

HD현대마린솔루션 (443060)

사촌이 땅을 사면 배가...부르다?

HD현대중공업 증설공시 이후 주가 상승폭 확대

HD현대중공업 (현중)은 부지 포함 8,300억을 투자하여 28년 5월 준공을 목표로 대출력 발전엔진 생산능력확충계획을 발표. 현존 현중+HD현대엔진 (현엔) 0.7GW에서 FY30F 현중 3GW, 현엔 1GW 생산능력 확보를 통해 연간 4GW의 그룹사 육상발전용 엔진 생산능력 확보 계획. 공시 이후 오히려 동사의 주가 상승폭이 더 큰 상황.

땅 사고 공장 가동은 현중이 하는데, 왜 주가는?

HD현대중공업은 연간 4GW의 OEM 매출 및 이익을 FY30F부터 본격 반영할 것이나, 동사는 FY32~33F부터 엔진 인도물량에 대한 AM 매출 및 이익을 인식. OEM과 차별화되는 AM의 장점은 매년 가동엔진 물량 (Units in Operation, UIO)의 증가에 따른 이익의 상승곡선이 차별화될 수 있다는 것.

보수적 배당할인 밸류에이션으로도 육상발전 엔진 AM가치 5.5조

5.5조원의 사업가치 산정에는 Base-case (AM 영업이익률 40%, 엔진 및 AM 가격 인상 없음) 영업이익에 25%의 세율을 적용, 매년 발생하는 순이익의 70%를 배당한다는 전제가 있으며, 이를 보수적이라 판단하는 근거는 1) 현금흐름할인 (DCF)가 아닌 배당할인모형을 적용했으며, 2) 자기자본비용 9%, 영구성장률 0%라는 보수적 기준을 적용했기 때문.

투자의견 BUY, DC항 사업 관점 업종내 Top pick 유지

목표주가 448,000원으로 상향하며 국내 조선업종내 AIDC항 발전엔진 사업의 최대 수혜주가 동사라는 의견 유지. 이익발생 시점이 OEM 대비 2~3년 늦으며 중장기 이익으로 분산된다는 상대적 약점은 존재하나, 반대로 중장기 투자의 관점에서 AM이라는 유일무이한 사업 모델이 동사의 기업가치 재평가를 가능케 하는 근거.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **448,000원 (U)**

직전 목표주가 **412,000원**

현재주가 (9/11) **247,000원**

상승여력 **81%**

시가총액	110,739억원
총발행주식수	44,833,460주
60일 평균 거래대금	263억원
60일 평균 거래량	125,968주
52주 고/저	280,500원 / 159,100원
외인지분율	30.37%
배당수익률	2.04%
주요주주	에이치디현대 외 3인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	23.5	0.6	12.5
상대	13.4	13.0	(45.5)
절대 (달러환산)	29.9	14.3	16.4

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	603	17.5	3.9	589	2.4
영업이익	120	27.9	22.6	106	12.7
세전계속사업이익	132	26.1	21.5	113	16.7
지배순이익	94	18.4	13.8	84	12.4
영업이익률 (%)	19.8	+1.6 %pt	+3.0 %pt	18.0	+1.8 %pt
지배순이익률 (%)	15.7	+0.2 %pt	+1.4 %pt	14.3	+1.4 %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	30.4	23.4
PBR	7.6	10.1	11.0	9.9
EV/EBITDA	19.0	21.4	21.8	16.5
ROE	45.0	33.7	39.8	44.4

자료: 유안타증권

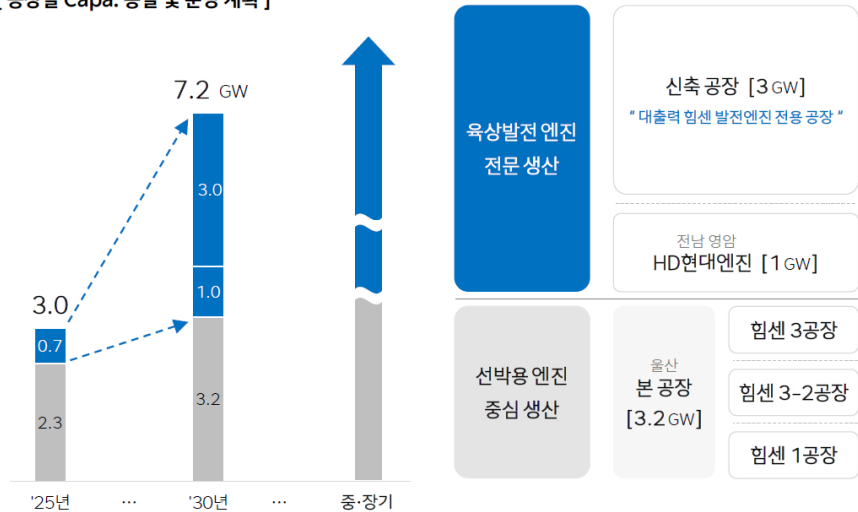
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

