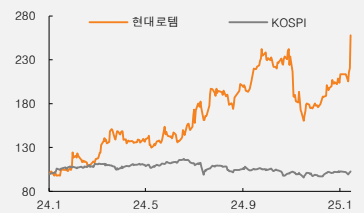


투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 96,000원
현재주가(25/2/6)	71,500원
상승여력	34.3%

영업이익(24F,십억원)	457
Consensus 영업이익(24F,십억원)	460
EPS 성장률(24F,%)	153.4
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.4
P/E(24F,x)	13.3
MKT P/E(24F,x)	10.7
KOSPI	2,536.75
시가총액(십억원)	7,804
발행주식수(백만주)	109
유동주식비율(%)	66.2
외국인 보유비중(%)	29.8
베타(12M) 일간수익률	0.87
52주 최저가(원)	27,150
52주 최고가(원)	71,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	36.7	60.0	163.4
상대주가	34.1	59.0	167.4



[조선/방산/항공우주]

정동호
dongho.jeong@miraeasset.com

현대로템

방산 수출마진 40% 달성

4Q24 Review: 영업이익 컨센서스 5.4% 상회

4Q24 매출액 1조 4,407억원 (+45.7% YoY, 컨센 12.1% 상회), 영업이익 1,617억원 (+131.6% YoY, OPM 11.2%, 컨센 5.4% 상회)을 기록했다. 일회성 손실은 1,280억원 (철도 07~19년도 수출 프로젝트 관련 비용 총당금 -1,400억원, 방산 창정비 +120억원) 발생했으며, 일회성 제외 영업이익은 2,897억원 (OPM 20.1%)이다. 주요 실적성장 요인은 폴란드 K2GF의 1) 납품순항 및 조기생산, 2) 러닝커브로 인한 영업레버리지 극대화, 3) 환율상승 효과 (기말환율 기준 QoQ +12.6%)로 추정되며, 이에 따라 방산 수출마진이 40%를 상회한 것으로 판단한다.

2025년 가이드선으로는 1) 방산 YoY 성장지속, 2) 철도 턴어라운드로 마진을 2~3% (수출사업 OPM 5%), 3) 에코플랜트 YoY % Flat~소폭 성장을 제시했다.

방산 수출마진 25%→34%로 상향. 폴란드 2차 실행계약도 문제없을 것

25년 방산 수출마진을 기존 25%에서 34%로 상향한다. 최소한 K2PL 매출인식이 시작될 27년 전까지는 영업레버리지 효과로 견조한 이익률을 유지할 전망이다. 수주의 경우, 지속적인 폴란드 K2 2차 실행계약 지연으로 인해 불확실성이 높아진 바 있었으나, 당사는 금번 실적 컨콜에서 수출공백이 단연고 없을 것이라는 자신감을 내비쳤다. 다만, 5월에 폴란드 대선이 예정되어 있는 만큼 1Q 내로 계약을 맺는 것이 가장 이상적이다. 폴란드 외 잠재 수출 파이프라인은 루마니아 (1차 54대, 2차 250대, 총 7조), 중동 (사우디 324대 등), 인도 (1,770대, 총 9.6조)등을 기대한다.

투자의견 '매수', 목표주가 96,000원으로 13% 상향

투자의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 85,000원에서 96,000원으로 13% 상향한다. SOTP 밸류에이션으로 산출했으며, 방산 부문에 다시금 할인율 20%를 적용했다. 저조한 수주잔고와 계속되는 수출계약 지연에 따른 26년 이후 실적성장 불확실성 및 낮아진 투자センチ먼트를 반영했다. 그럼에도, 25~26년 영업이익을 +41.2%/+51.8% 조정한 영향으로 목표주가는 상향했다. 폴란드, 루마니아 등 추가 수출 체결 시 할인율 해소 및 상승여력 추가확보를 기대한다. 25~26F 평균 Implied P/E는 12.6배다. 방산 12MF P/E 17.5배를 감안하면 부담스러운 수준은 아니다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	3,163	3,587	4,377	5,796	6,203
영업이익 (십억원)	147	210	457	973	1,166
영업이익률 (%)	4.6	5.9	10.4	16.8	18.8
순이익 (십억원)	198	161	408	762	912
EPS (원)	1,812	1,475	3,739	6,985	8,354
ROE (%)	14.1	10.1	21.8	31.2	27.9
P/E (배)	15.7	18.0	13.3	10.2	8.6
P/B (배)	2.0	1.7	2.6	2.8	2.1
배당수익률 (%)	0.0	0.4	0.2	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 4Q24 실적 요약 테이블

