| 조선 |

HD현대마린솔루션(443060.KS)

전적으로 저를 믿으셔야 합니다.

2Q25 Review: 동사는 **2Q25 매출액 4,677억 원(QoQ -4%), 영업이익 830억 원(QoQ 0%)**을 기록하며 컨센서스를 소폭 하회하였다. 환율과 유가의 불리한 조건으로 벙커링 부문의 매출이 침체되었지만, **핵심 사업부인 AM 솔루션의 최대 실적 갱신 및 마진 상승**으로 이를 상쇄하였다.

[Investment Point 1] 내게 꼭 맞는 Fit, "Retrofit"

'26E 친환경 솔루션 부문 매출액 2,573억 원(YoY +51.4%)을 전망한다. 강화되는 환경 규제는 선주와 해운사에 새로운 대응을 요구하고 있으며, 이는 곧 **친환경 개조 수요의 폭증**으로 이어질 것이다. 또한, LNGC를 중심으로 확대되는 개조 수요는 동사의 **핵심 성장축**으로 자리매김하고 있다. 동사는 블랙마켓이 대체할 수 없는 고도의 기술력을 기반으로, **친환경 개조 시장의 최대 수혜자**로 부상할 전망이다.

[Investment Point 2] I "AM" 신뢰에요

'26E AM 솔루션 부문 매출액 1조 1,250억 원(YoY +18.5%)을 전망한다. HD현대그룹과의 긴밀한 협업은 안정적 물량 확보를 넘어, 선주들의 선택 기준으로 작용하며 **AM 부문의 점유율 확대**를 견인할 것이다. **HD현대그룹의 선박은 동사의 핵심 고객층이 되어 매출 유지**에 기여하며, **독자 라이선스를 보유한 힘센엔진 관련 수요는 영업이익을 견인**할 전망이다. 특히 D/F 엔진 탑재 선박 확대와 ASP 상승이 맞물리며, 향후 동사의 **매출 성장을 주도**할 것으로 판단된다.

[Check Point] HD현대그룹 대장 계열사 간 합병

동사가 속한 HD현대그룹 내 대장 계열사인 HD현대중공업과 HD현대미포의 합병이 공식 발표되었다. 합병의 주 목적은 **해양 방산 사업 확대와 사업 효율성 제고**인 것으로 분석된다. HD현대중공업의 엔진 프리미엄이 HD현대미포의 물량에도 적용될 것으로 전망됨에 따라, 동사의 **잠재적 고객 범위도 더욱 확대**될 것으로 예상된다.

[Valuation] Peer P/E Valuation

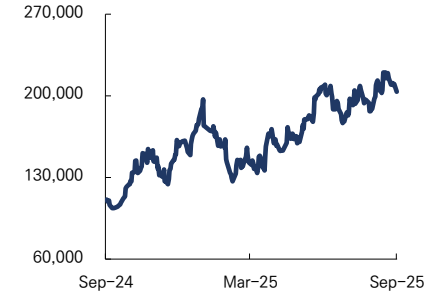
동사의 가치평가 방식으로 **Peer P/E Valuation 방식**을 채택하였으며, Peer 그룹으로는 **타 중공업종 내 MRO 기업**들을 선정하였다. 이에, **목표주가 298,200원, 상승 여력 47%, 투자의견 Buy**를 제시한다.

투자의견	BUY
목표주가	298,200
현재주가(09.22)	203,500
상승여력	47%

Stock Data

KOSPI(09/22)			3468.65
KOSDAQ(09/22)			874.36
시가총액			9조 3,693억 원
발행주식수(주)			44,829,210주
52주 최고/최저가(원)			227,500원/101,900원
배당수익률(%)			2.01%
주요주주(%)	HD현대		55.32%
	Global Vessel Solutions, L.P		9.99%
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
	7.84%	2.61%	87.4%

Stock Price



Investment Fundamentals (십억원,원,%,배)

FYE Dec	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,334	1,430	1,745	1,906	2,117
영업이익	113	201	272	325	368
당기순이익	90	151	228	240	279
EPS	2,239	3,778	5,304	5,357	6,215
PER	-	N/R	30.4	39.2	47.98
PBR	-	N/R	9.4	10.2	9
OPM	8.5%	14%	16%	17%	17.4%
ROE	-	71.6%	45%	26.9%	27.6%

Research Team 2

팀장	40기 채현기	which03@cau.ac.kr
팀원	40기 박정훈	parkjhun0214@cau.ac.kr
	40기 주혜원	aldidhd1003@cau.ac.kr
	41기 박연주	genuinep@cau.ac.kr
	41기 양준모	agye03102@cau.ac.kr
	41기 이재원	7847jae@cau.ac.kr

CONTENTS

Ⅰ. Industry Analysis ····· 1

Ⅱ. Company Overview ····· 6

Ⅲ. Investment Point ····· 8

1. 내게 꼭 맞는 Fit, “Retrofit” ····· 8

2. I “AM” 신뢰에요 ····· 11

Ⅳ. Check Point ····· 14

HD현대그룹 대장 계열사 간 합병 ····· 14

Ⅴ. Risk ····· 15

2대 주주 지분 매각에 따른 오버행 리스크 ····· 15

Ⅵ. Valuation ····· 16

Ⅶ. Estimation Logic ····· 18

Ⅰ. Industry Analysis

조선업의 슈퍼 사이클 도래와 함께, '25년 국내 조선 업종의 수익률은 시장을 압도하였다. 이는 미국發 모멘텀과 이를 뒷받침하는 실적에서 기인한다. 더불어, 선박 관련 친환경 규제는 더욱 엄격해지고 있다. 기존 방식만으로는 충족하기 힘든 강한 규제가 시행되며, 친환경 개조 부문의 기술력이 대두되고 있다. 이에 본 팀은, 조선업의 성장과 규제 강화에 따라 발생할 선박 개조/관리 시장에 주목할 것을 제시한다.

1. 긴 역사의 조선 왕조

조선업은 대표적인 **사이클 산업**이다. 한 사이클 당 15~20년의 긴 호흡을 갖기에, 현재 조선업이 **사이클의 어느 지점에 위치하고 있는지 파악하는 것이 성공적인 조선업 투자의 관건**이다.

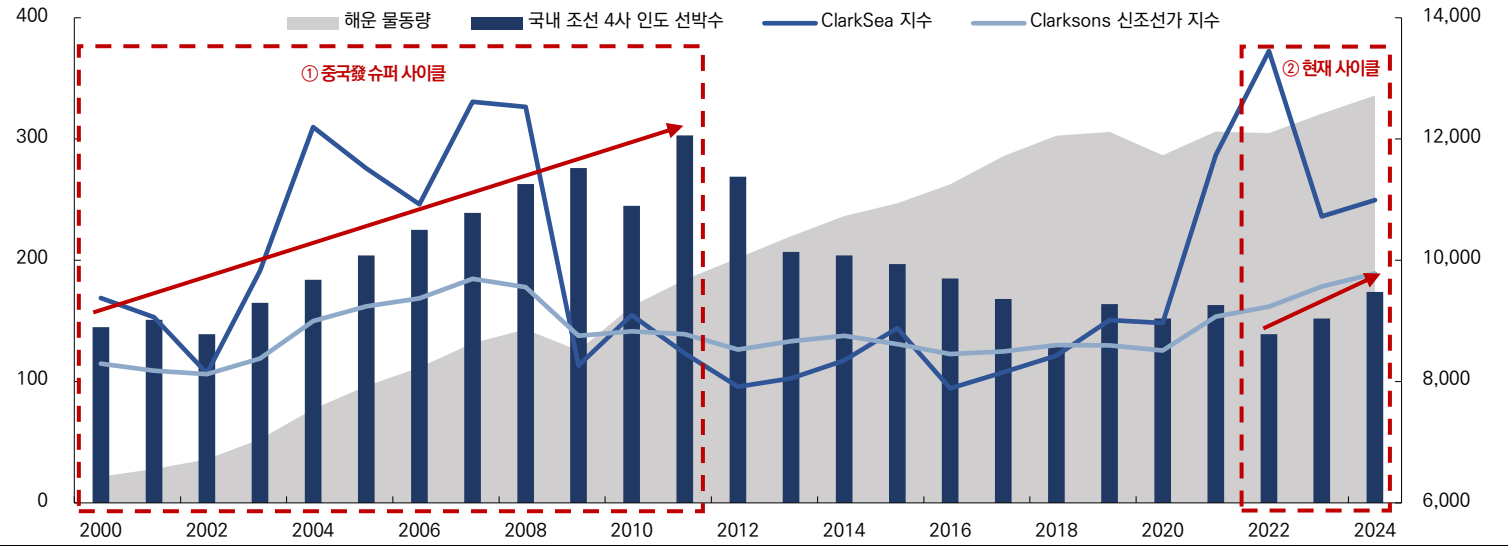
응답하라 2001

현재 우리가 주목해야 할 유의미한 조선업의 사이클은 ① **'01년 중국發 슈퍼 사이클과** ② **'21년 코로나 이후 발생하여 미국 모멘텀으로 지속되고 있는 현재 사이클**이다.

① 중국의 '01년 WTO 가입과 관세 인하로 무역 물동량이 폭증하며, 신조 발주도 동반 증가하였다. 여기에 미국의 LNG 수입 확대와 카타르 대규모 LNG 프로젝트가 더해지며 LNG 운반 선박 주문도 크게 증가하였다. 그러나, '08년 글로벌 금융위기와 '10년 유럽 재정위기로 인하여 경제 불황 및 물동량 감소가 발생하며, 조선업은 하강 사이클에 진입하게 되었다. 선박 공급 과잉과 신조 주문 약세, 상승 사이클에 맞춰져 있던 CAPA로 인한 고정비 등의 악재로 인하여 지속적인 적자를 기록하였다.

② 그러나, **'21년부터 업황이 개선**되었다. 팬데믹으로 인하여 전자상거래 중심의 운송 수요가 폭증하며, 글로벌 해운 공급망에 병목 현상이 발생하였다. 이는 해상 운임 상승으로 이어졌고, 자연스럽게 컨테이너선과 벌크선의 발주도 증가하였다. 또한, 러-우 전쟁으로 인한 LNG 수입 다변화 필요성으로 발생한 LNG 운반선 발주 확대, 선박 관련 친환경 규제 강화로 인한 선박 교체/관리 수요가 맞물리며 **조선업은 본격적인 상승 사이클에 재진입**하였다.

[자료 1-1] '01년 이후 조선업 관련 주요 지표 (단위: 백만 톤, 척, Hn $, pt)



출처: Clarksons, RFS Team 2

주: 국내 조선 4사는 HD현대중공업, HD현대미포, 삼성중공업, 한화오션

니 마스가 모르나 이 자스가

MASGA: 美 조선업 부활 슬로건 (Make America Shipbuildig Great Again)

'23년 이후, 팬데믹의 일상화와 러-우 전쟁의 장기화에 컨테이너선 및 LNG선의 피크아웃 의심까지 겹치며, 선박 발주 모멘텀은 약화되었다. 조선업 상승 사이클에 대한 기대감이 꺼지는 듯하였으나, **미국의 LNG 전략과 조선업 부활 선언(MASGA) 등의 강한 정책 드라이브로 업황이 반전**되었다.

美 무역부는 중국 해운업 견제를 위해 입항 수수료 부과 등의 조치 시행

미국의 조선업 부활에는 한국 조선업의 협업이 필수적이다. 현재 미국의 조선업 공백을 채우기 위한 조선 CAPA와 기술력을 보유한 국가는 한국과 중국뿐이다. 하지만 **중국은 미국의 조선업 동반자가 될 수 없다**. 선박은 해당 국가의 에너지 안보 및 군사 보안과 직결되기에 미국은 전략적 경쟁자인 중국에게 선박 발주를 할 수 없는 반면, **한국은 미국의 동맹국으로 정치·안보 리스크가 적고 신뢰도가 높기** 때문이다. 이러한 미국의 한국向 조선 정책 방향성은 정치적 움직임으로 드러나고 있다.

MASGA 주요 골자

1. 美 내 조선소 신설 및 관련 인력 육성
2. MRO 사업 활성화

지난 7월 31일과 8월 25일, 상호 관세 인하 협의와 한-미 정상회담이 진행되며 한-미간 조선 협업에 대한 관심이 대두되었다. 구체적인 참여 기업 비중과 세부 사항은 논의되지 않았지만, 관세 협의 과정에서 **1,500억 달러 규모의 MASGA 펀드 조성**이 합의되었다. 또한 정상회담 직후 **HD현대조선그룹&Cerberus Capital, 삼성중공업&Vigor Marine 등 양국 조선사 간의 MOU**가 발표되며, **미국의 조선업 부활 및 한국과의 협업을 향한 의지**를 확인할 수 있었다.

그래서 누가 제일 잘 나가?

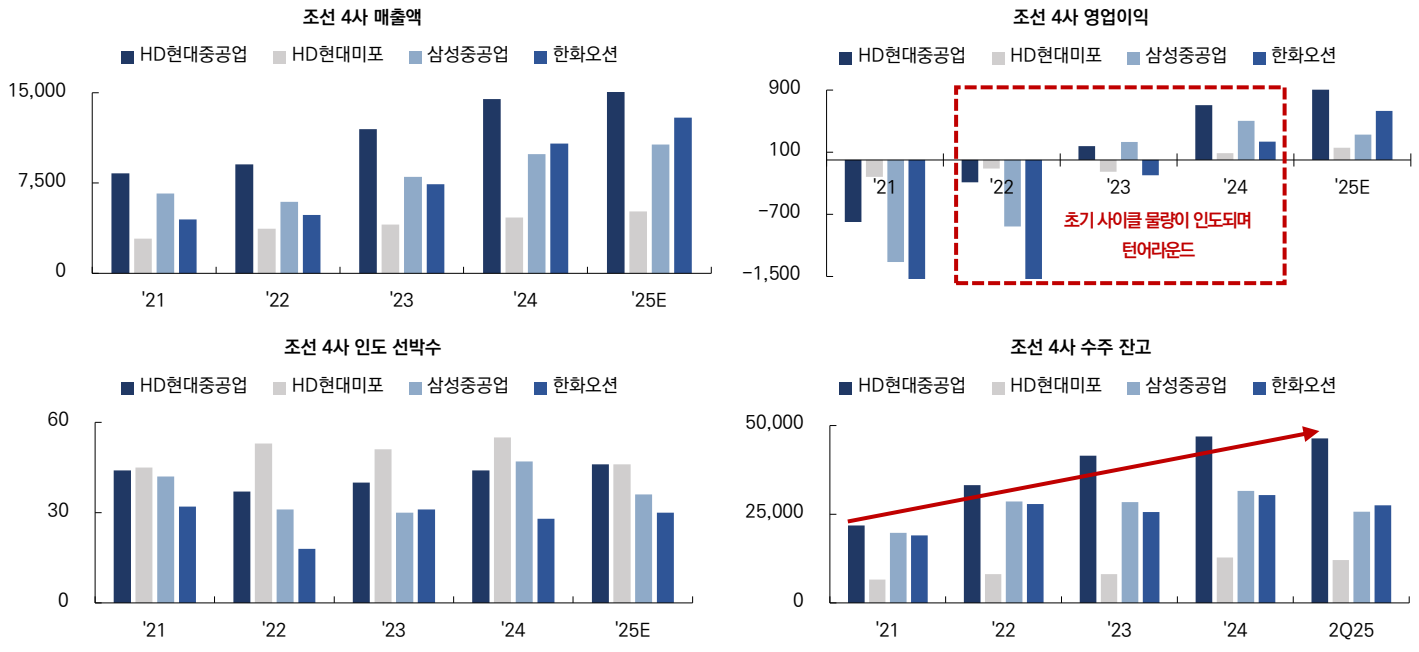
발주에서 인도까지 평균 2~3년 소요

조선업의 긍정적 업황은 **향후 2~3년간 조선사들의 인도 실적을 책임질 것으로 전망**된다. 상승 사이클에 진입하기 시작한 '22~'23년의 신조 물량은 현재 건조가 마무리되며 매출로 인식되고 있고, '24~'25년 발주된 신조 고가 물량은 신조선가 상승에 힘입어 '27~'28년까지 조선사들의 매출을 견인할 것으로 예상된다.

이미 Full CAPA로 도크는 가동 중, 수주 잔고는 우상향 기조

특히, 본 팀은 **HD현대중공업을 필두로 한 HD현대그룹의 조선 계열사들에 주목할 것을 제시**한다. 이는 후술할 **1)그룹사 간 시너지, 2)상선, 해양, 특수선, 엔진, MRO, AM 등 조선 관련 모든 사업 부문을 영위한다는 프리미엄, 3)그룹이 보유한 독자적 엔진 브랜드, 4)그룹 내 대장 계열사 간의 합병 모멘텀**에서 기인한다.

