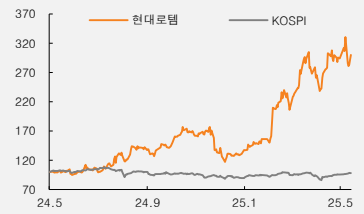


투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(상향)	<b>▲ 170,000원</b>
현재주가(25/5/16)	113,900원
상승여력	49.3%

영업이익(25F, 십억원)	1,142
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	857
EPS 성장률(25F, %)	118.6
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.1
P/E(25F, x)	14.0
MKT P/E(25F, x)	9.5
KOSPI	2,626.87
시가총액(십억원)	12,431
발행주식수(백만주)	109
유동주식비율(%)	66.2
외국인 보유비중(%)	29.9
베타(12M) 일간수익률	1.44
52주 최저가(원)	35,950
52주 최고가(원)	125,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	7.9	75.8	196.6
상대주가	0.5	61.7	210.9



[조선/방산/항공우주]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

## 현대로템

### Q의 확장을 기대하며

#### 1Q25 영업이익 컨센서스 8.7% 상회

1Q25 매출액 1조 1,761억원 (+57.3% YoY, 컨센 8% 하회), 영업이익 2,029억원 (+354% YoY, OPM 17.2%, 컨센 8.7% 상회)으로 견조한 실적을 기록했다. 디펜스 솔루션 부문은 매출액 6,580억원 (+106.9% YoY), 영업이익 1,939억원 (+328.5% YoY)을 달성했다. 비수기임에도 영업이익률 29.5%로 -3%p QoQ/+15.2%p YoY 대폭 개선되었다. 이는 1) 수출비중 확대와 2) 반복생산에 따른 영업레버리지 효과에 기인한다. 방산 수출마진은 39.1% (-3.3% QoQ/+17.5% YoY)로 추정한다.

#### 물오른 수익성, 앞으로는 추가계약에 따른 Q의 확장 필요

금번 실적 컨퍼런스콜의 핵심 메시지는 1) 폴란드 2차 계약지연 요인이 해소되었으며, 2) 하반기 매출공백은 없을 것이고, 2) 40%대의 방산 수출마진이 2~4분기에도 지속된다는 (이에, 당사는 1분기 수익성을 최소치로 설정) 것이다. 다만, 동사의 경우 방산 수출비중과 수익성이 이미 상한선에 근접했기 때문에, 앞으로는 이익개선보다도 수주잔고 및 매출볼륨 확대에 더욱 무게를 두고 바라볼 필요가 있다.

이는 결국 K2 전차의 후속계약 여부로 귀결된다. 다행인 점은 지정학 리스크 심화에 따라 각국의 전차 소요 및 적극성이 눈에 띄게 개선되었다는 것이다. 작년만해도 동사의 잠재 수출 파이프라인은 폴란드와 루마니아 (300대) 정도에 불과했으나, 현재는 슬로바키아 (104대), 페루 (200대), 사우디 (700대), 모로코 (400대), 인도 (1,770대)까지 추가되며 수주 포텐셜이 확대되었다. 작금의 글로벌 전차 시장에서 에이브람스 (미국), 레오파르트 (독일), K2 (한국) 삼파전이 계속되는 가운데, 납기와 가성비를 갖춘 K2 전차는 여전히 매력적인 선택지가 될 수밖에 없다.

#### 투자 의견 '매수', 목표주가 170,000원으로 21.4% 상향

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 140,000원에서 170,000원으로 21.4% 상향한다. 25F/26F/27F 영업이익 추정치를 각각 10.3%/22.3%/13.5% 조정한 영향이다. 밸류에이션의 경우 방산 부문 할인율 20%를 유지한다. 폴란드 2차계약 체결 전이기 때문이다. 25년 EPS 8,151원 기준 Implied P/E는 20.9배다. 국내외 방산 피어 25F P/E 평균 35배 대비 낮아 밸류에이션 매력은 여전하다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	3,587	4,377	5,483	6,192	6,761
영업이익 (십억원)	210	457	1,142	1,368	1,474
영업이익률 (%)	5.9	10.4	20.8	22.1	21.8
순이익 (십억원)	161	407	890	1,065	1,148
EPS (원)	1,475	3,728	8,151	9,757	10,515
ROE (%)	10.1	21.8	35.9	31.0	25.4
P/E (배)	18.0	13.3	14.0	11.7	10.8
P/B (배)	1.7	2.7	4.3	3.1	2.4
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 1Q25 실적 요약 테이블

