HD현대마린솔루션 (443060)

김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

3Q26 Re: 명과 암이 공존했던 실적발표

3Q26 OP 957억, 일회성 비용으로 컨센서스 하회

매출액 6,501억 (+12% qoq)은 대부분 유가상승으로 인한 벙커링 매출에 기인. 영업이익에는 Goltens 인수비용 90억, 평균환율 하락효과로 qoq 50억 반영. 영업외 외환관련 손익이 -589억 발생했으나, 이는 분기말 USD보유액 3.4억 불의 qoq 기말환율 하락 (-193원 qoq)에 기인하여 향후 영향 제한적일 것.

경계해야 할 것: 선박AM사업 성장폭 완화, FDC 기대심리 진정

일회성 비용으로 영업이익 140억 원 하락을 감안하여도, 실적 컨퍼런스 콜에서 확인할 수 있는 리스크는 1) FDC 관련사업은 FEED 단계이며 단기 (연중) 수주는 힘들 것, 2) AM서비스의 안정화로 인한 Spot성 매출은 완화추세 (=엔진AM사업 성장률 둔화 가능성). 다시 말해, 단기 실적 관점에서 상하방 변동성이 제한되는 구간.

기대해야 할 것: DC향 발전엔진 AM사업 매출 윤곽

Aperion향 발전엔진 O&M (유지보수) 관련 계약은 올해 말과 내년 초 사이 가시화. 실적 컨퍼런스 콜 Q&A에서 엔진 인도매출 대비 유지보수 매출을 1-3년차에 각 5%/5%/25% 정도의 윤곽을 제시. 3년간 엔진매출 대비 30-35%의 유지보수 매출 가정시 발전엔진 생애주기 25년간 발생하는 전체 매출은 기존 상정한 200%가 아닌 240-280%로 상승. 밸류에이션 변화는 향후 Aperion향 계약 공시 (계약기간 7년 이상 예상)을 통해 반영할 것.

투자의견 BUY, 목표주가 388,000원, 업종 내 DC향 Top pick 유지

본업의 실적을 통한 단기 상승여력보다 발전엔진향 유지보수 사업으로 인한 중장기 투자매력이 확보된 상황. 금일 주가 하락은 3Q26 실적에 대한 실망에서 발생했고, 동사의 투자포인트는 AIDC향 발전엔진 사업의 최대수혜자라는 점은 불변. 업종 내 AIDC향 사업 전개에 따른 Top pick으로 유지. 목표주가의 하향은 FY26-28F EPS 소폭 조정에 기인.

BUY (M)

목표주가	388,000원 (D)
직전 목표주가	448,000원
현재주가 (10/26)	169,600원
상승여력	129%

시가총액	76,038억원
총발행주식수	44,833,460주
60일 평균 거래대금	207억원
60일 평균 거래량	97,833주
52주 고/저	280,500원 / 159,100원
외인지분율	30.80%
배당수익률	2.04%
주요주주	에이치디현대 외 3 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(29.0)	(19.0)	(29.6)
상대	(8.1)	(1.0)	(49.3)
절대 (달러환산)	(27.1)	(10.3)	(23.6)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q26P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	650	26.7	12.0	598	8.7
영업이익	96	2.2	-2.0	106	-9.6
세전계속사업이익	108	3.1	-0.7	111	-2.3
지배순이익	74	-6.7	-10.3	80	-7.4
영업이익률 (%)	14.7	-3.5 %pt	-2.1 %pt	17.7	-3.0 %pt
지배순이익률 (%)	11.5	-4.0 %pt	-2.8 %pt	13.5	-2.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	1,745	1,983	2,489	2,555
영업이익	272	350	404	502
지배순이익	228	270	325	393
PER	24.8	30.8	23.4	19.4
PBR	7.6	10.1	7.8	7.2
EV/EBITDA	19.0	21.4	16.5	13.3
ROE	45.0	33.7	36.2	38.7

자료: 유안타증권

유안타증권 Yuanta Securities (Korea)