[자료 1-2] 국내 주요 조선 4사 최근 5개년 업황 지표 (단위: 십억 원/척)



출처: Clarksons, 각 사, RFS Team 2

2. 강력한 친환경 규제

지난 슈퍼 사이클을 압도하는 조선 호황이 지속될 것으로 예상되는 가운데, **선박 관련 친환경 규제도 매우 엄격**해지고 있다. 규제를 위반할 경우, 선주에 현금 부담이 발생하거나 운항 자체가 제한되는 등 실질적 타격이 발생한다. **강력한 친환경 규제 기조는 조선업의 호황 사이클과 동일한 궤적을 보일 것**으로 전망된다.

대체 얼마나 엄격하길래

'28년 1월 실질적 시행 예정
-> 선주는 2년 안에 조치를 취해야 함

국제해사기구(이하 IMO)의 협의체 MEPC는 지난 4월 7일 제83차 회의를 개최하였다. 주요 안건은 해운업 온실가스(Greenhouse Gas, 이하 GHG) 감축을 위한 중기 방안 논의였다. 요지는 간단하다. 5,000톤 이상의 모든 국제 선박에 대하여, GHG 배출 요건을 충족하지 못하면 **해당 배출량 조건의 초과분만큼 선주의 현금**으로 메꿔야 한다. 세부 케이스는 다음과 같다.

IMO는 기존 탱크 – 배출의 기준 주기를 연료의 전주기로 확대함

연료의 전 주기동안 배출되는 온실가스(Greenhouse-gas Fuel Intensity, 이하 GFI)에 대해, '08년의 수치를 기준으로 **-4% 감축의 기본 목표**(Base Target, 이하 Base)와 **-17% 감축의 직접 준수 목표**(Direct Compliance Target, 이하 Direct)를 설정한다. 선박의 GFI를 매해 연말 Base와 Direct 두 목표선과 비교하여 초과분/부족분을 산출한다. 이 과정은 3개의 시나리오로 구분된다.

① **GFI ≤ Direct(-17%)**: 가장 엄격한 기준인 Direct를 준수하였으므로 별도의 현금 부담은 없으며, 기준 준수 초과분만큼 **SU(Surplus Units)이라는 크레딧을 발행**받는다. SU는 GFI가 기준 미달인 선박에 사용 가능하거나, 추후 사용을 위해 적립 가능하다. GFI가 Direct를 충족한 상태, 즉 가장 엄격한 기준을 충족한 상태를 **균형 상태**라 일컫는다.

Tier 1적자는 SU로 상쇄 불가

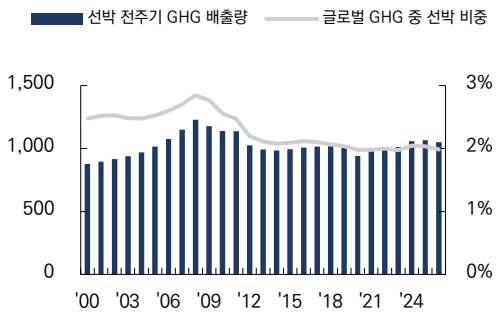
② **Direct(-17%) ≤ GFI ≤ Base(-4%)**: Base는 준수하였으나, Direct는 준수하지 못하였으므로 **Tier 1 적자**에 해당하게 된다. 부족한 GFI는 **$100/톤 RU(Remedial Units)을 현금으로 구입하여 균형 상태를 회복**해야 한다. RU 구입에 사용된 현금은 IMO Net-Zero Fund에 기부되어 친환경 관련 기금으로 사용된다.

③ **BASE(-4%) ≤ GFI**: 어떤 조건도 만족하지 못하였으므로 **Tier 2 적자**에 해당하게 된다. Tier 2 적자부터는 SU 사용이 가능하다. Tier 1 적자 부족분까지는 $100/톤의 RU를 구입하여 회복할 수 있지만, 그 이상의 부족분은 **$380/톤의 RU를 구입하여 균형 상태를 회복**해야 한다. 이 역시 IMO Net-Zero Fund에 기부되어 친환경 관련 기금으로 사용된다. **일부 SU 사용이 가능하지만, 선주의 현금 부담이 가중**된다.

친환경 비중이 낮은 컨테이너선, 탱커, LNGC, 벌크선 등이 타격이 클 것

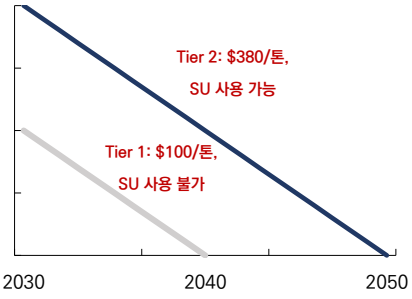
전술한 규제 외에도, EEXI와 CII 등의 규제가 더욱 엄격한 기준으로 병행되며, **선박 관련 친환경 규제는 매우 엄격**해지고 있다. 특히 노후화된 선박을 대상으로 대량의 개조 수요가 발생할 것으로 전망되는 가운데, 본 팀은 **기존 방식으로는 해당 신규 규제들을 충족하기 어렵다는 점**에 주목하고자 한다.

[자료 1-3] 글로벌 GHG&선박 배출량 (단위: 백만 톤, %)



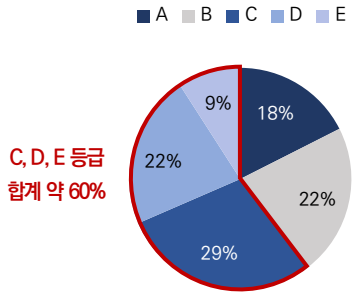
출처: Clarksons, RFS Team 2

[자료 1-4] IMO Net-Zero 프레임워크 개념도



출처: IMO, RFS Team 2

[자료 1-5] 2024년 전체 선박 CII 검증 결과



출처: IMO, KR Decarbonization Magazine, RFS Team 2

3. 폭증할 Retrofit 수요

환경 규제가 단순한 상승 모멘텀의 땔감으로 연소되었던 과거와는 다르게, **이번 규제는 선주에 실질적 타격을 입힐 강한 규제**로 판단된다. 이에 따라 **1차 사이클에 대량 발주되었던 선박들의 노후화에 따른 개조 및 관리 수요가 폭증**할 것으로 전망된다. 또한 이번 규제는 이전과는 차별화된 고난도 방식으로만 충족이 가능하다. 따라서 **본 팀은 엄격한 친환경 규제에 대하여, 폭발적 수요로 고부가가치의 수혜를 누릴 선박들의 선박 개조·관리·교체(이하 Retrofit) 시장에 주목할 것**을 제시한다.

큰 거 온다

선박의 평균 수명은 25~30년이다. [자료 1-1]에서 확인할 수 있듯, '02~'10년 폭증하였던 인도 선박들이 노후 물량이 되는 시점이 곧 도래한다. **문제는 선박의 수명이 끝나가는 것이 아닌, 노후 선박의 환경 규제 대응 방식**이다.

높은 인건비 등 고정비 부담이 높은 한국 업체들의 경쟁력 확보가 제한되었음

-> '24년 선박 개조 시장 중국 M/S 39%

이전 규제들은 신조 선박만을 대상으로, 점진적으로 적용되었기에 개조/교체 수요 발생의 한계가 명확하였다. 또한 스크러버나 BWTS 등 단순히 특정 장치만 부착하는 방식으로 대응이 가능하였으므로, 기술적 차별화가 어려웠고 낮은 단가를 형성하였다. **허나, 친환경 규제로 인한 기술적 중요도가 대두됨에 따라 향후 시장의 흐름은 이전과 다를 것**으로 전망된다.

판 뒤집혔다. 누가 먹을래?

친환경 규제 강화 기조가 지속될 것으로 예상되는 가운데, **이번 친환경 규제는 선박 개조/교체 시장에 4가지 요점**을 시사한다.

디젤 엔진: 중유·경유를 사용
-> GHG 배출량 多, 규제 대응 불가

D/F 엔진: LNG와 중유·경유 모두 사용
-> 연료 전환이 가능, 규제 대응 가능

1)규제가 강해짐에 따라 새로운 방식의 Retrofit 수요가 증가할 것으로 전망된다. 특정 장치 부착의 대응 방식이 무용해지며, **새로운 Retrofit 솔루션이 필요**해졌다. 선박은 CII를 기준으로 매년 등급(A~E)을 평가받는다. D/E 등급의 선박은 **엔진 Retrofit(EPLO, D/F 개조 등)만이 현재로서는 유일한 해결 방법**이다. [자료 1-5]에 제시하였듯이, 이미 D/E 등급의 선박이 30%가 넘는다. 또한 향후 노후화에 따라 약 29%의 C등급 선박들도 D/E 선박으로 전환될 것으로 분석됨에 따라, 엔진 Retrofit 수요의 지속적 성장이 예상된다.

엔진 단독만으로도
전체 신조선가의 10% 이상 비중을 차지

2)엔진 관련 Retrofit 사업의 ASP가 증가할 것으로 전망된다. 향후 엔진 Retrofit 사업은 기존 개조 사업 대비 **수익 측면에서 압도적으로 큰 차이**를 갖는다. 이는 선박 엔진이 선가에서 가장 큰 비중을 차지하고, 기술력과 단가 측면에서도 기존 개조 사업 대비 규모가 더 고도화되었다는 점에서 기인한다.

3)LNG선 관련 Retrofit 수요도 폭증할 것으로 전망된다. '04년 대량 발주된 LNG선 역시 노후화로 교체 시기가 도래하고 있다. 특히 **3/4세대 D/F/TF LNGC 선대 200여 척 중 약 70%가 '26년부터 CII C등급 이하**에 해당할 것으로 예상된다. 이에 따라 노후 LNG선의 재액화 장비 부착과 FSU/FSRU 개조 수요 발생도 동반 성장할 것으로 예상된다. LNG선은 타 선종 대비 건조 난이도가 높기에, **LNG선 개조 산업 역시 기존 대비 높은 ASP**를 갖는다.

4)궁극적으로 기술 역량을 보유한 정품 업체의 수혜 흡수가 전망된다. 선박 Retrofit 산업은 기존에 존재하지 않던 고도의 기술집약적 산업이다. 따라서 기술력 없이 단순한 방식으로 규제에 대응하였던 **기존 개조 업체들은 향후 Retrofit 시장에 진입하지 못할 것**으로 전망된다. 또한 기존 개조 산업은 기술력이 요구되지 않았으므로, 블랙마켓의 사용이 잦았다. 허나, 엔진 교체 등의 Retrofit은 고도의 정품 기술력이 필수적이므로, **블랙마켓이 퇴출**될 것으로 예상된다. 이 역시 **정품 Retrofit 업체의 수혜에 기여**할 것으로 판단한다.

Top Pick: 선박 관리 전 과목 1타 강사, HD현대마린솔루션(443060.KS)

전술한 조선업의 업황을 고려하였을 때, 친환경 규제로 **본격 개화될 새로운 형태의 선박 Retrofit 시장의 폭발적 성장**이 기대된다. Retrofit을 포함한 선박 After Market(이하 AM)과 MRO 사업은 **신조선가의 영향으로부터 자유**롭고, 조선업 사이클에 관계없이 **수요가 지속적으로 발생**한다. 또한 해당 소수 기업들은 전통 조선소나 엔진 생산업체와 달리 **고정비로부터 자유로운 사업 구조를 영위**하고 있다.

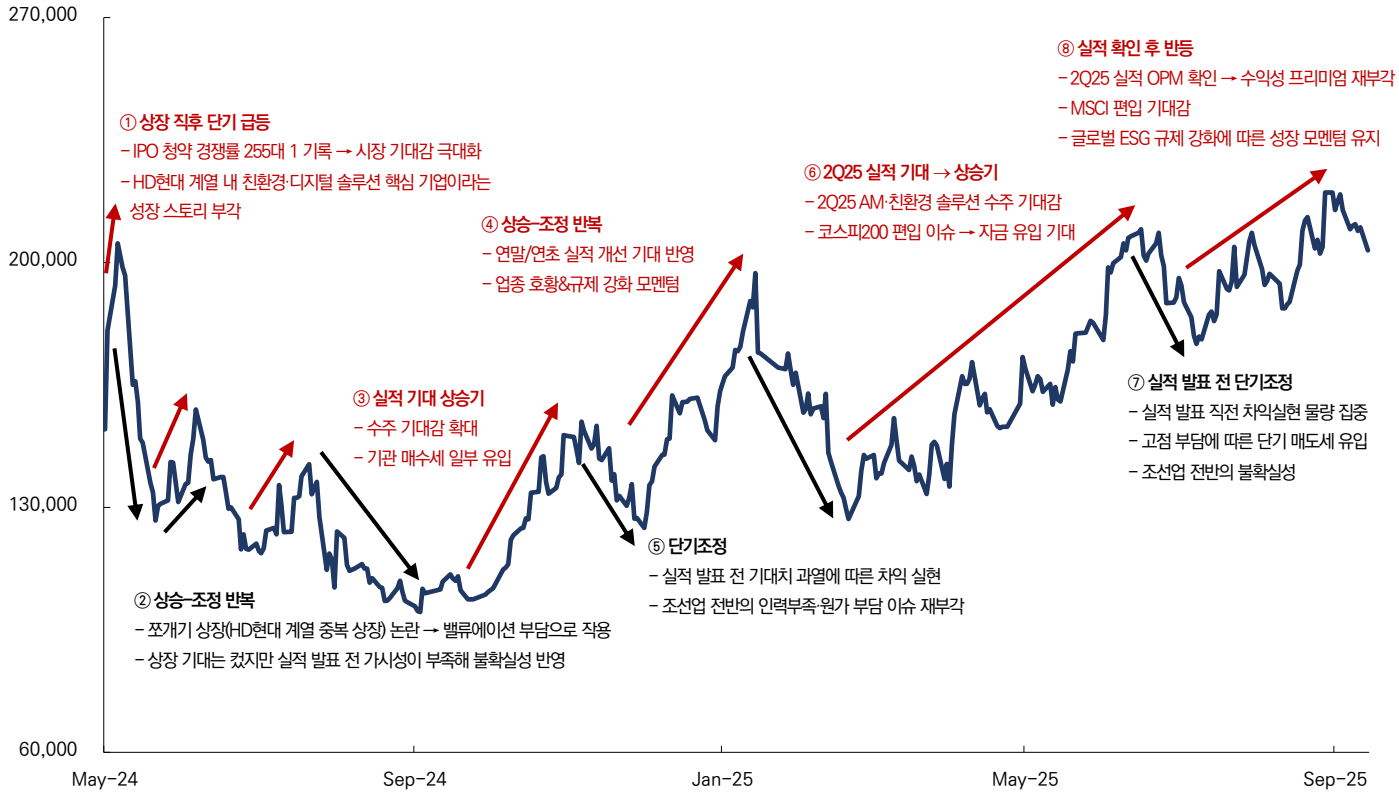
특히 친환경 규제로 발생할 **Retrofit 수요와 전통 선박 AM·MRO 사업을 모두 수행할 수 있는 기업**에 주목할 것을 제안한다. 선박 엔진의 종류가 다양해지고, 규제 대응 방식이 고도화됨에 따라, **넓은 범위의 포트폴리오를 소화할 수 있는 기업들이 수요 증가의 수혜를 독점**할 것으로 예상된다. 전통 선박의 메이저 오버홀 및 각종 AM 서비스, MRO, Retrofit 수요까지 모두 수주 가능한 기업은 그 자체가 프리미엄으로 작용할 것으로 예상된다.

이에 본 팀은, **선박 사후관리(AM, MRO, Retrofit) 업종 내 Top Pick으로 HD현대마린솔루션(443060.KS)**을 제시한다. 기술력이 지위를 결정하는 최근 선박 사후관리 업종에서, 동사는 시장 내 **기술력과 수주 소화력을 겸비한, 유일무이한 정품 사업자의 지위를 오롯이 누릴 것**으로 전망된다.

HD현대그룹의 신조 수주 잔고와 기인도 물량이 시장 내 압도적 1위인 상황에서, 동사는 해당 물량 전부에 대해 **단독 정품 사업자 위치**를 갖는다. **모그룹과의 시너지가 동사에 우호적인 영업환경을 조성함과 동시에, 안정적인 매출원으로 작용**할 것으로 기대된다.

또한 선박 사후관리 기업 중 상장사가 매우 적은 업황 내, 동사는 **독보적 기술력을 바탕으로 강화된 친환경 규제에 대한 유일한 수혜주**가 될 것으로 전망한다. 자세한 내용은 Investment Point에서 후술하겠다.

HD현대마린솔루션 주가 분석 (단위: 원)



출처: RFS Team 2

II. Company Overview

동사는 HD현대중공업에서 현물 출자를 통해 '16년 설립한 HD현대 그룹의 자회사로, 선박의 전 생애주기를 아우르는 종합 서비스를 제공한다. 전통 조선사 대비 가벼운 사업 구조를 보유 중이며, 독보적 기술력과 안정적 수주를 바탕으로 지속적 성장이 전망된다. 2Q25 기준 ① AM 솔루션, ② 친환경 솔루션, ③ 디지털 솔루션, ④ 벙커링 부문에서 사업을 영위하고 있으며, 매출 비중은 각각 49%, 7%, 5%, 39%이다.

