HD현대마린솔루션 (443060)

3Q26 리뷰:
이렇게 주가가 급락할 실적이 아니다

조선/기계
Analyst 배기연
kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA 김현비
hyunbee.kim@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 10. 26

영업이익 컨센서스 9.6% 하회

3분기 매출액은 6,501억원(YoY +26.7%, QoQ +12.0%), 영업이익은 957억원(YoY +2.2%, QoQ -2.0%), 영업이익률은 14.7%(YoY -3.5%, QoQ -2.1%)를 기록했다. 영업이익 컨센서스를 -9.6% 하회했다.

Goltens사 인수관련 비용과 원/달러 환율 하락 등 일회성 요인으로, 영업이익이 100~110억원 정도 감소했다. 이를 제거하면 사실상 컨센서스 부합이다. 영업외손익에서 외환관련 손익 -550억원이 발생했는데, 원/달러 환율 하락에 따라 약 3.4억달러의 외화 자산이 영향을 받았기 때문이다.

벙커링을 제외한 AM솔루션 사업부 매출(YoY +15.7%, QoQ+2.8%)

세부 실적으로는, 선박부품(엔진+비엔진) 부문 매출액이 2,185억원(YoY +9.9%, QoQ +2.8%)를 기록했다. 이를 두고, 전분기 대비 성장성을 우려하기에는 이르다. 애초에 2027년 상반기가 성장의 변곡점임을 기억해야 한다.

계열 조선소들이 납품한 엔진의 정비 주기를 고려했을 때, 고수익성을 보장하는 DF(이중연료)엔진의 비중이 3분기 16.4%(추정)에서 20~30% 대로 확대되는 구간이 2027년 상반기이다.

육상발전 및 기타 부문 매출액은 642억원(YoY +40.8%, QoQ +2.7%)이다. 전분기 이연 매출 반영으로 인한 매출 급증의 기저효과가 있었다. 3분기 매출이 전분기대비 성장성이 약해졌다고 판단할 근거는 없다.

HD현대중공업이 수주한 Aperion Energy Group Holdings의 AI데이터센터향 발전엔진 LTSA 및 O&M 협의는 지속 중이다. 2026년말~2027년초 가시적 성과를 기대한다. 그러나 계약 체결 여부를 크게 강조하고 싶지 않다. 어차피 HD현대마린솔루션에게 갈 일감이다.

벙커링, 너무 잘 나와도 문제 (?)

비핵심 사업인 벙커링 부문의 매출액은 2,936억원(YoY +38.5%, QoQ +31.2%)으로 급증했다. 벙커링은 원가에 마크업을 붙여서 영업을 하기 때문에, 매출 성장에 따른 영업 레버리지가 없는 사업부문이다. 사실상 BEP 부문인 탓에 전사 영업이익률을 계산할 때 수익성을 희석시키는 효과가 발생했다.

친환경솔루션 사업부 매출(YoY +17.3%, QoQ -13.2%)

친환경솔루션사업부는 성장과 우려가 혼재된 상태이다. 주요 공사 스케줄이 4분기로 순연되며 전분기 대비 매출이 감소했다. 수주의 경우, 글로벌 환경 불확실성 지속되며, 고객사의 프로젝트 FID(최종투자승인) 일정 역시 가시성이 낮아졌다.

대신 중장기 먹거리인 FDC(부유식 데이터센터) 개조 및 관련 설비에 대한 기대감은 유지할 수 있다. 현재 FDC 프로젝트는 FEED 상태이며, 고객의 후속 결정에 따라 진행 여부를 확인할 수 있다. FDC의 경우 발전선, 발전용 바지, FSRU 등 HD현대마린솔루션이 참여할 수 있는 추가적인 프로젝트들을 수반한다. 2027년 수주시, 2027년 하반기부터~2028년에 걸쳐 관련 매출 전망을 반영했다.

