EARNINGS REVIEW

24 Oct. 2024

최광식 조선 · 기계 · 방산 | gs.choie@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

HD현대마린솔루션 (443060)

기대보다 Himsen 성장, D/F 확대 초입

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	200,000	173,000	상향
Earnings			상향

Stock Information	
현재가 (10/23)	126,900원
예상 주가상승률	57.6%
시가총액	56,407억원
비중(KOSPI내)	0.27%
발행주식수	44,450천주
52주 최저가/최고가	100,100 - 205,500원
90일 일평균거래대금	205억원
외국인 지분율	2.7%
주요주주지분율(%)	
에이치디현대 (외 5인)	80.0
국민연금공단 (외 1인)	6.2
HD현대마린솔루션 우리사주 (외 1인)	3.7

Valuation wide	2023	2024E	2025E
PER(배)	0.0	25.4	18.9
PBR(배)	0.0	7.7	6.2
EV/EBITDA(배)	0.2	18.4	13.6
배당수익률(%)	0.0	2.5	3.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	14.4			
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	14.5			

Issue

3Q24 어닝 서프라이즈, 적정주가 20만원으로 상향

Pitch

어닝 서프라이즈는 고가 및 고수익의 D/F(힘센엔진) 부품 때문. 동사의 서비스 선박의 **D/F 비중은 9%에 불과해서 HD한국조선해양 잔고에서 D/F 비중 58%까지** 성장은 한참 남음. 락업 해제도 악재/부담 해소로 판단

Rationale

- 3Q24에 매출 4,613억원(YoY +29% QoQ +5%), 영업이익 834억원(+66%, +17%), OPM 18.1%(+4.1%p, +1.9%p), 지배주주순이익 585억원(+44%, +3%)의 서프라이즈를 시현. 벙커링을 제외한 **핵심사업(AM, 친환경, 디지털)의 영업이익률이 29.6%(QoQ +2.5%p)로 더 좋아**졌는데, 이는 1) 엔진부품의 매출 비중이 33%로 전분기대비 5%p 늘었고, 2) 엔진 안에서도 **D/F 엔진 비중이 확대**되었기 때문이라는 안내
- **D/F 엔진 부품의 단가는 컨벤셔널에 비해 50% 가량 높다**는 안내. 비단 가격뿐 아니라 독자기술 라이센스의 **힘센엔진에서 높은 수익성**을 보이고 있는 것으로 판단. 동사는 2024년에 1분기부터 3분기까지 매출이 19% ~ 29% 늘고 있는데 반해, **EPS는 각각 40% 안팎으로 더 강력히 성장**하고 있는 것이 그 반증
- 당사가 주장한 1) 서비스 대상 선복의 지속적인 성장뿐 아니라, 2) 카본중립을 향한 선대의 D/F로의 전환에서 더 큰 수혜를 보여 과거의 CAGR +10%대 더 높은 성장세를 이어갈 것이라는 투자 포인트를 재확인. 현재 동사가 **서비스하는 선박 중 D/F 비중은 9%에 불과**. HD한국조선해양이 보유한 잔고에서 D/F는 259척, **비중은 58%에 달함**
- 2024~2026년 EPS를 15~29% 올리고, FWD 3년에서 FWD 2년으로 줄이지만, 적정PER 30배(유지)에서 동사의 **적정주가를 20만원으로 상향**. 배당성향 63% 가정하고 연간 DPS 3,150원(배당수익률 2.5%)로 올림
- 11월 8일, 6개월 락업 물량은 수급 부담보다는 악재 해소로 작동할 것으로 짐작. KKR은 롱 펀드 중심으로 블록딜을 진행 중인 것으로 안내

3Q24 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2024.09(P)	2024.09(E)	vs Chg	2024.09(E)	vs Con	2023.09(A)	YoY	2023.06(A)	QoQ
매출액	461.3	375.1	23.0	375.1	23.0	358.6	28.6	437.9	5.4
영업이익	83.4	57.5	45.0	57.5	45.0	50.2	66.1	71.0	17.5
지배주주순이익	58.5	42.7	37.0	42.7	37.0	40.6	44.1	56.7	3.2
OPM	18.1%	15.3%	2.8%p	15.3%	2.8%p	14.0%	4.1%p	16.2%	1.9%p
NIM	12.7%	11.4%	1.3%p	11.4%	1.3%p	11.3%	1.4%p	12.9%	-0.3%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