(1) 사업부

① AM(After Market) 솔루션

동사의 영업이익률을 견인하는 AM, 친환경, 디지털 솔루션 -> CORE 사업

AM 솔루션 부문은 **선박의 성능 유지를 위한 사업으로, 기술 보증과 부품·기술 서비스**로 구분된다. 전자는 보증기간 동안 무상 수리를 제공하여 수수료를 수취하며, 후자는 보증기간 종료 후 고객 수요 및 장기 서비스 계약(LTSA)에 맞추어 서비스를 제공한다. 평균 4~5년 주기의 선박 정기 검사 수요와 필수 부품 판매, 육상 발전 기용 엔진의 공급 등과 맞물려 빠른 성장을 기록하고 있다.

② 친환경 솔루션

친환경 솔루션 부문은 **강화되는 환경 규제에 대응하여 기존 선박을 개조하는 사업으로, 노후 선박의 효율을 개선하고 재활용하는 사업**으로 양분된다. BWTS 장착, 스크러버 부착 등의 1세대 개조가 완료됨에 따라, LNGC와 엔진 등의 2세대 개조 수요가 확대되며 동 부문의 성장이 가속화될 것으로 전망된다.

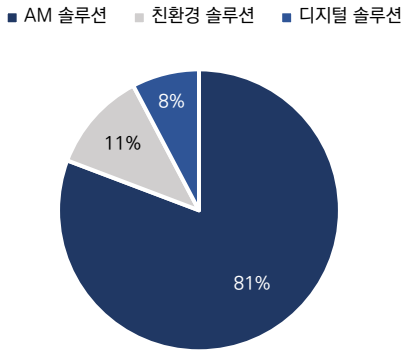
③ 디지털 솔루션

디지털 솔루션 부문은 **마린 오토메이션과 스마트 솔루션**으로 구분된다. 마린 오토메이션 부문의 주요 매출원은 Shaft Generator로, 주엔진의 핵심 부품인만큼 향후 지속적인 수요가 예상된다. 또한, 스마트 솔루션 부문은 동사의 플랫폼을 탑재한 선박을 대상으로 실시간 정보를 제공하는 데이터 기반 구독 서비스이다.

④ 벙커링

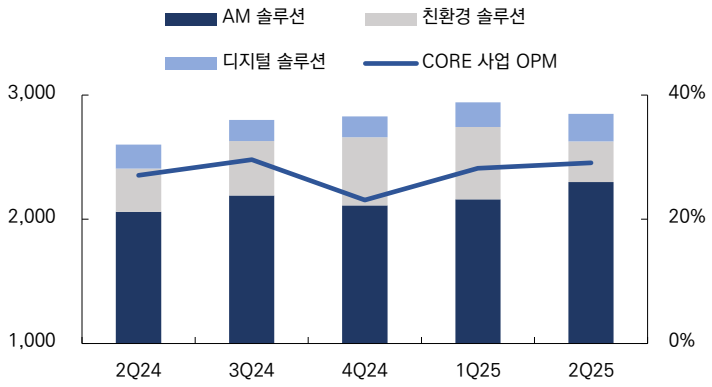
벙커링 부문은 그룹 내 **HD현대오일뱅크에서 공급받은 연료를 선박에 제공하는 사업**이다. HD현대그룹의 신조 선박 및 한국과 싱가폴에 출·입항하는 선박을 대상이므로, 모그룹의 신규 인도 선박 수와 벙커유 판매량에 직접적으로 영향을 받는다. 운항과 직결되는 필수 서비스라는 점에서 안정성이 높으며, 2Q25 기준 AM 솔루션 다음으로 높은 매출 비중을 차지하는 사업이다.

[자료 2-1] CORE 사업 부문별 매출 비중 (단위: %)



출처: HD현대마린솔루션, RFS Team 2

[자료 2-2] CORE 사업 매출액 및 OPM (단위: 억 원/%)

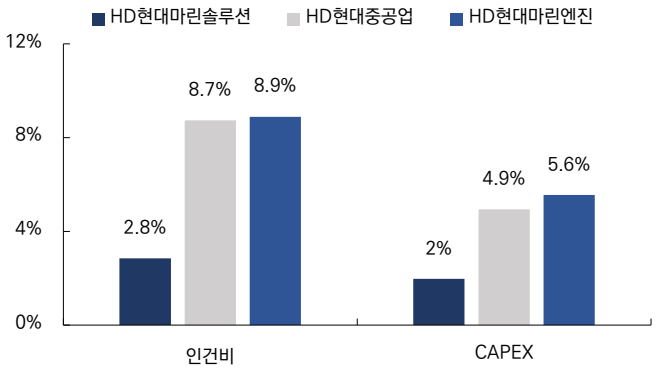


출처: HD현대마린솔루션, RFS Team 2

(2) 재무 분석

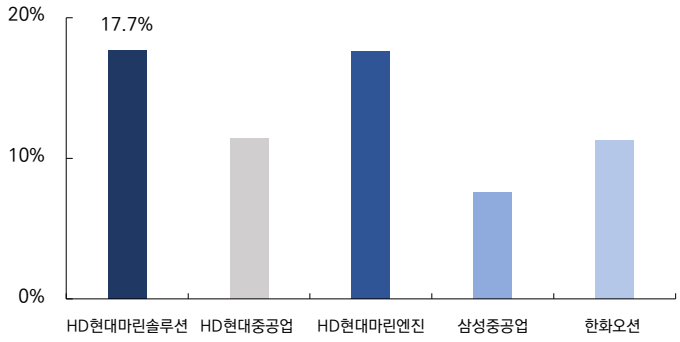
또한, 동사는 **대규모 설비로 발생하는 고정비와 인력 부족 문제에서 자유**롭다. 이는 동사가 선박 수리와 개조 사업을 위한 별도의 개조·수리 야드를 보유하지 않고, 외부 야드 섭외를 통해 수주를 수행하기 때문이다. **대규모 설비가 불필요하다는 것은 인건비, 감가상각비, CAPEX의 부담이 적다는 것**을 의미한다. 실제로 2Q25 기준 동사의 매출액 대비 전술한 계정들의 비중은 그룹 내 조선사인 HD현대중공업과 HD현대마린엔진에 비해 **현저히 낮은 수준**이다. 이를 감안하면 동사는 그룹 내 타 조선 계열사와 달리 **설비 및 인력에서 자유로운, 경량의 사업 구조를 확보**하고 있음을 확인할 수 있다.

[자료 2-3] 매출액 대비 인건비 및 CAPEX 비중 (단위: %)



출처: 각 사, RFS Team 2

[자료 2-4] 경쟁사 대비 OPM 비교 (단위: %)



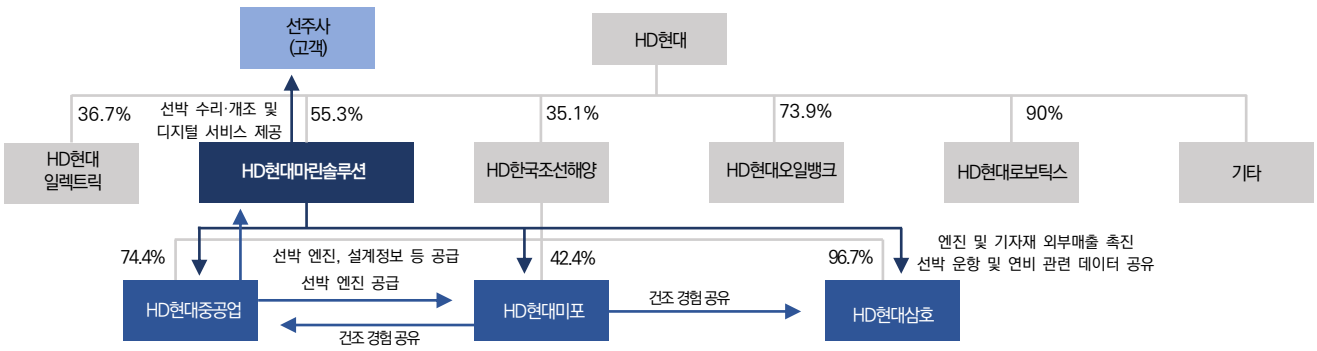
출처: 각 사, RFS Team 2

(3) 지배구조

동사의 지배구조는 **HD현대가 55.32%의 지분**을 보유하고 있으며, 이는 그룹 내 조선 3사(HD현대중공업, HD현대미포, HD현대삼호)와 긴밀히 연결되어 있다. 그룹 내에서 건조된 선박은 동사의 주요 고객군으로 직결되며, 선박 인도 후 유지·보수와 개조, 그리고 디지털 솔루션 적용까지 이어지는 **수직계열화 구조를 통해 안정적인 사업 기회를 확보**한다.

조선사는 선박 판매 후에도 동사를 통해 장기적인 서비스와 부품 공급이 가능하므로 **선주에게 안정성을 제공**할 수 있고, 동사는 조선 3**사가 확보한 신조 선박 데이터를 기반으로 AM·Retrofit·디지털 사업 기회**를 안정적으로 이어받을 수 있다. 또한 그룹 내 HD현대오일뱅크와의 협업을 통한 벙커링 연계, 엔진·기자재 공급망 공유를 통한 정품 부품 확보 등 다양한 형태의 상호작용을 통해 **경쟁사 대비 독보적인 시너지**를 발휘하고 있다.

[자료 2-5] 지배구조 및 친환경선 공정 과정 (2025년 6월 30일 기준)



출처: HD현대, RFS Team 2

Ⅲ. Investment Point

Investment Point 1. 내게 꼭 맞는 Fit, "Retrofit"

친환경 솔루션 부문 '26E 매출액 2,573억 원을 전망한다. 엄격해지고 있는 환경 규제에 대응하기 위한 선주와 해운선사의 '새로운 조치'는 불가항력적이다. 기존 대응 방식이 무용해짐에 따라, '새로운 조치'가 친환경 개조 수요로 이어지는 것은 자연스러운 흐름이며, 새 흐름의 주인공이 될 동사에 주목할 것을 제시한다.

1. LNGC에도 친환경 붐은 온다

LNG 호황 + 환경 규제 강화 = LNGC 개조 수혜

최근 LNG 업황의 성장과 함께 LNG 운반량도 구조적으로 확대되는 추세다. 이에 따라 **환경 규제의 대상이 될 LNG 운반선(이하 LNGC)도 비례하여 증가**할 것으로 예상된다. 이러한 흐름은 LNG 운반선(LNGC)의 효율성 제고와 배출 규제 대응을 위한 친환경 솔루션 수요를 견인하고 있으며, 동사의 **재액화, FSU, FSRU 사업 부문은 이에 따른 최대 수혜 분야**로 자리매김할 전망이다.

① 재액화

'26E 재액화 부문 매출액 857억 원을 전망한다. 동사는 10척의 LNGC 재액화 수주 중 1척을 4Q24에 완료하였고, 현재 7척이 진행 중이다. 프로젝트마다 상이하지만, LNGC 재액화의 ASP는 1,000만 달러 내외이다. 현재 **동사의 재액화 CAPA는 충분**하며, 상술한 LNG의 수요 증가와 환경 규제 강화라는 매크로 모멘텀은 **동사의 중·장기적 성장세를 더욱 안정적으로 뒷받침**할 것이다.

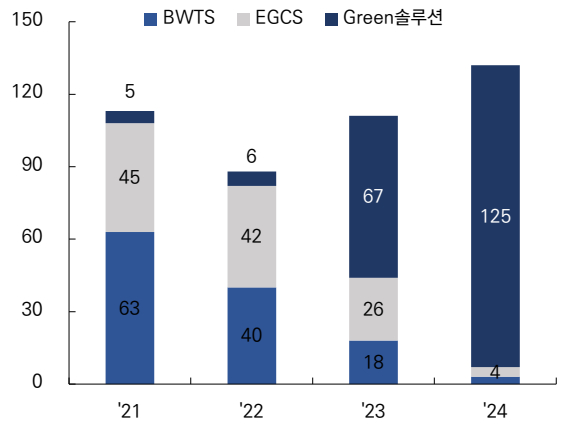
스팀터빈 엔진 기술과 같은 retrofit이 필요한 선들은 제외하고도 Full CAPA 전망

동사의 잠재적 고객은 **글로벌을 그 대상**으로 한다. 3/4세대 디젤 D/F, T/F 운항 선대 218척 중 **약 70%**가 '26년부터 CII C등급 이하에 해당할 것으로 분석된다. C등급은 정상 운항은 가능하지만 규제 강화 추세로 인해 향후 개조 압박이 예상되며, D등급 이하부터는 개선 계획 제출과 이행이 의무화된다. 이에 따라 BOG를 단순 연소하는 기존 방식 대신, **연간효율성지수(AER)를 9% 이상 개선이 가능한 재액화 개조 수요가 증가**할 것으로 전망된다.

FSU 고객도 재액화 서비스를 찾을 것

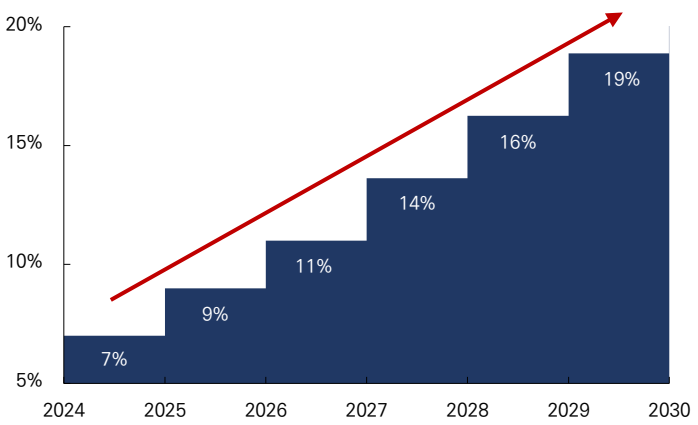
나아가 이러한 재액화 기술은 **후술할 FSU에서도 핵심 역할**을 한다. FSU의 경우, 운항 과정에서 발생하는 증발가스 관리가 필수적이기에, 동사의 재액화 기술력은 선대 개조뿐 아니라 **FSU 시장에서도 영향력을 확대할 수 있는 기반**이 된다.

[자료 3-1]친환경 솔루션 Retrofit 수주 잔고 (단위: Mn $)



출처: HD현대마린솔루션, RFS Team 2

[자료 3-2] 연도별 CII 감축률 (단위: %)



출처: QTAGG, HD현대마린솔루션, RFS Team 2

FSU와 FSRU 폭증 전망

LNG 해운 물동량↑+ 유지 보수 부담↑ = FSU, FSRU 개조 수요

LNG 운임 비용의 상승과 노후 선박의 유지·보수 부담이 커지면서, 선주들은 노후 선박 퇴출 여부를 적극 검토하고 있다. 이러한 분위기 속에서, **일부 LNGC는 단순 폐선이 아닌 FSU 또는 FSRU로 개조**될 수 있다는 점에서 동사는 시장의 관심을 받고 있다. IMO 환경 규제의 실질적 시행 시기와 전술한 개조 사업의 공기를 고려하였을 때, **'26년은 FSU와 FSRU 수요 폭증의 원년**이 될 것으로 전망한다.

② FSU

FSU의 평균 공기는 1.5년

'26E FSU 부문 매출액 185억 원을 전망한다. FSU(Floating Storage Unit)는 운항 경쟁력을 상실한 1/2세대 스팀터빈 LNGC 선대를 FSU으로 개조하는 사업으로, **동사의 ASP는 1,000만 달러**이다. FSU는 러-우 전쟁 이후 글로벌 LNG 시장의 대안으로 각광받고 있다. 동사는 2Q25 국내 최초로 LNGC를 FSU로 개조하는 프로젝트를 완료하였으며, **연간 3척의 FSU를 소화할 수 있는 CAPA**를 보유하고 있다. **이미 1척의 수주를 9개월만에 조기 완공하였고, 현재 1척의 수주 잔고**를 보유 중이다.

통상적으로 건설에 3~4년 이상 소요되는 전통 LNG 플랜트와 달리, FSU는 단순 액화저장 기능만 수행하기에 **상대적으로 짧은 공기**를 갖는다. 이는 선주들의 발주 리드타임을 줄이는 요소로 작용하며, 궁극적으로는 **동사의 FSU 부문의 성장**으로 이어질 것이다.

