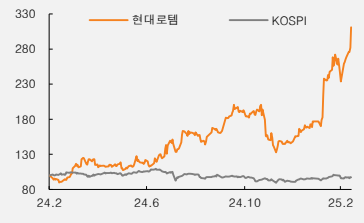


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 140,000원
현재주가(25/3/13)	104,000원
상승여력	34.6%

영업이익(25F, 십억원)	1,036
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	793
EPS 성장률(25F, %)	98.8
MKT EPS 성장률(25F, %)	16.7
P/E(25F, x)	14.0
MKT P/E(25F, x)	9.4
KOSPI	2,573.64
시가총액(십억원)	11,351
발행주식수(백만주)	109
유동주식비율(%)	66.2
외국인 보유비중(%)	31.8
베타(12M) 일간수익률	1.21
52주 최저가(원)	30,350
52주 최고가(원)	104,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	30.2	100.8	242.1
상대주가	30.6	100.9	258.0



[조선/방산/항공우주]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

현대로템

유럽 재무장 (ReArm) 수혜 기대

1Q25 폴란드형 K2GF 인도량 26대 (vs. 4Q24 28대)

1Q25F 매출액 1조 3,415억원 (+79.4% YoY, 컨센 7.8% 상회), 영업이익 2,128억원 (+376.3% YoY, OPM 15.9%, 컨센 19.9% 상회)으로 추정한다. 주요 컨센서스 상회 요인은 폴란드 K2GF 1) 납품순항 (1Q25 26대 인도완료), 2) 반복생산에 따른 영업레버리지 효과다. K2GF 인도량이 전분기 28대와 크게 차이 나지 않아 호실적을 이어갈 것으로 기대한다. 2025년 목표 인도량은 96대 (잔여 70대)다.

NATO 국방예산/GDP 3~5% 목표 = TAM 확대 및 밸류에이션 리레이팅

유럽의 재무장 사이클이 시작되었다. EU는 유럽 재무장 계획 (ReArm Europe Plan)을 발표하며 8,000억유로 동원을 제시했다. 우크라이나 휴전을 상정해도 1) 군비축소요, 2) 미국의 NATO 국방예산/GDP 5%로 증액 요구, 2) 러시아의 재침공 우려 등으로 인해 군비증강 추세는 지속될 전망이다. 국방예산/GDP 3.5% 기준, NATO 유럽/캐나다 (미국 제외)의 국방예산은 9,197억달러 (1,334조원), 무기조달예산은 국방예산 내 비중 45%로 가정 시 4,092억달러 (593조원)를 예상한다. 그중 한국 유효시장은 1,066억달러 (154조원)로 전체의 26% 수준이다. 한국 방산업체는 빠른 납기와 합리적 가격 등 경쟁력을 중심으로 유럽 내 수출을 이어갈 것이다.

라인메탈은 2025년 방산 매출 35~40% 성장 (유럽 재무장 수요 미반영)을 제시했으며, 국방예산/GDP 3.5% 달성 시 2030년까지 최대 4,000억유로의 잠재 계약체결을 기대하고 있다. 이에 유럽 방산업체의 밸류에이션 리레이팅 (12MF P/E 기준 라인메탈 39.4배, 탈레스 24.7배, BAE시스템즈 20.6배)은 이미 진행 중이다. 한국 방산업체도 유럽 매출 비중이 높은 만큼 멀티플을 높여갈 유인은 충분하다.