HD 현대마린솔루션: 분기별 및 연간 실적 예상

(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	486	468	513	516	575	580	650	684	1,983	2,489	2,555
yoy	26.8%	6.8%	11.3%	11.4%	18.3%	24.1%	26.7%	32.5%	13.6%	25.5%	2.6%
영업이익	83	83	94	91	93	98	96	118	350	404	502
yoy	61.3%	16.9%	12.3%	37.5%	12.5%	17.6%	2.2%	29.9%	28.9%	15.5%	24.3%
영업이익률	17.1%	17.7%	18.2%	17.5%	16.3%	16.8%	14.7%	17.2%	17.7%	16.2%	19.7%

자료: 유안타증권 리서치센터

FY30F HD 현대중공업 연간 발전엔진 생산능력 4GW 확보시, 동사 매출 및 영업이익 시나리오

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

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: Base-case 기준 OEM 매출 대비 연평균 7%의 유지보수 매출 28년간 발생 가정시 OEM 대비 매출 200%

HD 현대중공업 4GW 증설에서 발생하는 동사의 영업이익에 대한 배당금 변환 전제

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

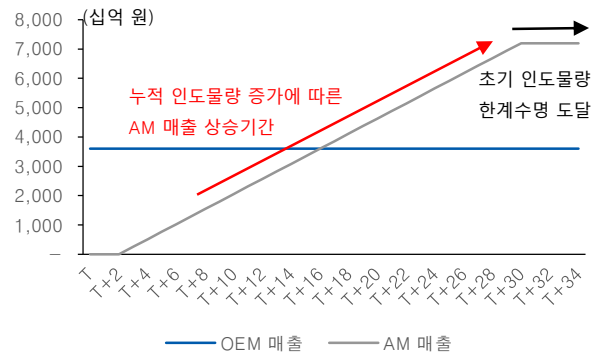
자료: 유안타증권 리서치센터

HD 현대마린솔루션: 목표주가 및 밸류에이션

	FY26F	FY27F	FY28F
지배주주순이익 (십억 원)	325	393	465
Target P/E (x)			30
FY26-28F 평균 순이익 기반 적정가치 (십억 원)			**11,827**
데이터센터향 엔진 AM (4GW, FY30F 부터)			
7% 할인율 적용한 배당금의 현재가치 (십억 원)			4,671
Terminal Value 의 현재가치 (십억 원)			897
데이터센터 엔진 AM 사업가치 (십억 원)			**5,569**
기존사업 가치 + 신사업 가치 (십억 원)			17,396
기말발행주식수 (백만 주)			45
목표주가 (원)			388,000