③ FSRU

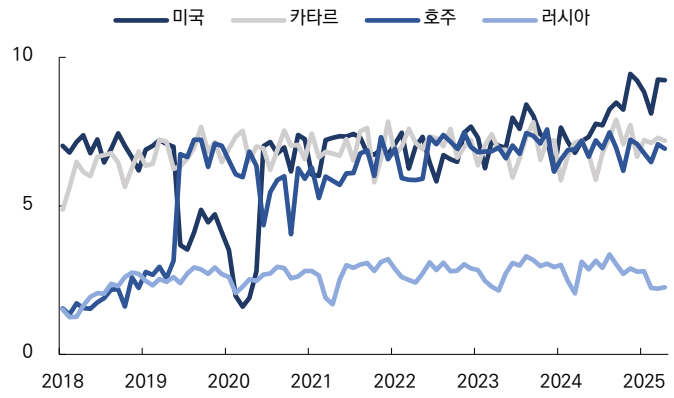
FSRU의 평균 공기는 1.5년

'26E FSRU 매출액 816억 원을 전망한다. FSRU는 운항 경쟁력을 상실한 1/2세대 스팀터빈 및 3/4세대 DF/DE LNGC를 FSRU(Floating Storage Regasification Unit)으로 개조하는 사업으로, **동사의 ASP는 1억 달러 내외**이다. FSRU 프로젝트는 건조 능력뿐 아니라 내부 엔지니어링과 조선소 CAPA를 함께 고려해야 한다. 동사의 설비 내 재기화 장치의 현재 규모를 고려하면, **연간 2척의 FSRU**를 시공할 수 있을 것으로 분석된다.

'27년부터 꾸준히 Full CAPA 전망

최근 FSRU 프로젝트 인콰이어리는 확대됐으나, 투자 과정에서 FSRU는 장기 수요 예측, 인프라 연계, 법적 검토 등 파이낸싱이 원활하지 못해 수주로 이어지지 않고 있다. 단기적 관점에서 동사의 FSRU보다는 FSU개조와 재액화 개조 사업을 통한 성장을 기대하는 것이 더 현실적이지만, 중장기적 **관점에서 글로벌 LNGC 투자 확대 모멘텀에 따라 선주들의 FSRU개조 사업 수주 또한 충분히 기대**해 볼 만하다. 결국에는 동사가 세 사업 부문 모두 소화하며, **시장 내 LNGC Retrofit 관련 독점적 위치를 차지**할 것으로 예상한다.

[자료 3-3] 주요 국가 LNG 수출량 (단위: MT)



출처: Bloomberg, RFS Team 2

[자료 3-4] FSU&FSRU 비교

구분	FSU	FSRU
주요 역할	저장	저장 및 재기화
설비 구성	화물탱크 + 부두 접속 설비	LNGC 탱크 + 재기화 모듈
운영 목적	장기 저장, 성수기 대비	가스 공급, 육상 터미널 대체
투자 비용	낮음(재기화 설비 없음)	높음(재기화 설비 설치 필요)
건조/개조 기간	평균 1.5년	평균 1.5년
수익 모델	저장 서비스 요금(Storage Fee)	저장 + 재기화 요금
운영 복잡도	단순(저장 및 하역만 관리)	복잡(저장·가스화·압력 제어 등)

출처: 언론종합, RFS Team 2

2. 엔진 개조 사업 UP! UP! UP! It's Our Moment!

LNGC를 제외한 선종들의 Retrofit 수요도 증가할 것으로 전망되는 가운데, **동사는 이미 엔진 관련 수요에 주목**하고 있다. 엔진의 연비와 선속이 규제 대응의 핵심 요소로 분석되는 만큼, **EPLO와 D/F 엔진 개조 등 엔진 Retrofit 관련 고난도 기술을 이미 보유한 동사의 수혜**가 전망된다.

① EPLO

엔진 출력 제한(EEXI 규제) -> 부작용 유발 = EPLO 수요

'26E EPLO 매출액 297억 원을 전망한다. IMO의 환경 규제 강화(EEXI)로 인해 많은 선박들이 EPL(엔진 출력 제한)을 적용하게 되었고, 이로 인해 부분 부하 구간에서 연비 저하와 배출 악화라는 부작용이 발생하고 있다. 이러한 부작용에 대하여, **선주들은 동사의 EPLO(엔진 부분 부하 최적화)를 장착하여, 연비 개선, 탄소 배출 저감, 엔진 수명 연장 효과를 달성**할 수 있게 된다.

'25년 EPLO 수주 목표는 150척
'26년에도 동일한 기조 예상

동사의 EPLO 부문은 실제 해상시험에서 연료 절감 효과가 검증되면서 **글로벌 선사들의 추가 발주로 이어지고 있으며, 상반기에만 88척까지 수주를 확대**하였다. EPLO의 평균 공사 기간이 약 6~8개월으로 다운타임이 짧아, ROI가 빠르기에 **선주들의 의사결정 속도도 빠른 편**이다. 또한, '27년 이후에는 탄소세 부과, 규제 강화와 함께 Q성장세도 가파르게 가속화될 것으로 전망한다. 이에 **'27년에도 동사의 EPLO 부문은 안정적 Q성장을 이어갈 수 있는 사업**이라 판단한다.

② D/F 엔진 개조

환경 규제 기조에 최적화된 D/F 엔진

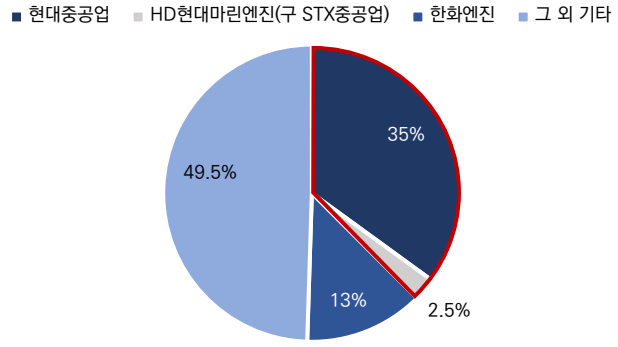
'26E D/F 엔진 개조 사업 부문 매출액 139억 원을 전망한다. 이중 연료 엔진인 D/F 엔진은 기존의 디젤 연료와 LNG를 선택 사용하여 엔진을 작동시킨다. LNG를 사용하여 환경 오염 물질 배출을 줄이고, 필요한 경우 디젤 연료로 전환할 수 있어 유연하고 친환경적인 운항이 가능한 엔진이다.

Industry Analysis에서 언급한 MEPC 83차 회의를 통하여 탄소세 타임라인이 세워진 것은 사실이나, 실질적 시행은 '28년부터이다. 2년 간의 시간적 여유가 있기 때문에 D/F 개조 시장의 활황은 일정 시차가 존재할 것으로 분석된다. 허나, D/F 개조 공사의 표준 공기가 1.5년인 것을 고려한다면, **'26년 하반기부터는 수주가 본격화되고 '27년부터 그 수주가 급등하며 동사의 성장을 견인**할 것으로 전망한다.

조선업 사이클과 맞물린 D/F 정비 수요

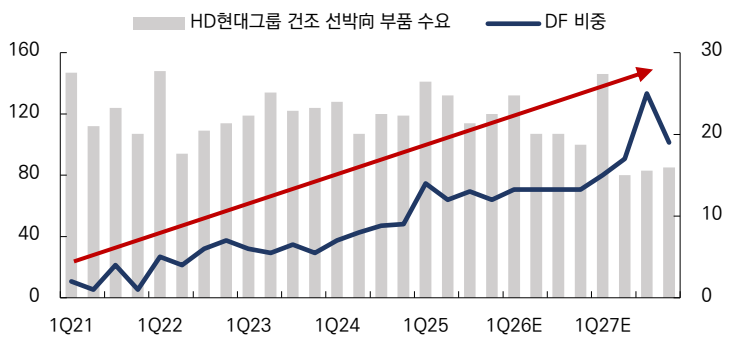
또한, **D/F 엔진 개조 사업은 디젤 엔진 대비 1.5배 이상의 높은 ASP**를 갖는다. 규제 강화에 따라 ASP가 높은 D/F 엔진 비중이 빠르게 증가하면서 **Q뿐 아니라 P효과까지 동시에 나타나고 있는 것**이다. '21~'22년부터 사이클 초입의 대량 발주로 인도되기 시작한 D/F 선박들의 정기 점검 및 부품 교체 수요가 **'26~'27년부터 본격 발생할 것**으로 전망됨에 따라, **D/F 엔진 관련 성장은 이제 시작 단계일 것으로 전망**한다.

[자료 3-5] 글로벌 엔진 시장 점유율 (단위: %)



출처: Clarksons, RFS Team 2

[자료 3-6] 선박 부품 수요 및 D/F 비중 추이 (단위: 대/%)



출처: HD현대, RFS Team 2

Investment Point 2. I "AM" 신뢰에요

AM 솔루션 부문 '26E 매출액 1조 1,250억 원을 전망한다. 모그룹과의 연계를 통한 안정적인 Q 확보와 힘쎈엔진 시너지에 힘입은 P 상승은 AM 솔루션 부문의 성장을 견인하고 있다. 업종 내 HD현대그룹의 아웃퍼폼이 불러올 훈풍을 통해, 동사는 AM 마켓 내 1타강사의 지위를 더욱 공고히 할 것으로 전망된다.

1. HD현대그룹과 시너지를 낼 기업, 너지?

동사의 핵심적인 투자 매력은 **모그룹과의 독점적 시너지**에 있다. 이는 안정적 공급망뿐 아니라, 전 세계 최고의 조선 그룹의 누적된 기술력과 방대한 선박 정보를 활용할 수 있는 차별화된 강점으로 작용한다. 이에 따라 동사는 **잠재 시장의 양적 확대와 기술력 기반의 질적 성장**을 동시에 이룰 것으로 기대된다.

① HD현대그룹의 시너지는 곧 동사의 매출

'25~'28년 인도 대기 물량

HD현대중공업 174척

HD현대미포 151척

HD현대삼호 127척

HD현대그룹이 과거 인도한 수많은 선박들이 동사의 잠재 고객 기반으로 이어진다. 현대그룹 조선 3사는 2028년까지 452척의 신조 선박 인도를 앞두고 있으며, 이미 운항 중인 선대는 3,694척에 달한다. HD현대중공업, HD현대삼호, HD현대미포는 각각 '25년 7월 말 수주 잔고 기준으로 **전 세계 1위, 6위, 15위의 조선사들이다**. HD현대미포의 경우 베트남 자회사를 포함할 경우, 글로벌 10위권 내에 속하는 강력한 건조 능력을 갖추고 있다. 이처럼 **막대한 규모의 선단은 동사의 지속적인 성장을 보장**하는 든든한 기반이 된다.

따라서 동사는 모그룹이 인도한 대규모 선단에서 발생할 정기 점검, 부품 교체, 업그레이드 등의 반복적인 AM 수요를 안정적으로 흡수할 수 있다. 이는 **신조 발주와 같은 경기 변동성이 큰 사이클과 차별화되는 수익 구조를 형성**하며, 글로벌 발주 사이클이 둔화되는 국면에서도 **실적의 하방을 방어할 수 있는 핵심 요인**으로 작용한다.

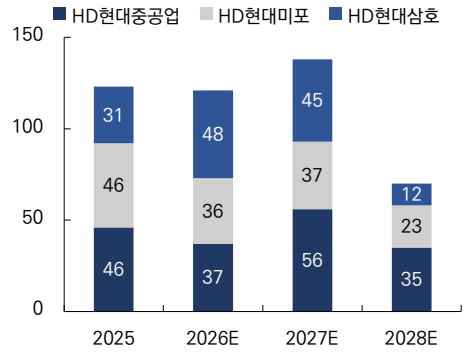
충분한 성장 잠재력을 가진 고객 시장

성장 여력이 아직 잔존

HD현대그룹은 전 세계 수주량과 건조량에서 각각 약 13%의 점유율을 차지하며, 운항 선대 기준으로도 유사한 수준을 유지하고 있다. 그러나 동사의 선박 수리 및 부품 판매 시장에서의 점유율은 현저히 낮은 수준으로 5~6%에 불과하다

HD현대그룹이 이미 확보한 신조 시장 경쟁력과 글로벌 선대 규모를 고려할 때, 아직 **확보하지 못한 잠재 고객군이 상당함을** 의미한다. 따라서 **그룹 차원의 건조 및 수주 경쟁력을 기반으로 향후 동사가 수리·부품 시장에서 점유율을 확대할 여지는 매우 크며**, 이는 **그룹 내 시너지 효과가 직접적으로 실현**될 수 있는 구간이라 할 수 있다.

[자료 3-1] 현대그룹 조선 3사 인도 예정 선박 (단위: 척)



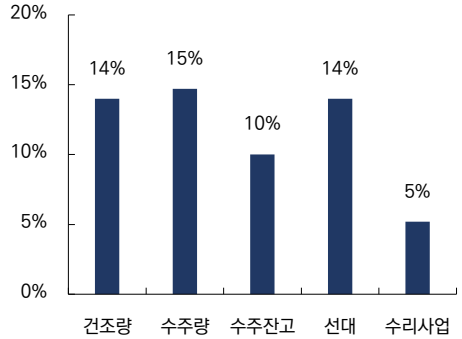
출처: Clarksons, RFS Team 2

[자료 3-2] 글로벌 조선소 순위 (수주 잔고 기준)

순위	조선소명	수주 잔고(천CGT)	건조량(천CGT)
1	HD현대중공업	8,855	2,634
2	한화오션	7,838	1,960
3	삼성중공업	7,496	3,212
…			
6	HD현대삼호	6,149	1,725
…			
15	HD현대미포	2,697	1,904
…			
37	HD현대베트남	1,146	383

출처: Clarksons, RFS Team 2

[자료 3-3] HD현대그룹 선박 시장 점유율 (단위: %)



출처: Clarksons, RFS Team 2

② 엔진의 1황, 힘쎈엔진

동사의 핵심 경쟁력은 HD현대그룹이 보유한 **압도적인 엔진 기술력**에서 비롯된다. 동사는 선박 건조 데이터를 바탕으로 선주에게 최적의 솔루션을 제공하며, **제조사가 인증한 정품 부품을 사용하는 개조 서비스에 대한 선주들의 높은 선호도**를 활용한다. 신조선가 상승과 환경 규제로 기술적 신뢰도에 대한 민감도가 높아진 상황에서, 동사의 압도적 기술 우위는 선주들의 선택을 이끌어내는 결정적인 요인으로 작용한다.

힘쎈엔진 독점 사업권이 동사의 실적 성장 뒷받침

선박 엔진은 **크게 2행정과 4행정으로 구분되며** 2행정 엔진은 대형 선박의 추진을 담당하는 메인 엔진을, 4행정 엔진은 선박 내 전력 생산을 위한 보조 엔진으로 주로 사용된다. HD현대그룹은 2행정 엔진의 경우 글로벌 라이센서로부터 기술을 받아 생산하지만, **4행정 엔진은 자체적으로 힘쎈(HiMSEN)엔진을 독자 개발**하여 시장에 공급하고 있다. 특히 **힘쎈엔진 AM 솔루션에 대한 독점적인 라이선스를 보유**하고 있기에 **높은 마진 경쟁력**을 보유하고 있다. 또한 설계부터 생산과 정비까지 **그룹 내 수직계열화를 통해 원가를 절감**함으로써 **경쟁사 대비 높은 이익률을 확보하면서도 고객에게는 합리적인 가격**을 제공할 수 있다.

D/F도 힘쎄게

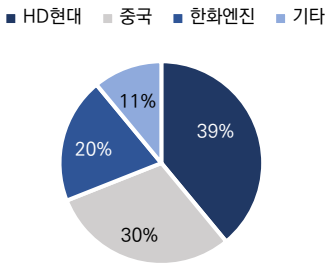
힘쎈엔진 '01년 이후 생산량 1.9만대 돌파

1H25 AM 매출의 70%가 엔진에서 발생

특히 최근 강화되는 환경 규제로 인해 이중연료(D/F) 엔진 수요가 급증하는 가운데, '24년 **현대는 D/F 엔진 시장에서도 2행정 엔진 39%, 4행정 엔진 51%로 글로벌 1위 점유율**을 기록하며 경쟁 우위를 통해 엔진 시장과 D/F 시장 모두 압도적인 모습을 보여주고 있다.

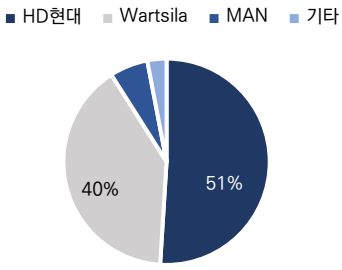
힘쎈엔진은 선박 인도 후 **4~5년 주기로 정기 검사**를 반드시 거쳐야 하며, 이 모든 사후 서비스는 동사가 **독점적**으로 담당한다. 예컨대 '09년에 힘쎈엔진을 장착한 선박은 '14년, '19년, '24년 모두 동사를 통해 검사를 받았고, 이는 **기존 선박에서 발생하는 수익이 장기간 안정적으로 유지**됨을 의미한다. 또한 HD현대중공업이 생산하는 **D/F 엔진은 기존 운항 선박을 비롯하여 '21년부터 본격적으로 탑재**되었으며, 이에 따라 '24년 말부터 '27년까지 **D/F 엔진 솔루션 매출이 추가적으로 발생할 전망**이다.

