655	11,159	11,162	11,165	11,169	11,172	11,176
이익잉여금	198,358	323,527	377,032	513,502	661,772	833,645	1,040,045	1,302,706
비지배지분	-	-	-	-	-	-	-	-
부채및자본총계	656,618	1,152,228	1,272,320	1,416,295	1,587,541	1,800,587	2,063,759	2,415,871

8.2. CF

연결현금흐름표

(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
영업활동으로 인한 현금흐름	72,858	246,532	324,128	401,980	390,258	451,983	539,772	685,805
영업으로부터 창출된 현금	124,329	299,269	374,358	485,539	490,696	563,920	673,538	855,189
당기순이익	151,116	227,940	269,571	350,678	381,002	441,651	530,373	674,945
당기순이익에 대한 조정	69,726	77,172	85,006	112,613	119,645	139,508	166,395	216,534
자산부채의 조정	(96,513)	(5,844)	19,781	22,248	(9,951)	(17,239)	(23,230)	(36,291)
이자의 수취	2,453	8,486	17,146	18,974	24,620	29,260	34,735	41,342
이자의 지급	(5,107)	(4,433)	(1,059)	(939)	(904)	(882)	(868)	(859)
법인세의 납부	(48,817)	(56,789)	(66,318)	(101,594)	(124,155)	(140,316)	(167,633)	(209,867)
투자활동으로 인한 현금흐름	4,738	(195,863)	(21,321)	(13,093)	(13,093)	(13,093)	(13,093)	(13,093)
투자활동으로 인한 현금유입액	7,918	147	282,625	-	-	-	-	-
단기금융자산의 감소	6,328	-	282,000	-	-	-	-	-
대여금의 감소	57	-	-	-	-	-	-	-
보증금의 감소	1,299	47	114	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	82	4	109	-	-	-	-	-
정보보조금의 수령	152	96	-	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	402	-	-	-	-	-
투자활동으로 인한 현금 유출액	(3,180)	(196,010)	(303,946)	(13,093)	(13,093)	(13,093)	(13,093)	(13,093)
단기금융자산의 증가	-	(182,950)	(285,300)	-	-	-	-	-
장기금융자산의 증가	-	-	(554)	-	-	-	-	-
관계기업투자의 취득	-	(3,000)	-	-	-	-	-	-
보증금의 증가	(621)	(57)	(77)	-	-	-	-	-
유형자산의 취득	(2,559)	(9,638)	(17,162)	(13,093)	(13,093)	(13,093)	(13,093)	(13,093)
무형자산의 취득	-	(365)	(854)	-	-	-	-	-
재무활동으로 인한 현금흐름	(43,911)	149,063	(223,252)	(220,856)	(239,079)	(275,937)	(330,014)	(418,250)
재무활동으로 인한 현금유입액	175,223	478,386	5,653	-	-	-	-	-
단기금융부채의 증가	175,223	92,577	5,547	-	-	-	-	-
유상증자	-	366,849	-	-	-	-	-	-
주식매수선택권행사	-	18,961	106	-	-	-	-	-
재무활동으로 인한 현금유출액	(219,133)	(329,323)	(228,905)	(220,856)	(239,079)	(275,937)	(330,014)	(418,250)
단기금융부채의 감소	(123,054)	(222,025)	(5,547)	-	-	-	-	-
리스부채의 상환	(6,079)	(7,296)	(8,176)	(6,648)	(6,348)	(6,159)	(6,040)	(5,966)
주식발행비용의 지급	-	-	(2)	-	-	-	-	-
배당금의 지급	(90,000)	(100,003)	(215,180)	(214,208)	(232,731)	(269,778)	(323,974)	(412,284)
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	(1,525)	3,022	(97)	-	-	-	-	-
현금및현금성자산의 증가(감소)	32,161	202,754	79,458	168,031	138,086	162,952	196,665	254,462
기초 현금및현금성자산	63,551	95,712	298,466	377,924	545,955	684,041	846,993	1,043,658
기말현금및현금성자산	95,712	298,466	377,924	545,955	684,041	846,993	1,043,658	1,298,121