표1 3Q26P Review 테이블

(십억원)	3Q26P	3Q25	(% YoY)	2Q26	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**650.1**	513.2	26.7	580.4	12.0	568.6	14.3	597.8	8.7
영업이익	**95.7**	93.6	2.2	97.6	-2.0	110.8	-13.6	105.8	-9.6
세전이익	**40.7**	104.9	-61.2	108.9	-62.6	118.1	-65.5	110.7	-63.2
지배주주순이익	**32.6**	79.8	-59.1	83.0	-60.7	88.6	-63.2	80.4	-59.5
영업이익률(%)	**14.7%**	18.2%	-3.5%	16.8%	-2.1%	19.5%		17.7%	
세전이익률(%)	**6.3%**	20.5%		18.8%		20.8%		18.5%	
순이익률(%)	**5.0%**	15.5%		14.3%		15.6%		13.5%	

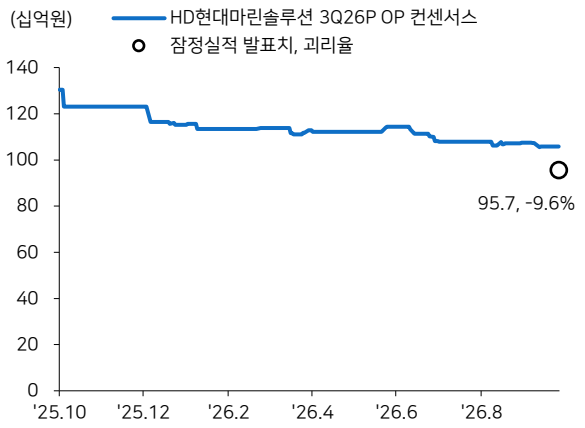
자료: HD현대마린솔루션, 메리츠증권 리서치센터

표2 2026E 연간 실적 테이블

(십억원)	2026E	2025	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**2,502.9**	1,982.7	26.2	2,309.8	8.4	2,370.8	5.6
영업이익	**395.1**	350.1	12.8	421.2	-6.2	410.3	-3.7
세전이익	**369.4**	354.8	4.1	474.0	-22.1	453.6	-18.6
지배주주순이익	**288.9**	269.6	7.2	365.3	-20.9	349.3	-17.3
영업이익률(%)	**15.8%**	17.7%		18.2%		17.3%	
세전이익률(%)	**14.8%**	17.9%		20.5%		19.1%	
순이익률(%)	**11.5%**	13.6%		15.8%		14.7%	

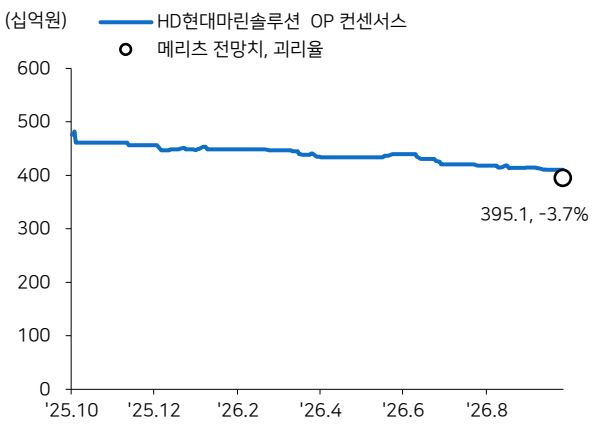
자료: HD현대마린솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q26P 영업이익, 컨센서스 9.6% 하회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익 컨센서스 대비 3.7% 하회 전망