[자료 3-4] 2행정 D/F 엔진 점유율 (단위: %)



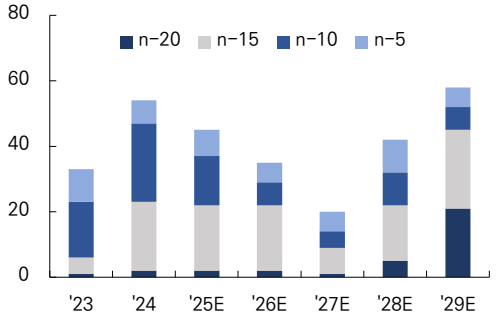
출처: HD현대마린솔루션, RFS Team 2

[자료 3-5] 4행정 D/F 엔진 점유율 (단위: %)



출처: HD현대마린솔루션, RFS Team 2

[자료 3-6] 힘쎈엔진 선박 정기점검량 (단위: 척)



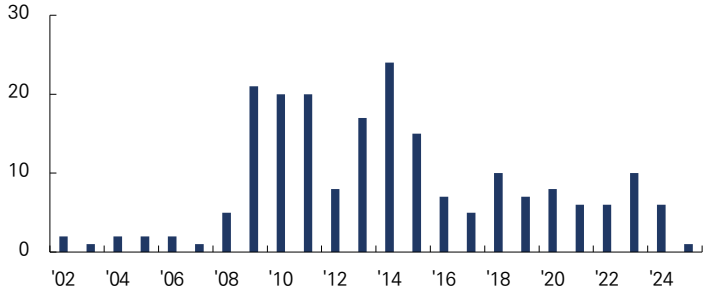
출처: Clarksons, HD현대마린솔루션, RFS Team 2

[자료 3-7] HD현대마린솔루션 엔진 포트폴리오

구분	2행정(2-stroke)엔진	4행정(4-stroke)엔진
브랜드	MAN ES, Win GD	힘쎈
선박 내 역할	추진	전력 생산
척당 운용 대수	1	6
시장 구조	양자 구도 시장 (MAN ES와 Win GD)	독점 라이선스 보유 (힘쎈 단독)
신조 D/F M/S	45%	60%

출처: Clarksons, RFS Team 2

[자료 3-8] 힘쎈엔진 선박 수 (단위: 척)



출처: Clarksons, RFS Team 2

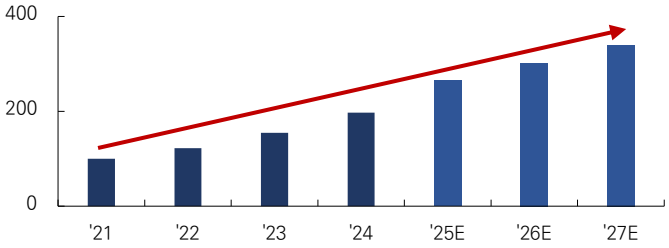
2. ASP! ASAP하게 성장

동사는 친환경 선박 시장 확대와 고부가가치 프로젝트 증가에 힘입어 **구조적인 ASP 상승과 안정적인 수익 기반을 동시에 구축**할 전망이다. 실제로 **ASP는 연간 20%씩 성장해왔으며, '21년 대비 이미 97%** 성장한 바 있다.

① ASP도 UP!

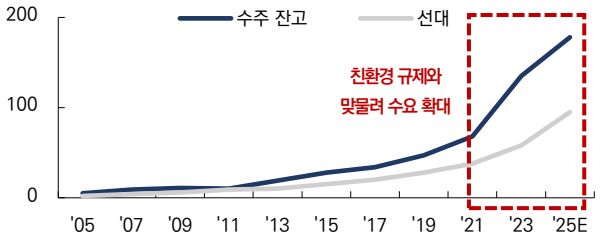
동사는 글로벌 탄소중립 정책과 IMO 규제 강화에 따라 급증하는 D/F 엔진 발주의 최대 수혜 기업으로, AM 부문에서도 독점적 지위를 확보하고 있다. **D/F 선박의 유지·보수 비용은 기존 컨벤셔널 엔진 대비 1.5배 높으며**, AM 부품 단가와 마진 역시 동일한 차이를 갖는다. 특히 **HD현대그룹이 건조하는 D/F 선박의 비중은 글로벌 평균보다 약 20% 이상** 높아, 동사는 구조적으로 더 높은 ASP와 마진을 확보할 수 있다.

[자료 3-9] HD현대마린솔루션 엔진 AM ASP 상승 추이 (2021=100기준)



출처: HD현대마린솔루션, RFS Team 2

[자료 3-10] 글로벌 LNG D/F 선대 및 수주 잔고 규모 추이 (단위: DWT)



출처: Clarksons, RFS Team 2

② 발주량과 비중도 UP! UP!

'28년까지 HD현대 그룹이 인도한 선박 중 25%가 D/F 엔진을 탑재

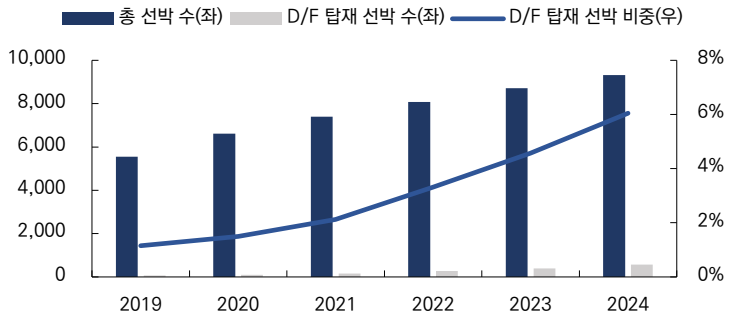
전술한 환경 규제 강화 기조에 따라, 글로벌 선주 및 선사들은 **선속을 낮추기 어려운 컨테이너선 중심의 D/F 엔진 장착 대형 선박 발주세**를 이어가고 있다. '25년 3월 기준 **글로벌 LNG D/F 엔진 채택 선박 비중은 약 4.1%에 달하며, 메탄올 등 대체 연료 선박까지 포함하면 약 5% 수준**으로 확대되었다. 현재 글로벌 LNG D/F 선대는 약 100만 DWT 규모이며, 수주 잔고만 104만 DWT로 **향후 인도 물량이 현 선대 규모를 2배 이상 상회**할 전망이다.

D/F 엔진 선박 발주

→ 동사의 고마진 AM 매출로 귀결

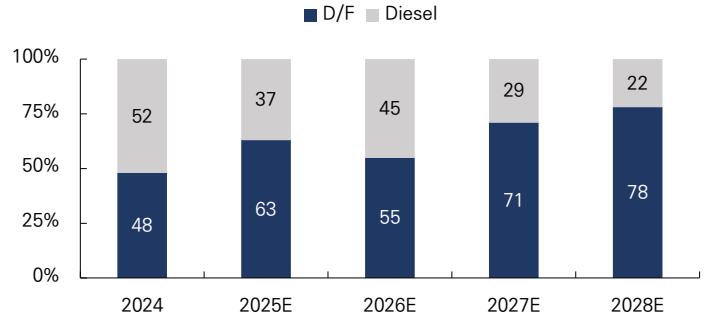
이러한 추세 속에서 동사의 **AM 서비스 선박 중 D/F 선박의 비중은 '22년 4%에서 '24년 9%로 상승하였으며, '28년에는 약 25%까지 확대될** 것으로 예상된다. 이 같은 고가 구조가 유지되고 있어 Q와 P 효과가 동시에 나타나고 있다. 동사의 **AM 솔루션 사업부 OPM은 약 30% 수준이며, 중형 D/F 엔진은 40% 이상**의 높은 마진율을 기록하는 것으로 추정된다. 이는 동사의 **ASP와 이익 성장을 장기간 견인할 핵심 요인**으로 꼽히며, 동사의 사업에 있어 **"Core of Core"의 역할**을 감당할 것으로 전망된다.

[자료 3-11] AM 솔루션 누적 서비스 선박 및 D/F 선박 비중 (단위: 척/%)



출처: HD현대마린솔루션, RFS Team 2

[자료 3-12] HD현대그룹 선박 엔진 연료 비교 (단위: %)



출처: Clarksons, RFS Team 2

Ⅳ. Check Point

지난 8월 27일 장 마감 후, HD현대중공업(존속회사)과 HD현대미포(소멸회사) 간 합병이 발표되었다. 주주총회와 합병 기일을 거쳐 12월 15일 신주 상장을 목표로 진행될 예정이며, HD현대미포 1주당 HD현대중공업 0.4059146주의 합병 비율을 근거로 합병 신주는 16,189,618주로 추정된다. 본 파트에서는 동사의 모그룹인 HD현대그룹 내 가장 큰 두 조선 기업 간 합병이 동사에 어떤 영향을 미칠지 알아보고자 한다.

HD현대그룹 대장 계열사 간 합병

HD현대중공업은 전 함종 방사청인증 획득, 미국 MSRA 보유 -> MRO 수요 대응 가능

HD현대그룹이 발표한 합병은 **해양 방산 사업 확대**가 그 주요 목적인 것으로 분석된다. 기존에는 HD현대중공업의 방산 프로젝트를 HD현대미포의 도크/설비에서 진행하기 위해서는 복잡한 부대 절차가 요구되었다. 허나, 합병을 통해 **HD현대중공업의 특수선 건조 경험과 HD현대미포의 건조 시설이 합쳐지며 HD현대그룹의 방산 사업 기대감이 전사적으로 확대**될 것으로 전망된다.

HD현대미포는 중소형 도크/설비 보유, 도크 4개 중 2개 특수선 용도 전환 예정

HD현대중공업은 전 함종 모두 방사청 인증을 획득하였으며, 미국 MSRA를 보유하였으므로 미국의 MRO 수요를 소화할 역량이 충분하다. 또한 HD현대미포가 보유한 도크/설비 함정 건조에 적합한 것으로 분석된다. 사업 역량과 설비 측면에서도 양 사의 합병이 기대되는 대목이다. 즉, 기타 재무·지배 구조와 관련된 특수 목적이 아닌, 온전히 **사업 확대와 협업을 위한 효율성 향상이 합병의 이유**인 것으로 판단된다.

HD현대마린솔루션에 미칠 영향은 어때요?

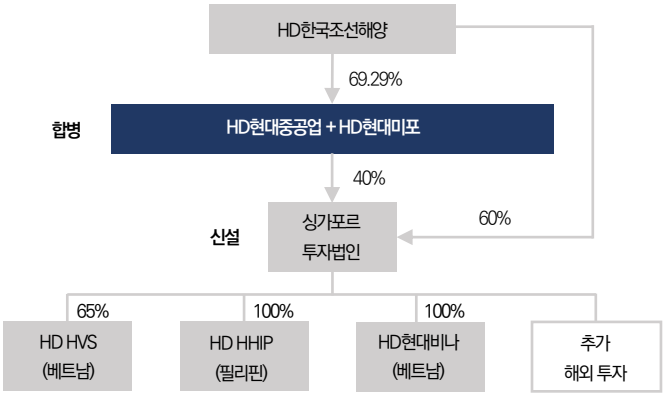
IR측 문의 결과, 기업 내부적으로 특수선 MRO 계획은 아직 없다는 답변을 확인함

동사의 BM에 미칠 단기적 영향은 미미할 것이다. 현재 양 사의 수주 잔고가 이미 Full이라는 점을 감안한다면, 합병 효과가 모그룹의 실적으로 전환되기까지는 일정 시간이 소요될 것으로 전망된다. 동사의 사업이 HD현대그룹의 신조 물량에 영향을 받는 것은 기정 사실이나, 동사가 군함·함정 등 특수선에 대한 MRO를 보유하지 않고 있다는 점을 고려한다면 **특수선向 모멘텀은 사실상 존재하지 않을 것**으로 분석된다.

그러나, **장기적으로는 동사에 긍정적 효과를 불러올 것**으로 전망한다. 현재 동사는 HD현대중공업의 엔진 사업에 대한 독점적인 지위를 보유하고 있다. 합병 후 HD현대중공업의 엔진 사업 프리미엄이 HD현대미포의 사업 영역까지 확대된다면, 동사가 **AM 솔루션 사업에 확보할 수 있는 잠재적 고객이 증가**하는 셈이다.

여전히 변동성이 존재하는 이슈이다. 하지만, **본 팀은 양 사간 합병이 동사에 미칠 부정적 영향은 전혀 존재하지 않으며, 장기적인 관점에서는 동사의 고객을 더 확보할 수 있는 구조적 기회가 될 것**으로 전망한다.

[자료 4-1] 합병 후 지분 구조



출처: HD한국조선해양, RFS Team 2

[자료 4-2] 합병 일정

구분		일정
합병 결의 이사회		08월 27일
주주 확정 기준일		09월 12일
합병 반대 의사 통지 접수	시작	10월 02일
	종료	10월 22일
주주총회 예정일		**10월 23일**
주식 매수 청구권 행사	시작	10월 23일
	종료	11월 12일
합병 기일		12월 01일
신주 상장 예정일		**12월 15일**

출처: HD현대중공업, HD현대미포, RFS Team 2

V. Risk

동사의 2대 주주인 사모펀드 GVS의 잔여 지분 매각 가능성으로 인해 오버행 리스크가 우려되고 있다. 동사의 지주사인 HD현대가 동사의 지분 약 55%를 보유하고 있으며 그 뒤를 사모펀드 GVS가 10%의 지분으로 그 뒤를 잇고 있다. 본 파트에서는 동사에 제기되는 오버행 리스크와 그 파급효과를 분석하고자 한다.

2대 주주 지분 매각에 따른 오버행 리스크

GVS는 '21년 Pre-IPO를 통해 약 6,534억 원을 투자하여 동사의 지분을 확보한 뒤, 상장 당시 구주 매출을 통해 약 445만 주를 매각하고, '25년 5월 블록딜(시간 외 대량매매)을 통해 추가로 427만 주(발행 주식 수 대비 9.5%)를 처분했다. 그럼에도 여전히 448만 주(발행 주식 수의 약 10%)를 보유하고 있기에 **시장에서는 이를 잠재적 매도 물량**으로 인식하고 있다.

투자 당시 GVS가 산정한 동사의 기업 가치는 약 1.8조 원 규모로 산출된다. 현재 동사의 시가총액이 약 10조 원에 달한다는 점을 고려하면, GVS는 이미 5배 이상의 수익을 확보한 상황이다. 따라서 GVS는 향후 잔여 지분 매각을 통해 투자금 회수를 완결할 유인이 충분하며, 이는 **단기적 수급 불안과 주가 변동성을 키우는 요인**으로 작용할 가능성이 존재한다. 오버행 리스크가 잔존한다는 우려가 제기되는 대목이다.

GVS 물량 유통 시 유동성&거래 안정성 확보 전망

다만 전술한 5월의 블록딜 규모와 GVS의 잔여 지분이 유사하기에, **동일한 방식으로 잔여 지분의 전량 처분이 이뤄질 경우 오히려 오버행 불확실성이 해소**될 수 있다. 또한 시장에 GVS의 지분 물량이 **유통된다면, 유동성 확대로 인한 거래 안정성이 확보되므로 동사의 주가 기반이 강화**될 가능성도 존재한다.

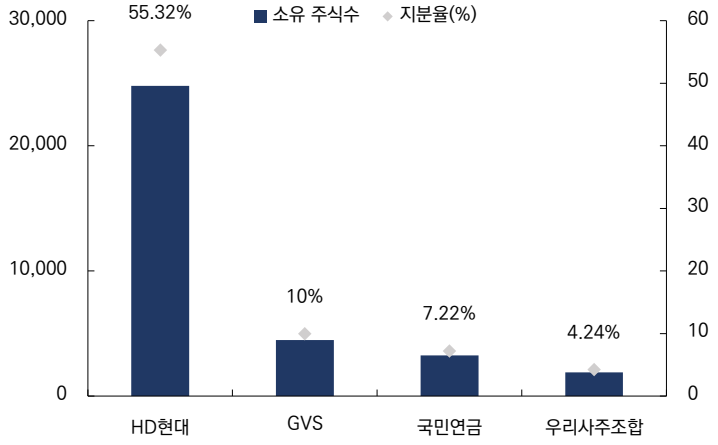
GVS의 잔여 지분 매각 속도와 방식은 향후 동사 주가의 단기 변동성을 좌우하는 핵심 요인이다. 매각이 부분적으로 이뤄지는 과정에서는 수급 충격이 불가피하나, **전량 처분이 완료되면 지분 구조 불확실성이 제거되면서 중장기적으로는 오히려 긍정적 요인**으로 전환될 수 있다.

이에 **본 팀은 동사에 GVS의 지분 처분으로 오버행 리스크가 실현되더라도, 동사의 펀더멘탈에 미칠 악영향은 없으며 단기적 주가 변동성이 저가 매수의 기회가 될 것**으로 판단한다. 또한 해당 딜이 진행될 경우, **동사의 유일한 리스크가 해소되며 동사에 대한 시장의 긍정적 투자 심리가 더욱 가중**될 것이라 전망한다.