(십억원)

	1Q24	4Q24	1Q25			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	748	1441	1,176	-18.4	57.3	1,342	-12.3	1,279	-8.0
영업이익	45	162	203	25.5	354.0	213	-4.7	187	8.7
당기순이익	56	145	158	9.1	181.6	167	-5.2	142	11.5
영업이익률 (%)	6.0	11.2	17.2	6.0	11.3	15.9	1.4	14.6	2.7
순이익률 (%)	7.5	10.1	13.5	3.4	5.9	12.5	1.0	11.1	2.4
사업부문별 매출액						비고			
레이솔루션	276	419	403	-4.0	45.6				
디펜스솔루션	318	898	658	-26.7	106.9				
에코플랜트	153	123	116	-6.2	-24.6				
방산 매출 비중	42.5	62.3	55.9						

자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 변경표

(십억원)

	New			Old			% Chg.		
	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F
수주잔고	25,460	29,303	34,571	25,184	29,166	34,318	1.1%	0.5%	0.7%
수주잔고/매출액 (년)	4.7	4.7	5.1	4.4	4.8	5.0	6.5%	-1.8%	2.5%
신규수주	11,803	10,035	9,135	11,803	10,035	9,135	0.0%	0.0%	0.0%
신규수주/매출액 (년)	2.2	1.6	1.4	2.0	1.7	1.3	5.4%	-2.3%	1.8%
매출액	5,465	6,192	6,761	5,760	6,053	6,880	-5.1%	2.3%	-1.7%
영업이익	1,142	1,368	1,474	1,036	1,118	1,298	10.3%	22.3%	13.5%
OPM (%)	20.9	22.1	21.8	18.0	18.5	18.9	2.9%p	3.6%p	2.9%p
지배순이익	890	1,065	1,148	811	875	1,014	9.7%	21.7%	13.1%
NPM (%)	16.3	17.2	17.0	14.1	14.5	14.7	2.2%p	2.7%p	2.2%p
EPS (원)	8,151	9,757	10,515	7,431	8,015	9,293	9.7%	21.7%	13.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 영업실적 전망치 추정

(십억원)

항목	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
수주잔고	전체	18,589	18,773	18,993	18,758	24,656	24,151	23,917	25,460	18,758	25,460	29,303	34,571
	레이솔루션	12,709	13,101	13,656	14,065	14,332	14,586	15,163	16,083	14,065	16,083	17,878	21,824
	디펜스솔루션	5,230	5,013	4,476	3,873	9,525	8,809	7,999	8,597	3,873	8,597	10,761	11,901
	에코플랜트	650	659	862	821	799	756	754	780	821	780	665	845
매출액	전체	748	1,095	1,094	1,441	1,176	1,320	1,451	1,536	4,377	5,465	6,192	6,761
	레이솔루션	276	391	408	419	403	417	428	420	1,496	1,645	1,892	2,270
	디펜스솔루션	318	565	585	898	658	765	880	952	2,365	3,247	3,666	3,789
	에코플랜트	153	139	101	123	116	138	143	163	516	573	634	701
성장률 (%)	전체	9.3	10.9	18.0	45.7	57.3	20.6	32.7	6.6	22.0	24.9	13.3	9.2
	레이솔루션	-25.1	-0.3	7.3	2.0	45.6	6.4	4.8	0.2	-3.7	10.0	15.0	20.0
	디펜스솔루션	22.3	16.5	41.2	114.1	106.9	35.6	50.5	6.0	49.9	37.3	12.9	3.4
	에코플랜트	177.9	26.0	-23.9	-22.2	-24.6	-0.4	42.6	32.3	13.2	11.0	10.8	10.6
영업이익	전체	45	113	137	162	203	256	324	360	457	1,142	1,368	1,474
	YoY (%)	40.0	67.7	234.3	131.6	354.0	126.9	135.5	122.7	117.3	150.2	19.7	7.8
	OPM (%)	6.0	10.3	12.6	11.2	17.2	19.4	22.3	23.4	10.4	20.9	22.1	21.8
	지배순이익	56	101	104	145	158	199	252	280	407	890	1,065	1,148
YoY (%)	전체	197.7	87.5	153.0	209.4	181.6	96.5	141.8	93.0	152.7	118.6	19.7	7.8
	NPM (%)	7.5	9.3	9.5	10.1	13.5	15.1	17.4	18.2	9.3	16.3	17.2	17.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. SOTP 밸류에이션