투자 의견 '매수', 목표주가 140,000원으로 45.8% 상향

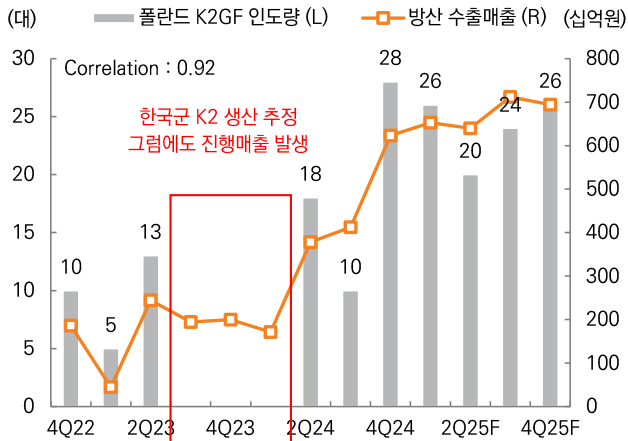
투자 의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 96,000원에서 140,000원으로 45.8% 상향한다. 라인메탈 등 주요 글로벌 피어 멀티플이 상향된 영향이다. 동사의 방산 부문 할인율 20%는 유지한다. 폴란드 2차계약이 아직 체결되지 않았기 때문이다. 폴란드 2차 계약규모는 6~9조원, 체결시점은 4월로 기대한다. 한편, 슬로바키아 사례를 통해 예산이 적고 전력화 시급성 높은 국가들의 K2PL 수요를 확인했다. K2PL 현지생산 착수 시 NATO산 무기로써 유럽시장 침투가 더욱 수월해질 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	3,587	4,377	5,760	6,053	6,880
영업이익 (십억원)	210	457	1,036	1,118	1,298
영업이익률 (%)	5.9	10.4	18.0	18.5	18.9
순이익 (십억원)	161	408	811	875	1,076
EPS (원)	1,475	3,739	7,431	8,015	9,863
ROE (%)	10.1	21.8	32.8	26.5	25.2
P/E (배)	18.0	13.3	14.0	13.0	10.5
P/B (배)	1.7	2.6	4.0	3.0	2.4
배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

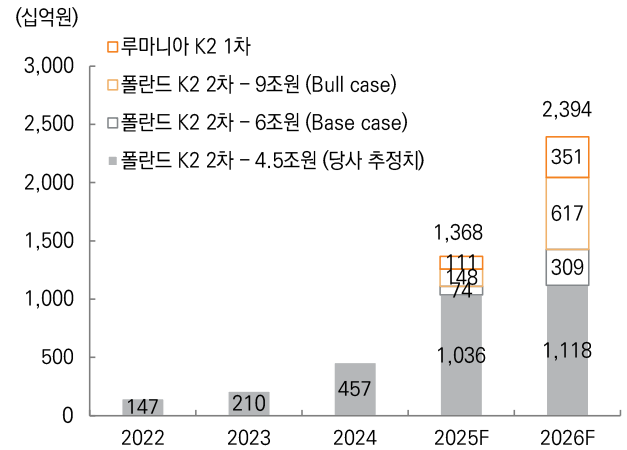
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 폴란드 K2GF 인도량 및 방산 수출매출



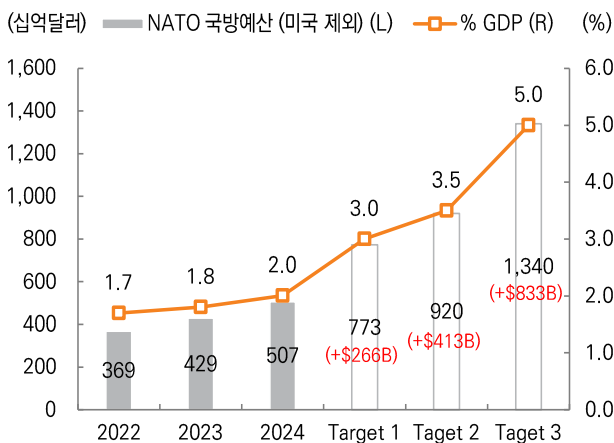
자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. K2 프로젝트 가정별 전사 영업이익의 규모 추정