기다리고 기다리던 증설, 3GW 순증에 도합 4GW 규모

9월 10일 HD현대중공업 (현중)은 공시를 통해 8,336억 원 규모 (부지 포함)의 투자를 공시. 대출력 발전엔진 생산 능력 확충은 27년 2월까지 인허가 취득후 28년 5월 공장 준공 예정이다. 이를 통해 현중은 신축공장에 3GW 규모의 힘센 발전엔진 전용 공장을, HD현대엔진 (현엔)은 1GW 규모의 생산능력 확보, 기존 선박용 엔진은 울산 본공장의 기존 생산시설에 집중한다.

HD 현대중공업 힘센엔진 공장 증설 및 운영 계획

[공장별 Capa. 증설 및 운영 계획]

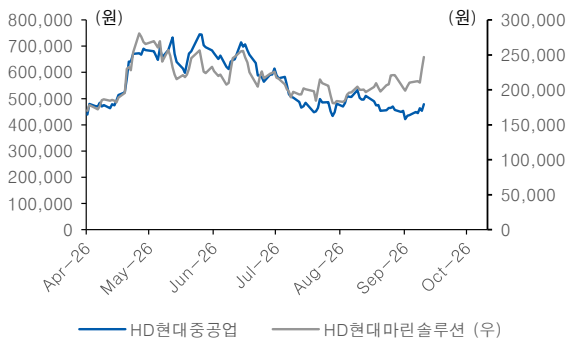


자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대중공업

공장은 현중이 올리는데 주가는 왜 마술이?

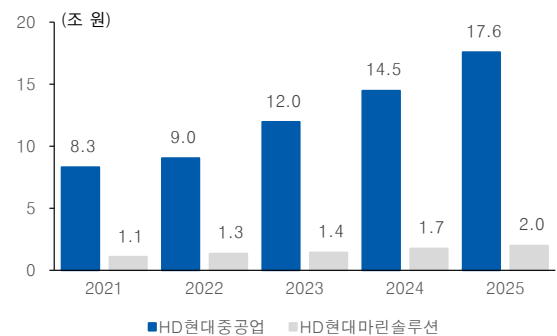
9월 9일 종가 대비 현중 주가는 +3.3%인 반면, 동사의 주가는 +17.3%를 기록했다. 가장 눈에 띄는 차이점은 현대중공업의 전사 매출규모가 동사 대비 FY25기준 8배 이상 높기 때문이다. 신사업에서 발생하는 매출과 이익의 규모가 생산시설을 점유한 현중에 초반 집중될 것은 분명하나, 그럼에도 기존 영위하는 사업의 큰 규모에서 발생하는 희석이 주가 관점에서도 발생한다.

최근 차별화된 주가 추이를 보이는 HD 현대중공업과 동사



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

일차적인 이유는 전사 매출 규모의 차이에 따른 신사업 레버리지 희석



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

다시 한 번 짚고 가는 AM의 가치

4월 23일 발간한 [보고서](#)와 같이 AM의 가치에 대해 집중한다면 단순 이익기여 폭 이상의 수혜가 동사에 집중될 것이다. 공장 준공 확보 이후 발전용 엔진 매출은 현중 (OEM)에 귀속되겠지만, OEM과 차별화되는 AM의 장점은 **매년 가동엔진 물량 (Units in Operation, UIO)의 증가에 따른 이익의 상승곡선이 차별화될 수 있다**는 것이다. FY30F 도합 4GW의 생산능력이 확보된다는 전제 하의 OEM과 AM의 매출과 영업이익 예상치는 시나리오에 아래와 같다.