적정주가 20만원으로 상향

Fig. 1: FWD 3년에서 2년으로 줄이고도, 기존 적정PER 30배 하에서 적정주가를 20만원으로 +16% 상향 (원, 배수)

PER Valuation	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)				40	44	44	44	44
					5월 상장 ↑			
EPS				3,778	4,998	6,709	8,133	9,387
PER(고)					41.5			
PER(저)					19.9			
적정PER					30	30	30	30
현재PER					25.4	18.9	15.6	13.5
주당 적정가치					149,930	201,260	243,990	281,610
Weight					*25%*	*50%*	*25%*	
주당 적정가치(FWD 2년)					199,110			
적정주가					200,000			
종가(10월 23일)					126,900			
상승여력					57.6%			
적정 시가총액(조원)					8.9			

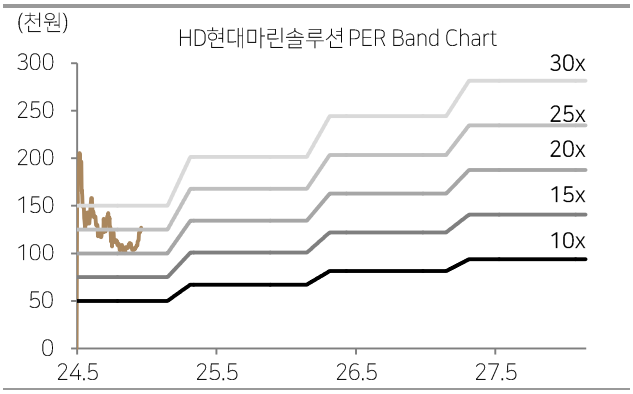
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 3Q24의 OPM 18.1%, 핵심사업 29.6%에 맞추어 실적 예상치를 상향 (십억원)

	변경 후			변경 전			차이(변경 후/변경 전)		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,742	2,113	2,394	1,617	1,841	2,044	8%	15%	17%
영업이익	**289**	**393**	**478**	**246**	**313**	**379**	**17%**	**26%**	**26%**
영업외	6	5	4	10	-2	-5			
세전이익	294	398	482	256	310	373	15%	28%	29%
지배주주 순이익	222	298	362	193	233	280	15%	28%	29%
YoY	*47%*	*34%*	*21%*	*28%*	*21%*	*20%*			
영업이익률	*16.6%*	*18.6%*	*20.0%*	*15.2%*	*17.0%*	*18.5%*	*1.3%p*	*1.6%p*	*1.4%p*
순이익률	*12.7%*	*14.1%*	*15.1%*	*11.9%*	*12.6%*	*13.7%*	*0.8%p*	*1.5%p*	*1.4%p*
AM솔루션									
매출액	813	1,066	1,279	754	911	1,047	8%	17%	22%
영업이익	268	358	430	227	279	331	18%	28%	30%
영업이익률	*33.0%*	*33.6%*	*33.6%*	*30.0%*	*30.6%*	*31.6%*	*2.9%p*	*3.0%p*	*2.0%p*
친환경개조									
매출액	158	250	300	150	250	300	6%	0%	0%
영업이익	7	19	29	7	19	29	6%	0%	0%
영업이익률	*4.6%*	*7.6%*	*9.6%*	*4.5%*	*7.6%*	*9.6%*	*0.0%p*	*0.0%p*	*0.0%p*

