

Industrial팀

한영수
팀장
han.youngsoo@samsung.com

이가영
Research Associate
kayoung.l.lee@samsung.com

▶ AT A GLANCE

HD현대마린솔루션 (비상장)

투자의견 **Not Rated**목표주가: **N/A**

HD현대마린솔루션 (비상장)

한국 조선산업의 최종 진화 형태

- HD현대마린솔루션의 상장은 시장의 뜨거운 관심을 이끌어낼 것. 수리/개조 시장구조가 회사에 우호적으로 변화하는 가운데, HD현대그룹 관계사들과의 시너지 지속.
- 주식시장 관점에서, 선박 환경 규제 수혜주가 전 세계적으로 드물다는 점과, 고정비와 인력부족 문제에 자유롭다는 점이 프리미엄으로 작용할 것.

WHAT'S THE STORY?

HD현대마린솔루션, 주식시장 데뷔를 준비: 선박 사후관리 사업에 특화된 업체. 조선사들의 수리 보증업무 대행, 운항 중인 선박의 수리와 부품 공급, 친환경 개조, 출항 선박의 연료급유(빙커링), 선박 운항효율 개선(디지털제어) 사업을 영위. 지난 6년간 매출은 6배, 영업이익도 4배 성장. 회사 상장은 시장의 뜨거운 관심을 유도할 것. 근거는 네 가지.

1. 우호적으로 변해가는 시장 환경: 기존 선박 수리와 개조업계는 프로젝트당 단가가 낮고, 기술력보다는 원가 구조와 입지 조건이 경쟁력을 결정. 시장의 규모 자체도 크지 않은 편. 하지만 최근 부상하는 선박 온실가스 규제의 특징들(명확한 기술적 대안 부재, 시간이 지나면 기준이 강화)로, 프로젝트의 단가는 올라가고, 기술력이 수주를 결정하는 변수로 부상. LNG선 관련 개조 수요도 증가 추세. 여러모로 HD현대마린솔루션에 유리한 영업환경.

2. HD현대마린솔루션이 특히 더 잘할 수 있는 이유: HD현대 그룹의 일원이라는 점도 강점. 그룹 이 과거 인도한 선박들이 모두 잠재 고객. 기술력 측면에서도, 그룹의 엔진 기술을 활용할 수 있다는 점이 엄청난 경쟁력. 고객사(선주), 부품 공급사 관리를 위한 영업 네트워크 역시 그룹 조선사들과 공유할 수 있을 것.

3. 전 세계적으로도 드문 환경 규제의 수혜주: 의외로 주식시장에서 선박 환경 규제 관련 수혜주는 드문 편. 조선업은 규제 발효와 실제 수혜가 발현되는 사이에 시차가 존재. 해운은 환경 규제에 인한 수혜(운임 상승)와, 피해(비용 증가)의 가능성이 공존. 반면 수리/개조 업체는 전세계적으로 상장사가 극소수. HD현대마린솔루션에 only one 프리미엄 기대.

4. 한국 조선산업의 최종 진화형태 (인력과 고정비에서 자유로운 업체): 회사는 외주(해외) 수리 조선소를 이용해서 개조 프로젝트를 진행. 회사는 제조가 아닌 엔지니어링 기술을 제공해서 부가가치를 창출. 현재 한국 조선산업의 근원적인 고민이 인력의 부족이라는 점을 감안하면, 회사의 사업구조는 장기 관점에서도 프리미엄 요인.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2020	2021	2022	2023P
매출액 (십억원)	1,009	1,088	1,334	1,430
영업이익 (십억원)	157	113	142	202
순이익 (십억원)	108	90	105	151
EPS (adj) (원)	2,700	2,239	2,623	3,777
EPS (adj) growth (%)	21.3	-17.1	17.2	44.0
EBITDA margin (%)	16.0	10.9	11.2	14.5
ROE (%)	38.4	43.8	62.3	69.3

자료: HD현대마린솔루션

REPORT

CONTENTS

01 HD현대마린솔루션 overview 3p

HD현대마린솔루션 history
주요 사업부문 요약 및 정리

02 시장의 뜨거운 반응을 예상하는 네 가지 근거 8p

투자 포인트 1. 우호적으로 변해가는 개조와 수리 시장
투자 포인트 2. HD현대마린솔루션이 특히 잘할 수 있는 이유 (HD현대 그룹의 일원)
투자 포인트 3. 전 세계적으로 드문, 그리고 가장 확실한 선박 환경 규제 수혜 '주식'
투자 포인트 4. 고정비와 인력문제에서 자유로운 사업

03 리스크 포인트) 주식 시장 내 그룹사들과의 포지셔닝 22p

그룹사 '주식'들과의 투자 매력도 잠식 효과에 대한 우려
HD현대마린솔루션이 그룹사들에게 해줄 수 있는 것들

선박 사후 관리 시장에 특화된 기업 HD현대마린솔루션 overview

HD현대마린솔루션 history

회사 설립 후 주요 이벤트 정리

HD현대마린솔루션은 전 세계 최고 조선그룹인 HD현대 그룹의 자회사이다. 하지만, 회사의 주요 영업 분야는 선박이 건조된 ‘이후’에 필요한 서비스들에 특화되어 있어, 기존 그룹 내 조선사들과는 차이가 존재한다. 회사는 현대중공업이 분할하여 현재의 그룹 체계를 갖춘 2017년보다 한 해 앞서 설립되었다. 분할 전 현대중공업이 2016년에 회사를 설립하고, 선박과 엔진에 대한 사후 서비스(After Market)사업을 현물로 출자하는 방식이었다. 이후 2017년에 현대중공업이 현재의 HD그룹 체제로 분할하면서, 지주사인 HD현대의 직접 자회사가 되었다.

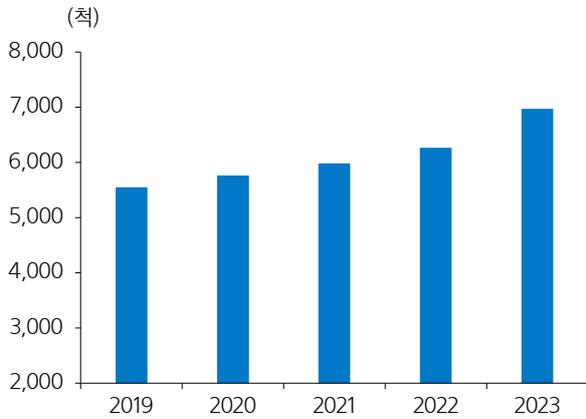
지주사인 HD현대가 현재 HD현대마린솔루션의 지분 62%를 보유 중이며, 나머지 38%의 지분은 사모 펀드인 KKR(Global Vessel Solution)이 보유하고 있다. KKR은 2021년에 HD현대가 프리IPO(상장 전 투자 유치)를 통해 매각한 1.5백만 주를 6,534억원에 인수한 바 있다. KKR로의 지분 매각 직전에 HD현대마린솔루션이 대주주를 상대로 1.5천억 원의 배당을 실시했음을 감안하면, 최종적으로 KKR 측이 가정한 HD현대마린솔루션의 기업가치는 약 1.8조원 수준으로 추정된다.

빠르게 성장 중인 HD현대마린솔루션, 이제 상장을 추진

설립 후 HD현대마린솔루션은 말 그대로 ‘급격한’ 성장을 거듭해 왔다. 설립 이듬 해인 2017년 2.4천억 원 수준이었던 매출은, 지난 해 1.4조 원까지 무려 6배 성장했다. CAGR로는 35%의 성장을 매년 거듭한 것이다. 이는 그룹 관계사들이 기존 인도한 선박에 대한 수리와 부품공급 물량을 꾸준히 확대해 왔고, 선박 환경 규제 강화에 따른 개조 수요와 개조 단가 역시 지속해서 상승했기 때문이다. 또한 2018년 6월 현대힘스로부터 선박 벙커링(선박 연료유 급유)사업과, 2020년 HD현대중공업으로부터 선박 제어 사업을 인수하는 등, 신사업 진출도 매출 성장에 기여했다.

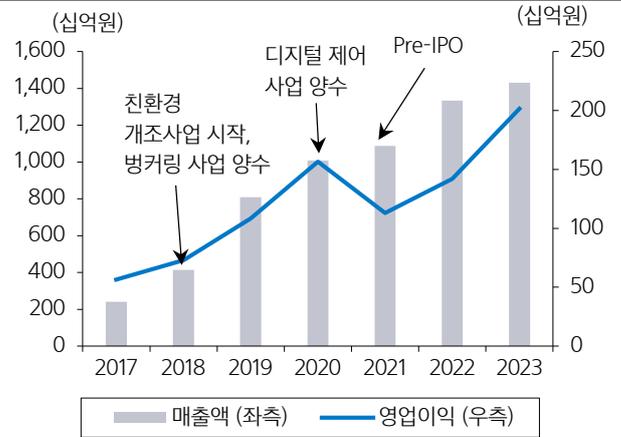
이익 역시 매출과 함께 큰 폭으로 성장했다. 수익성이 낮은 벙커링 사업이 추가되었음에도, 회사는 매년 두 자릿수의 영업이익률을 유지하고 있다. 참고로 회사의 영업이익은 2017년 대비 4배, CAGR로는 24%의 성장률을 기록한 바 있다.

HD현대마린솔루션의 서비스 제공 선박 수



참고: 2023년 기준
자료: HD현대마린솔루션

HD현대마린솔루션 매출과 영업이익 추이

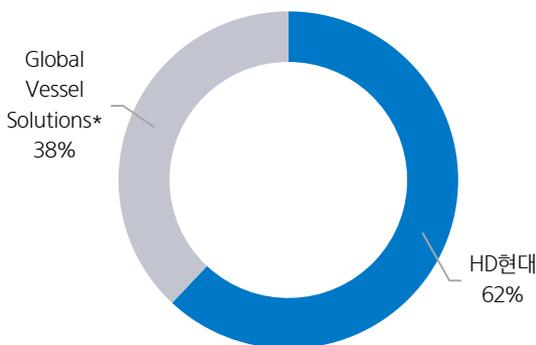


자료: HD현대마린솔루션

괄목할 만한 성장을 거듭해온 HD현대마린솔루션은 현재 상장을 추진 중이다. 이미 지난 해에 대표 주관사(KB증권, JP모건, UBS)와 공동주관사(하나증권, 신한투자증권)를 선정했으며, 올해 2월에 한국거래소의 신규상장 예비 심사를 통과한 상태이다. 남아 있는 절차들을 감안하면, 회사는 올해 상반기 중 주식 시장 진입이 가능할 것으로 판단된다.

아직은 구체적인 공모 구조(신주 발행 여부, 구주 매출 규모 등)는 공개되지 않은 상태이다. 다만, 상장을 추진하는 주요 목적 중 하나는 과거 pre-IPO를 통해 지분을 취득한 KKR의 엑시트일 확률이 높다. 그리고 Pre-IPO 자체가 높은 수익률을 기대는 투자 안이고, 실제 KKR의 지분 투자 이후에도 HD현대마린솔루션이 의미 있는 성장을 지속하고 있음을 감안하면, 주식시장에서 평가할 HD현대마린솔루션의 가치는 pre-IPO 시점 대비 크게 높은 수준에서 형성될 것으로 판단된다.