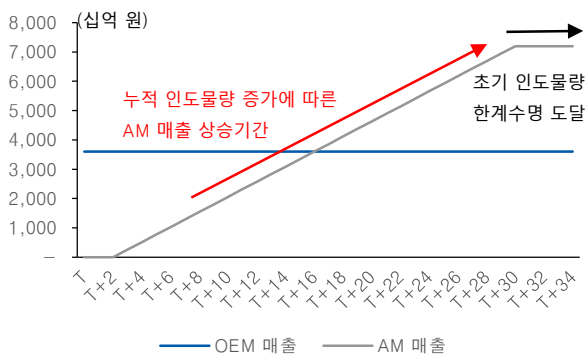
FY30F 연간 발전엔진 생산능력 4GW 확보시, 시나리오별 전제 요소

고려 요소	단위	Base	Bull	Bear
초기 OEM 매출 (T 기)	십억 원	3,600	4,000	3,200
OEM 연간 매출 성장률	%	0%	3%	-3%
AM 개시 시차 (T+n 기)	년	2.5	2	3
AM 매출률 (연간, OE 가격 대비)	%	7%	10%	5%
AM 매출 지속 기간	년	28	33	23
OEM 영업이익률	%	30%	35%	25%
AM 영업이익률	%	40%	45%	35%

자료: 유안타증권 리서치센터

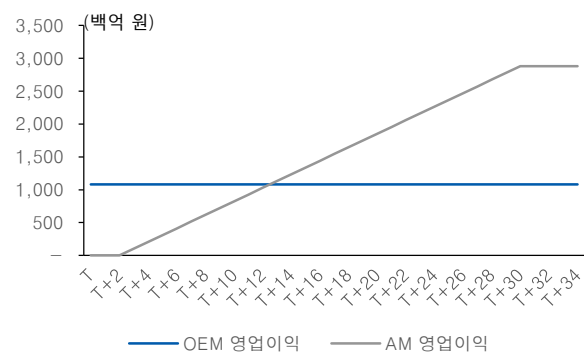
시나리오별 가장 큰 차이점은 엔진의 가격의 향후 상승/하락 여부이다. AIDC 발전수요의 변화에 따라 엔진의 판매가격의 향후 방향성이 정해질 것이다. 그럼에도, 모든 시나리오에서 AM의 중장기 매출 및 영업이익의 규모가 특정 시점부터 OEM을 앞선다.