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E	2028E
WTI(달러/배럴)	72.7	92.9	85.6	95.0	87.0	82.0	78.5	75.0	86.6	80.6	69.5
YoY	0.2%	44.2%	30.2%	59.0%	19.7%	-11.7%	-8.3%	-21.1%	31.9%	-6.8%	-13.8%
환율(원/달러)	1,465.2	1,501.9	1,423.4	1,360.0	1,340.0	1,320.0	1,300.0	1,300.0	1,437.6	1,315.0	1,300.0
YoY	0.9%	7.0%	2.8%	-6.3%	-8.5%	-12.1%	-8.7%	-4.4%	1.0%	-8.5%	-1.1%
HD현대향 DF 부품 비중(%)	16.4%	14.8%	16.4%	19.3%	22.2%	35.2%	27.8%	37.5%	16.7%	30.7%	34.1%
YoY	-8.6%p	0.5%p	-1.8%p	4.3%p	5.8%p	20.4%p	11.4%p	18.2%p	-1.4%p	14.0%p	3.4%p
매출액	**574.6**	**580.4**	**650.1**	**697.7**	**691.7**	**698.9**	**743.7**	**754.1**	**2,502.9**	**2,888.3**	**3,409.9**
YoY	18.3%	24.1%	26.7%	35.2%	20.4%	20.4%	14.4%	8.1%	26.2%	15.4%	18.1%
사업부별 매출액											
AM사업부	525.6	498.7	576.3	611.3	538.7	531.7	500.3	511.4	2,211.9	2,082.1	2,029.4
선박부품	216.9	212.5	218.5	220.5	208.5	213.3	204.2	215.7	868.4	841.7	885.8
벙커링	263.2	223.7	293.6	314.2	268.0	254.7	229.8	231.9	1,094.7	984.4	882.4
기타	45.5	62.5	64.2	76.5	62.2	63.7	66.3	63.8	248.7	255.9	261.2
친환경사업부	22.6	45.3	39.3	54.3	71.3	73.5	152.0	154.1	161.5	450.9	994.1
디지털사업부	26.4	36.4	34.5	32.2	31.7	43.7	41.4	38.6	129.5	155.4	186.4
영업이익	**93.4**	**97.6**	**95.7**	**108.4**	**114.3**	**123.4**	**139.1**	**149.3**	**395.1**	**526.2**	**732.1**
YoY	12.5%	17.6%	2.2%	19.7%	22.4%	26.4%	45.4%	37.7%	12.8%	33.2%	39.1%
영업이익률	16.3%	16.8%	14.7%	15.5%	16.5%	17.7%	18.7%	19.8%	15.8%	18.2%	21.5%
세전이익	**119.6**	**108.9**	**40.7**	**100.2**	**102.8**	**106.8**	**117.5**	**137.0**	**369.4**	**464.2**	**677.8**
YoY	42.5%	59.5%	-61.2%	2.6%	-14.0%	-1.9%	188.8%	36.6%	4.1%	25.7%	46.0%
지배주주순이익	**98.1**	**83.0**	**32.6**	**75.2**	**77.1**	**80.1**	**88.1**	**102.7**	**288.9**	**348.1**	**508.3**
YoY	55.0%	56.6%	-59.1%	2.3%	-21.4%	-3.5%	170.4%	36.6%	7.2%	20.5%	46.0%

자료: HD현대마린솔루션, 메리츠증권 리서치센터

3Q26 Conference Call Q&A

Q1 **골텐스 인수 일회성 비용 규모? 내년 연결 반영 시 실적 가이드? 벙커링 매출 증가의 P/Q 분해?**

A1
- 당분기 골텐스 인수 비용 약 90억 원 반영
- 10월 8일 골텐스 주주와 SPA 체결. 딜 불확실성 제거, 내년 초 인수 확실시되어 지금까지 발생 비용 인식, 내년 사업계획은 골텐스 경영진과 논의 중
- 인수 설명회 기준 올해 매출 약 1.4억~1.5억 달러, 영업이익률 약 10% 예상. 이를 기반으로 내년 계획 수립 예정
- 관련 ISP 시장 성장률 8~12% 전망
- 벙커링 Q: 1Q 대비 2Q 약 76%, 3Q 약 110%
- 벙커링 P(두바이 평균): 1Q 약 88달러, 2Q 약 96달러, 3Q 약 93달러. 9월엔 114달러까지 상승
- P와 Q 동반 상승

Q2 **외환 손실 589억 원이 외화예금 환평가 손실인지, 실질 비용인지?**
환율 하락이 핵심 사업 매출·손익에 준 영향?

A2
- 외화예금 약 2.7억 달러 보유. 골텐스 인수 염두에 둔 잔고
- 운전자본(AR·AP 달러 환산) 약 7천만 달러
- 총 약 3.4억 달러 포지션이 영향받음. 대부분 외화예금에서 발생
- 3Q 평균 환율 2Q 대비 약 80원 하락
- 환율 10원 변동 시 월간 영업이익 약 2억~3억 원 영향. 분기 기준으로 해당 민감도만큼 변화

Q3 **에이페리온 LTSA 계약 기간? 코반은 왜 언급 안 했나? FDC 관련 HD현대중공업 신조 논의와 연계한 LNG FSRU 논의 여부?**

Seatrium은 카파워십 등과 개조 수주 계속하는데 당사는 야드가 없어 구조적으로 경쟁력이 떨어지는 것 아닌가?