8.3. W50SG 및 H54GV(힘센 엔진) 계약

AEG 데이터센터향 힘센엔진 계약

모델명	엔진 사양	엔진 개수	공급 용량	가동 시간	가동률
H54GV	20MW급	34기	684MW/연	4000H/연	45%

Port Westward 2(PGE)향 W50SG 계약

모델명	엔진 사양	엔진 개수	공급 용량	연간 생산량	가동 시간	가동률
50SG	20MW급	12기	220MW/연	1.1 TWh	5,000H/년	57%

Off-grid 데이터센터향 힘센엔진 계약 추정

모델명	엔진 사양	엔진 개수	공급 용량	가동 시간	가동률
H54GV	20MW급	34기	684MW/연	7000H/연	80%

8.4. DC항 LTSA 계약 예상 수주액

25년 PW2 Total O&M

Labor	36%
Non-Labor	47%
MMA	18%

W50SG의 30년 누적 AM 매출 추정 (단위: 백만원)

25년 PW2 LTSA 매출	1,344
25년 W50SG 1기당 LTSA 매출	112
25년 W50SG 1기당 연간 AM 매출	627
W50SG 1기당 30년 누적 AM 매출	18,816

DC항 힘센엔진의 30년 누적 AM 매출 추정 (단위: 백만원)

힘센엔진 1기당 30년 누적 AM 매출 (4000H/연)	15,053
힘센엔진 1기당 30년 누적 AM 매출 (7000H/연)	26,342
힘센엔진 34기 30년간 누적 AM 매출 (4000H/연)	511,795
힘센엔진 34기 30년간 누적 AM 매출 (7000H/연)	895,642

8.5. DC항 LTSA 계약 수주액 연간 안분

DC항 힘센엔진 계약(4000H/연) AM 매출 시기별 안분

(단위: 백만 원)	T(인도시점)	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10	T+11	T+12	T+13
총합		13,160	13,160	23,646	16,656	13,160	13,160	41,122	13,160	13,160	16,656	13,160	23,646	13,160
Routine		13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160
TO		-	-	10,486	-	-	-	10,486	-	-	-	-	10,486	-
MO		-	-	-	3,495	-	-	17,476	-	-	3,495	-	-	-
LT		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

T+14	T+15	T+16	T+17	T+18	T+19	T+20	T+21	T+22	T+23	T+24	T+25	T+26	T+27	T+28
13,160	13,160	51,608	13,160	13,160	13,160	13,160	23,646	20,151	13,160	13,160	41,122	13,160	13,160	16,656
13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160	13,160
-	-	10,486	-	-	-	-	10,486	-	-	-	10,486	-	-	-
-	-	20,971	-	-	-	-	-	3,495	-	-	17,476	-	-	3,495
-	-	6,990	-	-	-	-	-	3,495	-	-	-	-	-	-

DC항 힘센엔진 계약(7000H/연) AM 매출 시기별 안분

(단위: 백만 원)	T(인도시점)	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10	T+11	T+12	T+13
총합		33,480	26,514	50,895	23,031	26,514	33,480	23,031	57,861	26,514	23,031	36,963	26,514	50,895
Routine		23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031
TO		10,449	-	10,449	-	-	10,449	-	10,449	-	-	10,449	-	10,449
MO		-	3,483	17,415	-	3,483	-	-	17,415	3,483	-	-	3,483	17,415
LT		-	-	-	-	-	-	-	6,966	-	-	3,483	-	-

T+14	T+15	T+16	T+17	T+18	T+19	T+20	T+21	T+22	T+23	T+24	T+25	T+26	T+27	T+28
23,031	23,031	36,963	23,031	57,861	26,514	23,031	33,480	23,031	54,378	26,514	23,031	36,963	23,031	23,031
23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031
-	-	10,449	-	10,449	-	-	10,449	-	10,449	-	-	10,449	-	-
-	-	3,483	-	17,415	3,483	-	-	-	20,898	-	-	3,483	-	-
-	-	-	-	6,966	-	-	-	-	-	3,483	-	-	-	-

8.6. LTSA 계약 대상

HD 산하 조선소의 연간 DF선 신조 비중

(단위: 척)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
모든 선박	160	111	152	138	148	141	137	155	141	144	144	144
DF 선박	3	10	6	19	31	27	49	68	38	45	48	69