Base case: 엔진 가격 변동 없을 경우 연간 매출 예상치



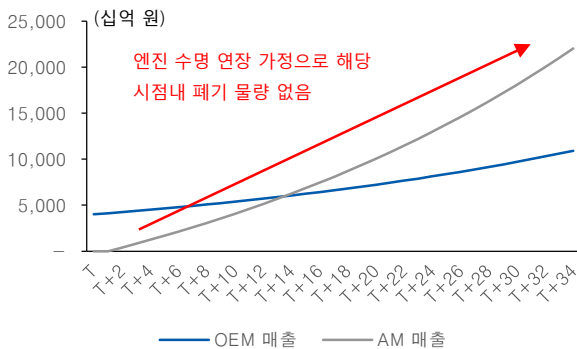
자료: 유안타증권 리서치센터

Base case: 엔진 가격 변동 없을 경우 연간 영업이익 예상치



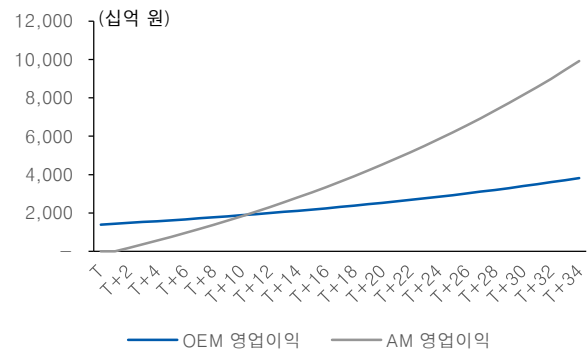
자료: 유안타증권 리서치센터

Bull case: 엔진 가격 상승, 엔진 수명 연장될 경우 연간 매출 예상치



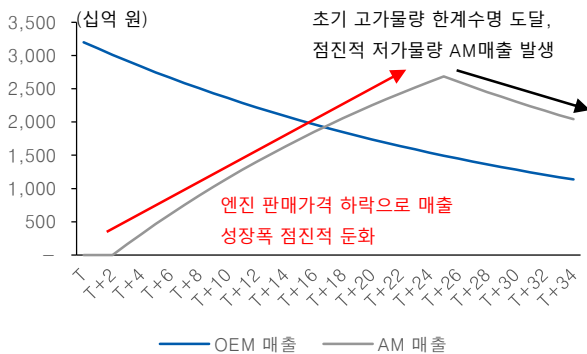
자료: 유안타증권 리서치센터

Bull case: 엔진 가격 상승, 엔진 수명 연장할 경우 연간 영업이익 예상치



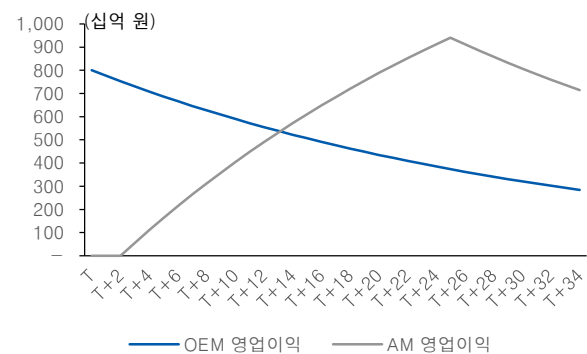
자료: 유안타증권 리서치센터

Bear case: 엔진 가격 하락, 엔진 수명 축소될 경우 연간 매출 예상치



자료: 유안타증권 리서치센터

Bear case: 엔진 가격 하락, 엔진 수명 축소될 경우 연간 영업이익 예상치



자료: 유안타증권 리서치센터

결국 미래시점 발생이익에 대한 적정가치를 주가에 반영해 주어야 한다면, 조금 더 늦게 발생하더라도 더 크고, 길게 발생하는 이익은 AM에 귀속된다.

신규 생산능력에서 발생하는 보수적 AM 사업가치 5.5조

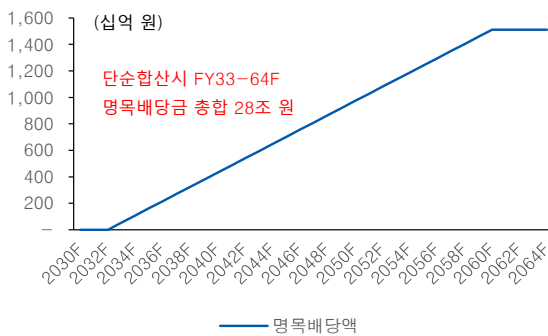
이전과 마찬가지로, 해당 증설로 인한 이익은 발생기간이 매우 길기에 배당할인모형을 통한 적정가치를 도출한다. 5.5조원의 사업가치 산정에는 Base-case 기준 (AM 영업이익률 40%, 엔진 및 AM 가격 인상 없음) 발생하는 영업이익에 25%의 세율을 적용, 매년 발생하는 순이익의 70%를 배당한다는 전제가 있으며, 보수적으로 보는 근거는 1) 현금흐름할인 (DCF)가 아닌 배당할인모형을 적용했으며, 2) 자기자본비용 9%, 영구성장률 0%라는 보수적 기준을 적용했기 때문이다.

현대중공업 4GW 증설에서 발생하는 동사의 영업이익에 대한 배당금 변환 전제

법인세율	25.0%
자기자본비용	9.0%
영구성장률	0%
배당성향	70%

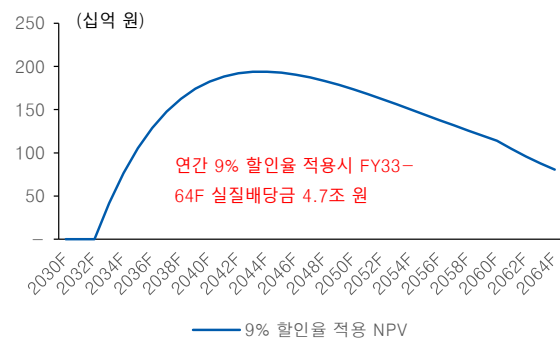
자료: 유안타증권 리서치센터

매년 발생하는 배당금의 FY33-64F 총합은 28 조 원



자료: 유안타증권 리서치센터

연간 9% 할인율 적용시 동일기간 실질배당금 4.7 조 원, Terminal Value 는 9 천억



자료: 유안타증권 리서치센터

HD 현대마린솔루션: 밸류에이션 및 적정가치

	FY26F	FY27F	FY28F
지배주주순이익 (십억 원)	365	473	614
Target P/E (x)			30
FY26-28F 평균 순이익 기반 적정가치 (십억 원)			14,518
데이터센터향 엔진 AM (4GW, FY30F 부터)			
7% 할인율 적용한 배당금의 현재가치 (십억 원)			4,671
Terminal Value 의 현재가치 (십억 원)			897
데이터센터 엔진 AM 사업가치 (십억 원)			5,569
기존사업 가치 + 신사업 가치 (십억 원)			20,087
기말발행주식수 (백만 주)			45
목표주가 (원)			448,000

자료: 유안타증권 리서치센터

HD 현대마린솔루션: 분기별 및 연간 실적 예상

(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	486	468	513	516	575	580	603	680	1,983	2,438	2,759
yoy	26.8%	6.8%	11.3%	11.4%	18.3%	24.1%	17.5%	31.7%	13.6%	23.0%	13.1%
영업이익	83	83	94	91	93	98	120	147	350	458	609
yoy	61.3%	16.9%	12.3%	37.5%	12.5%	17.6%	27.9%	62.6%	28.9%	30.8%	33.0%
영업이익률	17.1%	17.7%	18.2%	17.5%	16.3%	16.8%	19.8%	21.7%	17.7%	18.8%	22.1%

자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	247	324	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

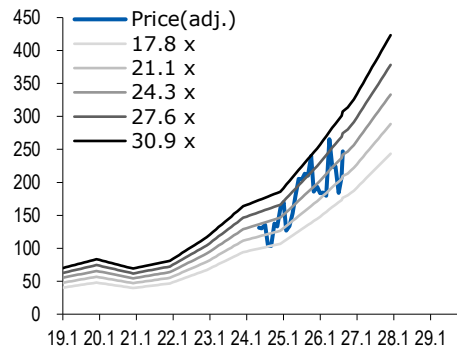
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,076	1,187	1,389	1,525	1,722
현금및현금성자산	298	378	488	536	631
매출채권 및 기타채권	263	318	376	435	506
재고자산	273	271	292	301	310
비유동자산	77	86	90	90	83
유형자산	20	30	34	34	26
관계기업 등 자본관련 자산	3	3	3	3	3
기타투자자산	0	1	1	1	1
자산총계	1,152	1,272	1,479	1,615	1,805
유동부채	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	30.4	23.4	18.0
PBR	7.6	10.1	11.0	9.9	8.7
EV/EBITDA	19.0	21.4	21.8	16.5	12.7
PSR	3.2	4.2	4.5	4.0	3.3

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

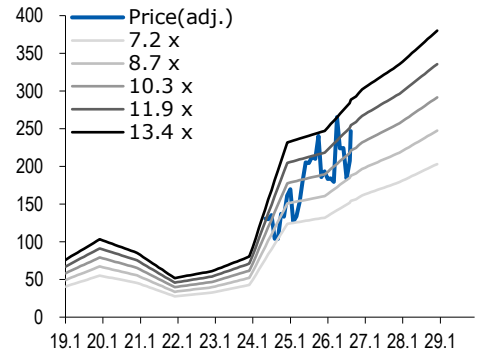
P/E band chart

(천원)



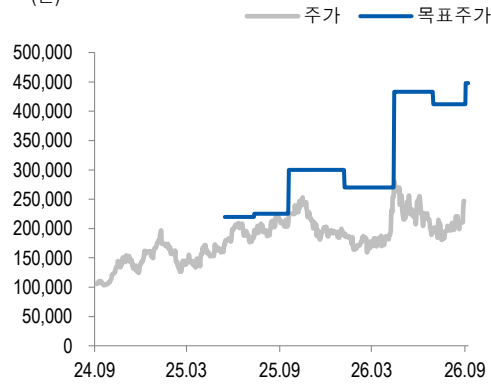
P/B band chart

(천원)



HD현대마린솔루션 (443060) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-09-14	BUY	448,000	1년		
2026-07-13	BUY	412,000	1년	-50.70	-40.05
2026-04-27	BUY	433,000	1년	-46.66	-36.26
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)	96.8
Hold(중립)	3.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-09-14

※ 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.