A3
- 선박용 LTSA는 통상 3~5년
- 에이페리온은 선박보다 장기로 협의 중. 최소 7년 이상
- 코반은 에이페리온 대비 협의 진전 크지 않아 미언급. 확인되면 업데이트 예정
- FDC는 현재 FEED 진행 중.
- FDC엔 발전선·발전 바지 등 후속 선형 필요, 가스 발전 시 FSRU도 필요할 수 있음
- 신조 관련은 구체적 언급 어려움. 개조는 FDC 외에 발전선·FSRU 개조와 연관한 잠재 사업으로 보고 시장 탐색 계획
- FSRU 개조는 FID까지 시간 오래 걸림
- 당사는 턴키로 수주 추진. Seatrium은 다수가 선주가 엔지니어링·조달·리가스 장비 직접 발주하고
- Seatrium과는 설치 공사만 계약하는 구조로 파악
- 당사는 턴키 계약자로서 중국 야드 설치 기준으로 선주와 협의 중

Q4 **FSRU 계약 지연 이유가 FID 전반 지연인지, 가격 문제인지? 골텐스 관련 추가 일회성 비용 남았나?**

A4
- 가격 등 계약 불발이 아님. 시행청·배치 국가 인허가 일정이 올 하반기에서 내년 상·하반기로 밀리며 다수 프로젝트 FID 지연
- 골텐스 관련 큰 비용은 이번 분기에 대부분 반영
- 인수 전 Pre-PMI, 인수 후 약 3개월 뒤 PMI 진행 과정에서 일부 비용 반영 가능. 기존 비용 대비 작은 규모

Q5 **AM 엔진 부문이 YoY로는 성장하나 QoQ로는 둔화. 분기 변동성인지 성장 둔화인지? 스팟성 주문 영향인지?**

A5
- LTSA 신규 계약 약 80척 추가
- 2Q엔 육상 발전 일회성·스팟성 대규모 매출 2건, 3Q엔 1건. 이 차이가 일부 영향
- AM 사업 안정화로 스팟성 매출 상당히 완화. 계획된 수주→매출 실현 프로세스 안착되며 매출 변동폭 축소
- 장기 성장 드라이버인 DF엔진 비율 최근 16% 이상으로 증가. 매출 확대 지속 전망

Q6 **3Q 현금이 QoQ로 많이 안 늘어난 건 환율 때문인지? 헤지 정책 변화? 친환경 내년 매출 전망?**

A6
- 실제 예금은 증가. 달러를 원화로 환산하면서 줄어든 것처럼 보인 것
- 장기 프로젝트는 전부 헤지 중. AM은 LTSA 익스포저의 일정 비율, 친환경은 1년 이상 장기 공사 익스포저의 일정 비율 헤지
- 헤지 정책 큰 변화 고려하지 않음
- 친환경은 2025~2026년 수주한 장기 대형 공사 매출이 내년에 상당 부분 발생 예정. 크지 않지만 금년 대비 한 자릿수 성장 전망

Q7 **힘센 엔진 미국 납품(영암 2027년 하반기, 신공장 2028년 4Q) 후 언제부터 O&M 매출 발생?**
10페이지 'initial spare증가' 설명? 납품 엔진 기준 30년간 매출 규모? 1GW·1조 원 규모 가동 시 연간 O&M 매출 비율?

A7
- 이니셜 스페어 파트는 선박 인도 시 함께 선적. 특별한 변수 없으면 인도 시기와 일치
- 기존엔 벌크성 공급이었으나 최근 신규 계약 선박은 이니셜 스페어 단계부터 영업 강화 중
- 선박 LTSA는 통상 보증 기간 종료 후 서비스 시작
- AI 데이터센터는 계약 미확정이나, 사이트 준공 후 상업 운전과 동시에 O&M 발생 구조
- 에이페리온 첫 계약분은 빠르면 2029년 하반기 또는 2030년부터 매출 발생 예상
- 사이트 구축은 HD현대중공업 담당. 엔진 포함 기자재 MRO는 당사가 전량 수행
- 금액은 계약 미확정으로 상세 언급 어려움. LNG 운반선 등 통상 선박 대비 볼륨 현저히 큼
- 3년 기준 엔진 신조가의 약 30%를 장기 확정 계약으로 커버 가능하다고 추정
- 1년 차 약 5%, 2년 차 5%, 3년 차 약 25% 수준으로 추정하면 무리 없음

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.