LTSA 재계약 연도

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
LTSA 계약 연도	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
1차 재계약 연도	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
2차 재계약 연도	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
3차 재계약 연도	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044

LTSA 계약 대상

(단위: 척)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
신규 계약	19	31	27	49	68	38	45	48	69	84	103	126	126	126	126	126	126	126	126	126
1차 재계약	-	-	3	10	6	19	31	27	49	68	38	45	48	69	84	103	126	126	126	126
2차 재계약	-	-	-	-	-	-	3	10	6	19	31	27	49	68	38	45	48	69	84	84
3차 재계약	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	10	6	19	31	27	49	69	68
총 계약	19	31	30	59	74	57	76	78	128	159	160	201	203	254	284	286	327	325	369	404

재계약 프리미엄 반영 LTSA 계약 대상

(단위: 척)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
신규 계약	19	31	27	49	68	38	45	48	69	84	103	126	126	126	126	126	126	126	126	126
1차 재계약 (1.5배)	-	-	5	15	9	29	47	40	74	102	57	67	71	104	126	154	188	188	188	188
2차 재계약 (2.5배)	-	-	-	-	-	-	-	8	25	15	48	78	10	30	18	58	93	119	173	211
3차 재계약 (3배)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	80	148	205	205
총 계약	19	31	32	64	77	67	91	96	168	202	208	270	273	382	441	433	519	513	635	729

8.7. 과거 LTSA 계약 수주액과 매출 인식

LTSA발 AM 매출					
(million USD)	2021	2022	2023	2024	2025
누적 수주액	50	114	194	357	604
수주잔고	43	96	155	292	484
누적 매출	7	18	39	65	120
연간 신규 수주	50	64	80	163	247
연간 매출 인식	7	18	39	65	120

8.8. LTSA 수주액 안분

LTSA 수주액 매출 안분 비중					
	T	T+1	T+2	T+3	T+4
매출 안분	13%	13%	27%	12%	35%

LTSA 수주액 매출 안분						
(million USD)	신규 수주액	2021	2022	2023	2024	2025
2021	50	7	7	14	6	18
2022	64		8	8	17	8
2023	80			10	10	22
2024	163				21	21
2025	247					32
매출 안분 총합		7	15	32	55	100
실제 LTSA 매출 인식분		7	18	39	65	120