HD현대마린솔루션의 지분 구조도 (상장 전 기준)



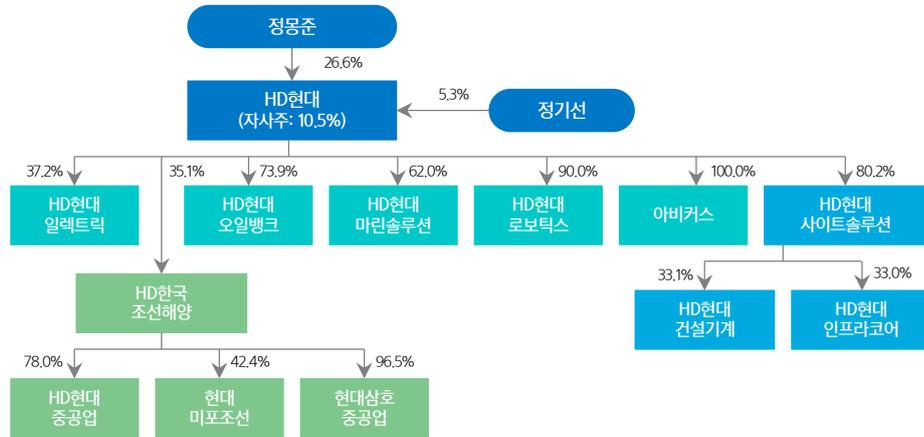
참고: *KKR
자료: HD현대마린솔루션

Pre-IPO 당시 KKR이 가정한 HD현대마린솔루션 가치

(십억원, 주)		
처분 주식 수	(A, 천주)	1,520
발행주식 총수	(B, 천주)	4,000
처분 비율	(C=A/B, %)	38
처분 금액	(D)	646
처분 전 HD현대의 배당 수취	(E)	150
KKR이 가정한 기업가치	(F=D/C+E)	1,850

자료: 삼성증권

HD현대 그룹 지배 구조도



자료: HD현대, 삼성증권

주요 사업부문 요약 및 정리

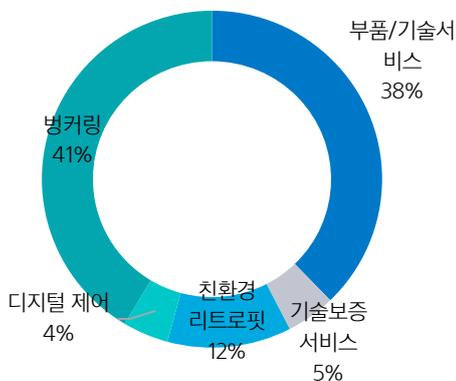
생각보다 다양한 사업영역, 다섯 가지로 정리하는 것이 가장 효율적

HD현대마린솔루션은 생각보다 많은 사업을 영위하고 있다. 현재 회사의 홈페이지에 소개된 사업 분야는 무려 여덟 가지에 달한다. 공식 사업보고서와 주주사의 IR자료 회사의 사업부문을 이보다 작은 다섯 가지로 구분 중이다. 다만, 사업보고서와 IR자료 사이에도 분류기준에 차이가 존재한다.

각 사업부문의 현재 매출 기여도, 미래의 성장성, 그리고 투자자 입장에서 향후 업데이트의 용이함까지 모두 감안하면, 주주사 HD현대의 사업구분을 따르는 것이 가장 합리적이다. 현재 해당 자료는 HD현대 마린솔루션의 사업을 기술 보증, 부품 및 기술서비스, 리트로핏, 병커링, 그리고 디지털 제어로 구분 중이다.

현재 전사 매출의 절반이 부품/기술서비스, 그리고 리트로핏 사업에서 창출되고 있다. 양 부문의 2023년 매출 기여도는 각각 각각 38%, 12% 수준이다. 기술 보증, 병커링 사업이 구조적으로 수익성이 높지 않고, 디지털 제어사업이 이제 태동기에 있음을 감안하면, 부품/기술서비스와 리트로핏 사업의 이익기여도는 매출 기여도보다 더욱 높은 수준일 것으로 추정된다.

HD현대마린솔루션 부문별 매출 breakdown (2023년 기준)



참고: 2023년 기준
자료: HD현대마린솔루션

HD현대마린솔루션 사업 분야 구분

분류 주제	사업 분야
회사 홈페이지	보증서비스, 선박부품/서비스, 육상발전, 친환경 개조, 병커링, 디지털 제어, 기술솔루션, 글로벌아카데미
사업보고서*	선박 부품/서비스, 친환경 개조공사, 육상발전, 유류사업, 기타
HD현대 IR자료	기술 보증, 부품 및 기술서비스, 친환경 리트로핏, 병커링, 디지털 제어

참고: *2022년 사업보고서 기준
자료: HD현대마린솔루션

선박 AM(After Market) 분야의 두 가지 사업 - 1)기술 보증, 2)부품/기술 서비스

기술 보증과 부품/기술서비스 사업은 그 목적이 선박의 성능유지라는 점에서 공통점이 있다. 실제 선주 사들에게 제공되는 서비스의 내용에도 현격한 차이가 있는 것은 아니다. 이로 인해, 일부에서는 양 사업부문을 선박 AM(After Market)사업으로 통칭하기도 한다.

그럼에도 양 사업을 별도로 구분하는 이유는 수익성에서 차이가 존재하기 때문이다. 기술 보증과, 부품/서비스 사업은, 서비스 대상 선박의 무상수리 보증기간의 유무로 나뉜다. 선박 역시 다른 내구재와 마찬가지로, 선박을 판매한 조선사가 1-2년의 무상 보증 기간을 제공한다. 기술 보증 사업부문의 매출은 해당 기간 내에 이루어지는 서비스들에서 창출되며, 부품/기술서비스 사업부문의 매출은 보증기간 이후의 선박에서 주로 창출된다. 역시나 다른 제조업과 마찬가지로, 수익성은 보증기간 이후의 서비스가 더 높은 편이다.

구체적으로 1)기술 보증 서비스는 조선사들을 대신해서 무상 보증 기간에 수리 서비스를 제공하는 사업이다. 해당사업 부문은 조선사들의 무상 수리 서비스를 대행하는 대가로 수수료를 수취한다. 해당 사업부문의 직접 고객은 HD현대그룹 내 조선 계열사들이며, 서비스 대상은 이들이 건조한 선박이다.

또 다른 AM분야 사업인 2)부품/기술 서비스는 무상 수리 기간이 종료된 선박에 대한 서비스를 제공하는 사업이다. 해당 사업의 주요 고객군은 HD현대 그룹사들이 건조한 선박들이다. 부품/서비스 사업 부문의 매출은 지난 6년간 20% 성장하여, 기술 보증 서비스의 성장률 7%를 상회하고 있다. 부품/기술 서비스 부문의 외형이 더 빨리 성장할 수 있었던 것은 고객의 범위가 넓기 때문이다. 기술 보증 서비스와 달리, 부품/기술 서비스는 HD현대마린솔루션이 설립되기 이전에 인도된 선박까지 영업의 대상이 될 수 있기 때문이다. 또한 선박의 수리 외에도 출항하는 선박에 대한 필수 구비 부품의 판매, 육상 발전기용 엔진의 공급이 해당 사업 부문 매출로 분류된다는 점도, 상대적으로 빠른 성장의 원인이라 할 수 있다.

3) 리트로핏 사업

리트로핏 사업은 운항 중인 선박을 개조하는 사업이다. HD현대마린솔루션이 주력으로 하는 개조작업은 대부분 선박 환경 규제와 관련되어 있다. 구체적으로 황산화물 배출 규제를 충족시키기 위한 스크러버 장착, 선박 평형수 배출 규제 충족을 위한 처리장치(BWTS) 부착, 온실가스 배출 감축을 위한 엔진출력 제한장치(EPL) 부착 등이 이에 해당한다. 그리고 선박 연비 개선 장치들 역시 연료소모를 줄여 오염물질 배출을 줄인다는 점에서, 환경 규제와 연관되어 있다. 특히 최근에는 이중 연료 혹은 대안 연료를 사용을 위해 엔진 자체를 개조하는 수요도 증가하는 추세이다.

LNG선 관련 개조작업 역시 회사의 주력 사업 분야 중 하나이다. LNG선 리트로핏은 해운시장의 환경 규제보다는, 노후 선박의 효율 개선과 재활용의 개념에 가깝다. 구체적으로는 노후 LNG선에 재액화 장치를 부착하여 증발가스 손실을 줄이는 개조작업과, 기존 노후 선박을 LNG FSRU(LNG재기화 및 저장장치)로 개조하는 사업으로 나눌 수 있다. 물론 재액화 장치 부착도 증발가스의 외부 배출을 억제하고, FSRU 개조 수요도 천연가스라는 에너지원에 대한 시장의 선호에 기반한다는 점에서, 친환경 관련 사업으로 해석할 수 있다.

4) 벙커링 사업 (선박 연료유 급유)

벙커링 사업은 건조 후 출항하는 선박에 연료유를 공급하는 사업이다. 그룹 관계사인 HD현대오일뱅크에서 공급받은 연료를 단순 유통하는 사업이라는 점에서, 사실 부가가치가 높다고 보기는 어려운 사업이다. 하지만, 매출의 규모 자체가 크다는 점에서 전사 외형에는 기여도가 상당히 높은 편이다. 참고로 해당 사업 부문은 2023년 전사 매출의 41%를 점유 중이다. 또한 다른 사업과의 연계 영업 측면에서도 벙커링 사업은 가치가 있다. HD현대마린솔루션은 출항을 앞둔 선박에게 예비 부품을 판매하거나 디지털 제어 서비스를 제안하고, 그리고 출항 직후 선박에 대해서는 무상 보증서비스를 제공하기 때문이다. 벙커링 사업을 추가함으로써, HD현대마린솔루션은 선주의 입장에서는 선박 인도에 필요한 모든 것들을 제공할 수 있는 것이다.

5) 디지털 제어 사업

디지털 제어사업은 운항 중인 선박을 실시간으로 모니터링하면서, 운항 효율을 개선하고 선박의 성능을 관리해주는 서비스이다. 선박의 물리적인 변화(개조, 대형 설비의 부착 등)를 거치지 않는다는 점에서, 앞서 언급한 수리 및 개조 사업과는 차이가 있다.

HD현대마린솔루션은 현재 디지털 관제센터를 통해 약 350척 이상의 선박을 모니터링 중이다. 그리고 그룹이 개발한, 통합 선박 관리 시스템인 스마트십 솔루션(Integrated Smart Ship Solution), HD현대중공업이 탑재한 힘센엔진의 상태를 모니터링해주는 HiEMS, 온실가스 배출 관련 운항 상태를 모니터링하는 Hi-GSP(Hyundai GHG Solution Platform) 등을 통해 서비스를 제공하고, 수수료를 수취하는 방식이다.

HD현대마린솔루션 입장에서는, 고객사들의 구독 서비스를 유도하여 안정적인 수익을 누릴 수 있고, 사업이 확대되더라도 대규모 설비투자가 필요하지 않다는(=낮은 고정비) 점에서 매력적인 사업이다. 당장은 전사 매출 기여가 7% 수준에 불과하지만, 장기 관점에서는 HD현대마린솔루션의 가장 핵심적인 성장 산업으로 자리잡을 가능성이 높다.

상장 후의 투자 포인트

시장의 뜨거운 반응을 예상하는 네 가지 근거

투자 포인트 1. 우호적으로 변하고 있는 개조와 수리 시장

기존 개조 사업의 두 가지 특징

선박 개조 시장의 주요 특징은 두 가지로 판단된다. 첫 번째는 개조 시장과 수리 시장이 완전히 분리되지 못했다는 것이고, 두 번째는 그 규모가 크지 않다는 점이다. 그리고 이러한 특징들이 발현된 근본적인 원인은, 개조 수요 대부분이 기술적으로 진입장벽이 높지 않고, 단가가 낮은 프로젝트들로 구성되어 있었기 때문이다.

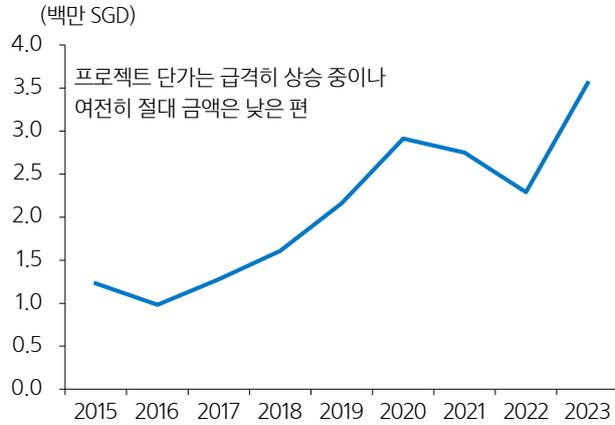
우선, 과거 선박 환경 규제와 관련된 개조 수요는 시장이 구조적으로 커지기 어려웠다. 이는 해당 규제들이 주로 신조선을 대상으로, 그것도 점진적으로 적용되었기 때문이다. 이는 이미 운항 중인 선박에 대한 개조 수요가 발생하기 어려운 구조임을 의미한다.