[자료 5-1] HD현대마린솔루션 시가총액&거래량 추이 (단위: 조 원/천 주)

출처: KRX, RFS Team 2

[자료 5-2] 5% 이상 주주의 소유 주식 수 및 지분율 (단위: 천 주, %)



출처: HD현대마린솔루션, RFS Team 2

Ⅵ. Valuation

Peer P/E Valuation

본격 개화할 선박 MRO와 Retrofit 시장은 동사의 수익을 지속적으로 견인할 것이다. 이러한 업황 가운데, **1)시장 내 선박 MRO 상장 기업이 부재하고, 2)소수의 상장 기업 중 동사에 견줄 만한 선박 MRO 기업이 없다는 점**을 고려한다면, **동사의 "One and Only" 프리미엄은 수익 멀티플 향상**으로 이어질 것이다.

한편, Company Analysis에서 언급하였듯, 동사는 **전통 조선소와 엔진 생산 업체와 달리 고정비 및 CAPEX 부담이 없는 경량의 사업구조**를 보유하고 있다. 동사의 사업은 해외 수리 야드를 섭외하여 진행되며, 이 과정 내 **동사의 주요 역할은 엔지니어링 서비스 및 부품 조달**이기 때문이다.

상술한 부분을 반영하기 위하여, 동사의 가치평가 방식으로 **Peer P/E Valuation**을 채택하였다. **Target P/E는 47.98**로, **Peer로는 타 중공업종 내 MRO 기업**들을 선정하였다. Peer 선정 논리는 후술하겠다.

이에 근거하여, **'26년 당기순이익 2,786.3억 원, Target P/E 47.98배, 목표 주가 298,200원, 상승 여력 47%, 투자의견 Buy**를 제시한다.

[자료 6-1] Peer P/E Valuation Table

Peer P/E Valuation			
'26E 당기순이익	278,631	백만 원	(A)
Target P/E	**47.98**	**배**	**(B)**
발행 주식 수	44,829,210	주	(C)
적정 주가	298,193	원	(D) = (A)*(B)/(C)
목표 주가	**298,200**	**원**	
현재 주가	203,500	원	25.09.22 기준
상승 여력	**47**	**%**	

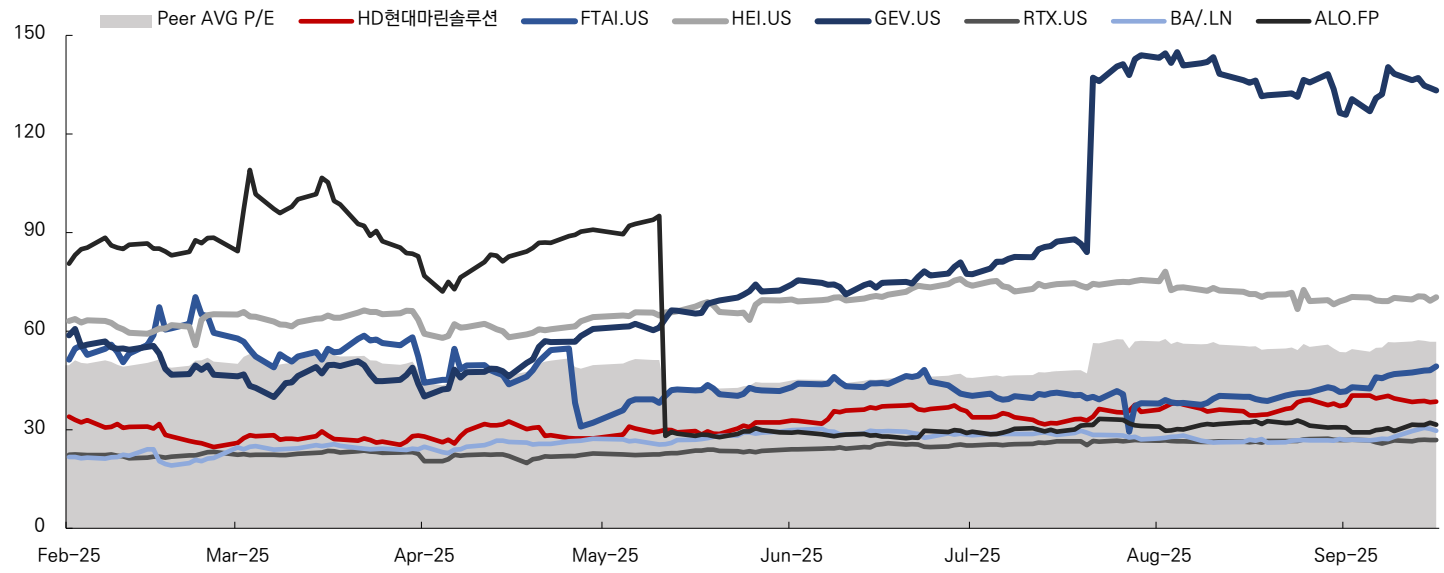
출처: RFS Team 2

[자료 6-2] Peer P/E Table

업종	기업명	P/E	할인율
항공	FTAI Aviation Ltd	49.21	0%
항공	Heico	70.72	0%
발전설비	GE Vernova	79.92	40%
방산	Raytheon Technologies	26.85	0%
방산	BAE Syetems	29.66	0%
철도	Alstom	31.50	0%
Peer Average P/E		47.98	

출처: Bloomberg, RFS Team 2

[자료 6-3] HD현대마린솔루션&Peer 기업 P/E 추이



출처: Bloomberg, RFS Team 2

Peer 업종&기업 선정 논리

동사의 Peer로 선박 업종 내 MRO 기업이 아닌, 타 중공업종 내 MRO 기업을 선정하였다. 선박 업종 내 동사의 Peer로 삼을 기업이 없는 상황에서, 오히려 MRO 및 AM 서비스가 선박 업종 대비 먼저 개화한 **타 중공업종 내 MRO 기업들의 수익성을 동사의 Valuation에 반영하는 것이 동사의 수익성을 더 정확히 전망**할 수 있을 것이라 판단하였다.

중공업종 내 세부 산업으로는 항공, 발전설비, 방산, 철도 산업을 채택하였다. 세부 근거로는 1)선박의 최소 수명인 25~30년과 항공기, 발전설비, 방산장비, 열차·기관차의 **수명이 유사**하다는 점, 2)동사의 힘쎈엔진 라이선스와 같이 시장 내 **정품 사업자의 지위가 프리미엄으로 작용**한다는 점, 3)최근 중공업 내 **환경 규제로 인한 MRO 수요가 공통으로 발생**하고 있다는 점, 4)업종과 모델별로 상이하지만 1~10년 주기로 **정기적 점검 및 부품 교체가 진행**된다는 점을 선정하였다.

항공

① **FTAI Aviation Ltd(FTAI.US)**: FTAI Aviation Ltd는 상업용 항공기 엔진에 대해 FAA 인증 기반의 부품을 제공하며 MRO와 AM 서비스를 제공한다. 또한 자체 엔진 생산을 진행하지 않으므로 경량 자산 구조를 영위하고 있다. **라이선스 기반 BM과 고정비 구조가 동사와 유사**하다고 판단하여 Peer로 선정하였다.

② **Heico(HEI.US)**: Heico는 항공청 인증 PMA 부품을 중심으로, 약 2만개의 부품을 보유한 항공기 AM시장 1위 업체이다. 또한, 항공기 부품의 재활용 및 추출을 통해 배출 저감 등의 ESG 노력을 도모하고 있다. **독점적·인증 기반 부품 공급을 통한 고마진 구조가 동사의 HiMSEN 엔진 정품 부품 사업 모델과 유사**하다고 판단하여 Peer로 선정하였다.

발전설비

① **GE Vernova(GEV.US)**: GE Vernova는 다양한 발전원에 대한 설비 공급 및 유지·보수 서비스를 제공하며, 일부 엔진에 이미 지속가능 연료를 사용하며 지속가능성에 주력하고 있다. 특히 **터빈 장비 ASP 증가로 발생할 긍정적 흐름이 동사의 엔진 서비스 ASP 상승과 유사한 업황**이라 판단하여 Peer로 선정하였다.

방산

① **Raytheon Technologies(RTX.US)**: Raytheon Technologies는 Pratt&Whitney를 통해 군용기 엔진 AM 시장에서 독점적 지위를 갖고 있으며, 장비 생산 증가 등의 모멘텀에 힘입어 성장이 지속될 것으로 전망된다. 특히, **AM 서비스 부문이 전체 매출 비중의 35%를 상회하므로, AM 솔루션이 주 매출원인 동사와 유사**하다고 판단하여 Peer로 선정하였다.

② **BAE Systems(BA/.LN)**: BAE Systems는 영국 기반의 글로벌 방산 업체로, 무기체계 특성상 정품 장비만 허용되고, 기존 납품 장비에 대한 MRO 계약에서 매출이 다수 발생하는 사업 구조를 보유하고 있다. **힘쎈엔진 라이선스를 통해 LTSA 계약을 영위하는 동사와 BM이 유사**하다고 판단하여 Peer로 선정하였다.

철도

① **Alstom(ALO.FP)**: Alstom은 전체 매출의 20% 이상이 철도 AM 서비스 부문에서 발생하고, 기관차에 친환경 솔루션을 도입하고 있다. 추가로, 장기 서비스 계약(LTSA)기반 수익 구조도 보유하고 있다. **BM과 매출 안정성의 지속적인 기조가 동사와 유사**하다고 판단하여 Peer로 선정하였다.

Ⅶ. Estimation Logic

매출 추정

동사의 매출액 추정은 **AM 솔루션, 친환경 솔루션, 디지털 솔루션, 벙커링** 부문으로 구분하여 추정하였다. 동사의 사업 구조상, **1)정기적으로 매출이 발생하는 사업**과 **2)수주 산업**이 혼재되어 있으므로 사업 부문별로 상이한 매출 추정 논리를 적용하였다. **기본 논리**는 다음과 같다.

① **Full CAPA**: 동사의 컨퍼런스콜 및 IR 자료, IR측 문의 답변을 참고하였다. 향후 동사를 향한 수요와 잠재적 고객이 확대될 것으로 전망되기에, **동사가 소화할 수 있는 Full CAPA를 수주 전환에 반영해야 동사의 매출 증가세를 정확히 추정**할 수 있을 것으로 판단하였다. 부문별 세부 Full CAPA는 사업 부문별 엑셀 참고.

② **수주 잔고&수주 선박 수**: 동사의 컨퍼런스콜 및 IR 자료, IR측 문의 답변을 참고하였다. 특히 수주 사업이 주를 이루는 친환경 솔루션 부문의 경우, **부문별 수주 잔고(Ⓐ)와 수주 선박 수(Ⓑ)를 구한 후, 해당 수치를 나누어 사업 부문별 척당 ASP(Ⓐ/Ⓑ)**를 추정하였다. 부문별 세부 ASP는 사업 부문별 엑셀 참고.

③ **신규 수주**: 전 사업 부문에서 수요 증가로 인한 수주 확대가 확실한 상황이나, 동사의 제반사항으로 인하여 수주 소화에 한계가 있다는 IR측 답변을 확인하였다. 이에 보수적 추정을 위하여, 수주 증가 추이에 **동사의 Full CAPA를 고려**하여 추정하였다. 부문별 세부 신규 수주는 사업 부문별 엑셀 참고.

전 사업 부문별 매출액 추정 Table

단위: 억 원	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출	3,830	4,379	4,613	4,634	4,856	4,677	4,694	4,833	5,086	5,193	5,388	5,503
QoQ(%)	-	*14.32%*	*5.35%*	*0.46%*	*4.80%*	*-3.68%*	*0.36%*	*2.96%*	*5.24%*	*2.09%*	*3.76%*	*2.14%*
AM 솔루션	1,692	2,061	2,192	2,113	2,161	2,300	2,468	2,567	2,668	2,763	2,860	2,959
of Revenue(%)	*44.18%*	*47.07%*	*47.52%*	*45.60%*	*44.50%*	*49.17%*	*52.58%*	*53.12%*	*52.46%*	*53.21%*	*53.08%*	*53.77%*
친환경 솔루션	303	346	438	548	583	328	392	396	589	591	685	707
of Revenue(%)	*7.91%*	*7.90%*	*9.50%*	*11.83%*	*12.01%*	*7.01%*	*8.34%*	*8.20%*	*11.59%*	*11.38%*	*12.72%*	*12.85%*
디지털 솔루션	174	195	171	167	198	220	230	234	231	232	233	232
of Revenue(%)	*4.54%*	*4.45%*	*3.71%*	*3.60%*	*4.08%*	*4.70%*	*4.91%*	*4.84%*	*4.54%*	*4.48%*	*4.32%*	*4.22%*
벙커링	1,661	1,777	1,812	1,806	1,914	1,829	1,604	1,636	1,598	1,607	1,611	1,605
of Revenue(%)	*43.37%*	*40.58%*	*39.28%*	*38.98%*	*39.42%*	*39.10%*	*34.17%*	*33.85%*	*31.41%*	*30.94%*	*29.89%*	*29.16%*

출처: RFS Team 2

0. Appendix

동사의 벙커링 사업과 수주 사업은 각각 **두바이 원유와 원/달러 환율**에 영향을 받는다. 해당 두 지표는 Bloomberg의 전망치를 참고하되, 전망치가 존재하지 않는 4Q25부터는 직전 3Q Average Flat 적용하였다.

Appendix Table

단위: $, 원/$	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
두바이 원유 가격($)	70.4	98.1	81.0	78.4	75.9	69.3	69.5	71.6	70.1	70.4	70.7	70.4
원/달러 환율	1,158.1	1,300.8	1,314.7	1,379.3	1,474.3	1,353.5	1,389.7	1,405.8	1,383.0	1,392.8	1,393.9	1,389.9

출처: Bloomberg, RFS Team 2

1. AM 솔루션

AM 솔루션 부문 매출의 경우, **엔진, 비엔진, 육상발전, 스마트케어 부문**으로 구분하여 추정하였다.

AM 솔루션 매출 Table

단위: 억 원	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
AM 솔루션 매출	**3,188**	**4,176**	**5,653**	**8,058**	**2,161**	**2,300**	**2,468**	**2,567**	**2,668**	**2,763**	**2,860**	**2,959**
YoY(%)	*-*	*31.00%*	*35.36%*	*42.55%*	*-*	*6.43%*	*7.31%*	*4.02%*	*3.93%*	*3.55%*	*3.50%*	*3.47%*
엔진	1,373	2,046	3,205	5,323	1,572	1,568	1,722	1,802	1,886	1,974	2,066	2,163
of AM Solution Revenue(%)	*43.1%*	*49.0%*	*56.7%*	*66.1%*	*72.7%*	*68.2%*	*69.8%*	*70.2%*	*70.7%*	*71.5%*	*72.3%*	*73.1%*
비엔진	714	861	1,016	1,162	281	283	281	279	278	278	278	277
of AM Solution Revenue(%)	*22.4%*	*20.6%*	*18.0%*	*14.4%*	*13.0%*	*12.3%*	*11.4%*	*10.9%*	*10.4%*	*10.1%*	*9.7%*	*9.4%*
육상발전	509	580	646	702	89	200	207	216	228	232	235	237
of AM Solution Revenue(%)	*16.0%*	*13.9%*	*11.4%*	*8.7%*	*4.1%*	*8.7%*	*8.4%*	*8.4%*	*8.5%*	*8.4%*	*8.2%*	*8.0%*
스마트케어	592	690	786	871	219	249	258	270	275	279	281	282
of AM Solution Revenue(%)	*18.6%*	*16.5%*	*13.9%*	*10.8%*	*10.1%*	*10.8%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.3%*	*10.1%*	*9.8%*	*9.5%*

출처: RFS Team 2

(1) 엔진 외 AM 솔루션

엔진 외 AM 솔루션 부문은 **비엔진, 육상발전, 스마트케어** 부문으로 구분하였다.

① **비엔진**: 비엔진 부문 매출의 경우, 직전 2Y와 직전 2Q **모두 큰 변동성이 존재하지 않고**, 동사의 향후 **사업 성장여력이 제한**된다고 판단된다. 따라서 직전년 분기별 평균 매출에 추정 분기의 성장세를 반영하여 추정하였다.

② **육상발전**: 육상발전 부문 매출의 경우, 직전 2Y와 직전 2Q **모두 큰 변동성이 존재하지 않고**, 동사의 향후 **사업 성장여력이 제한**된다고 판단된다. 따라서 직전년 분기별 평균 매출에 추정 분기의 성장세를 반영하여 추정하였다.

③ **스마트케어**: 스마트케어 부문 매출의 경우, 직전 2Y와 직전 2Q **모두 큰 변동성이 존재하지 않고**, 동사의 향후 **사업 성장여력이 제한**된다고 판단된다. 따라서 직전년 분기별 평균 매출에 추정 분기의 성장세를 반영하여 추정하였다.

