HD현대마린솔루션 (443060)

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

4Q25 Review:
프로덕트믹스 레벨업을 기다리며

4분기 영업이익은 컨센서스를 5.1% 하회

2025년 4분기 매출액은 5,162억원(YoY +11.4%, QoQ +0.6%), 영업이익은 905억원(YoY +37.4%, QoQ -3.3%), 영업이익률은 +17.5%(YoY +3.3%p, QoQ -0.7%p)를 기록했다. 벙커링부문을 제외한 핵심사업부 영업이익률은 +28.4%를 기록하며 전년동기대비 5.3%p 상승했으나, 전분기대비 2.7%p 하락했다.

컨센서스를 하회하고, 영업이익률도 전분기대비 하락한 이유는 기저효과이다. 2025년 3분기에는 중형엔진 벌크성 매출을 반영하며 프로덕트믹스 개선효과가 부각됐으나, 4분기에는 해당 매출이 소폭 감소했다.

AM솔루션 사업부는 매출액 4,417억원(YoY +12.7%, QoQ -3.2%)을 기록했다. 벙커링부문을 제외한 매출액은 2,446억원(YoY +15.8%, QoQ +0.1%)이다. 핵심 매출원인 엔진 부품에 대하여 요구 선대 중 친환경(Dual-Fuelled) 비중은 12%이며, 메리츠증권은 이 비중의 급등을 확인하는 시점은 2026년 4분기 ~ 2027년 1분기로 예상한다. 프로덕트믹스 개선 여부에 직접적인 지표로 해석할 수 있기 때문에 강조한다.

친환경솔루션 사업부는 매출액 477억원(YoY -13.0%, QoQ +42.4%)을 기록했다. 4분기까지 재액화 공사 4척을 완료했으며, 추가로 1척을 수주했다. 수주잔고는 3척 남아 있으며, 그중 2척을 2026년 하반기, 나머지 1척을 2027년 상반기에 진행할 예정이다. FSU 공사 1척은 2026년 하반기부터 매출 발생 예정이다. 탄소 솔루션 부문의 경우 2026년 IMO MEPC 회의 결과에서 넷제로 프레임워크 채택 여부가 중요하다.

디지털솔루션 사업부는 매출액 268억원(YoY +60.5%, QoQ +15.0%)을 기록했다. 2025년말 수주잔고는 1.5억달러이며, 샤프트제너레이터의 수요 발생원인인 LNG선에 대하여 조선소들의 수주 확대시 HD현대마린솔루션의 수혜로 이어질 전망이다.

결산 배당은 주당 1,850원, 2025년 배당성향 69%

결산 배당은 메리츠증권의 예상치를 상회했다. HD현대마린솔루션은 2026년 1분기 중에 기업가치 제고 계획을 공시할 예정이며, 주주환원정책을 강화하는 기조이다.

Meritz Research 2026. 2. 4

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	240,000원
현재주가 (2.4)	177,500원
상승여력	35.2%

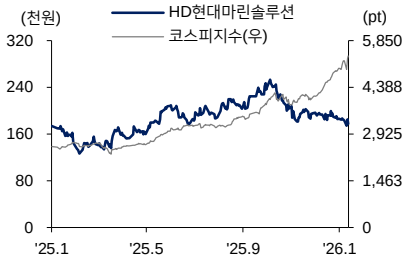
KOSPI	5,371.10pt
시가총액	79,576억원
발행주식수	4,483만주
유동주식비율	40.41%
외국인비중	30.46%
52주 최고/최저가	253,000원/126,700
평균거래대금	397.1억원

주요주주(%)

에이치디현대 외 5 인	55.35
국민연금공단	7.23
GIC Private Limited	6.05

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.3	-9.7	2.0
상대주가	-26.4	-47.1	-52.9

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,430.5	201.5	151.1	3,778	44.0	5,999	0.0	0.0	0.2	71.6	173.6
2024	1,745.5	271.7	227.9	5,302	40.3	17,255	30.4	9.4	23.7	45.0	49.0
2025P	1,982.7	350.1	269.6	6,013	13.4	18,351	32.2	10.5	22.4	33.8	50.9
2026E	2,293.8	425.8	339.8	7,579	26.0	20,780	23.4	8.5	16.4	38.7	55.5
2027E	2,579.7	542.8	435.2	9,707	28.1	24,787	18.3	7.2	12.7	42.6	47.0