8.9. 사업부별 매출원가 및 판매관리비 추정

핵심사업부 매출원가 및 판매관리비 추정																				
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E		
매출액	837,949	1,039,928	1,199,336	1,423,820	1,537,014	1,735,506	2,004,205	2,425,807	2,891,699	3,314,141	3,745,312	4,269,192	4,838,876	5,492,848	6,152,362	6,968,397	7,762,914	8,344,976		
YoY(%)		24.1%	15.3%	18.7%	8.0%	12.9%	15.5%	21.0%	19.2%	14.6%	13.0%	14.0%	13.3%	13.5%	12.0%	13.3%	11.4%	7.5%		
매출원가	589,523	711,303	782,697	901,541	969,181	1,076,600	1,216,644	1,427,648	1,659,889	1,873,805	2,093,171	2,356,192	2,641,709	2,967,327	3,297,467	3,700,765	4,096,638	4,398,665		
매출원가율(%)	70.4%	68.4%	65.3%	63.3%	63.1%	62.0%	60.7%	58.9%	57.4%	56.5%	55.9%	55.2%	54.6%	54.0%	53.6%	53.1%	52.8%	52.7%		
GPM(%)	29.6%	31.6%	34.7%	36.7%	36.9%	38.0%	39.3%	41.1%	42.6%	43.5%	44.1%	44.8%	45.4%	46.0%	46.4%	46.9%	47.2%	47.3%		
원재료비	398,284	503,630	543,991	645,812	697,154	787,186	909,061	1,100,290	1,311,608	1,503,218	1,698,787	1,936,407	2,194,803	2,491,429	2,790,569	3,160,704	3,521,079	3,785,089		
% of sales	47.5%	48.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%		
인건비	22,371	24,823	26,189	32,926	38,004	43,579	49,701	56,423	63,803	71,907	80,805	90,575	101,303	113,081	126,014	140,215	155,807	172,927		
% of sales	2.7%	2.4%	2.2%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%		
감가상각비	1,124	1,529	1,659	1,402	1,553	1,741	1,583	1,821	1,908	1,982	2,046	2,100	2,138	2,178	2,212	2,242	2,268	2,290		
% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
기타	167,745	181,322	210,858	221,401	232,471	244,094	256,299	269,114	282,570	296,698	311,533	327,110	343,465	360,639	378,670	397,604	417,484	438,358		
% of sales	20.0%	17.4%	17.6%	15.5%	15.1%	14.1%	12.8%	11.1%	9.8%	9.0%	8.3%	7.7%	7.1%	6.6%	6.2%	5.7%	5.4%	5.3%		
판매비와관리비	43,925	56,872	66,594	76,008	84,926	96,391	108,677	125,706	143,597	161,117	179,447	200,342	222,872	249,458	276,244	307,197	339,002	368,269		
판매비율(%)	5.2%	5.5%	5.6%	5.3%	5.5%	5.6%	5.4%	5.2%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%		
OPM(%)	24.4%	26.1%	29.2%	31.3%	31.4%	32.4%	33.9%	36.0%	37.6%	38.6%	39.3%	40.1%	40.8%	41.4%	41.9%	42.5%	42.9%	42.9%		
인건비	22,576	28,310	34,084	40,284	46,215	52,727	59,877	67,727	76,347	85,812	96,204	107,615	120,144	133,901	149,006	165,591	183,802	203,797		
% of sales	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%		
외주용역비	6,820	8,218	7,938	10,754	11,609	13,108	15,138	18,322	21,841	25,032	28,289	32,246	36,548	41,488	46,469	52,633	58,634	63,030		
% of sales	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%		
감가상각비	4,844	5,505	5,879	5,321	5,891	6,806	6,005	6,908	7,238	7,521	7,763	7,970	8,113	8,264	8,395	8,507	8,605	8,691		
% of sales	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%		
기타	9,685	14,840	18,694	19,649	21,211	23,950	27,658	32,748	38,170	42,752	47,191	52,511	58,067	65,804	72,374	80,466	87,961	92,751		
% of sales	1.2%	1.4%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%		

방커링 사업부 매출원가 및 판매관리비 추정																				
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E		
매출액	595,514	705,531	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365	783,365		
YoY(%)		18.5%	11.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
매출원가	568,047	671,979	745,151	746,023	746,125	746,254	746,146	746,308	746,367	746,418	746,462	746,499	746,524	746,552	746,575	746,595	746,613	746,628		
매출원가율(%)	95.4%	95.2%	95.1%	95.2%	95.2%	95.3%	95.2%	95.3%	95.3%	95.3%	95.3%	95.3%	95.3%	95.3%	95.3%	95.3%	95.3%	95.3%		
GPM(%)	4.6%	4.8%	4.9%	4.8%	4.8%	4.7%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%		
원재료비	547,873	649,089	720,696	720,696	720,696	720,696	720,696	720,696	720,696	720,696	720,696	720,696	720,696	720,696	720,696	720,696	720,696	720,696		
% of sales	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%		
인건비	15,240	16,911	17,842	18,888	18,888	18,888	18,888	18,888	18,888	18,888	18,888	18,888	18,888	18,888	18,888	18,888	18,888	18,888		
% of sales	2.6%	2.4%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%		
감가상각비	766	1,041	1,130	955	1,058	1,186	1,078	1,240	1,300	1,350	1,394	1,431	1,457	1,484	1,507	1,527	1,545	1,560		
% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%		
기타	4,169	4,939	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484		
% of sales	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%		
판매비와관리비	27,495	33,574	38,116	35,252	35,640	36,127	35,718	36,333	36,558	36,751	36,916	37,057	37,154	37,257	37,346	37,423	37,489	37,548		
판매비율(%)	4.6%	4.8%	4.9%	4.5%	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%		
OPM(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%		
인건비	15,380	19,286	23,220	20,232	20,232	20,232	20,232	20,232	20,232	20,232	20,232	20,232	20,232	20,232	20,232	20,232	20,232	20,232		
% of sales	2.6%	2.7%	3.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%		
외주용역비	4,646	5,598	5,407	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912		
% of sales	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%		
감가상각비	3,300	3,751	4,005	3,625	4,013	4,500	4,091	4,706	4,931	5,124	5,289	5,430	5,527	5,630	5,719	5,796	5,862	5,921		
% of sales	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%		
기타	4,169	4,939	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484		
% of sales	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%		