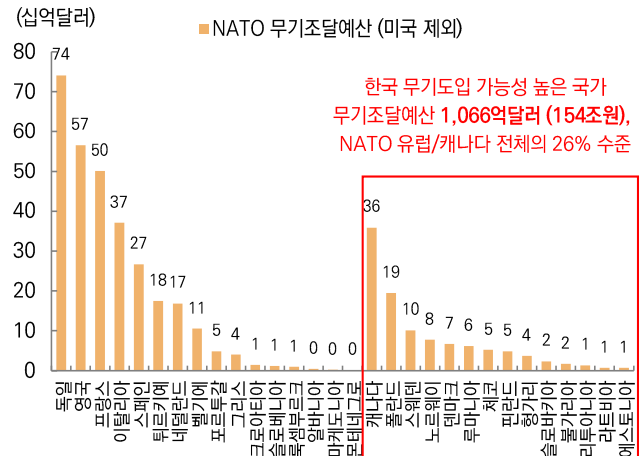
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. NATO 국방예산 증액 시나리오 = TAM 확대



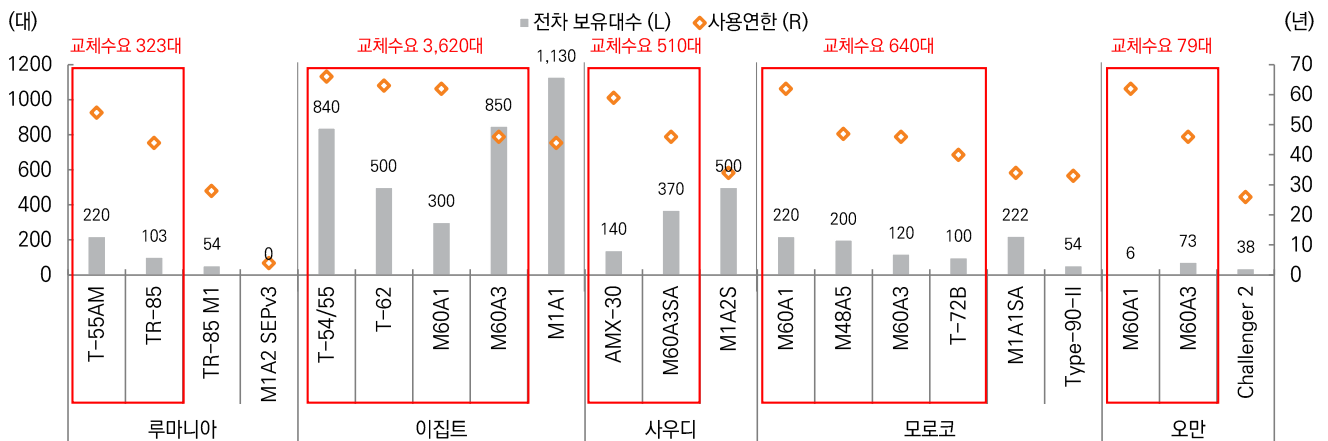
주: NATO 회원국 내 유럽과 캐나다만 포함한 국방예산 규모
자료: NATO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 3.5% 기준 NATO 회원국 내 한국 유효시장은 154조원



주: 국방예산/GDP 비율 3.5%, 무기조달예산 비중 45%로 추산
자료: NATO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. K2 전차 도입에 관심표명한 국가들의 전차 교체수요 추이



주: 교체수요는 전차 사용연한 40년 이상된 물량으로 추산
자료: IISS 2024, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 실적 변경표

(십억원)

