

# HD현대마린솔루션 (443060)



김용민 조선/자동차  
yongmin.kim@yuantakorea.com

## Everllence 인수에서 드러나는 AM의 가치

### Bain Capital, CVC와 EQT를 제치고 Everllence 지분 51% 인수

기사에 따르면 Volkswagen이 보유한 Everllence 지분 51%를 74억 유로 (한화 약 13조)에 인수. Everllence는 글로벌 선박 추진엔진 라이선스 시장 점유율 80%를 차지. Bain은 인수 이후 AM서비스, 탈탄소 연료 플랫폼, 데이터센터항 발전엔진 시장 확장을 목표로 함.

### Bain이 키우고 싶은 사업 = 동사가 잘하고 있는 사업

Everllence의 사업부문별 (OEM, 라이선스, AM) 매출과 손익은 공개되지 않으나, Bain이 확장을 노리는 사업들이 HD현대 그룹 내에서 동사가 집중하고 있는 사업과 동일. 특히, HD현대그룹의 2/4행정 DF 엔진 OEM 시장 점유율은 각 39%, 51%로 글로벌 선박 엔진 시장 1위. 반면 Everllence의 OEM 시장 점유율은 0%/10%미만 수준으로 추정.

### DC항 발전엔진 사업으로 OEM 중요성 부각, 이것이 AM으로 lock-in

AI 데이터센터항 4행정 발전엔진 사업의 핵심은 생산 병목을 놓치지 않는 적시성이며, 이에 따라 국내 선박엔진 제작업체들은 생산능력 증설을 고려/이행하고 있음. Bain의 Everllence 인수가 중장기 선박 AM과 DC항 중속엔진 사업의 성장성에 대한 확신을 기반으로 이뤄졌다면, 해당 사업의 생애주기 기반 이익이 발생하는 동사의 AM사업 프리미엄 정당화 가능.

### 투자의견 BUY, 목표주가 433,000원 유지

목표주가 산정 방식은 이전과 동일한 SOTP 유지. 목표주가와 현재 주가의 괴리는 1) MSCI 지수 편출로 인한 기술적 수급, 2) 동사와 무관한 업종내 방산부문 업데이트 부재로 인한 전체적 주가 조정, 3) DC항 발전엔진 AM사업의 중장기 사업가치가 반영되지 않았기 때문이라 판단. 향후 1) 현대중공업 중속엔진 증설 및 DC항 엔진수주, 2) 연중 FSRU 수주, 3) 박용엔진 AM매출 상승세 확인이 주가상승의 주요 트리거가 될 것. Bain의 Everllence 인수는 AM사업의 향후 이익 성장성의 방증이며, 동사를 Sector top pick으로 유지.

**BUY (M)**

**목표주가 433,000원 (M)**

직일 목표주가 **433,000원**

현재주가 (6/26) **216,500원**

상승여력 **100%**

시가총액	97,064억원
총발행주식수	44,833,460주
60일 평균 거래대금	732억원
60일 평균 거래량	317,619주
52주 고/저	280,500원 / 159,100원
외인지분율	29.26%
배당수익률	2.04%
주요주주	에이치디현대 외 3인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(15.6)	21.0	8.0
상대	(19.2)	(21.4)	(60.5)
절대 (달러환산)	(17.1)	19.0	(4.4)

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	653	39.6	13.6	607	7.6
영업이익	117	40.9	25.2	108	8.7
세전계속사업이익	117	71.3	-2.2	113	3.3
지배순이익	94	77.4	-4.2	87	8.2
영업이익률 (%)	17.9	+0.2 %pt	+1.6 %pt	17.7	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	14.4	+3.1 %pt	-2.7 %pt	14.3	+0.1 %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	26.6	20.5
PBR	7.6	10.1	9.6	8.7
EV/EBITDA	19.0	21.4	19.0	14.3
ROE	45.0	33.7	39.8	44.4

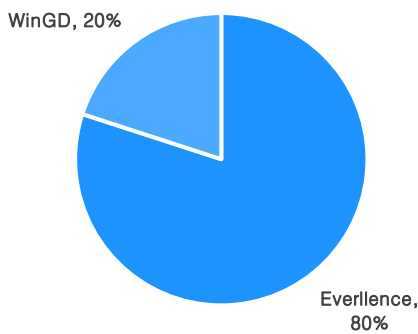
자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