표1 HD현대마린솔루션 4Q25P Review

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**516.2**	463.4	11.4	513.2	0.6	561.7	-8.1	514.2	0.4
영업이익	**90.5**	65.9	37.4	93.6	-3.3	103.1	-12.2	95.4	-5.1
세전이익	**97.7**	86.3	13.2	104.9	-6.9	107.6	-9.2	106.4	-8.2
지배주주순이익	**73.5**	68.4	7.4	79.8	-7.8	80.7	-8.9	78.2	-6.0
영업이익률(%)	**17.5%**	14.2%		18.2%		18.3%		18.5%	
세전이익률(%)	**18.9%**	18.6%		20.5%		19.2%		20.7%	
순이익률(%)	**14.2%**	14.8%		15.5%		14.4%		15.2%	

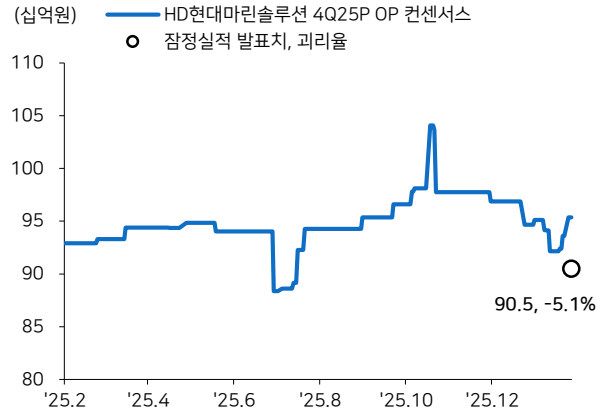
자료: HD현대마린솔루션, 메리츠증권 리서치센터

표2 HD현대마린솔루션 2025P Review

(십억원)	2025P	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**1,982.7**	1,745.5	13.6	2,028.2	-2.2	1,980.6	0.1
영업이익	**350.1**	271.7	28.8	362.7	-3.5	354.7	-1.3
세전이익	**354.8**	296.9	19.5	364.7	-2.7	361.5	-1.8
지배주주순이익	**269.6**	227.9	18.3	276.8	-2.6	274.3	-1.7
영업이익률(%)	**17.7%**	15.6%		17.9%		17.9%	
세전이익률(%)	**17.9%**	17.0%		18.0%		18.2%	
순이익률(%)	**13.6%**	13.1%		13.6%		13.8%	

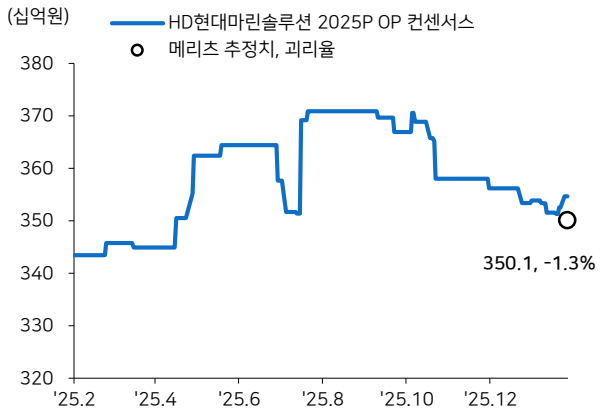
자료: HD현대마린솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25P 영업이익, 컨센서스 대비 5.1% 하회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025P 영업이익 컨센서스 대비 1.3% 하회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
WTI(달러/배럴)	72.5	64.4	65.8	59.8	57.0	58.0	60.0	60.0	75.8	65.6	58.8	58.1
YoY	-7.7%	-21.2%	-13.4%	-16.0%	-21.4%	-10.0%	-8.8%	0.4%	-2.3%	-13.4%	-10.5%	-1.1%
환율(원/달러)	1,452.7	1,404.0	1,385.3	1,451.0	1,440.0	1,400.0	1,420.0	1,425.0	1,356.8	1,423.2	1,421.3	1,410.0
YoY	9.3%	4.6%	1.9%	3.9%	-0.9%	-0.3%	2.5%	-1.8%	3.9%	4.9%	-0.1%	-0.8%
HD현대향 DF 부품 비중(%)	25.0%	14.3%	18.2%	15.0%	15.7%	16.7%	17.3%	13.8%	7.4%	18.1%	15.9%	31.6%
YoY	14.8%p	-1.4%p	0.3%p	1.7%p	-9.3%p	2.4%p	-0.9%p	-1.2%p	2.4%p	10.7%p	-2.2%p	15.8%p
매출액	**485.6**	**467.7**	**513.2**	**516.2**	**551.0**	**525.8**	**576.7**	**640.2**	**1,745.5**	**1,982.7**	**2,293.8**	**2,579.7**
YoY	26.8%	6.8%	11.3%	11.4%	13.5%	12.4%	12.4%	24.0%	22.0%	13.6%	15.7%	12.5%
사업부별 매출액												
AM사업부	407.5	412.9	456.4	441.7	454.0	431.2	478.0	533.7	1,511.4	1,718.5	1,897.0	2,150.4
선박부품	185.3	185.1	198.8	198.8	212.2	201.8	220.9	248.2	648.4	768.0	883.0	1,022.1
벙커링	191.4	182.9	212.0	197.1	199.1	187.3	215.1	242.6	705.6	783.4	844.2	958.1
기타	30.8	44.9	45.6	45.8	42.8	42.1	42.0	42.9	157.4	167.1	169.8	170.3
친환경사업부	58.3	32.8	33.5	47.7	74.6	69.7	72.3	76.2	163.5	172.3	292.8	311.5
디지털사업부	19.8	22.0	23.3	26.8	22.4	24.9	26.4	30.3	70.7	91.9	104.0	117.8
영업이익	**83.0**	**83.0**	**93.6**	**90.5**	**102.4**	**97.9**	**107.1**	**118.4**	**271.7**	**350.1**	**425.8**	**542.8**
YoY	61.2%	16.9%	12.2%	37.4%	23.3%	17.9%	14.5%	30.9%	34.9%	28.8%	21.6%	27.5%
영업이익률	17.1%	17.7%	18.2%	17.5%	18.6%	18.6%	18.6%	18.5%	15.6%	17.7%	18.6%	21.0%
세전이익	**83.9**	**68.3**	**104.9**	**97.7**	**108.4**	**104.7**	**113.9**	**126.0**	**296.9**	**354.8**	**453.0**	**580.2**
YoY	49.0%	-11.3%	35.7%	13.2%	29.3%	53.3%	8.5%	29.0%	흑전	19.5%	27.7%	28.1%
지배주주순이익	**63.3**	**53.0**	**79.8**	**73.5**	**81.3**	**78.5**	**85.4**	**94.5**	**227.9**	**269.6**	**339.8**	**435.2**
YoY	42.9%	-6.5%	36.3%	7.4%	28.4%	48.1%	7.1%	28.6%	흑전	18.3%	26.0%	28.1%

자료: HD현대마린솔루션, 메리츠증권 리서치센터

4Q25 Conference Call Q&A

Q1 **3분기 대비 4분기 수익성 하락 원인은? 우호적인 환율 환경을 고려할 때 2026년 수익성 추가 개선 여지가 있을지?**

A1
- 4분기 수익성 하락은 매출 믹스 변화로 인함. 3분기에는 벌크성 매출에서 중형 엔진 비중이 높았는데 3분기 대비 4분기 중형 엔진 매출이 소폭 감소했음. 구조적 변화는 아님
- 사업계획 설정 시에는 환율을 보수적으로 설정함. 현재 환율 수준이 유지될 경우 2026년 매출과 이익은 2025년 대비 개선될 전망

Q2 **밸류업 프로그램 발표가 예상보다 지연되고 있는데 그 배경은?**

A2
- 밸류업 프로그램은 기존 대비 큰 변화 없으나 그룹 차원에서 2025년 전체 실적을 반영해 발표하기로 결정함. 1분기 내 발표 기대 중

Q3 **각 사업 부문별 환헤지 방안과 환율 민감도는?**

A3
- 친환경 솔루션 단기 계약에 대해서는 환헤지를 수행함. 일정 금액 이상 넷 익스포저 발생 시 약 50% 수준으로 헤지. 다만 비중이 크지 않아 대부분 환율에 노출
- AM솔루션은 견적부터 매출까지 리드타임이 약 3개월로 별도 헤지하지 않음. 다만 LTSA 계약의 경우 잔고가 누적되면서 올해부터 헤지를 시작. 3년 후 물량 익스포저의 50%를 헤지. 현재 시점에서는 규모가 크지 않음
- 환율 10원 변동 시 영업이익 변동폭은 약 20~40억 원 수준임

Q4 **믹스 효과를 제외하고 볼 때, ASP 추이가 계속해서 상승 국면에 있는지, 아니면 Clarksons 신조선가 추이와 유사하게 상승세 둔화 또는 정체 구간인지?**

A4
- 2025년 들어 판가 조정 폭을 하향 조정하고 있음
- 신조, DF엔진 증가 가능성이 커지고 있으나, AM 사업은 신조 인도 이후 수년 경과 후 본격 매출이 발생하기 때문에 신조 가격과 동일한 패턴으로 움직이지 않음
- 2026년에도 판가 인상에 따른 ASP 증가는 제한적일 것으로 예상. 물가 상승분 반영 수준

Q5 **디지털 솔루션 내 샤프트 제너레이터 수익성 수준은?**

A5
- 영업이익률 두 자릿수 수준. 시리즈로 수주를 하다 보니 원가 절감 효과가 높게 나타나고 있음

Q6 **4분기 친환경 솔루션 실적에 반영된 원가 절감 효과가 3분기 제액화 공사 완료 이후 발생한 효과인지? 이러한 원가 절감 효과는 공사 전반에서 반복적으로 나타난 현상인지, 아니면 이례적으로 발생한 건지?**

A6
- 제액화 공사의 경우 잔여 예산을 많이 반영해 두는데, 4분기에 인도가 되면서 잔여 예산 절감분이 이익으로 반영됨. 반복 수행을 통해 효율 개선 효과가 나타나고 있음
- 오션와이즈의 경우 아비커스가 HMM에 약 40척 하이다스 시스템을 공급하는데, 오션와이즈도 함께 공급되는 계약임. 실선 테스트를 거쳐 영업 확대 예정이며, 웨더뉴스와 파일럿 테스트 진행 중. 2월 중 결과 분석 후 2026년 영업계획에 반영 예정

Q7 **FSRU 개조 수주에 대한 올해 기대 수준 및 시기는?**

A7
- FSRU는 작년 하반기 첫 개조 이후 전세계 사이트에 투입될 FSRU 용으로 인콰이어리를 다수 확보하고 있음. 최소 작년 이상 수준으로 수주 기대 중

Q8 **최근 규제 강화로 인해 해운사들이 메탄올·LNG 벙커링 외 바이오중유 혼합으로 전략을 가져가고 있음. 이에 따른 중장기적 비중 조정 계획이 있는지?**

A8
- 바이오디젤 벙커링 물량은 아직 크지 않으나, 수요는 분명한 증가 추세. 다만 벙커링 수급성과 수요처들이 아직 안정화되지 않은 상태이기 때문에, 상황을 보며 단계적으로 확대할 계획
- 메탄올은 현재 그레이 기준이나 그린 메탄올 확대도 내부적으로 검토 중. 이익률은 일반 중유 대비 다소 높은 수준