8.10. 이자부자산, 이자부부채 추정

이자부자산 추정																			
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	
기말이자발생부자산	95,714	481,418	564,735	732,766	870,851	1,033,804	1,230,469	1,484,931	1,803,586	2,179,699	2,614,393	3,121,319	3,707,163	4,383,774	5,152,547	6,036,629	7,032,758	8,108,922	
원금및원금성자산	95,712	298,466	377,924	545,955	684,041	846,993	1,043,658	1,298,121	1,616,775	1,992,888	2,427,583	2,934,508	3,520,352	4,196,964	4,965,736	5,849,819	6,845,948	7,922,111	
단기금융상품	-	182,950	186,250	186,250	186,250	186,250	186,250	186,250	186,250	186,250	186,250	186,250	186,250	186,250	186,250	186,250	186,250	186,250	
장기금융상품	2	2	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	
평균이자발생부자산	79,632	288,566	523,076	648,750	801,809	952,328	1,132,136	1,357,700	1,644,258	1,991,642	2,397,046	2,867,856	3,414,241	4,045,469	4,768,161	5,594,588	6,534,694	7,570,840	
이자수익	2,344	11,798	15,942	18,974	24,620	29,260	34,735	41,342	49,892	60,598	73,235	87,840	104,872	124,556	147,289	173,119	202,823	236,292	
유효이자율(%)	2.9%	4.1%	3.0%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	
이자부부채 추정																			
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	
기말이자부부채	145,791	20,552	17,912	17,104	16,595	16,276	16,075	15,948	15,869	15,819	15,787	15,768	15,755	15,747	15,742	15,739	15,737	15,736	
단기금융부채	127,956	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
유동리스부채	6,000	8,088	7,981	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
비유동리스부채	11,835	12,464	9,932	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
평균이자부부채	120,486	83,172	19,232	17,508	16,850	16,436	16,175	16,012	15,909	15,844	15,803	15,777	15,761	15,751	15,745	15,741	15,738	15,737	
이자비용	6,163	4,547	1,060	939	904	882	868	859	853	850	848	846	846	845	845	844	844	844	
유효이자율(%)	5.1%	5.5%	5.5%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	

8.11. 기타손익 추정

기타손익																			
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	
기타수익	779	752	1,130	639	639	639	639	639	639	639	639	639	639	639	639	639	639	639	
수입임대료	312	294	313	307	307	307	307	307	307	307	307	307	307	307	307	307	307	307	
유형자산처분이익	5	2	16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
무형자산처분이익	-	-	134	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
관계기업/공동기업투자처분	-	-	7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
기타대손충당금환입	44	29	15	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	
사용권자산처분이익	-	5	343	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
확장계약평가이익	-	218	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
접이익	417	203	288	303	303	303	303	303	303	303	303	303	303	303	303	303	303	303	
기타비용	1,341	3,621	4,392	2,954	2,954	2,954	2,954	2,954	2,954	2,954	2,954	2,954	2,954	2,954	2,954	2,954	2,954	2,954	
지급수수료	248	457	371	358	358	358	358	358	358	358	358	358	358	358	358	358	358	358	
확장계약평가손실	-	1	127	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
유형자산처분손실	146	107	26	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
기타대손상각비	81	-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
기부금	806	2,628	3,859	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	
사용권자산처분손실	-	4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
잡손실	60	424	8	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164	

8.12. NOA, IBD

HD현대마린솔루션 NOA			HD현대마린솔루션 IBD		
(단위 : 백만 원)	2024	2025	(단위 : 백만 원)	2024	2025
관계기업투자	2,762	2,601	단기금융부채	-	-
유동파생상품자산	-	85	유동리스부채	8,088	7,981
비유동파생상품자산	-	42	비유동리스부채	12,464	9,932
합계	2,762	2,728	합계	20,552	17,912

8.13. PER 밴드



Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.