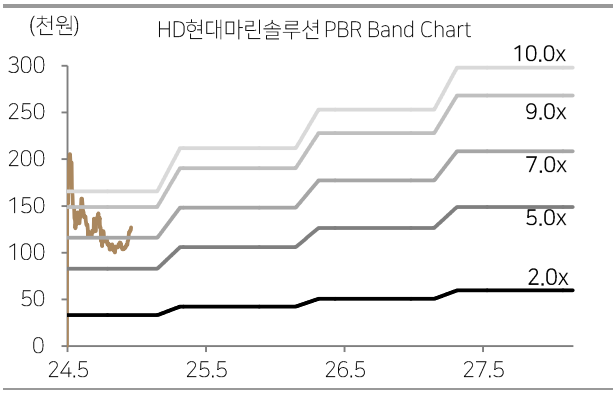
Source: 다올투자증권

Fig. 3: HD현대마린솔루션 PER



Source: 다올투자증권

Fig. 4: HD현대마린솔루션 PBR



Source: 다올투자증권

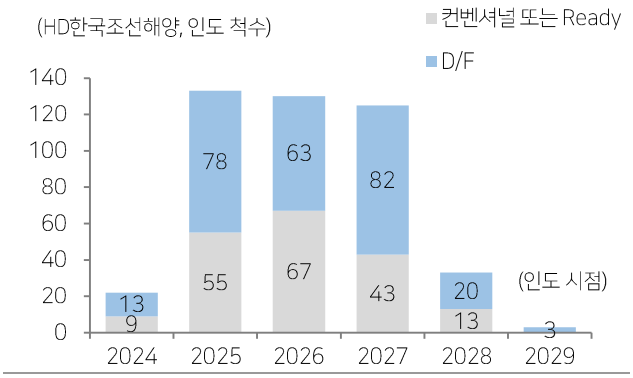
힘센엔진 등의 D/F 부품으로 이익단 더 크게 성장. D/F 확대 초입

Fig. 5: HD현대마린솔루션의 실적 예상 (십억원)

HD현대마린솔루션	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	321.2	364.4	358.6	386.3	383.0	437.9	461.3	460.2	1,430.5	1,742.4	2,112.9	2,393.9	2,702.9
YoY					*19%*	*20%*	*29%*	*19%*	*7%*	*22%*	*21%*	*13%*	*13%*
영업이익	45.5	54.8	50.2	51.0	51.5	71.0	83.4	82.7	201.5	288.6	392.6	478.1	554.3
금융/기타영업외	0.1	-0.3	-0.1	0.7	-4.8	-6.0	6.1	-0.9	0.5	-5.5	-5.0	-3.9	-2.0
세전사업이익	45.4	55.1	50.3	50.3	56.3	76.9	77.3	83.5	201.0	294.1	397.6	482.0	556.3
지배주주지분 순이익	31.6	41.1	40.6	37.8	44.3	56.7	58.5	62.7	151.1	222.1	298.2	361.5	417.3
YoY					*40%*	*38%*	*44%*	*66%*	*44%*	*47%*	*34%*	*21%*	*15%*
영업이익률	*14.2%*	*15.0%*	*14.0%*	*13.2%*	*13.4%*	*16.2%*	*18.1%*	*18.0%*	*14.1%*	*16.6%*	*18.6%*	*20.0%*	*20.5%*
지배지분순이익률	*9.9%*	*11.3%*	*11.3%*	*9.8%*	*11.6%*	*12.9%*	*12.7%*	*13.6%*	*10.6%*	*12.7%*	*14.1%*	*15.1%*	*15.4%*
EPS(원)										4,998	6,709	8,133	9,387
배당성향										63%	66%	65%	65%
DPS(원)										3,150	4,400	5,300	6,100
벙커링													
매출액	136.6	151.7	144.2	160.0	166.1	177.7	181.2	173.5	592.5	698.5	718.1	725.3	732.6
영업이익					0.6e	0.5e	0.5e	0.5e	2.2e	2.0e	2.0e	2.1e	2.6e
영업이익률					*0.4%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.4%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.4%*
핵심사업													
핵심사업 매출	133.9	146.9	161.2	165.2	216.9	260.2	280.1	286.7	838.2	1,043.9	1,394.8	1,278.7	1,470.5
영업이익					50.9e	70.5e	82.9e	82.2e	199.3e	286.5e	390.6e	430.0e	485.3e
영업이익률					*23.5%*	*27.1%*	*29.6%*	*28.7%*	*23.8%*	*27.4%*	*28.0%*	*33.6%*	*33.0%*
①AM솔루션 매출	133.9	146.9	161.2	165.2	169.2	206.1	219.2	218.5	607.2	813.0	1,065.6	1,278.7	1,470.5
영업이익					47.2e	66.3e	78.1e	76.5e	175.7e	268.2e	358.4e	430.0e	485.3e
영업이익률					*27.9%*	*32.2%*	*35.6%*	*35.0%*	*28.9%*	*33.0%*	*33.6%*	*33.6%*	*33.0%*
②친환경개조 매출	40.4	50.2	36.2	42.0	30.3	34.6	43.8	49.7	168.8	158.4	250.0	300.0	400.0
영업이익					1.2e	1.4e	1.7e	3.0e	14.9e	7.2e	19.1e	28.9e	46.5e
영업이익률					*3.9%*	*3.9%*	*4.0%*	*6.0%*	*8.8%*	*4.6%*	*7.6%*	*9.6%*	*11.6%*
③SDV 매출액	10.6	15.6	17.0	19.1	17.4	19.5	17.1	18.6	62.3	72.6	79.2	89.9	99.8
영업이익					2.5e	2.8e	3.0e	2.8e	8.7e	11.1e	13.1e	17.1e	20.0e
영업이익률					*14.2%*	*14.5%*	*17.7%*	*15.0%*	*13.9%*	*15.3%*	*16.6%*	*19.1%*	*20.0%*