물론, 지난 2020년에 시작된 황산화물 배출 규제와, 2017년에 발효된 선박 평형수 처리 규제는 ‘운항 중인 선박들’을 대상으로 일시에 적용되었다. 하지만 여전히 개조업체 입장에서의 수혜는 한계가 존재했다. 황산화물 배출규제는 스크러버라는 장치를 단순 부착하거나, 혹은 별도의 개조작업 없이 선박 연료유를 교체하는 것으로 규제 충족이 가능했다. 선박 평형수 규제도, 처리장치를 부착하는 것으로 어렵지 않게 충족할 수 있었다. 더욱이 스크러버와 선박 평형수 처리장치의 가격은, 전체 선가 대비로는 미미한 수준이었다. 즉, 여전히 개조 프로젝트의 단가는 낮을 수밖에 없고, 처리장치의 단순 부착작업이라는 점에서 기술적인 차별화도 쉽지 않은 시장이었다.

친환경 개조 수요들의 공사 기간이 짧고, 기술적 난이도가 높지 않다는 점은, 선주 입장에서의 중요도 역시 높지 않음을 의미한다. 이로 인해 선주들은 선박 개조를 위해 별도의 일정을 만들기보다는, 수리 기간에 이를 진행해 왔다. 선박의 검사와, 수리, 그리고 간단한 개조 작업을 동시에 진행하는 것이, 운항 손실을 최소화할 수 있는 방법이기 때문이다. 선박 수리업체들과 개조업체들이 쉽게 분리가 되지 않는 점이 여기에 있다.

환경 규제와 무관한 개조 작업들도 의미 있는 규모를 갖기 어려웠다. 물론 노후 선박의 용도를 바꾸는 개조 작업들은, 환경 규제 관련 개조 작업 대비 단가는 높은 편이다. 하지만, 절대적인 프로젝트의 숫자가 많지 않다는 것이 문제이다. 지금까지 해당 개조 수요의 대부분은 유조선에 부유식 해양구조물(FPSO)로 전환하는 것이었는데, FPSO는 신조를 포함한 연간 발주량이 10기 내외에 불과한 제품이다. 참고로 Clarksons 자료에 따르면, 현재 전 세계에서 운용 중인 FPSO를 모두 모아도 그 숫자는 211기 수준이다. 그리고 이 중 개조를 통해 제작된 것은 7기에 불과하며(LNG FPSO 제외), 여기에 부유식 저장설비(FSO)를 더해도 그 숫자는 13기 내외로 추정된다. 전 세계 유조선 선대가 7.5천 척에 달한다는 점과 비교하면, 프로젝트 자체가 소수이며, 이미 다수의 개조 경험을 보유한 싱가포르 및 중국 업체들과의 경쟁도 피할 수 없는 분야인 것이다.

Seatrium의 수리 및 친환경 개조 프로젝트 단가 추이



참고: 선박 수리 및 친환경 개조 부문, FPSO 개조는 제외
자료: Seatrium

전세계 FPSO 발주 추이 (신조와 개조 모두 포함)



자료: Clarksons

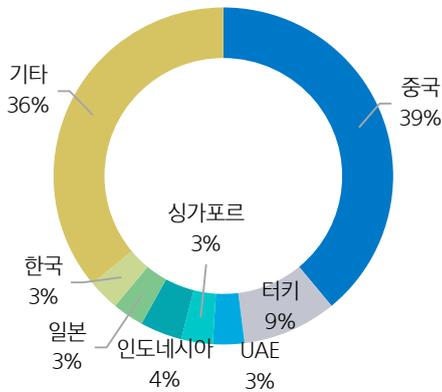
과거 개조 산업은 기술력보다 고정비와 입지조건이 중요

기존 선박 개조산업은 결국 수리업을 잘하는 업체들이 유리할 수밖에 없었다. 그리고 선박 수리산업의 경쟁력은 기술력보다는 비용구조와 입지조건으로 결정되어 왔던 것이 사실이다. 대규모 매출을 창출 할 수 없는 사업의 특성 상, 고정비 부담이 작은 업체들이 유리한 것은 너무도 당연한 부분이다. 낮은 인건비와 조선 인프라가 잘 갖춰진 보유한 중국이 선박 수리/개조 시장의 39%를 점유하고 있는 이유가 여기에 있다.

입지조건 역시 '기존에는' 기술력만큼, 혹은 기술력보다 더 중요한 요소였다. 앞서 언급한 대로, 선주가 운항손실을 최소화하기 위해서는 정기검사, 수리, 개조작업을 한번에 진행하는 것이 유리하다. 여기에 수리와 개조 작업을 진행할 야드가 기존의 운항 루트에 존재한다면, 비용의 측면에서 더욱 유리할 수밖에 없다. 실제로 물류 관점에서 허브 항구를 보유하거나, 원자재의 선적에 유리한, 싱가포르, 터키, UAE 등에도 다수의 수리 및 개조 업체들이 위치해 있다.

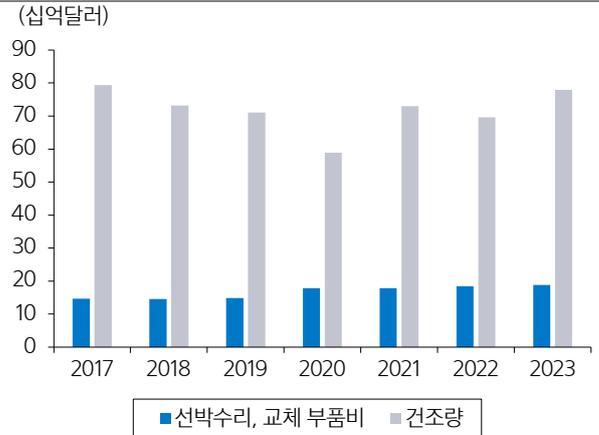
반대로, 고정비 부담이 높은 한국 업체들은 해당시장에서 경쟁력을 확보하기가 어려운 상태이다. 한국은 임금수준이 높고 고용이 비탄력적인 시장이기 때문이다. 과거 한국의 수리조선사들이 보다 큰 규모의 외형이 담보되는 신조시장으로 사업을 전환한 것은 매우 자연스러운 현상이었다.

국가별 선박 수리 시장 점유율



참고: Clarksons의 2023년 9월 자료 기준
자료: Clarksons

신조선시장 vs 부품 및 수리 시장



참고: 2023년 수리 및 부품비 시장은 9월 추정치 기준
자료: Clarksons

긍정적인 변화들

최근 그리고 향후 선박 개조 시장의 변화는 HD현대마린솔루션과 같은 한국 업체들에게 긍정적이다. 우선 친환경 개조 부문에서 기술력이 차지하는 중요도가 상승하고 있다. 이는 선박 환경 규제의 양상이 다시 한번 변화하고 있기 때문이다.

현재 화두가 되고 있는 선박 온실가스 규제는 과거의 규제들과 구별되는 두 가지 특징을 갖고 있다. 명확한 기술적인 대안이 존재하지 않는다는 점과, 매년 규제의 기준이 강화된다는 점이다. 이는 과거와 같이 특정 장비(예를 들면 스크러버)를 부착함으로써 간단히 해결될 수 있는 문제가 아니라는 점을 의미한다. 또한, 이는 개조업체의 기술력이 우수할수록 더 작은 오염물질 배출과 더 높은 연비 효율을 구현할 수 있고, 더 많은 창의적인 기술적 대안들을 제시할 수 있음을 의미한다.

주요 선박 환경 규제 비교

규제명	시행시기	규제기관	적용 대상	총족 방법
이중선체	1993년 이후 발주	IMO	신조 위주, 단계적 확대	이중 선체 반영하여 건조
질소산화물	2000년 이후 건조	IMO	신조 위주, 단계적 확대	저감장치(EGR, SCR) 장착
선박 평형수	2019	IMO	신조+현존선	처리장치(UV, 오존, 전기분해 등) 부착
EEDI	2014 이후 인도	IMO	신조선	설계 개선, 대안 연료 엔진 탑재 등
항산화물	2020	IMO	신조+현존선	스크러버 장착, VLSFO, 추진연료 교체
EEXI	2023	IMO	신조+현존선	선속 조절, 저감장치, 추진연료 교체 등
CII	2023	IMO	신조+현존선	선속 조절, 저감장치, 추진연료 교체 등
ETS	2024	EU	EU 입출항 선박	선속 조절, 저감장치, 추진연료 교체 등
FuelEU Maritime	2025	EU	EU 입출항 선박	선속 조절, 저감장치, 추진연료 교체 등

자료: 삼성증권

선박 에너지 효율 개선 기술

분야	구분	기능	연료 사용량 감축 정도	
주기관	EPL	엔진의 최대 출력을 설정하여, 최대값 도달 시 연료 주입을 제한	2~10%	
	AMP (Alternative Maritime Power)	항구 정박기간 동안 전력을 생산하는 대신, 육상 전력을 공급받아 사용	50~100%	
	엔진 성능 최적화(수동)	실제 운영 상황(적재량 등)에 맞춰 엔진을 조율 (수동)	1~4%	
	축 발전기(shaft generator)	메인 추진 엔진에서 전력 생산	2~5%	
추진기 및 선체	선체 청소	선체 부착물(fouling)을 제거하여 유체역학적 성능을 개선	1~5%	
	풍력 추진 시스템	해상 풍력을 배의 추진력으로 변환하여 보조 동력으로 이용	n/a	
	선체 코팅	선체 코팅으로 물 저항을 감축	1~4%	
	선체 형태 최적화	선체 형태를 최적화하여 물 저항을 감축	4~8%	
	선체 개조(retrofit)	구상선수(bulbous bow) 개조	구상선수 개조는 3~5%	
		선추진기(thruster tunnel) 및 빌지킬(bilge keel) 최적화로 저항 감축	선추진기 최적화는 0.5~1% 빌지킬 최적화는 0.25~1%	
	프로펠러 광택작업	프로펠러 부착물(fouling) 제거	3~4%	
	추진체 개선 장비(PID)	추진체 개선 장비 설치	0.5~5%	
	에너지 소비	에너지 효율적 조명 시스템	LED 등의 조명 장치를 활용하여 에너지 효율성 제고, 열 손실을 방지	0.25~5%
		전기 모터 사용 주기 조절	모터 작동 주기를 조절하여 모터 로드(load) 최적화	2~10%
운항 최적화	자동화 파일럿(autopilot)	자동화 시스템으로 선박 방향타(rudder)를 제어, 에너지 효율을 극대화	0.25~1.5%	
	날씨 라우팅	항로 계획 시 기상 상황 반영	0~5%	

참고: Energy Efficiency Technologies Information Portal 내 기술 중, 기술 성숙도가 성숙 단계에 들어선 모든 선박에 적용 가능한 기술만 발췌

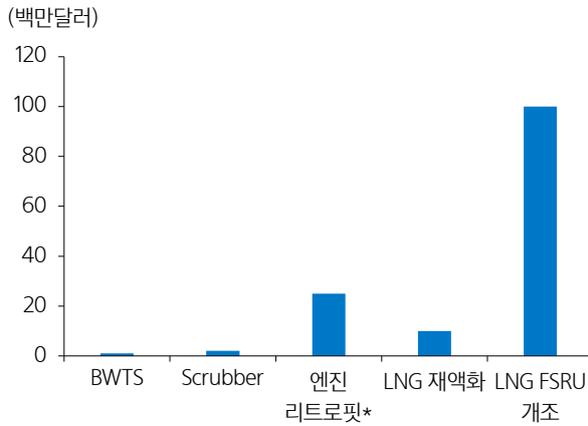
자료: Green Voyage 2050, 삼성증권

실제로 최근에는 선박에 오염물질 저감장치를 부착하는 것을 넘어서 아예 엔진 자체에 대한 개조 수요도 증가하고 있다. 엔진 교체는 선박의 추진 시스템을 이중 연료 혹은 친환경 에너지원으로 전환하는 것이다. 참고로 박엔진은 선가에서 가장 비중이 높은 고가의 부품이면서, 선박의 성능을 좌우하는 중요한 부품이다. 즉, 기본적으로 설계능력이 수반되지 않으면 프로젝트를 진행할 수 없고, 프로젝트의 단가 역시 기존 개조사업과는 비교하기 어려울 정도로 높다.