항목			비고
영업가치	전체	18,442	
	레일 솔루션	479	
	EBITDA	60	-25~26F EBITDA
	Target EV/EBITDA (X)	9.9	-글로벌 철도 Peer 25~26F EV/EBITDA (기준 9.9배)
	할인율	20%	-Peer 대비 1) 매출 성장률, 2) 이익률 저조
	디펜스 솔루션	17,800	
	EBITDA	1,236	-25~26F EBITDA
	Target EV/EBITDA (X)	18.0	-글로벌 방산 Peer 25~26F EV/EBITDA (기준 16.8배)
	할인율	20%	-Peer 대비 방산 수주잔고 부족
	에코 플랜트	163	
	EBITDA	26	-25~26F EBITDA
	Target EV/EBITDA (X)	7.1	-글로벌 플랜트 Peer 25~26F EV/EBITDA (기준 7배)
	할인율	10%	-Peer 대비 이익률 저조
비영업가치	전체	0	
순차입금		-420	
비지배주주지분		-36	
주주가치		18,898	
주식 수 (천 주)		109,142	
목표주가 (원)		170,000	기존 140,000원 (+21.4% 상향)
현재주가 (원)		113,900	
상승여력		49.3%	
EPS	25F	8,151	
	26F	9,757	
	27F	10,515	
Implied P/E	25F	20.9	
	26F	17.4	
	27F	16.2	

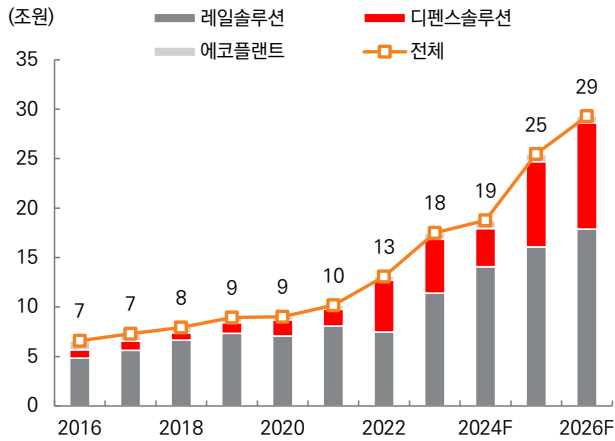
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 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	12.4	-0.9	129.2	30.5	10.9	15.6	15.5	29.7	26.4	17.5	15.3	12.4	-0.9	129.2	30.5
레일솔루션	지멘스	274.6	17.6	16.6	4.4	6.3	14.1	15.2	16.5	15.3	18.6	18.7	3.1	2.8	15.4	13.9
	웹텍	49.3	21.2	8.5	5.2	6.0	19.9	20.3	14.4	15.3	23.6	21.1	3.3	3.2	15.6	14.5
	CRRC	38.2	3.6	-13.1	7.0	4.9	7.1	7.4	7.9	8.1	15.0	14.1	1.2	1.1	9.7	9.1
	알스톰	13.8	-1.0	-10.9	3.9	3.9	6.7	7.2	6.8	8.3	10.9	9.1	0.8	0.8	5.7	5.0
	CAF	2.6	21.6	37.8	8.5	5.4	5.6	6.0	14.4	15.9	12.0	9.8	1.7	1.5	5.5	5.1
	평균		12.6	7.8	5.8	5.3	10.7	11.2	12.0	12.6	16.0	14.6	2.0	1.9	10.4	9.5
디펜스솔루션	GD	105.5	1.5	6.5	5.6	4.3	10.3	10.8	18.2	19.2	18.8	16.8	3.2	3.1	13.6	12.6
	BAE시스템즈	98.8	1.2	53.5	7.2	6.7	10.8	11.0	18.3	18.7	23.5	21.1	4.3	4.0	14.5	13.5
	라인메탈	122.1	17.0	178.9	29.6	34.0	15.6	17.1	27.3	31.6	58.5	39.4	14.9	11.7	31.5	22.3
	평균		6.6	79.6	14.1	15.0	12.2	13.0	21.3	23.2	33.6	25.8	7.5	6.3	19.9	16.1
에코플랜트	다이후쿠	13.1	2.3	8.6	5.2	9.4	12.0	12.5	17.4	19.5	21.1	19.4	3.0	3.0	13.1	11.8
	뒤르	2.5	19.5	7.3	-0.6	4.6	5.5	6.6	11.0	14.6	10.4	7.8	1.2	1.1	6.3	5.1
	아이다	0.6	3.7	12.7	2.6	2.6	8.2	8.4			11.0	10.5	0.6	0.6	3.1	3.0
	평균		8.5	9.5	2.4	5.5	8.5	9.2	14.2	17.1	14.2	12.6	1.6	1.6	7.5	6.6