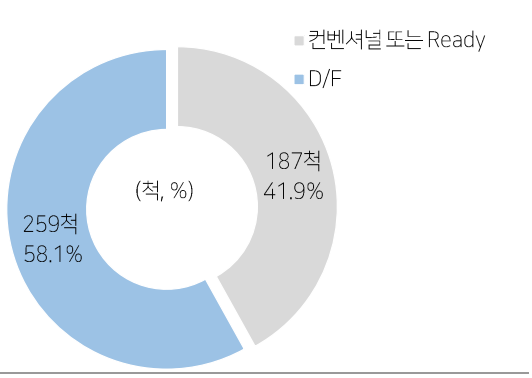
Source: 다올투자증권

Fig. 6: HD한국조선해양의 매년 인도에서 D/F 척수



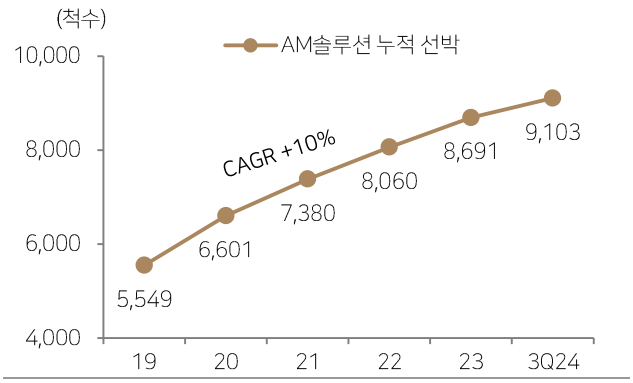
Source: 다올투자증권

Fig. 7: HD한국조선해양 잔고에서 D/F 259척으로 58%



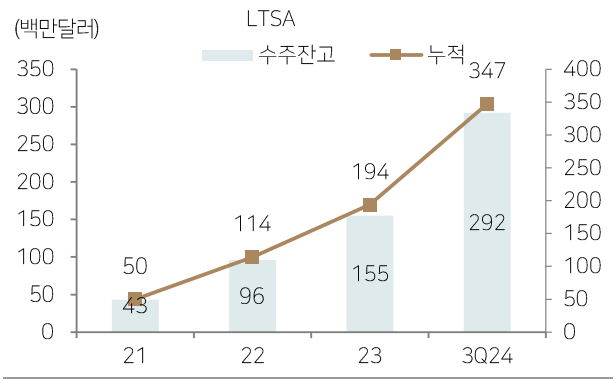
Source: 다올투자증권

Fig. 8: AM솔루션 누적서비스 제공 선박 CAGR +10% 성장



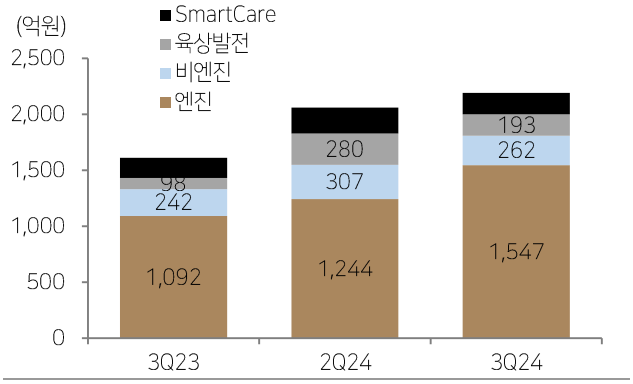
Source: 다올투자증권

Fig. 9: LTSA 손님 수주잔고 크게 증가 중



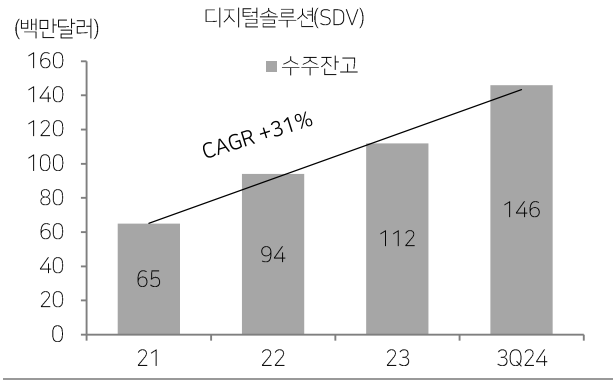
Source: 다올투자증권

Fig. 10: AM솔루션의 제품은 주로 엔진



Source: 다올투자증권

Fig. 11: SDV(디지털솔루션)의 잔고도 강력히 성장 중



Source: 다올투자증권

HD현대마린솔루션 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	453.2	597.3	1,198.3	1,261.8	1,293.0
현금성자산	69.9	95.7	622.7	582.1	534.8
매출채권	173.4	210.6	269.9	320.1	357.7
재고자산	159.9	237.6	252.2	305.6	346.3
비유동자산	66.6	59.4	148.6	310.7	472.8
투자자산	49.5	44.0	50.7	52.7	54.9
유형자산	13.0	11.2	93.8	253.8	413.8
무형자산	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
자산총계	519.8	656.6	1,346.9	1,572.4	1,765.7
유동부채	313.6	387.8	573.7	620.1	646.5
매입채무	122.1	146.5	185.4	230.7	256.0
유동성이자부채	81.1	134.0	279.9	279.9	279.9
비유동부채	24.0	28.9	37.6	38.5	39.5
비유동이자부채	14.1	11.8	14.8	14.8	14.8
부채총계	337.6	416.7	611.3	658.6	686.0
자본금	20.0	20.0	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	20.0	20.0	384.6	384.6	384.6
이익잉여금	139.6	198.4	320.5	498.7	664.6