	New			Old			% Chg.		
	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F
수주잔고	18,758	25,184	29,166	18,758	25,147	28,980	0.0%	0.1%	0.6%
수주잔고/매출액 (년)	4.3	4.4	4.8	4.3	4.3	4.7	0.0%	0.8%	3.1%
신규수주	5,385	11,803	10,035	5,385	11,803	10,221	0.0%	0.0%	-1.8%
신규수주/매출액 (년)	1.2	2.0	1.7	1.2	2.0	1.6	0.0%	0.6%	0.6%
매출액	4,377	5,760	6,053	4,377	5,796	6,203	0.0%	-0.6%	-2.4%
영업이익	457	1,036	1,118	457	973	1,166	-0.1%	6.4%	-4.1%
OPM (%)	10.4	18.0	18.5	10.4	16.8	18.8	0.0%p	1.2%p	-0.3%p
지배순이익	408	811	875	408	762	912	0.0%	6.4%	-4.1%
NPM (%)	9.3	14.1	14.5	9.3	13.1	14.7	0.0%p	0.9%p	-0.3%p
EPS (원)	3,739	7,431	8,015	3,739	6,985	8,354	0.0%	6.4%	-4.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 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	24,491	23,904	23,632	25,184	17,500	18,758	25,184	29,166
	레일솔루션	12,709	13,101	13,656	14,065	14,355	14,608	15,186	16,106	11,410	14,065	16,106	17,900
	디펜스솔루션	5,230	5,013	4,476	3,873	9,350	8,553	7,705	8,311	5,426	3,873	8,311	10,614
	에코플랜트	650	659	862	821	787	743	742	767	665	821	767	652
매출액	전체	748	1,095	1,094	1,441	1,342	1,401	1,489	1,527	3,587	4,377	5,760	6,053
	레일솔루션	276	391	408	419	380	417	428	420.4	1,554	1,496	1,645	1,892
	디펜스솔루션	318	565	585	898	833	847	918	943.8	1,578	2,365	3,542	3,527
	에코플랜트	153	139	101	123	128	138	143	163.1	456	516	573	634
성장률 (%)	전체	9.3	10.9	18.0	45.7	79.4	28.0	36.2	6.0	13.4	22.0	31.6	5.1
	레일솔루션	-25.1	-0.3	7.3	2.0	37.6	6.4	4.8	0.2	-12.7	-3.7	10.0	15.0
	디펜스솔루션	22.3	16.5	41.2	114.1	162.0	50.0	57.1	5.1	49.0	49.9	49.7	-0.4
	에코플랜트	177.9	26.0	-23.9	-22.2	-16.5	-0.4	42.6	32.3	40.1	13.2	11.0	10.8
영업이익		45	113	137	162	213	238	285	301	210	457	1,036	1,118
	YoY (%)	40.0	67.7	234.3	131.6	376.3	110.8	107.0	85.9	42.4	117.3	126.8	8.0
OPM (%)		6.0	10.3	12.6	11.2	15.9	17.0	19.1	19.7	5.9	10.4	18.0	18.5
지배순이익		56	101	104	146	167	186	223	235	161	408	811	875
	YoY (%)	197.7	87.5	153.0	211.8	197.2	83.8	113.7	60.7	-18.6	153.4	98.8	7.9
NPM (%)		7.5	9.3	9.5	10.2	12.5	13.3	14.9	15.4	4.5	9.3	14.1	14.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 3. SOTP 밸류에이션 - TP 9.6만원 → 14.3만원 (+45.8% 상향)

항목			비고
영업가치	전체	14,885	
	레일 솔루션	479	
	EBITDA	60	25~26F EBITDA
	Target EV/EBITDA (X)	9.9	-글로벌 철도 Peer 25~26F EV/EBITDA
	할인율	20%	-Peer 대비 1) 매출 성장률, 2) 이익률 저조
	디펜스 솔루션	14,269	
	EBITDA	1,063	25~26F EBITDA
	Target EV/EBITDA (X)	16.8	-글로벌 방산 Peer 25~26F EV/EBITDA
	할인율	20%	-Peer 대비 방산 수주잔고 부족
	에코 플랜트	137	
	EBITDA	22	25~26F EBITDA
	Target EV/EBITDA (X)	7.0	-글로벌 플랜트 Peer 25~26F EV/EBITDA
	할인율	10%	-Peer 대비 이익률 저조
비영업가치	전체	0	
순차입금		(405)	
비지배주주지분		(41)	
주주가치		15,331	
주식 수 (천 주)		109,142	
목표주가 (원)		140,000	기존 96,000원 (+45.8% 상향)
현재주가 (원)		104,000	
상승여력		34.6%	
EPS	25F	7,431	
	26F	8,015	
	27F	9,335	
Implied P/E	25F	18.8	
	26F	17.5	
	27F	15.0	