(십억원)

	4Q23	3Q24	4Q24			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	989	1094	1,441	31.8	45.7	1,388	3.8	1,285	12.1
영업이익	70	137	162	17.6	131.6	173	-6.6	153	5.4
당기순이익	47	104	146	40.4	211.8	137	7.2	117	24.6
영업이익률 (%)	7.1	12.6	11.2	-1.3	4.2	12.5	-1.3	11.9	-0.7
순이익률 (%)	4.7	9.5	10.2	0.6	5.4	9.8	0.3	9.1	1.0
사업부문별 매출액						비고			
레이솔루션	411	408	419	2.7	2.0	1) 철도: 07~19년도 수출사업 총당금 -1400억 일괄 설정 2) 방산: 폴란드 K2 조기생산 및 창정비 일회성 +120억			
디펜스솔루션	420	585	898	53.6	114.1				
에코플랜트	159	101	123	22.7	-22.2				
방산 매출 비중	42.4	53.5	62.3						

자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 변경표

(십억원)

	New			Old			% Chg.		
	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F
수주잔고	18,758	25,147	28,980	20,865	27,343	31,270	-10.1%	-8.0%	-7.3%
수주잔고/매출액 (년)	4.3	4.3	4.7	4.8	4.8	5.1	-11.2%	-9.4%	-8.7%
신규수주	5,385	11,803	10,221	5,385	11,803	10,221	0.0%	0.0%	0.0%
신규수주/매출액 (년)	1.2	2.0	1.6	1.2	2.1	1.7	-1.2%	-1.5%	-1.5%
매출액	4,377	5,796	6,203	4,323	5,707	6,109	1.2%	1.6%	1.5%
영업이익	457	973	1,166	468	689	768	-2.4%	41.2%	51.8%
OPM (%)	10.4	16.8	18.8	10.8	12.1	12.6	-0.4%p	4.7%p	6.2%p
지배순이익	408	762	912	398	565	628	2.5%	34.9%	45.2%
NPM (%)	9.3	13.2	14.7	9.2	9.9	10.3	0.1%p	3.3%p	4.4%p
EPS (원)	3,739	6,985	8,354	3,649	5,173	5,756	2.5%	35.0%	45.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 영업실적 전망치 추정

(십억원)

항목	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
수주잔고	전체	18,589	18,773	18,993	18,758	24,470	23,798	23,533	25,147	17,500	18,758	25,147	28,980
	레이솔루션	12,709	13,101	13,656	14,065	14,337	14,571	15,135	16,028	11,410	14,065	16,028	17,891
	디펜스솔루션	5,230	5,013	4,476	3,873	9,347	8,484	7,663	8,352	5,426	3,873	8,352	10,437
	에코플랜트	650	659	862	821	787	743	735	767	665	821	767	652
매출액	전체	748	1,095	1,094	1,441	1,362	1,487	1,482	1,465	3,587	4,377	5,796	6,203
	레이솔루션	276	391	408	419	398	436	441	447.6	1,554	1,496	1,723	1,823
	디펜스솔루션	318	565	585	898	836	913	891	860.9	1,578	2,365	3,500	3,746
	에코플랜트	153	139	101	123	128	138	150	156.4	456	516	573	634
성장률 (%)	전체	9.3	10.9	18.0	45.7	82.1	35.9	35.5	1.7	13.4	22.0	32.4	7.0
	레이솔루션	-25.1	-0.3	7.3	2.0	44.1	11.5	7.9	6.7	-12.7	-3.7	15.2	5.8
	디펜스솔루션	22.3	16.5	41.2	114.1	162.8	61.7	52.4	-4.1	49.0	49.9	48.0	7.0
	에코플랜트	177.9	26.0	-23.9	-22.2	-16.5	-0.4	49.3	26.8	40.1	13.2	11.0	10.8
영업이익	전체	45	113	137	162	208	249	262	254	210	457	973	1,166
	YoY (%)	40.0	67.7	234.3	131.6	365.6	120.7	90.8	56.9	42.4	117.3	113.1	19.8
	OPM (%)	6.0	10.3	12.6	11.2	15.3	16.7	17.7	17.3	5.9	10.4	16.8	18.8
	지배순이익	56	101	104	146	163	195	205	199	161	408	762	912
YoY (%)	전체	197.7	87.5	153.0	211.8	190.6	92.3	97.1	35.8	-18.6	153.4	86.8	19.6
	YoY (%)	7.5	9.3	9.5	10.2	12.0	13.1	13.9	13.6	4.5	9.3	13.2	14.7
	NPM (%)												