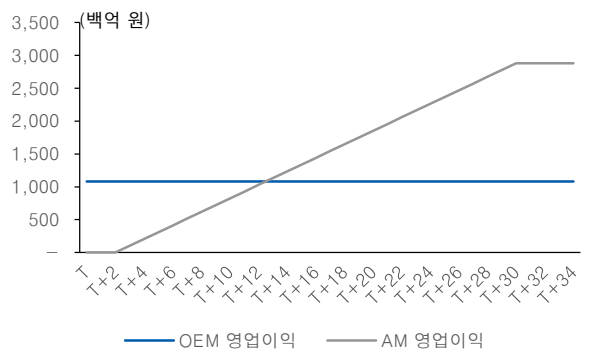
자료: 유안타증권 리서치센터

Base case: 엔진 가격 변동 없을 경우 연간 매출 예상치



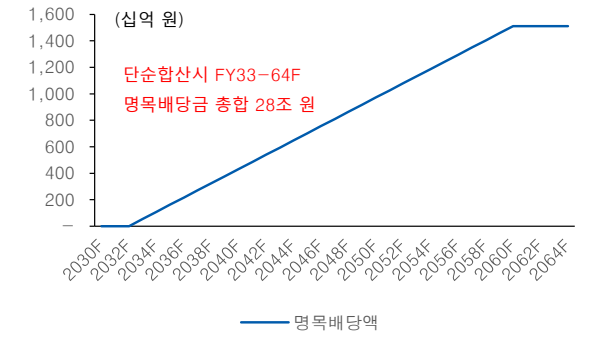
자료: 유안타증권 리서치센터

Base case: 엔진 가격 변동 없을 경우 연간 영업이익 예상치



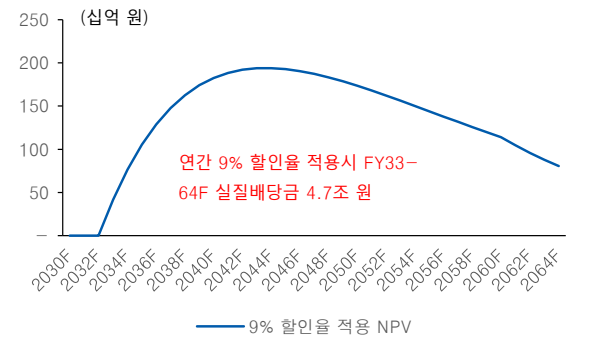
자료: 유안타증권 리서치센터

매년 발생하는 배당금의 FY33-64F 총합은 28 조 원



자료: 유안타증권 리서치센터

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



자료: 유안타증권 리서치센터

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

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**1,745**	**1,983**	**2,489**	**2,555**	**2,897**
매출원가	1,383	1,528	1,968	1,926	2,162
매출총이익	362	455	522	629	735
판관비	90	105	117	127	137
영업이익	**272**	**350**	**404**	**502**	**599**
EBITDA	284	363	423	521	607
영업외손익	25	5	34	28	30
외환관련손익	21	-7	20	12	12
이자손익	7	15	17	19	21
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-3	-3	-3	-3	-3
법인세비용차감전순손익	297	355	439	531	629
법인세비용	69	85	114	138	163
계속사업순손익	228	270	325	393	465
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	228	270	325	393	465
지배지분순이익	**228**	**270**	**325**	**393**	**465**
포괄순이익	238	266	321	389	462
지배지분포괄이익	238	266	321	389	462

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**247**	**324**	**334**	**421**	**481**
당기순이익	228	270	325	393	465
감가상각비	12	13	18	18	8
외환손익	-6	3	-20	-12	-12
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-6	20	12	23	21
기타현금흐름	18	19	-1	-1	-1
투자활동 현금흐름	**-196**	**-21**	**-33**	**-36**	**-19**
투자자산	-3	-1	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-10	-17	-23	-18	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-183	-4	-9	-18	-19
재무활동 현금흐름	**149**	**-223**	**-200**	**-321**	**-374**
단기차입금	-126	0	2	0	1
사채 및 장기차입금	1	-3	0	0	0
자본	367	20	0	0	0
현금배당	-100	-215	-177	-296	-350
기타현금흐름	7	-26	-26	-26	-26
연결범위변동 등 기타	3	0	-31	-34	-30
현금의 증감	**203**	**79**	**70**	**30**	**58**
기초 현금	96	298	378	448	479
기말 현금	298	378	448	479	536
NOPLAT	**272**	**350**	**404**	**502**	**599**
FCF	**237**	**307**	**311**	**403**	**481**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**1,076**	**1,187**	**1,349**	**1,466**	**1,624**
현금및현금성자산	298	378	448	479	536
매출채권 및 기타채권	263	318	376	434	503
재고자산	273	271	292	301	310
비유동자산	77	86	90	90	83
유형자산	20	30	34	34	26
관계기업등 지분관련자산	3	3	3	3	3
기타투자자산	0	1	1	1	1
자산총계	**1,152**	**1,272**	**1,439**	**1,556**	**1,706**
유동부채	343	409	433	457	492
매입채무 및 기타채무	184	214	253	293	339
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	36	39	38	37	40
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**379**	**448**	**470**	**494**	**532**
지배지분	774	825	969	1,062	1,175
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	385	404	404	404	404
이익잉여금	324	377	525	621	737
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**774**	**825**	**969**	**1,062**	**1,175**
순차입금	**-461**	**-546**	**-624**	**-671**	**-747**
총차입금	21	18	20	21	22