자본조정	2.6	1.6	8.2	8.2	8.2
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	182.2	240.0	735.6	913.8	1,079.7
투하자본	207.5	290.0	407.7	626.4	839.6
순차입금	25.3	50.1	(328.0)	(287.4)	(240.1)
ROA	22.4	25.7	22.2	20.4	21.7
ROE	62.3	71.6	45.5	36.2	36.3
ROIC	63.3	60.9	62.5	57.0	48.9

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,333.8	1,430.5	1,742.3	2,112.9	2,393.9
증가율 (Y-Y,%)	22.6	7.2	21.8	21.3	13.3
영업이익	142.0	201.5	288.6	392.6	478.1
증가율 (Y-Y,%)	25.6	41.9	43.2	36.1	21.8
EBITDA	149.3	211.5	288.6	392.6	478.1
영업외손익	(0.1)	(0.5)	5.5	5.0	3.9
순이자수익	(1.8)	(3.8)	0.8	3.3	2.2
외화관련손익	5.8	3.9	6.6	1.7	1.7
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	141.9	201.0	294.1	397.6	482.0
당기순이익	104.9	151.1	222.1	298.2	361.5
지배기업당기순이익	104.9	151.1	222.1	298.2	361.5
증가율 (Y-Y,%)	17.2	44.0	47.0	34.2	21.2
NOPLAT	105.0	151.5	218.0	294.4	358.6
(+) Dep	7.4	10.0	0.0	0.0	0.0
(-) 운전자본투자	50.7	96.8	34.2	57.5	52.1
(-) Capex	5.6	2.6	160.0	160.0	160.0
OpFCF	56.1	62.1	23.8	76.9	146.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	18.1	12.3	17.0	16.6	18.7
영업이익증가율(3Yr)	9.4	8.8	36.7	40.4	33.4
EBITDA증가율(3Yr)	10.0	9.5	34.6	38.0	31.2
순이익증가율(3Yr)	5.6	11.8	35.4	41.6	33.7
영업이익률(%)	10.6	14.1	16.6	18.6	20.0
EBITDA마진(%)	11.2	14.8	16.6	18.6	20.0
순이익률(%)	7.9	10.6	12.7	14.1	15.1