LNG선 관련 개조 산업 수요 증가도 긍정적이다. LNG선 관련 개조 산업의 프로젝트들의 단가 역시 기존 개조 산업 대비 월등히 높기 때문이다. 지난 2004년 호황기에 대량 발주된 LNG선의 노후 교체 시기가 도래하는 데다가, 러시아의 우크라이나 침공으로 LNG 관련 인프라에 대한 투자가 급격히 증가하고 있다. 이에 기존 노후 LNG선의 재액화 장비 부착 혹은 노후 LNG선을 LNG FSRU로 개조하는 수요도 증가하고 있다. LNG선 자체의 건조 난이도를 감안하면, 해당 시장은 기술력을 확보한 소수의 업체들만이 접근 가능한 시장이다.

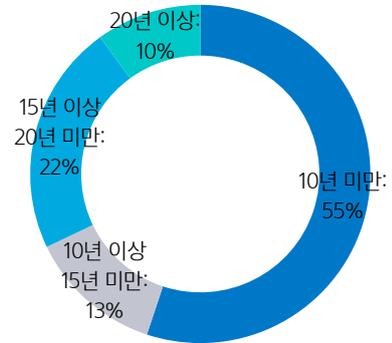
결론적으로, 최근 선박 환경 규제와 에너지 시장의 변화는, 기존 선박 개조 시장의 경쟁구도를 뒤바꾸고 있다. 그리고 이는 HD현대마린솔루션과 같이 기술력을 보유한 업체들이, 신규로 시장에 진입하기에 더 없이 유리한 조건이다. 더불어, 우수한 기술력을 보유한 업체들에게는 주력 제품의 판매 단가가 급격히 상승할 수 있음을 의미하기도 한다. 참고로, 스크러버 혹은 BWTS 처리 공사는 1~2백만 달러에 불과하지만, 선박 엔진 교체는 2~5천만 달러, LNG선 재액화 공사는 1천만 달러 내외, 그리고 LNG FSRU 개조 프로젝트의 공사단가는 1억 달러에 달하는 것으로 추정된다.

주요 개조 프로젝트별 단가 비교



참고: *선종별 엔진 타입별 가격이 상이. 컨테이너선 기준 평균 가격을 추정
자료: 삼성증권 추정

LNG선 선대 연령별 breakdown



참고: 현재 운항 중인 선대(40,000 cbm 이상 선박) 기준, 비율은 cbm 기준
자료: Clarksons

투자 포인트 2. HD현대마린솔루션이 특히 잘할 수 있는 이유 (HD현대 그룹의 일원)

HD그룹 관계사여서 누릴 수 있는 것들

HD현대마린솔루션이 갖고 있는 최고의 강점은 전 세계 최고 조선그룹의 일원으로, 그룹이 과거 인도한 선박들을 대상으로, 그룹이 축적한 기술과 정보들을 이용할 수 있다는 점이다. HD현대마린솔루션이 누릴 수 있는 그룹 관계사와의 시너지는 크게 세 가지이다.

첫 번째, 양적인 측면의 수혜(수많은 잠재 고객)

HD현대마린솔루션이 HD그룹 소속으로 누릴 수 있는 첫 번째 장점은 ‘양적인 측면’에서 엄청난 잠재 고객을 확보하고 있다는 점이다. 참고로 HD그룹 내에는 전 세계 10위권 내 조선사가 3개나 포진되어 있다. HD현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선은 수주 잔고 기준으로 각각 2위, 4위, 10위의 조선사이다. 이들의 합산 시장 점유율은 13.6%이다. 건조량을 기준으로 이들의 합산 점유율은 13.7%이며 (2023년 기준), 현재 운항 중인 선대에서의 점유율 역시 13.7% 수준이다. 참고로 해당 점유율은 ‘톤 (GT)’ 단위로 측정된 것으로, 고부가선 위주의 사업구조를 감안할 때 ‘금액’을 기준으로 한 그룹의 점유율은 더욱 높은 수준일 것으로 판단된다.

반면, HD현대마린솔루션의 선박 수리와 부품판매 시장에서의 점유율은 그룹의 신조시장 점유율 대비 현격히 낮은 수준으로 추정된다. HD현대마린솔루션의 기술 보증과 부품/서비스 사업부문의 합산 매출을, Clarksons에서 제공하는 선박 수리시장과 스페어 부품구매 시장 규모로 나누어 산출한, 회사의 AM 시장 점유율은 2.5% 수준으로 추정된다. 회사가 제공한 AM시장(스페어 부품 구매 제외) 규모를 기반으로 한 점유율도 여전히 6% 수준이다. 그룹의 신조시장 점유율을 감안하면, 아직도 손쉽게 성장할 수 있는 잠재시장이 상당한 상태이다.

선박을 운용하는 회사 다음으로 해당 선박에 대한 정보를 많이 갖고 있는 회사는, 해당 선박을 건조한 조선사이다. 물론, HD현대마린솔루션이 등장하기 이전에도, 선주들에게 수리, 부품조달 및 개조 서비스들을 진행하던 업체들이 있었고, 이들은 여전히 존재하다. 하지만 이는 단지 국내 조선사들이 선박 수리와 개조 서비스를 제공할 경제적인 유인이 부족했기 때문이다.

선주 입장에서는 제조사가 인증한 순정 부품과, 제조사의 설계 정보에 기반한 개조서비스를 마다할 이유가 없다. 특히, 지금처럼 선가 상승으로 선박이라는 자산의 가치가 높아졌고, 환경 규제 강화로 선주들의 민감도가 높아진 상태에서는 높은 품질의 서비스에 대한 선호도 역시 강화될 수밖에 없다. 이는 선박이 최적의 성능을 유지하는 것이 과거보다 중요해졌고, 이를 위해 투자하는 금액이 선박이라는 자산 가치 대비 크지 않다는 점을 의미한다. 선주들은 다소 높은 가격을 지불하더라도, 기술력이 우수한 업체를 새로운 거래처로 선정할 것이다.

수주 잔고 기준 전 세계 탑 10 조선소 (2023년 말)

	순위	2023년 말 수주 잔고			점유율 (%)
		(척)	(천CGT)	(천GT)	
삼성중공업	1	145	10,521	16,327	7.4
HD현대중공업	2	156	9,945	16,281	7.4
한화오션	3	103	7,871	12,377	5.6
현대삼호중공업	4	107	6,327	10,262	4.7
New Times SB	5	95	3,235	7,765	3.1
Hudong Zhonghua	6	55	4,363	6,736	3.0
Jiangnan SY	7	81	3,578	6,543	3.5
Shanghai Waigaoqiao	8	76	2,946	6,152	2.8
Yangzi Xinfu	9	46	2,692	5,712	2.6
현대미포조선	10	115	2,398	3,185	1.5
HD현대그룹 합계		378	18,670	29,728	13.6

참고: 순위 및 점유율은 GT 기준

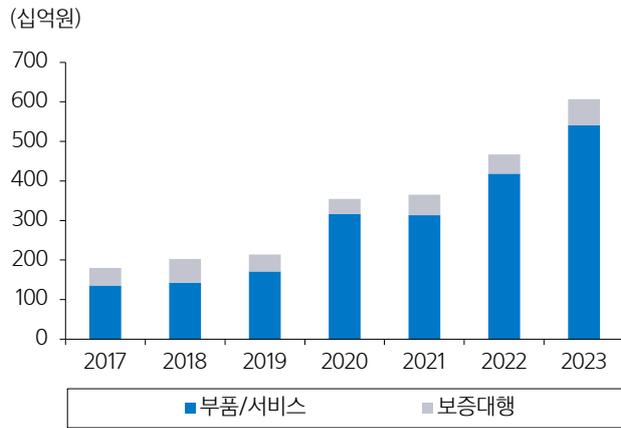
자료: Clarksons

건조량과, 기존 선대 내 HD현대그룹의 시장 점유율

(백만GT)	2023년 연간 건조량	선대 (현재)
HD현대중공업	4.2	119.9
현대삼호중공업	3.2	65.2
현대미포조선	1.4	35.5
HD현대그룹 합계	8.9	220.6
전 세계	64.5	1,607.7
HD현대그룹 점유율 (%)	13.7	13.7

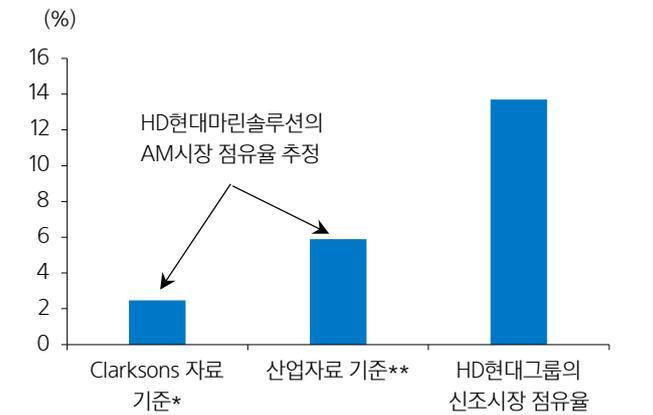
자료: Clarksons

부품/서비스 및 보증대행 부문 합산 매출 추이



자료: HD현대마린솔루션

HD현대마린솔루션의 선박 aftermarket 시장 점유율 추정



참고: 회사의 보증대행 및 부품/서비스 매출을 기준으로 추정

*선박 수리와 스페어 부품 시장을 합산하여 시장 규모 추정

**회사가 제공한 AM시장 규모를 기반으로 추정

자료: HD현대마린솔루션, Clarksons, 삼성증권 추정

기술력, 대안 연료 추진선 기술을 선점

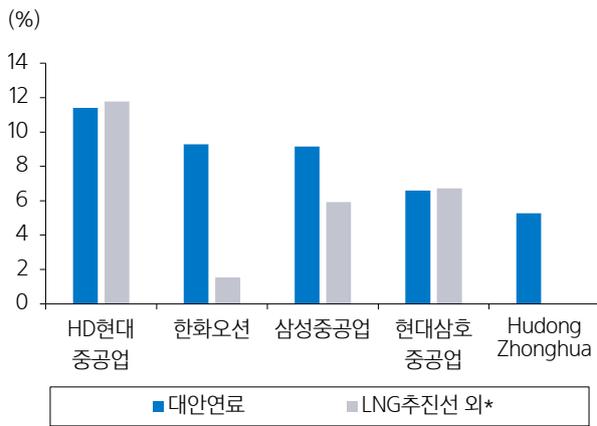
HD현대마린솔루션이, HD현대그룹의 일원으로 누릴 수 있는 두 번째 효익은 대안 연료 추진 선박 분야에서 가장 앞선 기술력을 확보할 수 있다는 점이다. HD현대 그룹은 전 세계 대안 연료 추진 선박에서 가장 높은 시장 점유율을 보유하고 있다.

조선소별 주요 대안 연료 수주 잔고 확보 순위

	1위	2위	3위	4위	5위
대안 에너지 전체	HD현대중공업	한화오션	삼성중공업	현대삼호중공업	Qingdao Beihai SB
LNG 추진선*	한화오션	HD현대중공업	삼성중공업	Hudong Zhonghua	New Times SB
메탄올 추진선	HD현대중공업	삼성중공업	현대삼호중공업	Nantong COSCO	Jiangnan SY

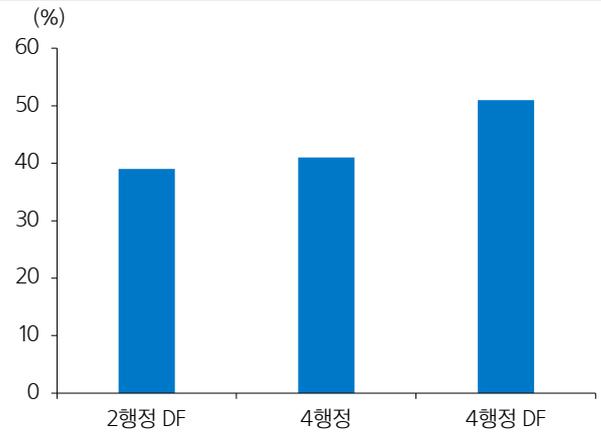
참고: 현재 수주 잔고 기준. 암모니아와 수소 추진선박은 아직 의미 있는 수주 잔고가 부재. * LNG ready선 포함
 자료: Clarksons

대안 연료에서 HD현대그룹의 점유율



참고: * LNG 추진선 및 LNG ready선 제외; 현재 수주 잔고 기준
 자료: Clarksons

HD현대중공업의 선박 엔진 시장 점유율 (제작 기준)



자료: 회사 자료

그리고 이는 HD현대중공업의 엔진사업 부문 덕분이다. 대안 연료 추진선의 핵심은 결국 엔진이고, 관계사인 HD현대중공업은 전세계 최고의 조선사인 동시에 최고의 엔진제작업체이다. 물량기준 HD현대중공업은 대형 추진엔진과, 중형 보기엔진 모두에서 전 세계 점유율 1위의 업체이다. 또한 HD현대중공업은 단순한 엔진제작업체가 아니라, 자체 엔진 모델(힘센엔진)을 보유한 소수의 제작사 중 하나이기도 하다. 참고로, 전세계 선박엔진 제작업체들의 대다수는 MAN, WinGD, Wartsila 등으로부터 라이선스를 바탕으로 엔진을 제작하며, 자체 모델을 보유하고 있지는 않다. 당연히 이들의 기술적인 이해도와 응용 능력에는 한계가 존재할 수밖에 없다. 결국 HD현대중공업은 제작경험과 기술력을 모두 갖춘 사실상 유일한 회사인 것이다.