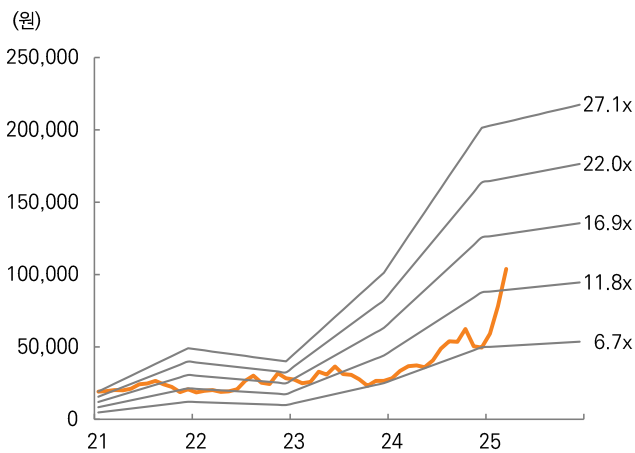
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 글로벌 피어 밸류에이션 테이블

분류	회사명	시가총액 (조원)	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	10.1	17.0	85.5	27.6	10.0	14.3	14.2	27.2	23.9	15.3	14.1	3.7	3.0	11.2	10.3
레이솔루션	지멘스	289.0	6.3	21.1	4.8	7.1	14.0	15.3	16.7	16.3	19.6	19.1	3.2	3.0	15.1	13.4
	웹텍	43.6	-15.7	-7.4	5.6	5.7	19.5	20.1	14.3	15.6	20.4	17.9	2.9	2.8	13.9	13.0
	CRRC	40.4	-0.3	-11.9	7.4	6.1	6.9	7.4	8.0	8.5	15.8	14.3	1.3	1.2	10.3	9.4
	알스툼	16.9	9.9	7.5	4.1	5.1	6.1	6.5	5.0	6.5	19.0	13.2	1.0	1.0	8.3	6.9
	CAF	2.1	6.6	9.2	7.6	5.0	5.6	6.0	13.3	15.3	9.8	7.9	1.3	1.2	4.6	4.3
	평균		1.4	3.7	5.9	5.8	10.4	11.1	11.5	12.5	16.9	14.5	1.9	1.8	10.4	9.4
디펜스솔루션	GD	107.0	5.8	3.2	5.3	4.4	10.3	10.9	18.1	19.4	18.3	16.2	3.1	3.0	13.3	12.2
	BAE시스템즈	88.6	30.2	36.6	7.6	6.4	10.8	11.0	18.7	19.0	20.5	18.5	3.8	3.5	13.2	12.3
	라인메탈	78.3	53.2	81.7	39.3	27.0	13.8	15.6	24.8	29.2	53.0	37.5	12.4	10.0	28.9	20.8
	평균		29.7	40.5	17.4	12.6	11.6	12.5	20.5	22.6	30.6	24.1	6.5	5.5	18.4	15.1
에코플랜트	다이후쿠	13.5	14.5	8.6	5.7	8.7	12.1	12.2	16.3	17.6	21.7	20.0	3.4	3.0	13.4	12.2
	뒤르	2.7	-0.5	13.6	4.4	5.3	6.0	6.7	13.0	14.9	9.5	7.8	1.3	1.2	5.8	5.2
	아이다	0.6	7.4	6.8	1.7	2.0	7.6	7.5	5.3		11.9	11.4	0.6	0.6	2.9	2.7
	평균		7.1	9.7	4.0	5.3	8.6	8.8	11.5	16.3	14.4	13.1	1.7	1.6	7.4	6.7