HD 현대마린솔루션 (443060)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	**1,430.5**	**1,745.5**	**1,982.7**	**2,293.8**	**2,579.7**
매출액증가율(%)	7.2	22.0	13.6	15.7	12.5
매출원가	1,157.6	1,383.3	1,530.2	1,750.0	1,904.2
매출총이익	272.9	362.2	452.5	543.9	675.4
판매관리비	71.4	90.5	102.4	118.0	132.6
영업이익	**201.5**	**271.7**	**350.1**	**425.8**	**542.8**
영업이익률(%)	14.1	15.6	17.7	18.6	21.0
금융손익	0.1	28.3	5.8	26.5	36.3
종속/관계기업손익	0.0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2
기타영업외손익	-0.6	-2.9	-0.8	0.9	1.3
세전계속사업이익	201.0	296.9	354.8	453.0	580.2
법인세비용	49.9	69.0	85.2	113.3	145.1
당기순이익	**151.1**	**227.9**	**269.6**	**339.8**	**435.2**
지배주주지분 순이익	151.1	227.9	269.6	339.8	435.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**72.9**	**246.5**	**318.1**	**447.9**	**451.5**
당기순이익(손실)	151.1	227.9	269.6	339.8	435.2
유형자산상각비	10.0	11.8	13.0	12.4	11.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-96.5	-5.8	24.9	95.8	4.7
투자활동 현금흐름	**4.7**	**-195.9**	**-34.5**	**-57.8**	**-14.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-2.6	-9.6	-12.4	-8.0	-12.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-3.2	-0.6	-0.8	-0.0
재무활동 현금흐름	**-43.9**	**149.1**	**-220.7**	**-228.7**	**-255.4**
차입금의 증감	50.6	-125.0	-0.5	2.2	0.1
자본의 증가	0.0	366.9	19.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	32.2	202.8	61.8	161.5	181.7
기초현금	63.6	95.7	298.5	360.2	521.7
기말현금	95.7	298.5	360.2	521.7	703.3

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	597.3	1,075.5	1,158.2	1,368.6	1,552.6
현금및현금성자산	95.7	298.5	360.2	521.7	703.3
매출채권	201.2	248.6	248.6	248.6	248.6
재고자산	237.6	273.4	273.4	273.4	273.4
비유동자산	59.4	76.7	83.5	80.0	80.3
유형자산	11.2	19.6	23.5	19.1	19.5
무형자산	4.1	4.5	5.4	5.4	5.4
투자자산	0.0	3.0	3.3	4.1	4.2
자산총계	**656.6**	**1,152.2**	**1,241.7**	**1,448.5**	**1,633.0**
유동부채	387.8	342.6	381.7	473.4	477.9
매입채무	128.0	151.6	168.9	209.5	211.5
단기차입금	128.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	28.9	36.1	37.3	43.6	43.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**416.7**	**378.7**	**419.0**	**516.9**	**521.7**
자본금	20.0	22.2	22.4	22.4	22.4
자본잉여금	20.0	384.6	404.4	404.4	404.4
기타포괄이익누계액	1.1	13.7	8.4	8.4	8.4
이익잉여금	198.4	323.5	377.9	486.8	666.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**240.0**	**773.5**	**822.7**	**931.6**	**1,111.2**

Key Financial Data

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	35,762	40,599	44,228	51,166	57,541
EPS(지배주주)	3,778	5,302	6,013	7,579	9,707
CFPS	5,521	7,097	7,795	9,790	12,393
EBITDAPS	5,288	6,595	8,101	9,775	12,368
BPS	5,999	17,255	18,351	20,780	24,787
DPS	2,500	3,150	3,950	4,500	6,000
배당수익률(%)	0.0	2.0	2.0	2.5	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	30.4	32.2	23.4	18.3
PCR	0.0	22.7	24.8	18.1	14.3
PSR	0.0	4.0	4.4	3.5	3.1
PBR	0.0	9.4	10.5	8.5	7.2
EBITDA(십억원)	211.5	283.6	363.2	438.2	554.5
EV/EBITDA	0.2	23.7	22.4	16.4	12.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	71.6	45.0	33.8	38.7	42.6
EBITDA 이익률	14.8	16.2	18.3	19.1	21.5
부채비율	173.6	49.0	50.9	55.5	47.0
금융비용부담률	0.4	0.3	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	32.7	59.8	341.7	509.9	606.5
매출채권회전율(x)	7.9	7.8	8.0	9.2	10.4
재고자산회전율(x)	7.2	6.8	7.3	8.4	9.4

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.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

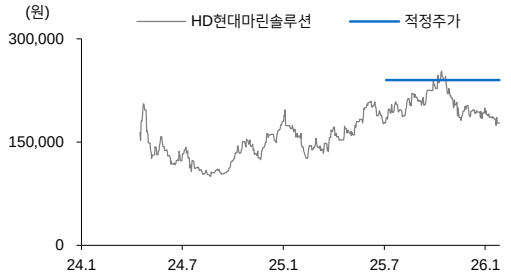
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025 년 12 월 31 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

HD 현대마린솔루션 (443060) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2025.07.21	산업분석	Buy	240,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이