현재 HD현대그룹 관계사들은 대안 연료를 사용하는 선박 건조에서 가장 앞서 있는 업체들이다. 그리고 이들의 강력한 시장 지배력은 엔진 기술에 기반한다. 참고로 HD현대중공업과 현대삼호중공업은 각각 전 세계에서 3번째, 4번째로 많은 LNG 추진선 수주 잔고를 보유 중이다. 양 사의 잔고를 합산할 경우에는, 전세계에서 가장 많은 수주 잔고를 보유한 상태이다. 특히 LNG 이후의 대안 연료로 주목되는 메탄올 추진선에서의 점유율은 절대적이다. 그룹 조선사들의 메탄올 추진선 수주 잔고 점유율은 24.3%로 전 세계 최대이다. 메탄올 이후의 추진 에너지 후보인 암모니아 추진선 역시 HD현대그룹이 가장 먼저 상용화할 것으로 예상된다. 당연히 앞서 언급한 대안 연료들 전체 수주 잔고 기준으로도, HD현대는 가장 강력한 시장 지배력을 갖고 있다.

대안 연료를 사용하는 선박 엔진은 이제 개화하는 시장이다. 이는 해당 기술을 보유한 업체가 극히 소수에 불과하다는 점을 의미한다. 이는 시장을 선점한 HD현대그룹이 향후에도 관련 기술을 주도할 것임을 시사한다. 그리고 그룹의 대안 연료 추진 선박에서의 시장 지배력은 그대로 HD현대마린솔루션으로 고스란히 이전될 수 있다. 개조 시장의 후발주자인 HD현대마린솔루션이, 최근 증가하는 선박 엔진 개조 시장을 오히려 주도할 수 있는 상황인 것이다.

사실, 당장 선주들의 입장에서는 대안 연료 추진선과 관련해서는 HD현대마린솔루션 이외의 대안이 별로 없는 상황이다. 기존의 수리 및 개조업체들 역시 HD현대마린솔루션이 제공하는 엔지니어링 기술의 도움을 받는 것이 유리할 수밖에 없다. HD현대마린솔루션이 자체 야드가 없이도 영업활동을 지속할 수 있는 이유가 여기에 있다.

그룹사와 영업 네트워크의 공유

HD현대마린솔루션이 HD그룹 관계사로 누릴 수 있는 세 번째 효익은 영업 네트워크를 공유할 수 있다는 점이다. 수요의 측면에서, HD현대마린솔루션은 그룹사들을 통해, 고객인 선주사들과의 접점을 끊임 없이 만들어 갈 수 있다. 선박 수리와 개조를 의뢰하는 HD현대마린솔루션의 고객과, 조선사에 신규 선박을 발주하는 선주는 동일한 존재이기 때문이다. HD현대그룹은 여전히 매년 건조되는 선박의 14%를 담당하고 있고, 조선사 중에서도 가장 다양한 고객 군을 확보하고 있다.

HD현대마린솔루션은 HD현대오일뱅크로부터 선박 출항에 필요한 연료유를 공급받아 선주사에게 판매한다. 이 과정에서 회사는 새로 출항하는 선박이 구비해야 하는 예비 부품의 판매를 제안할 기회를 얻게 된다. 또한 그룹사가 건조한 선박에 대한 무상 수리를 대행하면서, 자연스럽게 품질보증 기간 이후의 수리와 개조사업을 연계할 수 있는 것이다. 또한 해당 선박들에게 초기에 디지털 제어 서비스를 제공하는 마케팅 활동 역시 가능하다.

공급의 측면에서도 부품 공급망을 공유할 수 있다는 장점이 있다. 그룹사들이 건조한 선박에 장착된 부품들을 어느 업체가 공급했는지는 물론, 추가 구매 역시 어렵지 않다. 특히 HD현대중공업의 고유 엔진 모델인 힘센엔진은 HD현대마린솔루션이 사후 서비스에 대한 독점적인 권리를 갖고 있다. HD현대중공업이 힘센엔진 탑재량을 늘릴수록, HD현대마린솔루션의 매출과 이익 역시 비례해서 늘어나는 구조이다. 참고로 선박 엔진은 개조 외에도 주기적으로 교체하는 소모품 성격의 수리부품이 발생하는 장비이며, HD현대마린솔루션은 상당 부분의 엔진 부품을 HD현대중공업을 거치지 않고 부품업체들로부터 직접 조달하고 있다.

투자 포인트 3. 전 세계적으로도 극히 드문, 그리고 가장 확실한 선박 환경 규제 수혜 '주식'

의외로 쉽지 않은 선박 환경 규제 수혜주 찾기

향후 선박 환경 규제와 관련한 시장이 급격히 성장할 것이라는 사실은 비교적 명확하다. 최근의 환경 규제 총족을 위해서, 운항 중인 선박들은 '무엇이든'해야 하는 상황이다. 참고로 전 세계에서 현재 운항 중인 선박은 조선업계가 연간 건조하는 물량의 23.4배에 해당한다. 즉, 현재 운항 중인 선박을 모두 새로운 선박으로 교체하려면 무려 23.4년이 소요되는 것이다. 수리와 개조수요는 늘어날 수밖에 없다. 주식 시장에서도, 선박환경 규제 관련 시장에 대한 긍정적인 전망에 대부분 동의하고 있다.

반면 환경 규제 강화의 수혜업체가 누구인지에 대해서는 생각보다 명확하지 않다. 환경 규제라는 개념 자체가 기본적으로 관련 업계에는 비용의 증가를 의미하기 때문이다. 물론 규제 대응을 잘 준비한 업체들은 경쟁사들 대비 원가 경쟁력을 확보할 수 있겠으나, 이는 어디까지나 상대적인 관점일 뿐이다.

참고로 지난 2020년 황산화물 배출규제 시행을 앞두고 금융 시장이 지목했던 수혜업종은 조선과 해운이 아닌 정유업이었다. 당시 투자자들이 내세운 논리는, 황산화물 배출규제로 인한 저유황유의 부족, 이를 대체하기 위한 디젤 수요 증가에 따른 전반적인 정유제품 스프레드 확대였다. 다소 복잡한 논리를 통해서 정유업종에 배팅했던 이유도, 그만큼 조선사와 선주사의 수혜를 증명하기가 어려웠기 때문이다.

조선사들의 수혜는 발현되는 데에 시차가 존재

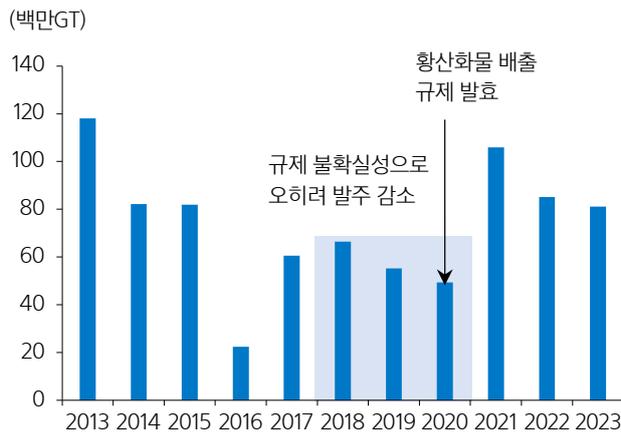
환경 규제가 강화되면, 선주들은 이를 충족시키기 위해 ‘투자’를 해야 한다. 그리고 이들의 투자 중에는 노후 선박을 교체하고, 친환경 에너지를 사용하는 새로운 선박을 발주하는 것도 포함되어 있다. 이러한 투자는 조선사의 입장에서는 판매 단가의 상승을 의미한다. 특히 대안에너지를 사용하는 친환경선 건조 능력을 보유하고 있거나, 전통 선박이더라도 연비가 우수한 선박을 설계할 수 있는 조선사들은 시장 지배력을 강화하는 계기가 될 수 있다. 즉, 적어도 기술력이 우수한 ‘한국의 대형 조선사’들은 환경 규제 강화의 수혜를 ‘장기적으로’ 누릴 수 있다.

다만, 문제는 이러한 수혜가 조선사들의 수주와 손익으로 확인되는 데에 상당한 시간이 소요된다는 점이다. 특히 현재처럼 조선사들이 3년 이상의 일감을 보유 중인 상황에서는 해당 시차가 더욱 선명해질 수 있다. 먼저 수주 측면에서는 최근 조선사들이 선별 수주를 강화하고 있다는 점을 고려해야 한다. 일부 조선사들은 넘치는 일감과, 생각보다 더딘 설비 증설 속도로 인해 오히려 수주 잔고를 줄여가고 있는 상황이다. 이는 시장이 기대하는 대규모 교체수요, 혹은 친환경 신선종의 대규모 수주 계약이 출현하는 시점이 생각보다 느릴 수 있음을 의미한다.

신선종 수주에 따른 손익 개선효과가 발현되는 데에도 시간이 필요하다. 우선, 오늘 새로운 선박을 높은 가격으로 수주하더라도, 실제 건조작업은 2-3년 후에나 시작된다. 또한 새로운 선종 건조가 대부분 건조 작업 초기에는 오히려 일종의 수업료(=초기의 실패 비용)를 수반한다는 점도 고려해야 한다.

2020년에 발효된 황산화물 배출 규제가 LNG추진 선박을 대중화시키고, 선주들의 선박 연비에 대한 관심을 더욱 고조시키는 시발점이 된 것이 사실이다. 하지만, 막상 규제 발효 후의 선박 발주량에는 유의미한 변화가 발생하지 않았던 것이 사실이다. 오히려 규제 발효 직전인 2018-2019년에는 선주들이 황산화물 배출규제를 불확실성으로 인지하면서 선박 발주량이 감소한 바 있다. 결론적으로 환경 규제로 조선사들이 누리는 수혜는 비교적 확실하지만, 이를 수치로 확인하는 데에 걸리는 시간은 일반적인 주식투자자들의 투자기간을 훨씬 초과할 수밖에 없다. 주식 시장의 관점에서는 고민이 필요한 부분이다.

전 세계 선박 신규발주 추이



자료: Clarksons

전 세계 수주 잔고/건조량 비율 추이



자료: Clarksons

다소 애매한 해운주식 투자

2020년 황산화물 배출 규제 당시에 가장 논란이 컸던 종목이 바로 해운선사이다. 오히려 당시 주식시장은 해운사들(선주)을 피해주로 분류했었다. 이는 규제를 충족시키기 위한 투자들이 선주의 입장에서 모두 비용의 증가를 의미했기 때문이다. 실제, 선주들이 당시에 선택할 수 있는 규제 충족 방안은, 기존보다 비싼 연료(저유황유)를 사용하거나, 스크러버라는 저감장치를 장착하거나, 새로운 선박을 구매하는 것이었고 이는 모두 비용이 수반되는 활동이었다.