AM 솔루션 매출 Table

단위: 억 원	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
비엔진	714	861	1,016	1,162	281	283	281	279	278	278	278	277
of AM Solution Revenue(%)	*22.4%*	*20.6%*	*18.0%*	*14.4%*	*13.0%*	*12.3%*	*11.4%*	*10.9%*	*10.4%*	*10.1%*	*9.7%*	*9.4%*
육상발전	509	580	646	702	89	200	207	216	228	232	235	237
of AM Solution Revenue(%)	*16.0%*	*13.9%*	*11.4%*	*8.7%*	*4.1%*	*8.7%*	*8.4%*	*8.4%*	*8.5%*	*8.4%*	*8.2%*	*8.0%*
스마트케어	592	690	786	871	219	249	258	270	275	279	281	282
of AM Solution Revenue(%)	*18.6%*	*16.5%*	*13.9%*	*10.8%*	*10.1%*	*10.8%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.3%*	*10.1%*	*9.8%*	*9.5%*

출처: RFS Team 2

(2) 엔진

엔진 부문의 매출은 **2행정 엔진 AM 매출과 4행정 AM 매출 부문**으로 구분하여 추정하였다.

① **2행정 엔진 AM**: 동사의 컨퍼런스 콜을 통하여 **1Q25 2행정 엔진 매출이 572억**이라는 사실을 확인하였다. 또한 **'05년 이후 HD현대그룹이 2행정 엔진을 인도한 모든 선박의 수를 3,233대**로 산출하였다. 이에 **선박의 수명과 점검 주기, 선박당 엔진 탑재 수(*1)**를 계산하여 동사의 AM 솔루션을 이용할 주기를 산출한 후, 1Q25 행정 엔진별 매출액을 이용하여 분기별 매출을 추정하였다.

② **4행정 엔진 AM**: 동사의 컨퍼런스 콜을 통하여 **1Q25 2행정 엔진 매출이 1,000억**이라는 사실을 확인하였다. 또한 **'05년 이후 HD현대그룹이 2행정 엔진을 인도한 모든 선박의 수를 201대**로 산출하였다. 이에 **선박의 수명과 점검 주기, 선박당 엔진 탑재 수(*6)**를 계산하여 동사의 AM 솔루션을 이용할 주기를 산출한 후, 1Q25 행정 엔진별 매출액을 이용하여 분기별 매출을 추정하였다.

엔진 매출 Table

단위: 억 원	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
엔진	1,373	2,046	3,205	5,323	1,572	1,568	1,722	1,802	1,886	1,974	2,066	2,163
of AM Solution Revenue(%)	*43.1%*	*49.0%*	*56.7%*	*66.1%*	*72.7%*	*68.2%*	*69.8%*	*70.2%*	*70.7%*	*71.5%*	*72.3%*	*73.1%*
2 행정 엔진 매출					572	560	627	656	686	718	752	787
of AM Solution Revenue(%)					*26.5%*	*24.3%*	*25.4%*	*25.5%*	*25.7%*	*26.0%*	*26.3%*	*26.6%*
2 행정 엔진 대수					137.4	137.4	137.4	137.4	137.4	137.4	137.4	137.4
4 행정 엔진 매출					1,000	1,008	1,095	1,147	1,200	1,256	1,315	1,376
of AM Solution Revenue(%)					*46.3%*	*43.8%*	*44.4%*	*44.7%*	*45.0%*	*45.5%*	*46.0%*	*46.5%*
4 행정 엔진 대수					72	72	72	72	72	72	72	72
2 행정 ASP					4	4	5	5	5	5	5	6
QoQ(%)					*-*	*4.66%*	*4.66%*	*4.66%*	*4.66%*	*4.66%*	*4.66%*	*4.66%*
4 행정 ASP					14	15	15	16	17	17	18	19
QoQ(%)					*-*	*4.66%*	*4.66%*	*4.66%*	*4.66%*	*4.66%*	*4.66%*	*4.66%*

출처: RFS Team 2

③ **2행정 엔진 AM ASP**: **선박들의 정기 점검이 약 4~5년 주기**로 진행된다는 점을 고려하여, **'25~'26년, 총 8개 분기 간 '05년, '09년, '10년, '14년, '15년, '20년, '21년 인도된 2행정 선박들의 점검이 균등하게 이루어질 것**으로 추정하였다. 전술한 동사의 1Q25 2행정 엔진 매출액을 참고하여, 1Q25 2행정 부문 매출액을 분기당 AM 선박 예상 대수로 나누어 2행정 엔진 AM ASP를 추정하였다.

④ **4행정 엔진 AM ASP**: **선박들의 정기 점검이 약 4~5년 주기**로 진행된다는 점을 고려하여, **'25~'26년, 총 8개 분기 간 '05년, '09년, '10년, '14년, '15년, '20년, '21년 인도된 4행정 선박들의 점검이 균등하게 이루어질 것**으로 추정하였다. 전술한 동사의 1Q25 4행정 엔진 매출액을 참고하여, 1Q25 4행정 부문 매출액을 분기당 AM 선박 예상 대수로 나누어 4행정 엔진 AM ASP를 추정하였다.

엔진 탑재 인도 선박 수 Table

단위: 척 수	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24	'25
HD조선 3사 2행정 선박 대수	140	152	160	186	197	175	220	203	163	148	183	167	131	100	145	128	128	131	130	144	102
HD조선 3사 4행정 선박 대수	2	2	1	5	21	20	20	8	17	24	15	7	5	10	7	8	6	6	10	6	1

출처: Clarksons, RFS Team 2

2. 친환경 솔루션

친환경 솔루션 부문 매출의 경우**, LNGC, 엔진 개조, 기타, BWTS, EGCS 부문**으로 구분하여 추정하였다. 평균 공기가 1년 이상인 수주 사업 부문이므로, **기본 논리에서 전술한 대로 추정을 진행**하였다. 수주 잔고가 매출로 전환될 때 적용된 매출은 Appendix에서 서술한 원/달러 환율을 적용하였다.

친환경 솔루션 매출 Table

단위: 억 원/Mn $	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
친환경 솔루션 매출(억 원)	1,530	1,940	1,690	1,635	583	328	392	396	589	591	685	707
YoY(%) or QoQ(%)	-	*26.80%*	*-12.89%*	*-3.25%*	-	*-43.74%*	*19.37%*	*1.16%*	*48.82%*	*0.21%*	*16.01%*	*3.20%*
친환경 솔루션 수주 잔고(Mn$)	108	82	106	125	98	146	138	240	257	260	276	375

출처: RFS Team 2

(1) LNGC

LNGC 부문은 **LNGC를 친환경 규제에 맞게 개조하며 발생하는 매출로, 재액화, FSU, FSRU**로 구분하였다. LNGC 개조는 크게 재액화, FSU, FSRU로 구분되며 동사는 전술한 세 부문을 모두 수주할 수 있는 역량을 보유하고 있다.

LNGC 매출 Table

단위: 억 원/Mn $	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
LNGC(억 원)							185	187	446	447	471	494
YoY(%) or QoQ(%)							-	*1.16%*	*138.17%*	*0.05%*	*5.55%*	*4.78%*
LNGC 수주 잔고(Mn $)						80	67	153	156	144	145	230

출처: RFS Team 2

재액화

① **Full CAPA**: 1H25 동사의 재액화 사업을 분석한 결과, **누적되었던 재액화 수주 잔고에서 한 달에 1척씩 차감되며 매출로 전환**된 것을 확인하였다. 허나, 보수적 추정을 위하여 **연간 재액화 Full CAPA는 10척**으로 전제하였다.

② **수주 잔고&수주 선박 수**: 2Q25 기준, **수주 잔고 7,000만 달러와 수주 선박 수 7척**을 보유하고 있다. 이를 통해 **재액화 ASP를 1,000만 달러**로 계산하였다. 재액화 ASP가 1,0000만 달러 내외라는 업계 분석 자료와 IR측 답변과 단가가 유사하므로 합리적인 수치로 판단하였다.

③ **신규 수주**: 1H25의 수주 기조와 동사의 CAPA를 고려하여, 선주들의 환경 규제 대비가 본격 개시되는 **'26년부터 분기당 2척씩 수주**할 것으로 추정하였다. 보유 중인 재액화 수주는 Full CAPA로 소진되며 매출로 전환될 것으로 추정하였다.

재액화 매출 Table

단위: 억 원/Mn $	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
재액화 매출(억 원)							162	164	184	209	232	232
of Retrofit Revenue(%)							*41.4%*	*41.4%*	*31.3%*	*35.4%*	*33.9%*	*32.8%*
재액화 수주 잔고(Mn $)						70	58	47	53	58	62	65
매출 전환(Mn $)							12	12	13	15	17	17

출처: RFS Team 2

FSU

① **Full CAPA**: IR측 문의 결과, 현재 엔지니어링 설비 관련 제한사항으로 인하여 **연간 FSU Full CAPA는 3척**이라는 답변을 확인하였다. 향후 수요 증가에 따라 CAPA 증설이 진행될 수도 있으나, 보수적 추정을 위하여 CAPA 증설은 고려하지 않았다.

② **수주 잔고&수주 선박 수**: 2Q25 기준, **수주 잔고 1,000만 달러와 수주 선박 수 1척**을 보유하고 있다. 이를 통해 재액화 ASP를 1,000만 달러로 계산하였다. FSU ASP가 1,0000만 달러 내외라는 업계 분석 자료와 IR측 답변과 단가가 유사하므로 합리적인 수치라 판단하였다.

③ **신규 수주**: Investment Point에서 서술하였듯, 동사의 수요 증가가 확실한 상황에서, 동사는 이미 FSU 개조 수주 프로젝트를 완료하였고 **1H25에 1척의 FSU를 완공한 이력을 보유**하고 있다. 허나, 보수적 추정을 위하여 연간 2척, 즉 **반기당 1척의 FSU를 수주**할 것으로 추정하였다. 동사의 연간 FSU Full CAPA가 3척이라는 점을 고려한다면, 합리적인 추정이라 판단하였다.

FSU 매출 Table

단위: 억 원/Mn $	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
FSU 매출(억 원)							**23**	**23**	**23**	**46**	**46**	**69**
of Retrofit Revenue(%)							*5.9%*	*5.9%*	*3.9%*	*7.9%*	*6.8%*	*9.8%*
FSU 수주 잔고(Mn $)						10	8	*6.7*	20	16.7	28.3	23.3
매출 전환(Mn $)							1.7	1.7	1.7	3.3	3.3	5

출처: RFS Team 2

FSRU

① **Full CAPA**: IR측 문의 결과, 동사의 설비 내 재기화 장치 관련 제한사항으로 **연간 FSRU Full CAPA는 2척**이라는 답변을 확인하였다. 향후 수요 증가에 따라 CAPA 증설이 진행될 수도 있으나, 보수적 추정을 위하여 CAPA 증설은 고려하지 않았다.

② **수주 잔고&수주 선박 수**: 2Q25 기준, 수주 잔고가 존재하지 않는다. **FSRU ASP의 경우, 척당 1억 달러**라는 IR측의 답변을 확인하였다. ASP가 압도적으로 높은 만큼, 동사의 장기적 성장 동력이 될 것으로 전망된다.

③ **신규 수주**: Investment Point에서 서술하였듯, 평균 공기를 감안한다면 '26년부터 IMO 환경 규제 대비로 인하여 동사의 FSRU 수주 증가가 전망된다. 따라서, **'26년에 1척을 수주한 후, '27년부터 Full CAPA에 맞게 수주**할 것으로 추정하였다. 현재로서는 수주가 존재하지 않으나, FSRU 관련 파이프라인을 긍정적으로 핸들링하고 있다는 IR측 답변을 확인하였고 동사의 관련 기술 연구 및 프로젝트도 지속적으로 진행 중이라는 점을 감안하였을 때 합리적인 추정이라 판단한다.

FSRU 매출 Table

단위: 억 원/Mn $	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
FSRU 매출(억 원)							**0**	**0**	**239**	**191**	**193**	**193**
of Retrofit Revenue(%)									*40.5%*	*32.4%*	*28.1%*	*27.3%*
FSRU 수주 잔고(Mn $)								100	83	69	55	142
매출 전환(Mn $)									17	14	14	14

출처: RFS Team 2

(2) 엔진 개조

엔진 개조 부문은 **엔진을 친환경 규제에 맞게 개조하며 발생하는 매출로, D/F 부문과 EPLO 부문**으로 구분하였다. 수주 잔고가 매출로 전환될 때 적용된 매출은 Appendix에서 서술한 원/달러 환율을 적용하였다.

엔진 개조 매출 Table

단위: 억 원/Mn $	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
엔진 개조(억 원)							74	75	74	74	144	144
YoY(%) or QoQ(%)							-	*1.16%*	*-1.62%*	*0.71%*	*93.76%*	*-0.29%*
엔진 개조 수주 잔고(Mn $)						47	62	76	91	106	150	160

출처: RFS Team 2

EPLO

① **Full CAPA**: IR측 문의 결과, **분기당 EPLO Full CAPA는 10척, 연간 EPLO Full CAPA는 약 40척**이라는 답변을 확인하였다. 실제 동사의 2Q25 컨퍼런스콜에서 **하반기 매출로 전환될 EPLO가 20척**으로 전망된다고 밝힌 바 있다.

② **수주 잔고&수주 선박 수**: 2Q25 기준, **수주 잔고 4,700만 달러와 수주 선박 수 88척**을 보유하고 있다. 이를 통해 **EPLO ASP를 53만 달러**로 계산하였다. EPLO ASP가 50~70만 달러라는 업계 분석 자료와 IR측 답변과 단가가 유사하므로 합리적인 수치라 판단하였다.

③ **신규 수주**: D/F의 수주 도래와 무관하게, **EPLO의 수요 강세 기조는 유지**될 것으로 전망한다. 또한 동사는 **'25년 EPLO 연간 수주 목표를 150척**으로 밝힌 바 있다. 따라서, 해당 수주 목표 수를 분기별로 계산하여 향후 분기별 수주 잔고 값에 합하였다. '26년 연간 수주 목표는 미정이라는 IR측 답변을 참고하여, 보수적 추정을 위하여 **'26년 EPLO 연간 수주 목표도 '25년과 동일하게 적용**하였다.

EPLO 매출 Table

단위: 억 원	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
EPLO 매출(억 원)							74	75	74	74	74	74
of Retrofit Revenue(%)							*19.0%*	*19.0%*	*12.5%*	*12.6%*	*10.9%*	*10.5%*
EPLO 수주 잔고(Mn $)						47	62	76	91	106	120	135
선박 수(척)						88	108	128	148	168	188	208
매출 전환(Mn $)							5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3

출처: RFS Team 2

D/F

① **Full CAPA**: 향후 D/F 전환 수요가 발생할 것으로 전망되나, IMO 환경 규제가 '28년부터 시작된다는 점과 D/F 평균 공기가 1.5년이라는 점을 감안하였을 때 본격적 수요 증가 시기는 '26년 하반기로 전망된다. 이에 D/F Full CAPA는 '27년부터 가동될 것으로 판단하여, 별도로 추정하지 않았다.

② **수주 잔고&수주 선박 수**: 2Q25 기준, 수주 잔고가 존재하지 않는다. **D/F ASP의 경우, 척당 3,000만 달러**라는 IR측의 답변을 확인하였다.

③ **신규 수주**: Investment Point에서 서술하였듯, 평균 공기를 감안한다면 '26년부터 IMO 환경 규제 대비로 인하여 동사의 D/F 수주 증가가 전망된다. 따라서, 선주들의 규제 대비가 본격적으로 개시되는 **'26년 하반기에 1건을 수주한 후, '27년부터 Full CAPA에 맞게 수주**할 것으로 추정하였다. 현재로서는 수주가 존재하지 않으나, 관련 문의가 동사로 지속적으로 들어오고 있다는 IR측 답변과 D/F 대상의 선박 선령이 도래하고 있다는 점을 감안하면 합리적인 추정으로 판단된다.

D/F 매출 Table

단위: 억 원	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
D/F 매출(억 원)											**70**	**69**
of Retrofit Revenue(%)											*10.2%*	*9.8%*
D/F 수주 잔고(Mn $)											30	25
매출 전환(Mn $)											5	5

출처: RFS Team 2

(3) 기타&BWTS&EGCS

① **기타**: 기타 부문은 대부분 변동성이 크지 않은 **구독형 매출**에서 발생한다. 또한 유의미한 성장세가 전망되지 않으므로, 수주에 Flat 적용을 한 후 동 분기 환율을 고려하여 매출을 추정하였다.

②**BWTS**: 친환경 규제가 엄격해짐에 따라, '24년부터 기존 대응 방식인 BWTS의 수주 잔고는 지속적으로 감소하고 있으며, 2Q25에는 수주 잔고가 존재하지 않는다. 이에 향후 성장여력이 전무하다고 판단하여, 매출 추정을 진행하지 않았다.

③ **EGCS**: 친환경 규제가 엄격해짐에 따라, '24년부터 기존 대응 방식인 EGCS의 수주 잔고는 지속적으로 감소하고 있으며, 1Q25에는 수주 잔고가 존재하지 않으며 2Q25에는 수주 잔고가 900만 달러에 불과하다. 해당 수주만 '25년 남은 두 개 분기에 걸쳐 매출로 전환될 것으로 추정하였으며, 향후 성장여력이 전무하다고 판단하여, 매출 추정을 진행하지 않았다.

기타&BWTS&EGCS 매출 Table

단위: 억 원	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
기타							69	70	69	70	70	69
of Retrofit Revenue(%)							*17.75%*	*17.75%*	*11.73%*	*11.79%*	*10.17%*	*9.83%*
BWTS							0	0	0	0	0	0
of Retrofit Revenue(%)							*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
EGCS							63	63	0	0	0	0
of Retrofit Revenue(%)							*16.0%*	*16.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*

출처: RFS Team 2

3. 디지털 솔루션

디지털 솔루션 부문 매출의 경우, **Shaft Generator(이하 S/G), S/G 제외 수주, 기타**로 구분하였다. 수주 잔고의 매출로 전환 시 환율은, Appendix에서 서술한 원/달러 환율을 적용하였다.

디지털 솔루션 매출 Table

단위: 억 원/Mn $	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
디지털 솔루션 매출(억 원)	487	454	623	707	198	220	230	234	231	232	233	232
YoY(%) or QoQ(%)	-	*-6.90%*	*37.30%*	*13.50%*	-	*11.11%*	*4.71%*	*1.44%*	*-1.19%*	*0.67%*	*0.05%*	*-0.23%*
디지털 솔루션 수주 잔고(Mn $)	65	94	112	134	140	150	160	170	180	190	200	210

출처: RFS Team 2

(1) Shaft Generator

① **Full CAPA**: S/G의 경우, HD현대 그룹의 물량을 포함하여 신조 선박에 탑재되는 제품이다. 고객사의 신조 인도 일정과 관계가 깊으므로 별도의 S/G Full CAPA는 추정하지 않았다.

② **수주 잔고&수주 선박 수**: 2Q25 기준, **수주 잔고 6,400만 달러와 수주 선박 수 43척을 보유**하고 있다. 이를 통해 **S/G ASP를 149만 달러**로 계산하였다.

③ **신규 수주**: S/G의 신규 수주는 수주 잔고에 직전 분기 매출 비중을 곱하여 향후 증가세를 추정하였다. 디지털 솔루션의 수주 잔고는 직전 분기 대비 증가세를 Flat 적용하였다.

Shaft Generator 매출 Table

단위: 억 원/Mn $	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
S/G 매출(억 원)						100.7	103.4	104.6	102.9	103.7	103.7	103.4
of Retrofit Revenue(%)							*44.9%*	*44.8%*	*44.6%*	*44.6%*	*44.6%*	*44.6%*
S/G 수주 잔고(Mn $)					59	64	69	73	78	82	86	91
S/G 선박 수(Mn $)						43	46	49	52	55	58	61

출처: RFS Team 2

(2) S/G 제외&기타

① **S/G 제외 수주**: 경향성을 이용하여 추정한 디지털 솔루션의 전체 수주 잔고에서 S/G 수주 잔고를 차감하여 계산하였다. 수주 전환의 경우, 경향성을 반영하기 위하여 직전 분기 전환액을 Flat 적용하였다.

② **기타:** 큰 변동성이 존재하지 않고 매출액 대비 비중이 매우 적으므로, 직전 분기 Flat 적용하였다.

S/G 제외 디지털 솔루션 매출 Table

단위: 억 원/Mn $	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
그외 수주 전환 매출(억 원)						68	75	77	76	77	77	77
of Retrofit Revenue(%)							*32.7%*	*33.2%*	*33.1%*	*33.2%*	*33.2%*	*33.2%*
기타(억 원)						51.6	51.6	51.6	51.6	51.6	51.6	51.6
of Retrofit Revenue(%)							*22.4%*	*22.1%*	*22.3%*	*22.2%*	*22.2%*	*22.2%*
S/G 제외 수주 잔고(Mn $)						86	91	97	102	108	113	117
S/G 제외 수주 전환액(Mn $)						5	5	6	6	5	5	5

출처: RFS Team 2

4. 벙커링

벙커링 부문 매출의 경우, **출항/기항 선박의 수와 벙커유 판매량에 큰 영향**을 받는다. 또한 향후 특별한 성장세가 전망되지 않으므로, 직전 5개 분기에 **상관관계를 적용하여** 매출을 추정하였다. 수주 잔고가 매출로 전환될 때 적용된 매출은 Appendix에서 서술한 두바이 원유 가격과 원/달러 환율을 적용하였다.

벙커링 매출 Table

단위: 억 원	2021A	2022A	2023A	2024A	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
벙커링 매출	**5,210**	**6,270**	**5,960**	**7,056**	**1,914**	**1,829**	**1,604**	**1,636**	**1,598**	**1,607**	**1,611**	**1,605**
YoY(%) or QoQ(%)	-	*20.3%*	*-4.9%*	*18.4%*	-	*-4.4%*	*-12.3%*	*2.0%*	*-2.3%*	*0.5%*	*0.2%*	*-0.3%*
출항 선박 매출	260	310	300	353	76	76	76	76	59	59	59	59
of Bunkering Revenue(%)	*5.0%*	*4.9%*	*5.0%*	*5.0%*	*4.0%*	*4.2%*	*4.7%*	*4.6%*	*3.7%*	*3.7%*	*3.7%*	*3.7%*
신규 인도(척)	119	120	124	130	31	31	31	31	28	28	28	28
기항 선박 매출	4,950	5,960	5,660	6,703	1,838	1,753	1,528	1,560	1,538	1,547	1,551	1,546
of Bunkering Revenue(%)	*95.0%*	*95.1%*	*95.0%*	*95.0%*	*96.0%*	*95.8%*	*95.3%*	*95.4%*	*96.3%*	*96.3%*	*96.3%*	*96.3%*
한국	1,825	2,200	2,080	2,472	840	792	561	585	571	577	580	576
of Bunkering Revenue(%)	*35.0%*	*35.1%*	*34.9%*	*35.0%*	*43.9%*	*43.3%*	*35.0%*	*35.8%*	*35.7%*	*35.9%*	*36.0%*	*35.9%*
한국 기항 HSFO 벙커선 판매량(천 톤)	1,414	1,147	1,304	1,394	373	373	373	373	378	378	378	378
싱가포르	3,125	3,760	3,570	4,232	998	961	967	975	967	970	971	969
of Bunkering Revenue(%)	*60.0%*	*60.0%*	*59.9%*	*60.0%*	*52.2%*	*52.5%*	*60.3%*	*59.6%*	*60.5%*	*60.4%*	*60.3%*	*60.4%*
싱가포르 기항 HSFO 벙커선 판매량(천 톤)	0	4,664	5,572	6,718	1,640	1,640	1,640	1,640	1,640	1,640	1,640	1,640

출처: RFS Team 2

(1) 상관관계

① **출항:** 직전 4개년 간, **출항 선박 부문 매출과 신규 인도 선박 수 간의 상관계수가 0.8659로 유의미한 상관관계**를 갖고 있다고 판단되므로, 향후 매출도 동일한 상관계수와 Slope, Intercept를 통해 추정하였다.

② **기항:** 직전 4개년 간, **기항 선박 부문 매출과 HSFO 벙커량 추정치의 상관계수가 한국과 싱가포르 각각 0.9292, 0.9628로 유의미한 상관관계**를 갖고 있다고 판단되므로, 향후 매출도 동일한 상관계수와 Slope, Intercept를 통해 추정하였다.

상관관계 Table

출항 선박 상관관계	2021A	2022A	2023A	2024A
출항 선박 매출	260	310	300	353
신규 인도(척)	119	120	124	130

상관계수	0.8659
Slope	6.625
Intercept	(127.71)

한국 기항 선박 상관관계	2021A	2022A	2023A	2024A
한국 기항 선박 매출	1,825	2,200	2,080	2,472
한국 HSFO 벙커량 추정치	115,392	146,289	138,926	150,641

상관계수	0.9292
Slope	0.016
Intercept	(11.10)

싱가포르 기항 선박 상관관계	2021A	2022A	2023A	2024A
싱가포르 기항 선박 매출	3,125	3,760	3,570	4,232
싱가포르 HSFO 벙커량 추정치	-	594,937	593,574	726,131

상관계수	0.9628
Slope	0.001
Intercept	767.40

HD 현대그룹 조선 3사 인도 선박 수 전망	2025E	2026E
신규 인도(척)	123	113
HD 현대중공업(척)	46	35
HD 현대미포(척)	46	45
HD 현대삼호(척)	31	33

지역별 HSFO 벙커선 판매량 전망	2025E	2026E
한국 기항 HSFO 벙커선 판매량(천 톤)	1,492	1,512
싱가포르 기항 HSFO 벙커선 판매량(천 톤)	6,560	6,560

출처: Clarksons, RFS Team 2

주: 기항 벙커선 판매량은 지역별 연간 기항 선박 수와 선박당 벙커유 연간 판매량을 곱하여 분기별로 추정하였다.

비용 추정

① **매출원가:** 동사가 모그룹 내 계열사들의 공급망을 이용하고, 자체 생산이 아닌 상품으로 취급하는 재화가 대부분이므로 매출액 대비 경향성을 반영하기 위하여 직전 4Q Average Flat 적용하였다.

② **판매비와 관리비**

급여&퇴직급여: 국회예산정책처에서 발표한 연간 명목임금상승률 전망치를 분기로 계산하여 '25년 YoY+3.6%, '26년 YoY+3.9%로 각 분기 상승분을 추정하였다.

전산처리비: 1Q25에 급격히 상승하여 유지되는 경향을 보이므로 직전 2Q Average Flat 적용하였다.

세금과공과: 1Q25에 급격히 상승하여 유지되는 경향을 보이므로 직전 2Q Average Flat 적용하였다.

판매보증충당부채전입: 1Q25에 급격히 상승하여 유지되는 경향을 보이므로 직전 2Q Average Flat 적용하였다.

그 외: 매출액 대비 비중이 매우 작으므로 직전 4Q Average Flat 적용하였다. 세부 사항은 엑셀 시트 참고.

③ **법인세율:** 유효 법인세율에 대한 정확한 추정이 불가능하다고 판단되므로, 매출액 대비 법인세율에 직전 4Q Average Flat 적용하였다. 추정한 매출액에 대비하여 법인세율을 환산하였을 때, 한계 법인세율 이내이므로 합리적인 추정이라 판단하였다.

추정 손익 계산서

단위: 백만 원	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	437,855	461,261	463,373	485,598	467,722	469,387	483,294	508,637	519,268	538,811	550,319
매출원가	343,798	355,933	373,086	377,587	358,744	367,644	375,007	394,395	404,090	418,392	427,433
(%)	*78.5%*	*77.2%*	*80.5%*	*77.8%*	*76.7%*	*78.3%*	*77.6%*	*77.5%*	*77.8%*	*77.7%*	*77.7%*
매출총이익	94,057	105,328	90,287	108,011	108,977	101,743	108,287	114,242	115,177	120,419	122,887
GPM(%)	*21.5%*	*22.8%*	*19.5%*	*22.2%*	*23.3%*	*21.7%*	*22.4%*	*22.5%*	*22.2%*	*22.3%*	*22.3%*
판매비와 관리비	23,071	21,945	24,408	25,004	25,967	25,535	25,958	25,964	26,135	26,177	26,342
(%)	*5.3%*	*4.8%*	*5.3%*	*5.1%*	*5.6%*	*5.4%*	*5.4%*	*5.1%*	*5.0%*	*4.9%*	*4.8%*
영업이익	70,986	83,383	65,879	83,007	83,010	76,208	82,329	88,278	89,042	94,243	96,545
OPM(%)	*16.2%*	*18.1%*	*14.2%*	*17.1%*	*17.7%*	*16.2%*	*17.0%*	*17.4%*	*17.1%*	*17.5%*	*17.5%*
지분법손익	0	-179	-59	-107	-62	-102	-82	-88	-83	-89	-86
금융수익	10,729	9,315	29,109	15,766	16,252	17,611	19,684	17,328	17,719	18,086	18,204
금융원가	4,267	14,714	8,263	13,366	29,692	16,509	16,957	19,131	20,572	18,292	18,738
기타수익	215	-7	425	451	106	244	306	277	233	265	270
기타비용	719	482	775	1,875	1,334	1,116	1,275	1,400	1,281	1,268	1,306
법인세차감전순이익	76,943	77,316	86,316	83,877	68,281	76,335	84,005	85,264	85,057	92,944	94,889
법인세비용	20,264	18,787	17,909	20,559	15,284	18,117	18,397	19,287	19,117	20,394	20,726
당기순이익	56,679	58,529	68,407	63,318	52,997	58,218	65,609	65,977	65,940	72,550	74,163
(%)	*12.9%*	*12.7%*	*14.8%*	*13.0%*	*11.3%*	*12.4%*	*13.6%*	*13.0%*	*12.7%*	*13.5%*	*13.5%*

출처: RFS Team 2

예상 포괄손익계산서(단위: 십억 원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,430	1,745	1,906	2,117
매출원가	1,158	1,383	1,479	1,644
매출총이익	273	362	427	473
일반판매관리비	-71	-90	-102	-105
조정영업이익	201	272	325	368
영업이익	201	272	325	368
비영업손익	-1	-3	-5	-5
금융손익	0	28	-7	-5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	201	297	312	358
법인세 비용	50	69	72	80
계속영업이익	151	228	240	279
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	151	228	240	279
지배주주	151	228	240	279
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	147	238	240	279
지배주주	147	238	240	279
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	212	284	341	389
FCF	78	51	90	123
EBITDA 마진율 (%)	14.8%	16.3%	17.9%	18.4%
영업이익률 (%)	14.1%	15.6%	17%	17.4%
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.3%	13.6%	12.6%	13.2%

예상 재무상태표 (단위: 십억 원)	2023A	2024A	2025E	2026E
유동자산	597	1,076	1,237	1,558
현금 및 현금성자산	96	298	343	362
매출채권 및 기타채권	211	263	305	381
재고자산	238	273	302	335
기타유동자산	39	40	40	41
비유동자산	59	77	83	92
유형자산	11	20	26	35
무형자산	4	5	5	5
기타자산	0	0	0	0
자산총계	657	1,152	1,320	1,651
유동부채	388	343	383	586
매입채무 및 기타채무	146	184	222	363
단기금융부채	142	19	13	13
기타유동부채	100	140	148	210
비유동부채	29	36	45	56
장기금융부채	13	13	14	14
장기충당부채	5	4	8	7
부채총계	417	379	428	642
지배주주지분	240	774	892	1,009
자본금	20	22	22	22
자본잉여금	20	385	404	404
이익잉여금	198	324	466	583
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	240	774	892	1,009

예상 현금흐름표 (단위: 십억 원)	2023A	2024A	2025E	2026E
영업활동으로 인한 현금흐름	73	247	268	303
당기순이익	151	228	240	279
감가상각비(계)	8	12	16	21
유형자산 감가상각비	8	12	16	21
무형자산 상각비	0	0	0	0
사용권자산 상각비	0	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	-97	-6	-5	-7
법인세납부	-49	-57	-60	-66
기타	60	70	77	76
투자활동으로 인한 현금흐름	5	-196	-178	-180
현금유입액	8	0	0	7
현금유출액	-3	-196	-178	-187
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-44	149	-45	-104
현금유입액	175	478	396	332
현금유출액	-129	-229	-343	-274
배당금의 지급	-90	-100	-98	-162
기타재무활동	0	0	0	0
현금의 증가	32	202	45	19
기초현금	64	96	298	343
기말현금	96	298	343	362

예상 주당 가치 및 Valuation	2023A	2024A	2025E	2026E
P/E (x)	N/R	30.4	39.2	47.98
P/B (x)	N/R	9.4	10.2	9
EV/EBITDA (x)	N/R	23.7	26.8	23.4
EPS (원)	3,778	5,304	5,357	6,215
BPS (원)	5,999	17,255	19,898	22,508
DPS (원)	2,500	3,150	4,100	4,100
배당성향 (%)	66.2%	59.4%	76.5%	42%
배당수익률 (%)	N/R	2%	2%	1.4%
매출액증가율 (%)	7.2%	22%	9.2%	11.1%
EBITDA증가율 (%)	N/R	35.3%	19.9%	14.3%
조정영업이익증가율 (%)	41.9%	34.9%	19.3%	13.4%
EPS증가율 (%)	N/R	40.4%	1%	16%
매출채권 회전일수	53.7	55	58.4	65.7
재고자산 회전일수	75	72.1	57.8	57.8
매입채무 회전일수	46.2	48.5	42.5	62.6
ROA (%)	25.7%	25.2%	18.2%	16.9%
ROE (%)	71.6%	45%	26.9%	27.6%
ROIC (%)	59.6%	66.5%	44.8%	44%
부채비율 (%)	173.6%	49%	48%	63.6%
유동비율 (%)	154%	313.9%	323%	265.9%
당좌비율 (%)	92.7%	234.1%	169.2%	126.8%
자기자본비율 (%)	36.6%	67.1%	67.6%	61.1%