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. SOTP 밸류에이션 – TP 8.5만원→9.6만원 (+13% 상향)

항목			비고
영업가치	전체	9,997	
레일 솔루션		326	
EBITDA		41	25F EBITDA
Target EV/EBITDA (X)		9.9	-글로벌 철도 Peer 25F EV/EBITDA
할인율		20%	-Peer 대비 1) 매출 성장률, 2) 이익률 저조
디펜스 솔루션		9,519	
EBITDA		975	25F EBITDA
Target EV/EBITDA (X)		12.2	-글로벌 방산 Peer 25F EV/EBITDA
할인율		20%	-Peer 대비 방산 수주잔고 부족
에코 플랜트		152	
EBITDA		24	25F EBITDA
Target EV/EBITDA (X)		7.0	-글로벌 플랜트 Peer 25F EV/EBITDA
할인율		10%	-Peer 대비 이익률 저조
비영업가치	전체	0	
순차입금		(405)	
비지배주주지분		(41)	
주주가치		10,444	
주식 수 (천 주)		109,142	
목표주가 (원)		96,000	
현재주가 (원)		71,500	
상승여력		34.3%	
EPS	25F	6,985	
	26F	8,354	
	27F	9,512	
Implied P/E	25F	13.7	
	26F	11.5	
	27F	10.1	

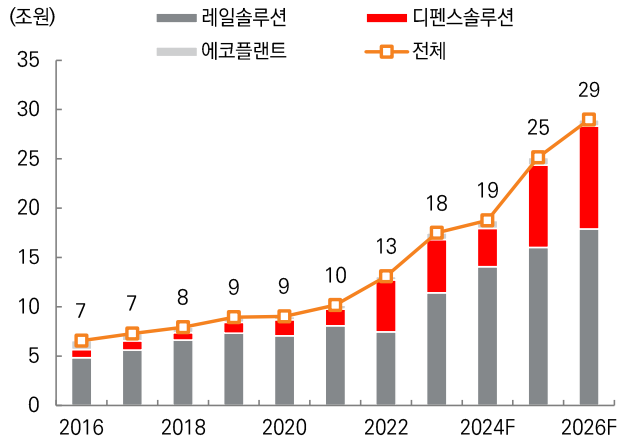
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 글로벌 피어 밸류에이션 테이블