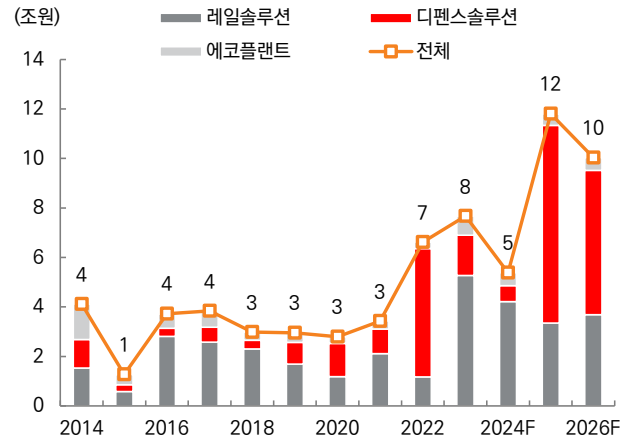
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 사업부별 수주잔고 추이 및 전망



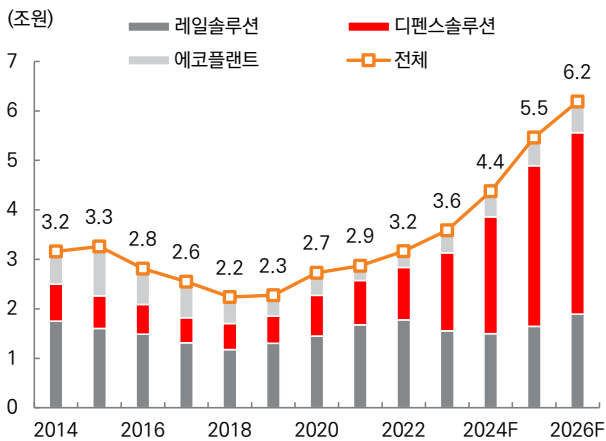
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 사업부별 신규수주 추이 및 전망



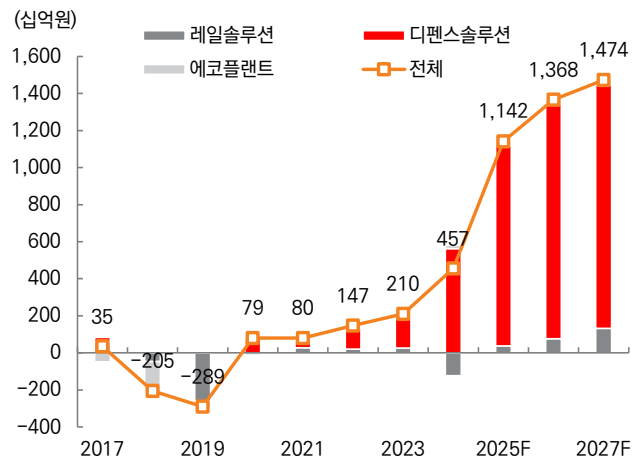
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 사업부별 매출액 추이 및 전망



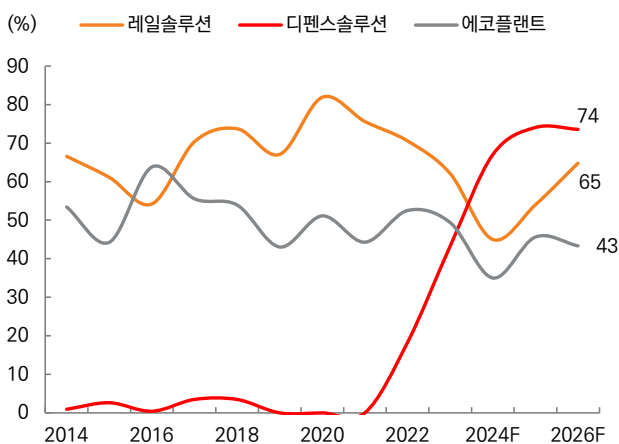
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 사업부별 영업이익 추이 및 전망



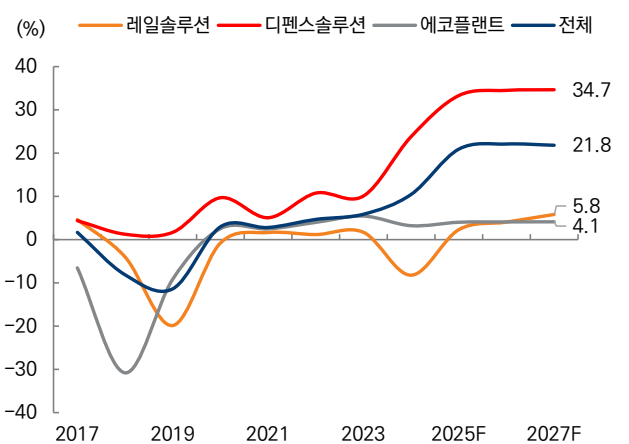
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터 추정

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)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,377	5,483	6,192	6,761
매출원가	3,548	3,953	4,168	4,457
매출총이익	829	1,530	2,024	2,304
판매비와관리비	372	388	657	830
조정영업이익	457	1,142	1,368	1,474
영업이익	457	1,142	1,368	1,474
비영업손익	53	-1	-1	-1
금융손익	11	23	42	50
관계기업등 투자손익	0	-31	-43	-51
세전계속사업손익	510	1,141	1,367	1,473
계속사업법인세비용	104	256	307	331
계속사업이익	405	885	1,060	1,142
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	405	885	1,060	1,142
지배주주	407	890	1,065	1,148
비지배주주	-2	-4	-5	-5
총포괄이익	373	885	1,060	1,142
지배주주	376	893	1,070	1,153
비지배주주	-3	-8	-10	-11
EBITDA	504	1,194	1,421	1,532
FCF	61	376	654	915
EBITDA 마진율 (%)	11.5	21.8	22.9	22.7
영업이익률 (%)	10.4	20.8	22.1	21.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.3	16.2	17.2	17.0