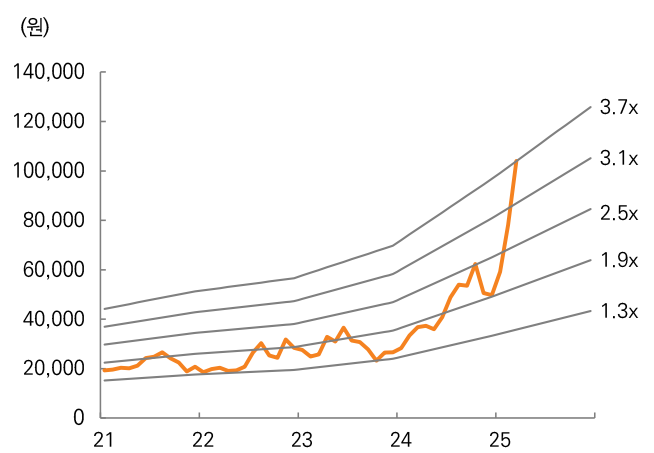
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 12개월 선행 P/E 밴드차트



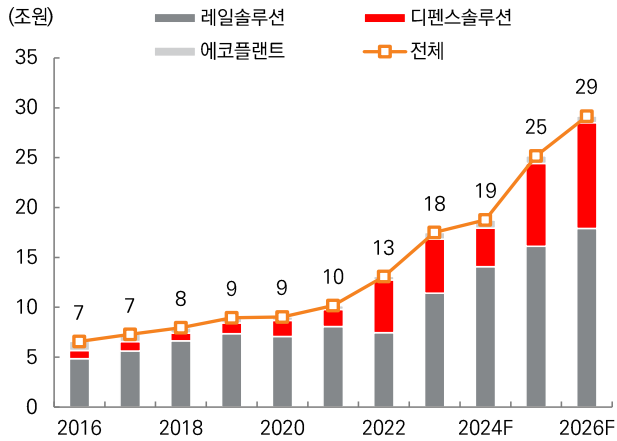
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 12개월 선행 P/B 밴드차트



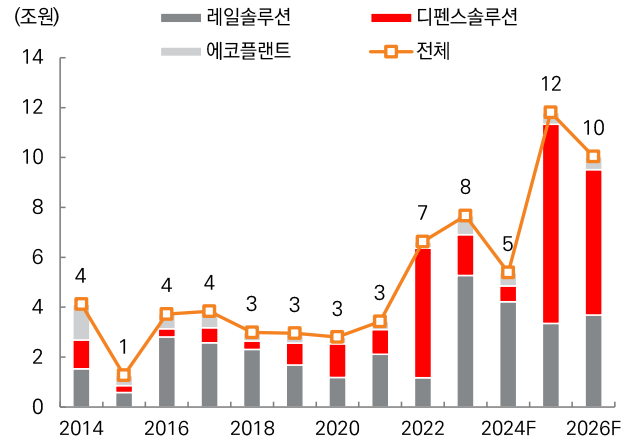
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 사업부별 수주잔고 추이 및 전망



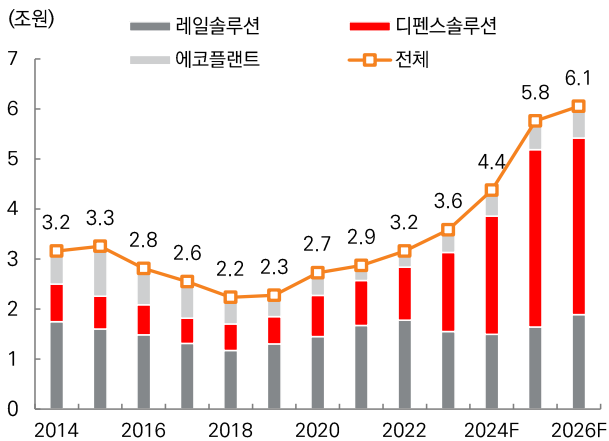
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 사업부별 신규수주 추이 및 전망