분류	회사명	시가총액 (조 원)	주가 수익률 (%)		매출 성장률 (%)		영업이익률 (%)		ROE (%)		P/E (X)		P/B (X)		EV/EBITDA (X)	
			1M	YTD	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
	현대로템	7.8	36.7	43.9	7.6	-32.4	11.5	8.2	19.8	10.0	13.8	22.1	2.5	2.4	10.0	17.4
레일솔루션	지멘스	242.4	4.2	6.7	6.7	6.3	15.2	16.1	16.3	17.0	17.0	15.1	2.6	2.5	13.0	11.8
	웨벡	51.7	7.8	9.3	6.0	5.5	19.3	19.8	14.0	15.3	24.1	21.5	3.3	3.2	16.5	15.3
	CRRC	39.6	-4.3	-12.1	5.9	5.6	7.3	7.6	8.5	8.9	14.2	13.1	1.2	1.1	9.4	8.8
	알스툼	13.3	-13.8	-10.9	5.0	4.0	6.5	7.4	7.0	8.5	11.4	9.0	0.8	0.8	5.8	5.1
	CAF	1.8	1.2	0.4	6.4	4.8	5.6	5.9	12.9	14.8	9.1	7.5	1.2	1.1	4.7	4.3
	평균		-1.0	-1.3	6.0	5.2	10.8	11.3	11.7	12.9	15.1	13.3	1.8	1.7	9.9	9.1
디펜스솔루션	GD	103.1	0.2	-1.9	4.0	2.8	11.0	11.2	19.3	20.3	15.3	14.2	2.8	2.6	11.7	11.2
	BAE시스템즈	65.8	5.5	5.2	7.9	6.0	10.8	11.0	18.9	19.4	15.9	14.4	3.0	2.7	10.8	10.1
	라인메탈	49.6	25.2	23.1	26.2	26.9	15.7	17.2	29.5	32.5	25.4	18.2	6.7	5.3	14.1	10.5
	평균		10.3	8.8	12.7	11.9	12.5	13.1	22.6	24.0	18.9	15.6	4.2	3.5	12.2	10.6
에코플랜트	다이후쿠	11.2	-4.4	-6.2	8.8	9.0	11.7	11.8	16.0	13.9	20.6	19.2	2.7	2.5	12.5	11.3
	뒤르	2.4	2.5	6.4	3.5	5.1	6.0	6.6	13.6	14.6	8.5	7.2	1.2	1.1	5.6	5.0
	아이다	0.5	-0.6	-2.3	2.0	6.0	7.5	8.4			10.5	9.1	0.5	0.5	2.8	2.7
	평균		-0.8	-0.7	4.8	6.7	8.4	8.9	14.8	14.3	13.2	11.8	1.5	1.4	7.0	6.3

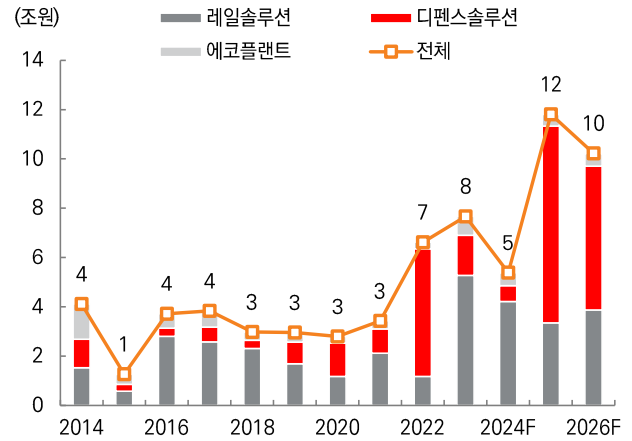
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 사업부별 수주잔고 추이 및 전망



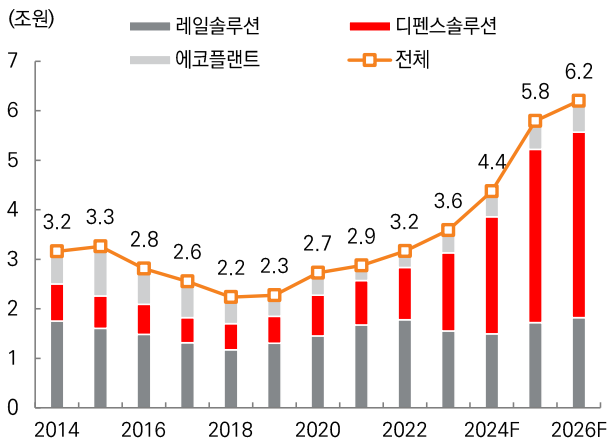
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 사업부별 신규수주 추이 및 전망