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	142	474	757	1,033
당기순이익	405	885	1,060	1,142
비현금수익비용가감	282	285	317	338
유형자산감가상각비	33	35	35	35
무형자산상각비	14	16	18	22
기타	235	234	264	281
영업활동으로인한자산및부채의변동	-541	-463	-356	-167
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-552	-114	-256	-264
재고자산 감소(증가)	-153	-243	-82	-132
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	77	26	19	99
법인세납부	-17	-256	-307	-331
투자활동으로 인한 현금흐름	233	-101	-123	77
유형자산처분(취득)	-81	-98	-103	-118
무형자산감소(증가)	-30	-27	-42	-57
장단기금융자산의 감소(증가)	314	23	21	252
기타투자활동	30	1	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-300	-121	-112	-20
장단기금융부채의 증가(감소)	-244	-100	-90	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-11	-22	-22	-22
기타재무활동	-45	1	0	1
현금의 증가	76	237	509	1,089
기초현금	396	472	709	1,218
기말현금	472	709	1,218	2,308

자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

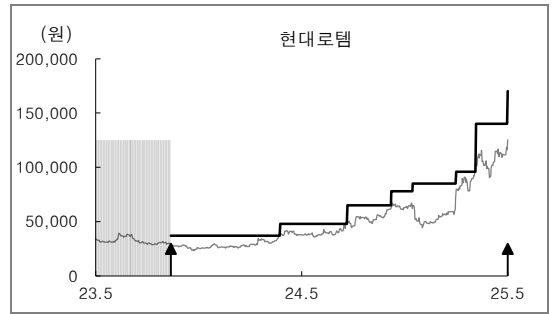
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,686	4,568	5,834	7,571
현금 및 현금성자산	472	709	1,218	2,308
매출채권 및 기타채권	965	1,079	1,337	1,613
재고자산	316	558	640	772
기타유동자산	1,933	2,222	2,639	2,878
비유동자산	1,599	1,683	1,788	1,907
관계기업투자등	1	1	1	2
유형자산	1,292	1,355	1,423	1,505
무형자산	104	115	138	173
자산총계	5,285	6,251	7,622	9,477
유동부채	3,020	3,110	3,433	4,114
매입채무 및 기타채무	525	557	581	701
단기금융부채	329	229	139	141
기타유동부채	2,166	2,324	2,713	3,272
비유동부채	256	271	282	335
장기금융부채	22	22	22	22
기타비유동부채	234	249	260	313
부채총계	3,276	3,381	3,714	4,450
지배주주지분	2,045	2,909	3,952	5,079
자본금	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520
이익잉여금	689	1,556	2,599	3,725
비지배주주지분	-36	-40	-45	-51
자본총계	2,009	2,869	3,907	5,028

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	13.3	14.0	11.7	10.8
P/CF (x)	7.9	10.6	9.0	8.4
P/B (x)	2.7	4.3	3.1	2.4
EV/EBITDA (x)	9.9	9.8	7.8	6.7
EPS (원)	3,728	8,151	9,757	10,515
CFPS (원)	6,298	10,717	12,620	13,565
BPS (원)	18,737	26,659	36,216	46,531
DPS (원)	200	200	200	200
배당성향 (%)	5.4	2.5	2.1	1.9
배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	22.0	25.3	12.9	9.2
EBITDA증가율 (%)	101.4	137.1	19.0	7.8
조정영업이익증가율 (%)	117.4	150.2	19.7	7.8
EPS증가율 (%)	152.7	118.6	19.7	7.8
매출채권 회전율 (회)	7.0	5.7	5.4	4.8
재고자산 회전율 (회)	15.0	12.5	10.3	9.6
매입채무 회전율 (회)	7.9	8.9	8.9	8.5
ROA (%)	7.7	15.3	15.3	13.4
ROE (%)	21.8	35.9	31.0	25.4
ROIC (%)	22.7	42.0	40.5	38.1
부채비율 (%)	163.1	117.8	95.1	88.5
유동비율 (%)	122.1	146.9	170.0	184.0
순차입금/자기자본 (%)	-20.9	-25.5	-33.5	-42.7
조정영업이익/금융비용 (x)	27.5	93.8	164.6	230.1

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
현대로템 (064350)				
2025.05.19	매수	170,000	-	-
2025.03.14	매수	140,000	-23.46	-15.50
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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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

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

\* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

\* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

\* 2025년 03월 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.