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	5,302	6,013	7,241	8,760	10,380
BPS	17,255	18,396	21,612	23,697	26,201
EBITDAPS	6,595	8,093	9,431	11,614	13,532
SPS	40,599	44,228	55,524	56,990	64,628
DPS	3,150	3,950	6,600	7,800	0
PER	**24.8**	**30.8**	**23.4**	**19.4**	**16.3**
PBR	**7.6**	**10.1**	**7.8**	**7.2**	**6.5**
EV/EBITDA	**19.0**	**21.4**	**16.5**	**13.3**	**11.3**
PSR	**3.2**	**4.2**	**3.1**	**3.0**	**2.6**

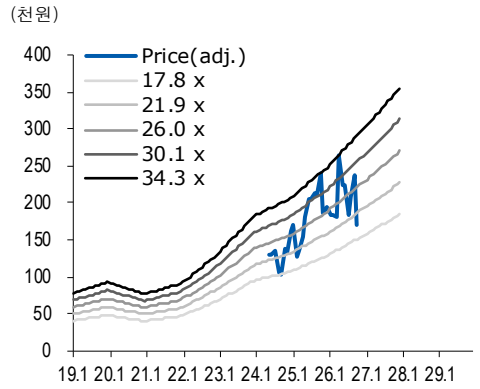
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	**22.0**	**13.6**	**25.5**	**2.6**	**13.4**
영업이익 증가율 (%)	**34.9**	**28.9**	**15.5**	**24.3**	**19.2**
지배순이익 증가율 (%)	**50.8**	**18.3**	**20.4**	**21.0**	**18.5**
매출총이익률 (%)	20.7	22.9	21.0	24.6	25.4
영업이익률 (%)	**15.6**	**17.7**	**16.2**	**19.7**	**20.7**
지배순이익률 (%)	13.1	13.6	13.0	15.4	16.1
EBITDA 마진 (%)	16.2	18.3	17.0	20.4	20.9
ROIC	76.3	98.5	103.5	108.1	114.7
ROA	25.2	22.2	23.9	26.2	28.5
ROE	**45.0**	**33.7**	**36.2**	**38.7**	**41.6**
부채비율 (%)	49.0	54.3	48.6	46.5	45.3
순차입금/자기자본 (%)	-59.6	-66.2	-64.4	-63.2	-63.6
영업이익/금융비용 (배)	59.8	330.2	384.8	450.4	515.2

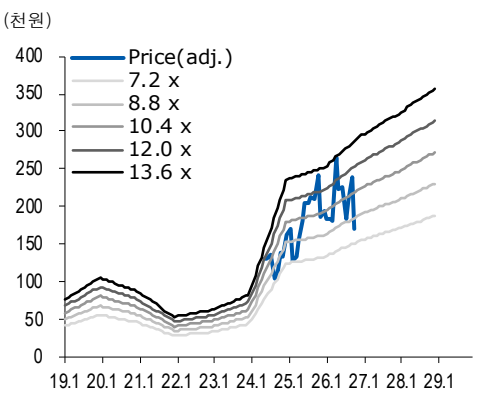
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

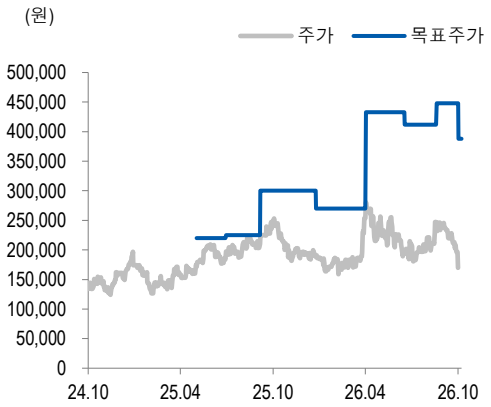
P/E band chart



P/B band chart



HD 현대마린솔루션 (443060) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-10-27	BUY	388,000	1년		
2026-09-14	BUY	448,000	1년	-50.05	-45.09
2026-07-13	BUY	412,000	1년	-50.70	-40.05
2026-04-27	BUY	433,000	1년	-46.66	-36.26
2026-01-19	BUY	270,000	1년	-32.51	-6.11
2025-10-01	BUY	300,000	1년	-30.02	-15.67
2025-07-25	BUY	225,000	1년	-9.36	-2.22
2025-05-28	BUY	220,000	1년	-12.50	-4.77

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.9
Hold(중립)	3.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-10-27

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **김용민**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.