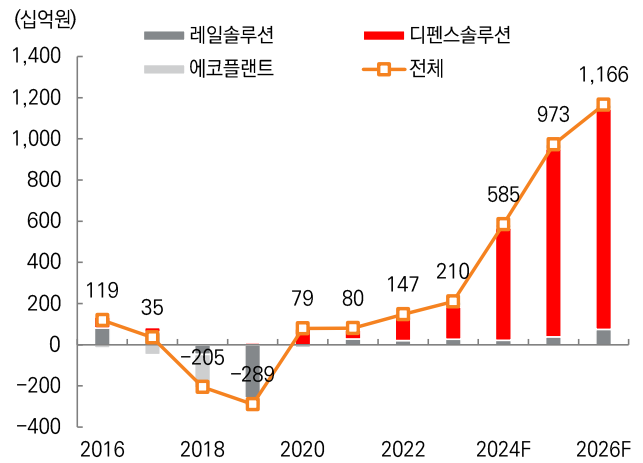
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 사업부별 매출액 추이 및 전망



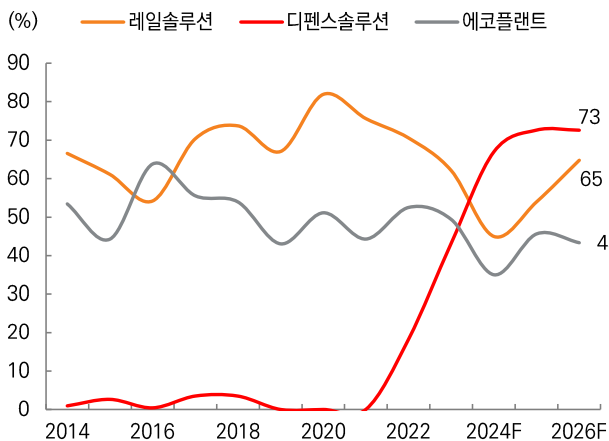
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 사업부별 영업이익 추이 및 전망



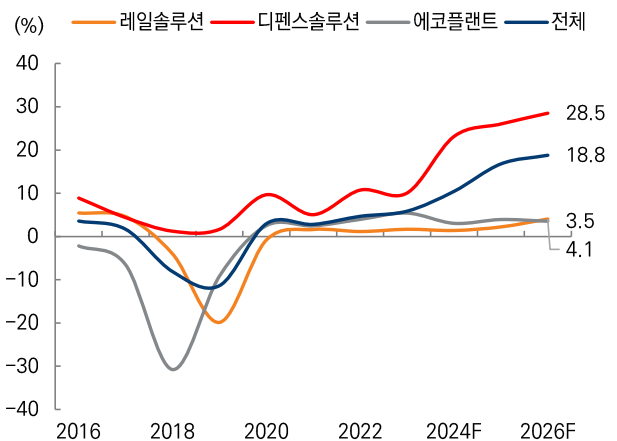
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 사업부별 수출비중 추이 및 전망



자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 사업부별 영업이익률 추이 및 전망



자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

현대로템 (064350)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,587	4,377	5,796	6,203
매출원가	3,123	3,553	4,307	4,514
매출총이익	464	824	1,489	1,689
판매비와관리비	254	367	516	523
조정영업이익	210	457	973	1,166
영업이익	210	457	973	1,166
비영업손익	-29	53	12	12
금융손익	0	14	21	42
관계기업등 투자손익	0	25	-2	-31
세전계속사업손익	181	510	985	1,178
계속사업법인세비용	24	104	227	272
계속사업이익	157	405	757	906
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	157	405	757	906
지배주주	161	408	762	912
비지배주주	-4	-3	-5	-6
총포괄이익	156	401	757	906
지배주주	160	403	758	906
비지배주주	-4	-2	0	0
EBITDA	250	503	1,021	1,213
FCF	680	254	335	503
EBITDA 마진율 (%)	7.0	11.5	17.6	19.6
영업이익률 (%)	5.9	10.4	16.8	18.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.5	9.3	13.1	14.7

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	734	348	433	573
당기순이익	157	405	757	906
비현금수익비용가감	156	176	254	277
유형자산감가상각비	27	32	36	37
무형자산상각비	13	14	13	11
기타	116	130	205	229
영업활동으로인한자산및부채의변동	437	-189	-373	-380
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-93	-565	-68	-264
재고자산 감소(증가)	131	-218	-152	-88
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	212	664	18	63
법인세납부	-15	-58	-227	-272
투자활동으로 인한 현금흐름	-270	56	-76	-52
유형자산처분(취득)	-54	-94	-98	-70
무형자산감소(증가)	-26	-21	2	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-204	357	19	17
기타투자활동	14	-186	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-576	-312	-111	-101
장단기금융부채의 증가(감소)	-561	-277	-100	-90
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-11	-11	-11
기타재무활동	-15	-24	0	0
현금의 증가	-110	76	233	404
기초현금	506	396	472	704
기말현금	396	472	704	1,108

자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

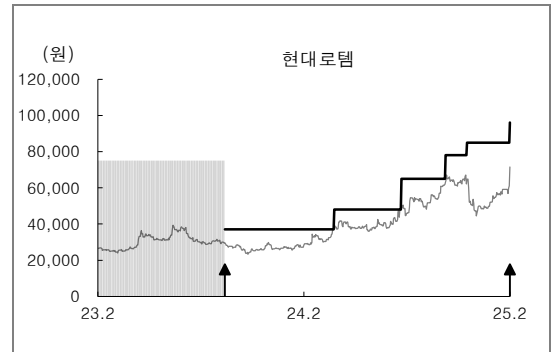
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,690	3,681	4,420	5,594
현금 및 현금성자산	396	472	704	1,108
매출채권 및 기타채권	402	959	1,026	1,292
재고자산	269	381	533	621
기타유동자산	2,623	1,869	2,157	2,573
비유동자산	1,551	1,605	1,665	1,704
관계기업투자등	0	1	1	1
유형자산	1,234	1,300	1,362	1,395
무형자산	92	96	81	70
자산총계	5,241	5,286	6,085	7,298
유동부채	3,205	3,243	3,293	3,599
매입채무 및 기타채무	528	1,137	1,156	1,224
단기금융부채	339	297	197	107
기타유동부채	2,338	1,809	1,940	2,268
비유동부채	390	209	212	224
장기금융부채	256	21	21	21
기타비유동부채	134	188	191	203
부채총계	3,595	3,252	3,305	3,623
지배주주지분	1,680	2,070	2,821	3,722
자본금	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520
이익잉여금	317	715	1,466	2,367
비지배주주지분	-33	-36	-41	-47
자본총계	1,647	2,034	2,780	3,675

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	18.0	13.3	10.2	8.6
P/CF (x)	9.3	9.3	7.7	6.6
P/B (x)	1.7	2.6	2.8	2.1
EV/EBITDA (x)	9.8	9.9	6.9	5.4
EPS (원)	1,475	3,739	6,985	8,354
CFPS (원)	2,864	5,326	9,269	10,837
BPS (원)	15,391	18,966	25,851	34,105
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	7.0	2.7	1.4	1.2
배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	13.4	22.0	32.4	7.0
EBITDA증가율 (%)	34.5	101.0	103.2	18.8
조정영업이익증가율 (%)	42.4	117.4	113.1	19.8
EPS증가율 (%)	-18.6	153.4	86.8	19.6
매출채권 회전율 (회)	11.8	7.0	6.1	5.6
재고자산 회전율 (회)	14.2	13.5	12.7	10.8
매입채무 회전율 (회)	7.7	4.7	4.1	4.1
ROA (%)	3.1	7.7	13.3	13.5
ROE (%)	10.1	21.8	31.2	27.9
ROIC (%)	10.8	24.8	41.5	40.3
부채비율 (%)	218.2	159.9	118.9	98.6
유동비율 (%)	115.1	113.5	134.2	155.4
순차입금/자기자본 (%)	-25.1	-19.9	-25.8	-32.5
조정영업이익/금융비용 (x)	7.3	27.8	89.9	167.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
현대로템 (064350)				
2025.02.07	매수	96,000	-	-
2024.11.22	매수	85,000	-37.91	-28.12
2024.10.15	매수	78,000	-18.15	-13.97
2024.07.29	매수	65,000	-18.77	-4.62
2024.04.01	매수	48,000	-17.53	-0.10
2023.09.20	매수	37,000	-24.25	-0.54



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.