## Bain Capital이 인수한 Everllence는?

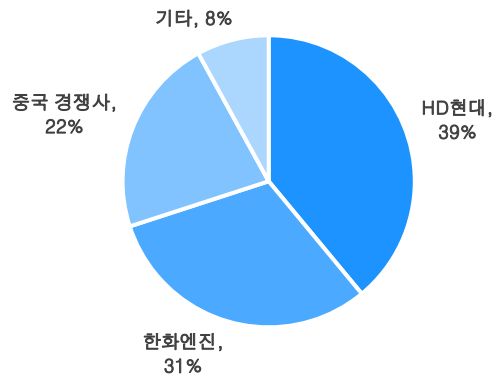
Everllence (과거 MAN ES)는 2행정 선박 엔진 라이선스 사업의 독보적 리더이다. 글로벌 선박용 2행정(저속) 엔진 중 80%는 Everllence의 라이선스에 기반하며, 나머지 20%는 WinGD의 라이선스이다. 그러나 실질적 엔진 OEM 시장에는 참여하지 않으며, 국내 선박엔진 제조업체들이 글로벌 시장의 70%를 차지하고 있다.

선박용 2행정 엔진 라이선스 시장 점유율



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

선박용 2행정 엔진 OEM 시장 점유율



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

Bain이 원하는 Everllence 인수 이후의 성장 방향성은 1) Installed customer base (기존 엔진 장착 고객)을 활용한 **AM서비스 확대**, 2) 대체연료 플랫폼 개발 지속, 3) 데이터센터 및 산업 인프라용 Behind-the-meter (BTM) **발전 시장의 성장 기회** 확보이다.

Everllence와 동사는 공통적으로 AM사업에서 경쟁한다. 2행정 엔진 AM시장에서 Everllence의 강점은 라이선스 점유율 80%에 있으며, 동사의 경쟁력은 HD현대그룹의 DF OEM 점유율 39% (최근4년 기준 45%)에 있다. Everllence는 2행정 엔진 OEM 사업을 영위하지 않기 때문에 동사와 같은 AM parts 외주생산 이후 서비스 제공의 형태로 사업을 영위한다. 4행정 중속엔진은 Everllence와 HD현대 모두 라이선스를 보유하며 OEM과 AM 전 부문에서 경쟁이 가능하다. 그러나, DF엔진 기준 HD현대그룹의 점유율은 51% (최근4년 기준 60%)로 압도적으로 높다.

Everllence 와 HD 현대 그룹의 2 행정, 4 행정 엔진 사업 비교

2행정	Everllence	HD 현대	4행정	Everllence	HD 현대
라이선스	O	X	라이선스	O	O
OEM	X	HD 현대중공업	OEM	O	HD 현대중공업
AM	O	<b>HD 현대마린솔루션</b>	AM	O	<b>HD 현대마린솔루션</b>
라이선스 점유율	80%	0%	라이선스 점유율	8%	<b>51%</b>
OEM 점유율*	0%	<b>39%</b>	OEM 점유율*	8%+α	<b>51%</b>

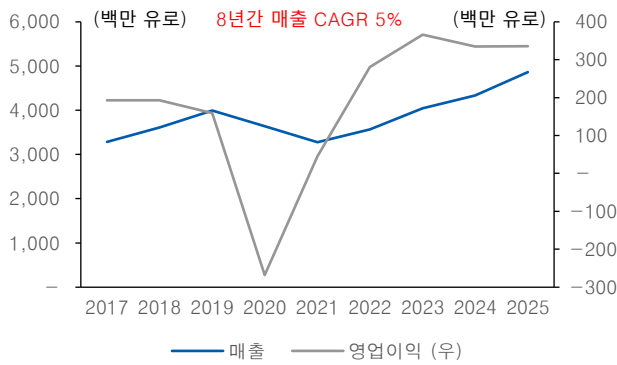
자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션, 주: OEM 점유율의 경우 DF 엔진 기준

## Everllence의 성장판은 열려 있을까?

앞서 언급한 것처럼 Everllence는 4행정 중속엔진만 제조하고 있으며, 2행정 엔진의 경우 완전한 라이선스 사업을 영위한다. 따라서 대부분의 매출은 라이선스 로열티+AM사업에서 발생할 것이며, 이에 대한 성장성 또한 동사 대비 제한적이다.

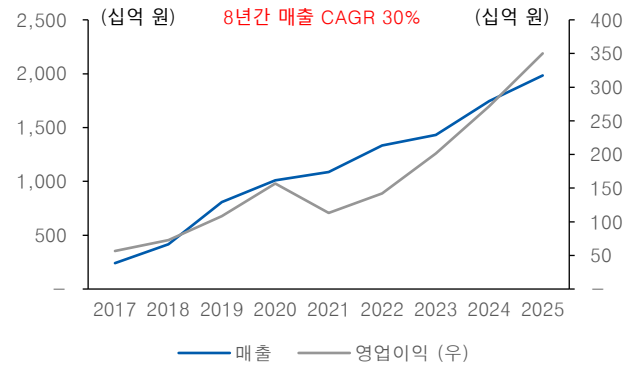
Bain의 인수 이후 AM사업과 데이터센터향 중속엔진 사업의 추가 성장이 가능할 수는 있겠으나, 이에 대해서는 대규모 제조시설의 부재가 가장 큰 장애물이 될 것이라 예상한다. 이에 반해, 동사의 경우 글로벌 엔진 OEM에서 2, 4행정 모두 점유율 1위를 보유한 HD현대중공업의 엔진사업부의 생산능력 (그리고 이에 대한 AM 사업 독점)에 기반하여 향후 지속적 성장을 예상한다.

Everllence: 연간 매출과 영업이익



자료: 유안타증권 리서치센터, Volkswagen, 주: VW의 Power Engineering 부문 인용

HD 현대마린솔루션: 연간 매출과 영업이익



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

### HD 현대마린솔루션: 밸류에이션 및 목표주가

	기존사업	FY26F	FY27F	FY28F
지배주주순이익 (십억 원)		365	473	614
Target P/E (배)			30	
FY26-28F 평균 순이익 기반 적정가치 (십억 원)			14,518	
데이터센터향 엔진 AM				
30년간 명목배당금 (십억 원)			9,697	
7% 할인율 적용한 배당금의 현재가치 (십억 원)			2,576	
Terminal Value의 현재가치 (십억 원)			2,339	
데이터센터 엔진 AM 사업가치 (십억 원)			4,915	
기존사업 가치 + 신사업 가치 (십억 원)			19,433	
발행주식수 (천 주)			44,831	
목표주가 (원)			433,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

## 글로벌 PE가 AM에 목매는 이유: 생애주기 이익

역설적으로, Bain이 엔진 생산능력 관점에서 성장여력이 매우 제한적인 Everllence를 인수했다는 것은 향후 2행정 선박엔진과 4행정 발전엔진 모두 AM사업에서 발생하는 이익에 대한 높은 프리미엄을 부여했다는 것을 의미한다.

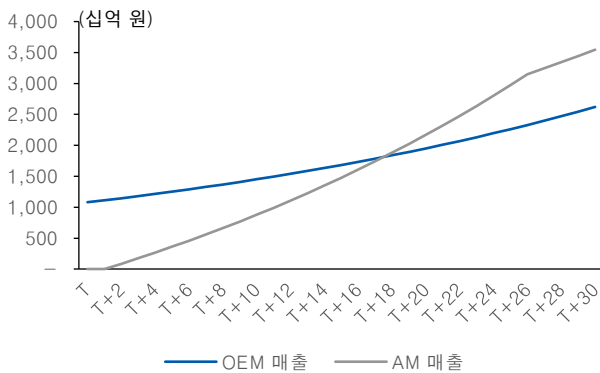
아래는 HD현대그룹이 향후 데이터센터향 발전엔진 생산능력 1.2GWh를 확보한다는 전제 하에 당사의 시나리오 분석을 통한 OEM-AM 사업자간 증장기 매출과 영업이익 비교이다. 사업 초기에는 매출과 이익 모두 OEM에서 크게 발생하나, OE 인도량의 누적에 따라 AM부문의 이익이 증장기적으로 OEM을 추월하게 된다.

AI 데이터센터향 발전엔진 사업 시나리오

고려 요소	단위	Base	Bull	Bear
데이터센터향 엔진 OEM 생산능력	MW/년	1,200	1,200	1,200
MW 당 엔진 가격	십억 원	0.9	0.9	0.9
초기 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	%	25%	30%	20%
AM 영업이익률	%	40%	50%	30%

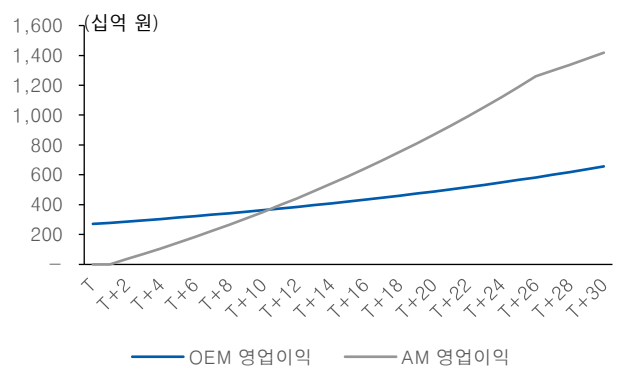
자료: 유안타증권 리서치센터

Base-case 기준 데이터센터향 엔진 OEM 과 AM 매출 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

Base-case 기준 데이터센터향 엔진 OEM 과 AM 영업이익 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

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

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
매출충이익	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

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

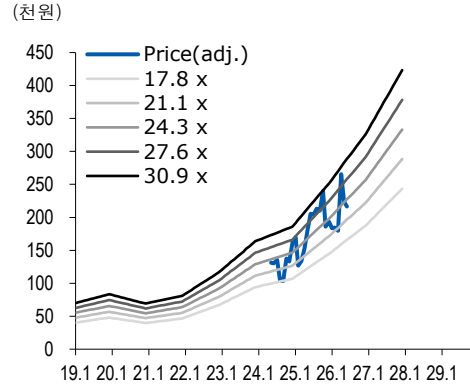
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

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 지분관련 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

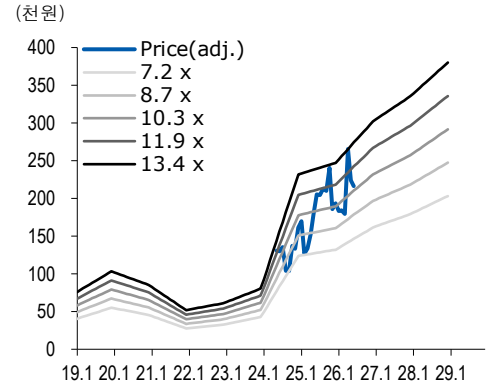
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	5,302	6,013	8,137	10,548	13,699
BPS	17,255	18,396	22,508	24,980	28,304
EBITDAPS	6,595	8,093	10,627	13,997	17,968
SPS	40,599	44,228	54,381	61,531	74,258
DPS	3,150	3,950	8,000	10,300	0
PER	24.8	30.8	26.6	20.5	15.8
PBR	7.6	10.1	9.6	8.7	7.6
EV/EBITDA	19.0	21.4	19.0	14.3	11.0
PSR	3.2	4.2	4.0	3.5	2.9

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

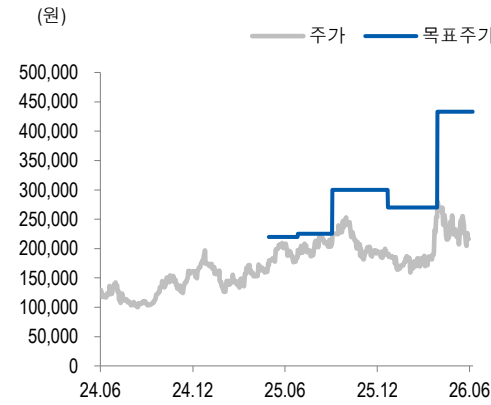
P/E band chart



P/B band chart



HD 현대마린솔루션 (443060) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-06-29	BUY	433,000	1년		
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	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.9
Hold(중립)	5.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-06-29

※ 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 대법인의 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.