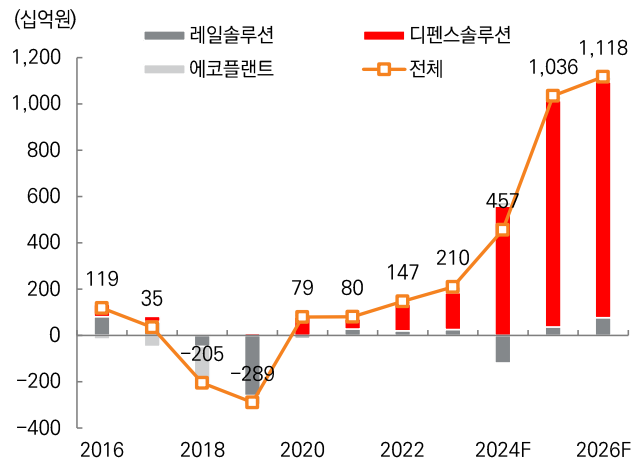
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 사업부별 매출액 추이 및 전망



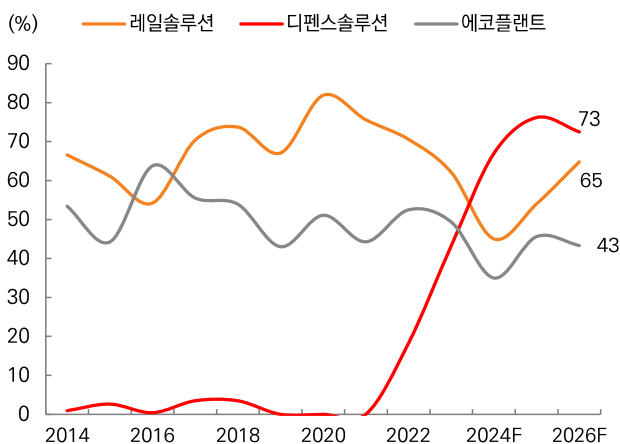
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 사업부별 영업이익 추이 및 전망



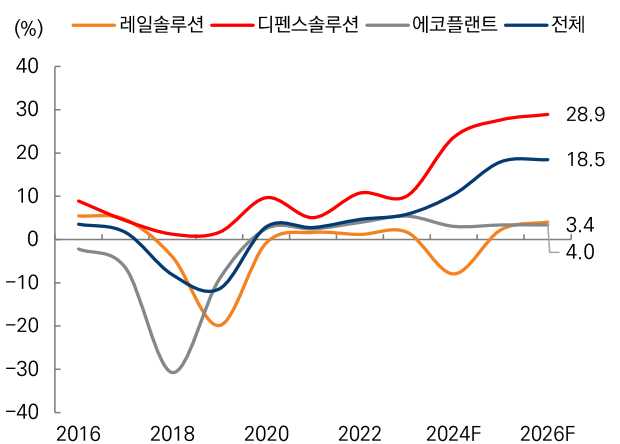
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 12. 사업부별 수출비중 추이 및 전망



자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 사업부별 영업이익률 추이 및 전망



자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

현대로템 (064350)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	4,377	5,760	6,053	6,880
매출원가	3,553	4,277	4,409	5,012
매출총이익	824	1,483	1,644	1,868
판매비와관리비	367	447	526	570
조정영업이익	457	1,036	1,118	1,298
영업이익	457	1,036	1,118	1,298
비영업손익	53	12	12	77
금융손익	14	22	44	76
관계기업등 투자손익	25	-3	-32	0
세전계속사업손익	510	1,048	1,130	1,375
계속사업법인세비용	104	242	261	306
계속사업이익	405	806	869	1,069
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	405	806	869	1,069
지배주주	408	811	875	1,076
비지배주주	-3	-5	-6	-7
총포괄이익	401	806	869	1,069
지배주주	403	806	869	1,070
비지배주주	-2	0	0	0
EBITDA	503	1,084	1,166	1,341
FCF	254	375	480	1,036
EBITDA 마진율 (%)	11.5	18.8	19.3	19.5
영업이익률 (%)	10.4	18.0	18.5	18.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.3	14.1	14.5	15.6