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	51.5	72.9	230.1	41.6	310.4
당기순이익	104.9	151.1	222.1	298.2	361.5
자산상각비	7.4	10.0	0.0	0.0	0.0
운전자본증감	(88.3)	(96.5)	65.5	(57.5)	(52.1)
매출채권감소(증가)	(42.4)	(38.1)	(47.0)	(50.2)	(37.6)
재고자산감소(증가)	(30.5)	(76.2)	114.2	(53.5)	(40.6)
매입채무증가(감소)	16.7	19.6	20.8	45.3	25.4
투자현금	(13.4)	4.7	(296.2)	(167.3)	(167.6)
단기투자자산감소	(5.1)	6.3	(129.6)	(5.3)	(5.5)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(5.6)	(2.6)	(160.0)	(160.0)	(160.0)
유무형자산감소	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
재무현금	(60.6)	(43.9)	463.5	80.0	(195.6)
차입금증가	(3.5)	(6.1)	200.0	200.0	0.0
자본증가	(80.0)	(90.0)	263.5	(120.0)	(195.6)
배당금지급	80.0	90.0	110.0	120.0	195.6
현금 증감	(22.4)	32.2	397.4	(45.8)	(52.8)
총현금흐름(Gross CF)	172.5	220.8	164.6	99.1	362.4
(-) 운전자본증가(감소)	50.7	96.8	34.2	57.5	52.1
(-) 설비투자	5.6	2.6	160.0	160.0	160.0
(+) 자산매각	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	70.8	129.1	(66.1)	(125.8)	142.8
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	70.8	129.1	(66.1)	(125.8)	142.8

주요투자지표

(원, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	2,623	3,778	4,997	6,709	8,133
BPS	4,555	5,999	16,549	20,558	24,291
DPS	1,775	2,500	3,150	4,400	5,300
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	25.4	18.9	15.6
PBR	n/a	n/a	7.7	6.2	5.2
EV/ EBITDA	0.2	0.2	18.4	13.6	11.3
배당수익율	0.0	0.0	2.5	3.5	4.2
PCR	n/a	n/a	34.3	56.9	15.6
PSR	n/a	n/a	3.2	2.7	2.4
재무건전성 (%)					
부채비율	185.3	173.6	83.1	72.1	63.5
Net debt/Equity	13.9	20.9	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	16.9	23.7	n/a	n/a	n/a
유동비율	144.5	154.0	208.9	203.5	200.0
이자보상배율	77.0	52.8	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.4	0.6	0.7	0.6
자산구조					
투하자본(%)	63.5	67.5	37.7	49.7	58.7
현금+투자자산(%)	36.5	32.5	62.3	50.3	41.3
자본구조					
차입금(%)	34.3	37.8	28.6	24.4	21.4
자기자본(%)	65.7	62.2	71.4	75.6	78.6

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 85.4%	HOLD : 14.6%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

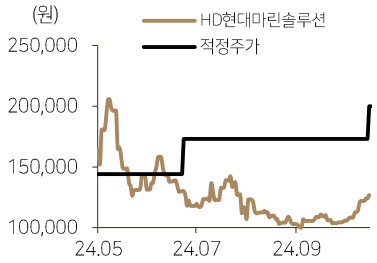
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

HD현대마린솔루션 (443060)



일자	애널리스트 변경	2024.04.05	2024.07.25	2024.10.24
투자의견		BUY	BUY	BUY
적정주가		144,000원	173,000원	200,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.07.25	173,000원	112,898원	142,300원	-34.7	-17.8
2024.10.24	200,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(24년 10월 23일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.