하지만 시장의 예상과 달리 황산화물 배출규제의 최고 수혜주는 해운선사들이었다. 우려와 달리 정유회사들은 안정적으로 저유황유를 공급했고, 여기에 코로나19의 확산으로 인해 유류 제품의 수요가 둔화되면서, 선박 연료유는 부족하지도 그리고 가격이 급증하지도 않았다. 반면, 오염물질 배출을 줄이기 위해 운항 중이던 선박들이 운항 속도를 늦추기 시작했고, 일부 선박들이 스크러버 장착을 위한 개조작업에 돌입하면서, 오히려 전세계 해상 운송 능력이 줄어드는 효과가 발생했다. 해운시장으로의 실질 선박공급이 감소는 결국 운임 급등을 가져왔다. 그리고 스팟운임 급등은 해운사들의 실적과 현금흐름의 급격한 개선으로 이어졌고, 해운사들의 주가 역시 빠르게 호재를 반영했다.

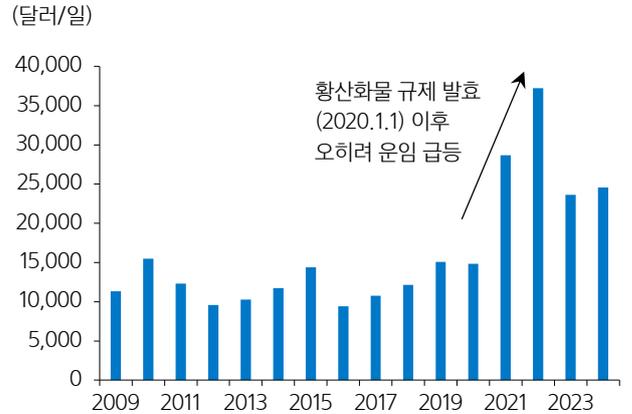
당사는 현재 진행되는 온실가스 배출 규제도 결국 선박운항 속도를 낮추고 이로 인한 선박 공급 감소가 중국에는 운임을 상승시킬 것으로 예상하고 있다. 하지만, 이에 대한 반론 역시 충분히 제기될 수 있다. 각종 저감장치 부착과 개조 비용 지출, 그리고 보유하고 있는 노후 선대의 가치 하락이, 오히려 해운사들의 펀더멘털을 악화시킬 수 있다는 주장도 나름의 논리적 근거가 있기 때문이다. 2020년 황산화물 배출 규제의 사례를 감안해도, 여전히 해운사들을 수혜주로 꼽기에는 불확실성이 존재한다.

VLSFO가격과 VLSFO-HSFO 스프레드



참고: 싱가포르 가격 기준
자료: Clarksons

해운지표 추이 (연간 Clarksea 지수)



자료: Clarksons

상장사가 드문 수리 및 개조 산업

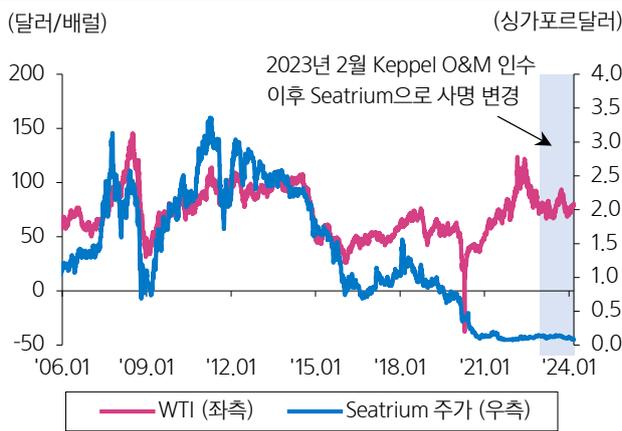
선박 수리업체와, 선박 개조업체들은 선박 환경 규제의 가장 직접적이고, 직관적인 수혜주이다. 선주들이 환경 규제 충족을 위해 지출하는 모든 비용들은 이들에게는 수익이다. 규제 발효 시점과, 관련한 매출이 발생하는 데에 걸리는 시차 역시 길지 않다. 주식시장에서 온실가스 배출 규제에 수혜주를 찾다면, 선박 수리와 개조업체가 가장 합리적인 대안이다.

하지만, 과거 선박 환경 규제로 '주식 시장'에서 선박 수리업체 혹은 개조업체가 대안으로 부상했던 사례는 없었다. 이는 주식 시장에서 투자 가능한 상장 업체가 극히 제한적이기 때문이다. 우선, 국내 주식 시장에는 수리와 개조 산업을 주력으로 하는 상장사가 존재하지 않는다. 해외의 경우에도 대안은 제한적이다. 우선, 중국은 상장된 조선관련 업체들 대부분이 신조선장과 연관되어 있고, 이들 대부분은 투자에 필요한 정보를 매우 제한적으로 제공하고 있다.

전 세계적인 관점에서, 주식시장에서 투자 가능한 선박 수리와 개조업체는 싱가포르의 Seatrium 정도이다. Seatrium은 Keppel Offshore와 Sembcorp Marine의 합병을 통해 2023년 2월에 탄생했다. 합병 이전의 양사는 모두 선박 수리와 개조에서는 세계적인 경쟁력을 보유한 업체들이다. 다만, 문제는 Seatrium도 순수한 수리/개조업체는 아니라는 점이다. 이는 해당 회사의 매출과 손익에 해양 구조물이 커다란 영향을 미치기 때문이다.

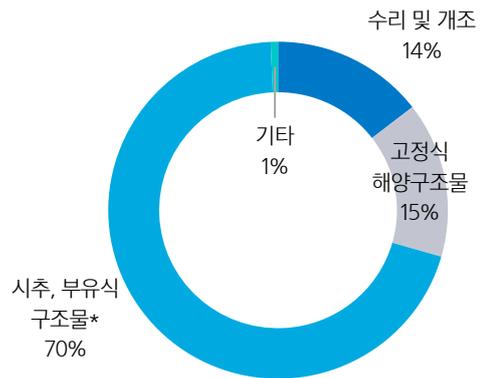
HD현대마린솔루션이 주식 시장에 등장한다면, 이는 가장 확실한 선박 환경 규제의 수혜 주이며, 전 세계 주식시장에서도 거의 유일한 투자 가능한 수단으로서 일종의 'only one 프리미엄'을 누릴 가능성이 있다.

Seatrium 주가와 국제유가



자료: Bloomberg

Seatrium의 매출 breakdown



참고: 2023년 기준, *FPSO 개조 프로젝트 포함
자료: Seatrium

투자 포인트 4. 고정비와 인력부족 문제에서 자유로운 사업

자산이 많이 필요 없는 사업구조 (엔지니어링 제공 업체)

HD현대마린솔루션의 2023년 말 기준 전체자산은 6,566억 수준이며, 이 중 비유동자산은 594억원(9%)에 불과한 것으로 추정된다. 그리고 이 중 실제 유형자산은 더욱 과소할 것으로 추정된다(2022년 기준 유형자산은 130억원). 회사의 연간 매출이 1.4조원에 달한다는 점을 감안하면, 매우 과소한 수준이다. 이는 회사는 선박 수리와 개조 사업을 위한 별도의 야드를 보유하고 있지 않기 때문이다. 그리고 병커링 사업 역시 HD현대오일뱅크가 생산한 선박 연료를 공급하는 구조이고, 디지털 제어는 아예 물리적인 제품을 공급하지 않는 사업이다.

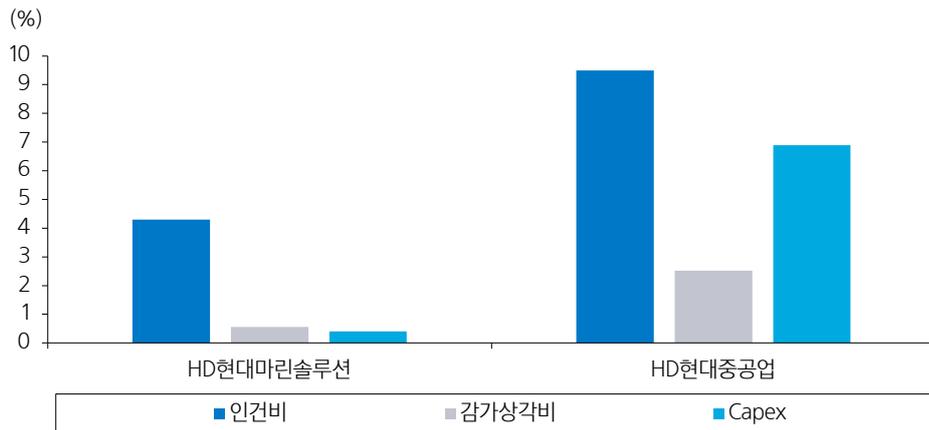
회사의 선박 수리와 개조사업은 외부 야드를 통해 이루어진다. 고객사가 프로젝트를 의뢰하면, HD현대마린솔루션은 중국, 베트남 등의 해외 수리 야드를 섭외해서 이를 진행하는 구조이다. 이 과정에서 HD현대마린솔루션의 역할은 엔지니어링 서비스를 제공하고, 핵심 부품을 조달하며, 프로젝트 전체를 책임지는 것이다.

구조적으로 가벼운 운전자금. 주주 환원 정책에도 유리

대규모 설비를 소유하지 않아도 된다는 것은 생산능력 확장을 위한 투자와 기존 설비를 유지하기 위한 비용 지출이 크게 필요하지 않다는 것을 의미한다. 그리고 해당 설비를 운용하기 위한 대규모 인력 역시 유지할 필요가 없다는 점도 의미한다. 또한 HD현대마린솔루션은 조선사와 비교하면 수주와 매출 사이에 시차, 그리고 프로젝트 수행 기간도 길지 않다 상대적으로 현금 회수 기간 역시 길지 않은 것이다. 회사의 2022년 말 사업보고서에 따르면, 회사의 인건비와 감가상각비, 그리고 capex는 각각 전체 매출의 4.3%, 0.6%, 0.4% 수준에 불과하다. 이는 그룹 조선사인 HD현대중공업의 9.5%, 2.5%, 6.9% 대비 크게 낮은 편이다.

낮은 고정비 부담과, 비교적 짧은 현금 회수 기간은 특히 불황기에 그 장점이 드러난다. 불황에도 대규모 설비와 인력을 유지하기 위한 현금유출이 크지 않고, 무리한 적자 수주를 해야 할 유인도 크지 않기 때문이다. 결론적으로 업황 악화를 대비해 보유하고 있어야 하는 현금의 규모도 일반 제조업 대비 낮은 편이다. 이러한 사업구조는, 회사가 창출하는 수익을 주주 환원에 사용하는 것이 일반 제조업보다 용이하다는 점을 시사한다. 실제로 지난 2020-2022년 순이익의 142%를 배당했다(Pre-IPO 직전 추가 배당액 포함).

매출 대비 인건비, 감가상각비 및 capex 비교



참고: 인건비는 직접 고용 기준, 외주 인력 관련 비용 제외; 2022년 기준
 자료: 각 사

인력의 문제에서 자유로운 기업. 사업의 지속 가능성에서 가점

인력과 관련한 문제는 현재는 물론 미래의 조선산업에도 가장 심각한 우려요인이다. 현재 한국 조선산업은 급격히 증가하는 일감에 비해, 이를 소화할 인력이 부족한 상황이다. 업종 내 인력부족은 일차적으로는 조선사들의 인건비 부담을 가중시킨다.

하지만 조선 인력부족이 야기하는 가장 심각한 문제는 당장의 인건비 부담이 아니라, 공정과 연관된 것들이다. 정상적인 상태에서 공정 지연이 발생할 경우, 조선사들은 숙련 인력을 단기에 집중 투입해서 최대한 빨리 이를 만회해야 한다. 이는 공정 지연이 다른 프로젝트의 지연으로 확산되는 것을 차단해야 하기 때문이다. 문제는 현재 한국 조선산업에는 공정지연 만회를 위해 투입할 인력이 절대적으로 부족하다는 점이다. 공정지연은 그 자체로도 공사비 지출을 증가시키며, 그 기간이 길어지면 선주에게 지체 상금을 지불하게 되는 요인이 되기도 한다.