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024F	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	348	473	550	1,036
당기순이익	405	806	869	1,069
비현금수익비용가감	176	268	264	272
유형자산감가상각비	32	36	37	34
무형자산상각비	14	13	11	9
기타	130	219	216	229
영업활동으로인한자산및부채의변동	-189	-381	-366	-77
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-565	-109	-192	-165
재고자산 감소(증가)	-218	-174	-50	-83
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	664	63	-10	150
법인세납부	-58	-242	-261	-306
투자활동으로 인한 현금흐름	56	-76	-51	-31
유형자산처분(취득)	-94	-98	-70	0
무형자산감소(증가)	-21	2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	357	19	18	-31
기타투자활동	-186	1	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-312	-111	-101	-109
장단기금융부채의 증가(감소)	-277	-100	-90	-99
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-11	-11	-11	-11
기타재무활동	-24	0	0	1
현금의 증가	76	273	382	895
기초현금	396	472	745	1,126
기말현금	472	745	1,126	2,021

자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

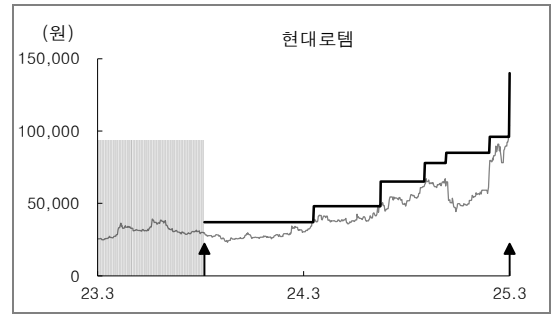
(십억원)	2024F	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,681	4,525	5,566	7,067
현금 및 현금성자산	472	745	1,126	2,021
매출채권 및 기타채권	959	1,068	1,262	1,433
재고자산	381	555	605	688
기타유동자산	1,869	2,157	2,573	2,925
비유동자산	1,605	1,666	1,704	1,662
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	1,300	1,362	1,395	1,361
무형자산	96	81	70	61
자산총계	5,286	6,190	7,269	8,729
유동부채	3,243	3,342	3,565	3,939
매입채무 및 기타채무	1,137	1,206	1,194	1,357
단기금융부채	297	197	107	9
기타유동부채	1,809	1,939	2,264	2,573
비유동부채	209	220	218	245
장기금융부채	21	21	21	21
기타비유동부채	188	199	197	224
부채총계	3,252	3,362	3,583	3,984
지배주주지분	2,070	2,871	3,734	4,800
자본금	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520
이익잉여금	715	1,515	2,379	3,444
비지배주주지분	-36	-42	-47	-55
자본총계	2,034	2,829	3,687	4,745

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024F	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	13.3	14.0	13.0	10.5
P/CF (x)	9.3	10.6	10.0	8.5
P/B (x)	2.6	4.0	3.0	2.4
EV/EBITDA (x)	9.9	9.7	8.7	6.8
EPS (원)	3,739	7,431	8,015	9,863
CFPS (원)	5,326	9,840	10,384	12,291
BPS (원)	18,966	26,296	34,212	43,975
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	2.7	1.4	1.3	1.0
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	22.0	31.6	5.1	13.7
EBITDA증가율 (%)	101.0	115.7	7.5	15.1
조정영업이익증가율 (%)	117.4	126.8	8.0	16.1
EPS증가율 (%)	153.4	98.8	7.9	23.1
매출채권 회전율 (회)	7.0	6.0	5.4	5.3
재고자산 회전율 (회)	13.5	12.3	10.4	10.6
매입채무 회전율 (회)	4.7	4.0	4.0	4.3
ROA (%)	7.7	14.0	12.9	13.4
ROE (%)	21.8	32.8	26.5	25.2
ROIC (%)	24.8	44.1	38.6	41.3
부채비율 (%)	159.9	118.9	97.2	84.0
유동비율 (%)	113.5	135.4	156.1	179.4
순차입금/자기자본 (%)	-19.9	-26.8	-32.9	-47.1
조정영업이익/금융비용 (x)	27.8	95.8	160.5	408.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
현대로템 (064350)				
2025.03.14	매수	140,000	-	-
2025.02.07	매수	96,000	-9.61	8.33
2024.11.22	매수	85,000	-37.44	-15.88
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 주가하락이 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.