인력의 문제는 장기 관점에서도 심각한 우려 요인이다. 한국의 낮은 출산율과, 구직자들의 조선업 기피 현상은 조선업의 장기 전망을 어둡게 할 수 있는 부분이다. 조선사들의 건조 능력을 결정하는 가장 핵심적인 요소가 건조경험이 풍부한 숙련공의 숫자이기 때문이다. 이는 한국 조선사들의 장기 매출 성장에 제약 요인으로 작용하게 된다. 실제로, 최근 한국 대형조선사들 일부는 넘치는 수요에도 불구하고 수주 잔고를 줄이려는 전략을 전개하고 있다. 이는 해당 일감을 처리할 인력이 부족하기 때문이다.

일부 투자자들은 한국 조선산업의 근본적인 경쟁력에 대한 의문을 제기하기도 한다. 과거 일본이 조선산업을 포기한 핵심 원인이 조선인력의 노령화 속 중국의 조선산업 진입이었기 때문이다. 물론 각종 환경 규제로 기술적 진입장벽이 높아지는 현재의 상황은 과거와 다르다. 하지만, 초장기 투자자 입장에서 인력부족 문제는 한국 조선산업에 대한 투자를 고민하게 하는 걸림돌임에 틀림없다.

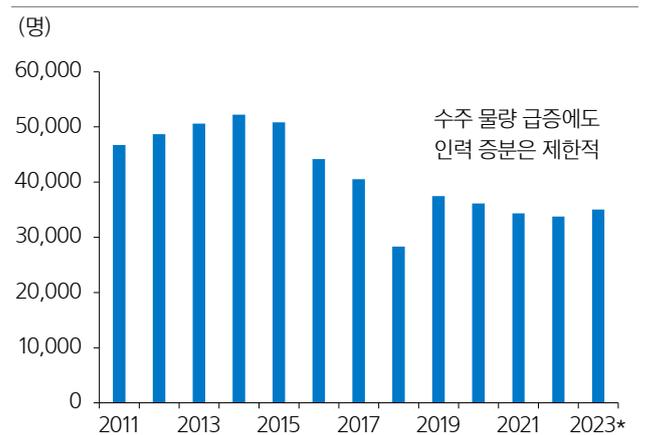
HD현대마린솔루션은 인력의 문제에서 자유로운 기업이다. 참고로, 지난해에 1.4조원의 매출을 창출한 HD현대마린솔루션의 총 임직원 숫자는 514명에 불과하며, 이중 38%가 설계 엔지니어이다. 특히 현재 회사가 판매하는 핵심이 물리적인 재화가 아닌 기존 선박제조에서 확보한 '설계 기술'이라는 점은 분명한 프리미엄 요인이다. 이는 근본적인 사업의 지속 가능성과 경쟁력의 유지 가능성 측면에서의 장기 투자자들의 우려 요인이 크지 않음을 의미하며, 궁극적으로 한국의 제조기업이 향후 지향해야 할 사업모델이기 때문이다.

인당 매출액 비교

(십억원)	인력 (명)	2023년 매출	인당 매출
HD현대마린솔루션	514	1,431	2.8
HD현대중공업	13,004	11,964	0.9

참고: HD현대중공업 인력은 3분기 말 기준, 직접고용 기준(외주 제외)
 자료: 각 사

국내 조선업 인력 현황



참고: 국내 대형 조선사 조선/해양 인력 합산 *3분기 말 기준
 자료: 각 사

밸류에이션 관점에서의 시사점

오랜 기간 축적한 제조 기술을 바탕으로, 사업의 영역을 기술과 엔지니어링 서비스로 전환한 사례들은 의외로 드물지 않다. 일단 선박 엔진 분야가 대표적이다. 전 세계 선박엔진의 대부분은 한국, 중국, 그리고 일본의 업체들이 '제작'하고 있다. 하지만, 이들이 제작하는 엔진의 대부분은 독일의 MAN, 스위스의 WinGD, 핀란드 Wartsila 기술을 기반으로 한다. MAN, WinGD, Wartsila는 대규모 생산설비를 보유하고 있지 않으며, 대부분의 매출은 라이선스 계약을 통해서 창출 중이다.

WinGD의 주요 주주이자, 상장업체이면서(정보접근 가능), 선박엔진 원천기술을 보유한 핀란드의 Wartsila의 경우는 특히 주목할 만한 사례이다. 해당 업체는 친환경 추진엔진을 개발 중이며, 배기 가스 등의 오염물질 처리 장치와 연비개선 장비 등을 제공한다는 점에서, HD현대마린솔루션과의 유사한 점이 있다. 또한 회사의 매출과 수익성 역시, 업황의 등락과 무관하게 상대적으로 안정적인 편이다. 더욱 긍정적인 부분은 해당 회사가 실제로도 높은 밸류에이션에 거래되고 있는 상태이다.

LNG운반선과 관련해서도 화물창 원천기술을 보유한 프랑스의 GTT도 조선사들과 비교하면 높은 밸류에이션에 거래 중이다. 실제 수익성 역시 우수한 편이다. 조선 및 해운업계 외에, 건설업종에서도 유사한 사례를 찾아볼 수 있다. 동일한 EPC사업을 영위하더라도, Technip FMC, Saipem, Fluor와 같이 세계적인 엔지니어링 기술을 보유한 업체들은, 시공 위주의 건설회사보다 높은 수준의 밸류에이션에 거래 중이다. 국내 주식시장에서도, 건설보다는 엔지니어링 관련 업체들이 프리미엄에 거래 중이다.

결론적으로 HD현대마린솔루션의 사업구조는 조선기계 업종은 물론이고, 한국의 일반 제조기업들 대비로도 프리미엄으로 작용할 가능성이 높다. 즉, HD현대마린솔루션은 밸류에이션 비교 대상으로 지목될 기업들 대비로도 높은 수준의 가치가 허용될 가능성이 높다. 더욱 긍정적인 부분은 앞서 언급한 업체들 외에 기존 조선 및 기자재 업체들의 밸류에이션이 높은 수준이라는 점이다. 이는 올해가 이들의 이익 턴어라운드의 초기 국면이기 때문이다.

국내외 peer valuation 비교

	Wartsila	Seatrium	Alfa Laval	Kongsberg	한화엔진	HD현대중공업	현대미포조선	삼성중공업	한화오션	CSSC
종목코드	WRT1V EU	STM SP	ALFA SS	KOG NO	082740 KS	329180 KS	010620 KS	010140 KS	042660 KS	600150 CH
상장국가	핀란드	싱가포르	스웨덴	노르웨이	한국	한국	한국	한국	한국	중국
시가총액 (백만 달러)	9,291	4,656	16,063	11,410	478	7,518	1,831	5,117	5,198	22,848
P/E (배)										
	2022	nm	27.6	26.6	nm	-28.3	-54.5	-11.0	-1.4	nm
	2023E	32.4	25.9	32.0	nm	403.6	-17.0	-44.0	43.1	131.8
	2024E	18.9	30.3	21.1	27.3	21.6	30.0	37.9	34.8	25.3
	2025E	16.5	19.5	22.9	12.4	10.8	10.9	13.7	18.7	17.7
P/B (배)										
	2022	2.2	3.5	5.4	2.4	1.9	1.1	1.9	3.2	2.2
	2023E	3.8	4.4	7.4	2.8	1.9	1.2	2.0	1.6	3.4
	2024E	3.4	3.9	6.7	2.2	1.8	1.3	1.9	1.5	3.0
	2025E	3.0	3.5	6.0	1.8	1.6	1.1	1.7	1.4	2.6
EV/EBITDA (배)										
	2022	22.2	15.6	16.2	-49.8	-342.1	-41.2	-13.4	-5.7	-78.4
	2023E	13.0	14.7	19.9	23.7	26.7	-28.6	21.5	914.5	20.3
	2024E	10.9	13.2	17.1	11.7	15.6	16.3	13.6	19.0	12.4
	2025E	9.8	12.5	14.8	8.1	7.3	6.0	8.0	11.6	9.1
EPS 성장률 (%)										
	2022	nm	-4.3	29.7	nm	nm	nm	nm	nm	-20.0
	2023E	nm	40.6	34.8	nm	nm	220.8	nm	nm	0.0
	2024E	72.7	23.3	17.4	nm	1,245.7	-144.9	-226.5	23.9	3,537.5
	2025E	8.6	15.6	16.2	-19.7	178.4	246.8	154.1	85.5	0.5
ROE (%)										
	2022	-2.9	13.3	20.5	-18.7	-6.5	-2.1	-16.1	-117.8	0.4
	2023E	11.8	17.5	25.2	-1.3	0.5	-7.0	-4.4	6.3	2.7
	2024E	18.6	19.5	25.3	13.9	6.1	3.3	5.5	4.5	11.9
	2025E	19.3	19.1	27.0	20.0	15.5	11.0	13.0	7.8	14.9

참고: 3월 7일 종가 기준
 자료: Bloomberg, 삼성증권

그룹 전반에 대한 equity story가 필요

리스크 점검, 주식 시장 내 그룹사와의 관계

그룹사 '주식'들과의 투자 매력도 잠식 효과에 대한 우려

'주식'시장이 그룹사 주식들과 잠식 효과(cannibalization)을 걱정하는 이유

HD현대마린솔루션과 관련한 투자 리스크는 영업활동에 있지 않다. 앞서 언급한 것처럼, 회사는 강화되는 환경 규제와 엔지니어링 기술력을 바탕으로 지속해서 성장해 갈 것으로 예상된다. 따라서 회사에 대한 투자 리스크는 결국 '주식시장'에서의 그룹 관계사들과 관계 설정이다. 그리고 해당 리스크는 사실 HD현대마린솔루션보다는 그룹 관계사들에게 더 큰 영향을 미칠 수 있는 요인으로 판단된다.

일부 투자자들은 HD현대마린솔루션의 투자 매력도와 영업활동이 기존 상장되어 있던 그룹 관계사들과 잠식 효과(cannibalization)를 일으킬 수 있다고 믿고 있다. 이는 HD현대마린솔루션에 대한 시장의 정보가 아직 완전하지 않기 때문이기도 하지만, 실제 과거 HD현대중공업 상장 사례가 가져온 일종의 불편한 경험 때문이기도 하다.

그룹의 핵심 조선사인 HD현대중공업은 지난 2021년 9월에 상장되었다. 회사는 상장 직후 주식시장의 뜨거운 관심을 받았지만, 모회사인 HD한국조선해양의 주가는 한동안 이에 미치지 못했다. 이는 당시 주식시장이 HD현대중공업을 HD한국조선해양의 핵심 자산으로 인지했고, 실제로 HD현대중공업으로의 간접 투자를 위해 HD한국조선해양 지분을 소유한 투자자들이 상당했기 때문이다. 결론적으로 HD한국조선해양의 지주사 성격은 더욱 강화되었고, 일부에서는 중복상장 문제와, 양 사 투자매력의 잠식 효과를 우려했던 것이다. 실제 일부에서는 룡숫 전략의 관점에서 양 사 주식을 접근한 사례들도 존재했다. 물론, 또 다른 비상장 조선회사인 현대삼호중공업의 급격한 실적 개선과 해당 회사의 상장 계획 폐지로, 현재는 HD한국조선해양에 대한 우려는 크게 완화된 상태이다. 하지만, 어쨌든 투자자들 입장에서는 유사한 사례를 우려할 수 있다.

우려 대상으로 주로 지목되는 업체는, HD현대와, HD현대중공업

HD현대마린솔루션과의 투자 매력도 잠식 효과를 우려할 만한 대상은 지주사인 HD현대와 엔진사업 부문을 보유한 HD현대중공업이다. HD현대에 대해서는 핵심 자산 중 하나인 HD현대마린솔루션의 독립 상장이 '일명 지주사 할인'을 강화시킬 수 있다는 우려를 제기할 수 있다. HD현대중공업에 대해서는 HD현대마린솔루션을 위해 향후 성장 가능성이 높은 사업 기회를 포기했다 거나, 혹은 공급부족에 시달리는 엔진 관련 핵심 부품들을 HD현대마린솔루션에 우선 공급할 수 있다는 우려를 제기할 수 있다. 투자자들의 우려들은 합리적이지만, 실제 HD현대마린솔루션의 실제 영업 구조가 알려진다면 충분히 해소될 수 있는 부분이다.

지주사인 HD현대에 대한 영향은 제한적일 것

HD현대마린솔루션의 상장이 지주사인 HD현대의 가치 변화에 미치는 영향은 제한적이다. 이는 우선, 아무도 HD현대마린솔루션의 사업을 HD현대의 영업가치로 분류하지 않았기 때문이다. 또한 HD현대마린솔루션이 HD현대의 핵심가치인 것은 맞지만, 전체 기업가치에서 차지하는 비중이 절대적인 것은 아니다. 결론적으로 HD현대마린솔루션이 상장한다고 해서, HD현대마린솔루션 매수를 위해 HD현대 지분을 매각할 수요는 제한적이라는 판단이다.

오히려, HD현대마린솔루션의 상장은 해당 지분가치에 대한 할인을 완화시키는 계기가 될 수 있다. 현금화와 가치평가가 용이한 상장 지분에 대한 할인을, 비상장 지분 대비 높게 적용할 이유가 많지 않기 때문이다. 특히 상장 후 HD현대마린솔루션의 가치가 크게 재평가될 경우, 이 역시 HD현대 추가에는 긍정적으로 작용할 수 있다. 그리고 HD현대마린솔루션 외에 아직 추가 상장을 추진할 수 있는 비상장 자회사들이 존재한다는 점에서도, 모멘텀 소진에 따른 매도 물량 출회 가능성도 제한적이다.

HD현대중공업에 대한 투자심리 악화 역시 일시적 현상일 것

HD현대중공업에 대한 우려 역시 제한적이다. HD현대마린솔루션이 그룹 조선사들이 건조한 선박에 대한 서비스를 제공한다는 것과, 선박 사후서비스의 상당부분이 선박 엔진과 관련되어 있고, 친환경 개조 사업의 핵심 중 하나가 선박 엔진의 교체라는 점도 사실이다.

하지만, 우선 선박 수리 사업은 애초에 그룹 조선사들이 영위하던 분야가 아니다. 또한 국내 경쟁 조선사들도 영위하고 있지 않은 사업이다. 이는 앞서 언급한 대로, 고정비 부담이 큰 조선사들에게 적합하지 않은 사업이기 때문이다. 즉, HD현대마린솔루션이 그룹사가 건조한 선박들을 대상으로 수리영업을 한다는 점이, HD현대중공업에 대한 할인요인이 될 수는 없다.

엔진과 기자재 조달의 측면에 대한 우려 역시 과도하다. 일단 한 가지 바로잡을 부분은, HD현대마린솔루션이 선박 및 엔진 관련 부품 전부를 그룹사를 통해서 조달 받는 것이 아니라는 점이다. 특히 엔진과 관련하여, HD현대마린솔루션은 HD현대중공업과 부품 조달 네트워크를 공유한다. 즉, 필요한 부품을 조선사를 거치지 않고 제조사로부터 직접 조달하는 것이다. 그리고 해당 기자재는 기존에도 수리 조선사들이 자체적으로 조달하던 분야이다. 따라서, HD현대마린솔루션의 등장이 갑자기 대규모 수요 급증을 야기하는 것은 아니다. 결국 HD현대마린솔루션은 HD현대중공업이 아니라, 기존 선박 수리업체들이 누리던 수익성을 잠식하는 것으로 볼 수 있다.

HD현대마린솔루션이 그룹사들에게 해줄 수 있는 것들

그룹사의 친환경 선박 Equity story

HD그룹이 친환경선 시장을 선점할 수 있다고 믿는 근거는 그룹 관계사들 사이의 시너지이다. 그룹사의 친환경 선박 관련 equity story는 다음과 같다. 전 세계에 제작된 적이 없는 새로운 선박이 등장하면, 해당 선박의 최초 발주는 대형선보다는 중소형선이 될 확률이 높다. 선주 입장에서도 일종의 테스트 선박이 필요하기 때문이다. 그리고 해당 프로젝트는 중소형 시장의 최강자인 현대미포조선이 수주할 확률이 높다. 그리고 현대미포조선이 최초 건조하는 선박에는 HD현대중공업이 제작한 엔진이 설치된다.

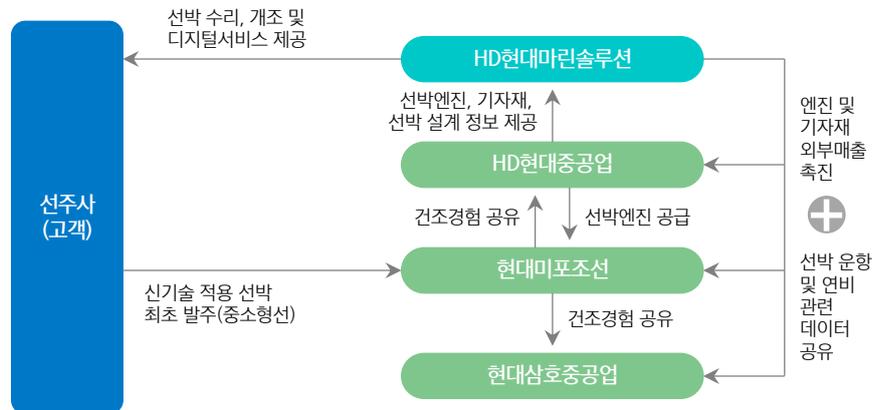
세계 최초의 엔진과 선박 건조 경험을 HD현대중공업과 현대미포조선이 확보하게 되는 것이다. 그리고 현대미포조선이 건조과정에서 획득한 생산 경험은 그룹 관계사인 HD현대중공업과 현대삼호중공업에 공유된다. 즉, 후속 발주되는 초대형선도 HD현대중공업과 현대삼호중공업이 수주할 확률이 높은 것이다. 그리고 당연히 해당 선박에도 HD현대중공업이 제작한 엔진이 삽입된다.

HD현대마린솔루션의 역할

HD현대마린솔루션이 기존 그룹사들의 수익성을 잠식하는 존재가 아니라는 점을 증명하는 가장 효과적인 방법은, 상기 equity story에서 HD현대마린솔루션의 역할을 증명하는 것이다. 장기 관점에서 HD현대마린솔루션은 디지털 제어사업을 통해 조선사들에게 기여할 수 있다. 강화되는 선박 환경 규제로 인해 선박 연비에 대한 선주들의 민감도는 나날이 높아지고 있다. HD현대마린솔루션은 연비 개선을 위해 개발된 각종 기술들이 실제 운항에서 얼마만큼의 효과를 가져올 수 있는지에 대한 실질 운항 데이터를 수집할 수 있는 존재이다. HD현대마린솔루션은 새로운 기술을 적용한 선박과, 과거에 인도된 선박들에 대한 연비와 운항 데이터를 조선사들과 공유할 수 있는 것이다.

또한 HD현대중공업 엔진사업 부문의 사외 매출을 확대시키는 부수적인 효과를 가져올 수 있으며, 선주들의 조선소 선택에도 일부 영향을 미칠 수 있다. 여러 번 언급한 바와 같이, 현재 선박 환경 규제는 그 기준이 계속해서 강화되는 것이 특징이다. 그리고 선박이 사용 연한이 매우 긴(20-30년) 재화이다. 일부 선주들은 자신의 선박에 대해 폐선시점까지 한번 혹은 두번의 개조 수요가 발생할 수 있음을 고민할 수 있을 것이다. 결국 신조에서, 미래 개조작업까지 해결해 줄 수 있는 선박을 구매할 가능성이 높다. 또한 선박의 성능 유지여부가 중요해질수록, 인도 후 유지보수의 용이함도 조선사를 고르는 기준 중 하나가 될 수 있다. 이는 마치 자동차 업계가 신차 판매를 위해 A/S망을 강화하는 것과 유사하다. 결론적으로 HD현대마린솔루션은 단순히 그룹의 수혜를 일방적으로 누리는 존재가 아닌, 그룹 전체의 친환경 선박시장 선점 전략의 구성 요인 중 하나로 해석하는 것이 타당하다.

HD현대 그룹의 친환경선 equity story



자료: 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023P
매출액	809	1,009	1,088	1,334	1,430
매출원가	678	823	942	1,138	1,172
매출총이익	131	186	145	196	258
(매출총이익률, %)	16.1	18.4	13.4	14.7	18.0
판매 및 일반관리비	22	29	32	54	56
영업이익	109	157	113	142	202
(영업이익률, %)	13.4	15.5	10.4	10.6	14.1
영업외손익	8	-8	4	-0	-1
금융수익	18	13	19	40	8
금융비용	9	20	9	36	7
지분법손익	0	0	-1	-1	0
기타	-1	-1	-5	-2	-2
세전이익	117	148	117	142	201
법인세	28	40	27	37	50
(법인세율, %)	23.9	27.2	23.2	26.1	24.8
계속사업이익	89	108	90	105	151
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	89	108	90	105	151
(순이익률, %)	11.0	10.7	8.2	7.9	10.6
지배주주순이익	89	108	90	105	151
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	112	161	118	149	207
(EBITDA 이익률, %)	13.9	16.0	10.9	11.2	14.5
EPS (지배주주)	2,225	2,700	2,239	2,623	3,777
EPS (연결기준)	2,225	2,700	2,239	2,623	3,777
수정 EPS (원)*	2,225	2,700	2,239	2,623	3,777

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023P
영업활동에서의 현금흐름	159	49	68	52	142
당기순이익	89	108	90	105	151
현금유출입이없는 비용 및 수익	35	63	43	68	8
유형자산 감가상각비	4	5	5	7	6
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	31	58	37	60	2
영업활동 자산부채 변동	35	-122	-64	-121	-17
투자활동에서의 현금흐름	-129	39	65	-13	-7
유형자산 증감	-126	53	58	-11	-7
장단기금융자산의 증감	0	0	0	0	0
기타	-3	-14	7	-3	0
재무활동에서의 현금흐름	-3	-163	-142	-61	-0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	-0
자본금의 증가(감소)	0	-85	0	0	0
배당금	0	-160	-190	-80	0
기타	-3	83	48	19	0
현금증감	27	-75	-8	-22	135
기초현금	142	169	94	86	64
기말현금	169	94	86	64	198
Gross cash flow	124	171	132	173	159
Free cash flow	30	88	133	38	135

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 회사명, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023P
유동자산	569	428	385	453	612
현금 및 현금등가물	169	94	86	64	198
매출채권	94	130	126	163	172
재고자산	85	108	126	160	172
기타	222	97	47	67	69
비유동자산	26	36	34	67	69
투자자산	18	27	22	54	55
유형자산	8	9	12	13	14
무형자산	3	4	4	4	5
기타	-3	-4	-4	-4	-5
자산총계	596	464	419	520	682
유동부채	284	201	222	314	316
매입채무	89	80	83	108	106
단기차입금	0	0	22	45	40
기타 유동부채	195	121	117	160	170
비유동부채	3	9	42	24	112
사채 및 장기차입금	0	0	30	0	5
기타 비유동부채	3	9	12	24	107
부채총계	287	210	264	338	428
지배주주지분	308	254	155	182	254
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	105	20	20	20	20
이익잉여금	182	215	113	140	211
기타	1	-0	2	3	3
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	308	254	155	182	254
순부채	-289	-157	-35	5	-129

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021	2022	2023P
증감률 (%)					
매출액	95.2	24.7	7.8	22.6	7.2
영업이익	48.8	44.3	-27.9	25.6	42.0
순이익	63.8	21.3	-17.1	17.2	44.0
수정 EPS**	63.8	21.3	-17.1	17.2	44.0
주당지표					
EPS (지배주주)	2,225	2,700	2,239	2,623	3,777
EPS (연결기준)	2,225	2,700	2,239	2,623	3,777
수정 EPS**	2,225	2,700	2,239	2,623	3,777
BPS	7,705	6,358	3,872	4,555	6,342
DPS (보통주)	0	4,000	4,750	2,000	n/a
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
P/B***	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
비율					
ROE (%)	33.8	38.4	43.8	62.3	69.3
ROA (%)	18.4	20.4	20.3	22.4	25.1
ROIC (%)	1.0	1.4	1.1	1.4	4.0
배당성향 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률 (보통주, %)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순부채비율 (%)	-93.9	-61.9	-22.8	3.0	-50.8
이자보상배율 (배)	1.6	0.2	-6.4	-2.7	74.5

Compliance notice

- 당사는 2024년 3월 7일 현재 삼성중공업과 계열사 관계에 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 3월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 3월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA