

(064350)

# 현대로템

시로보틱스/방산/조선/운송 양승운  
6139 / syang0901@eugenefn.com

## 최후의 깃발을 쫓는 건 지상군(이제 철도도 보자)

“ 현대로템의 1Q26 실적은 매출액 1조 4,575억원(+24%yoy), 영업이익 2,242억원(11%yoy, OPM 15.4%)으로 영업이익 기준 당사 추정치(2,290억원) 및 컨센서스(2,206억원)에 모두 부합. 견조한 실적과 방산 해외 수주 가시성 확보, 국내 피어 대비 저평가 매력에 주가는 실적 발표 이후 +12% 상승을 기록. 금번 NDR에서 확인한 주요 투자 포인트를 다음과 같이 정리.

“ (1) **디펜스솔루션**: 하반기 대규모 해외 수주 기대감 유효. 하반기 이라크 및 페루 정치 지형 안정화 후 K-2 전차 수주 기대. 이라크의 지불 능력 및 육상 체계 선호도 하락에 대한 우려는 없음. 루마니아 K-2도 연말 RFP 예상. 폴란드 3차는 내년 계약 체결을 예상하나, 1~2차 계약 대비 협상 기간 단축 가능성 존재. 상기 외에 중동(사우디 등), 북유럽 수주 파이프라인 추가를 기대함. 중동형 전차 K-2ME는 출고 후 여름까지 기동성 테스트/사막 기후 테스트를 진행할 예정. 동사는 기존 100대 CAPA에서 매년 +15%씩 CAPA 확대 진행 중. 사측이 파악하는 독일 전차 CAPA는 월 3대 수준. 미국 에이브람스는 연 60대 수준이나 유지보수/운용 비용 높음. K-2는 고성능 & 압도적 CAPA 기반 글로벌 주력 전차 반열에 오름. 중동 안정화 후 유럽(러우 전쟁)으로 관심 회귀하며 지상체계에 대한 중요성 인식 재차 높아질 것.

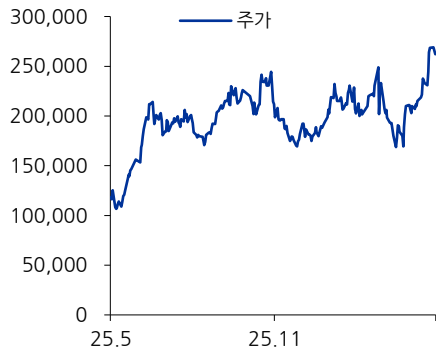
“ (2) **레일솔루션**: 레일솔루션 수주잔고는 무려 '19조원'(디펜스솔루션 10조원). 고수익 해외 프로젝트 매출 인식 본격화를 앞두고 있음. 하반기부터는 수익성 개선이 기대된다는 사측 설명. 연말 연초, **미국 뉴욕(NYCT/MTA) 전동차 대규모 사업** 입찰 결과 발표에도 주목(PQ 통과, 입찰 마감 9월). 동 프로젝트는 기본 1,140량(39.5억달러) + 최대 1,250량 옵션으로 약 10조원의 규모감. LA Metro 및 MBTA 사업에서 좋은 평가를 받았고, 현재 일본과 유럽 경쟁사의 CAPA가 타이트한 상황에서 긍정적 결과를 기대. 중장기적인 레일솔루션의 타겟 수익 레벨은 해외 선진 업체 수준(OPM 10%대).

“ (3) **미래 사업/기타**: 우주발사체/공대공 미사일/로봇 등 미래 먹거리 발굴도 지속. 언론 보도 등을 통해 현대위아 방산 부문 인수 가능성도 제기(\*방산 부문 기업가치 약 3,400억~5,200억원 수준으로 추정함). 동사 인수 시, 현대차 그룹 내 방산 중복 투자 해소 및 시너지 창출을 기대함.

“ **동사에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 316,000원을 제시함.** 타사에 뒤지지 않는 대규모 방산 수주 파이프라인에, 2020년대 후반 레일솔루션 부문의 본격적인 성장에 주목. 주주가치 제고를 위해 배당 성향을 4.3% 수준에서 8.5%로 상향 조정한 점, 사측의 시장 친화적인 소통도 긍정적으로 평가.

투자의견  
목표주가  
현재주가

BUY(유지)  
316,000 원(상향)  
262,000 원(05/06)



시가총액(십억원)	28,595
발행주식수(천주)	109,142
52 주 최고	282,000 원
최저	101,000 원
52 주 일간 Beta	0.69
60 일 평균 거래대금	2,118 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(26E)	0.2%
주주구성	
현대자동차 (외 3 인)	33.8%
국민연금공단 (외 1 인)	8.1%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	24.2	23.6	135.0
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	316,000	305,000	▲
영업이익(26E)	1,013	974	▲
영업이익(27E)	1,443	1,481	▲

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	5,839	6,429	8,535
영업이익	1,006	1,013	1,443
세전손익	1,004	1,061	1,510
당기순이익	770	802	1,160
EPS(원)	7,055	7,262	10,486
증감률(%)	89.2	29	44.4
PER(배)	26.6	36.1	25.0
ROE(%)	30.1	23.0	26.3
PBR(배)	6.7	7.5	5.9
EV/EBITDA(배)	18.2	25.7	18.3

유진투자증권

## 현대로템 NDR Q&A

### 주요 Q&A 내용 모음

---

#### [디펜스솔루션 관련]

**Q. 폴란드 EC1 잔여 매출은?**

A. 전차 본체 납품은 완료됐고, 잔여 매출은 예비품·군수지원·탄 패키지 중심.

**Q. 1Q26 디펜스 매출 구성은?**

A. 폴란드 EC1-EC2 가 핵심, 기타 페루 장갑차, 국내 양산 및 창정비 등이 반영.

**Q. EC1 과 EC2 수익성 차이는?**

A. 환율·물가·부품·개발 리스크 비용 반영으로 큰 차이는 없음.

**Q. EC2 가격 상승 요인은?**

A. PL 사양 고도화, 계열전차 특수장비, 외산 부품, 국내 협력업체 단가 상승.

**Q. 폴란드 MRO 는?**

A. 아직 데이터 축적 단계이며, 본격 MRO 체계는 추후 구체화.

**Q. 이라크 사업 진행 상황은?**

A. 계약 협의는 이미 진행. 정치 일정과 총리 승인 절차가 변수.

**Q. 이라크 재원 리스크는?**

A. 재원 조달이 핵심 허들은 아닌 것으로 파악.

**Q. 이라크의 K2 도입 필요성은?**

A. 이란 국경 문제, 민병대 통제, 노후 전차 대체 필요성이 수요의 배경.

**Q. 중동형 전차 반응은?**

A. 고온·모래 환경 대응형 사양에 대해 이라크 측 반응은 긍정적.

**Q. 파워팩 선택 기준은?**

A. 유럽은 독일산 파워팩, 중동은 수출 규제 회피 차원에서 국산 파워팩 활용 가능성이 높음.

**Q. 루마니아 전차 사업은?**

A. 협의는 지속 중이며, 산업협력 패키지를 통한 수의계약 가능성도 추진 중.

**Q. 페루 사업은?**

A. 대선 이후 새 정부 출범 후 사업 진전 기대.

[레일솔루션 관련]

Q. 레일 수익성 개선 시점은?

A. 2026년 하반기부터 개선 흐름이 나타나고, 2027년부터 더 뚜렷해질 전망.

Q. 현재 레일 수익성이 낮은 이유는?

A. 국내 저수익 프로젝트 비중이 남아 있고, 해외 고수익 프로젝트는 아직 초기 단계이기 때문.

Q. 향후 레일 수익성 개선 동력은?

A. 모로코, LA 메트로, 이집트 카이로 등 해외 수익성 프로젝트 매출 본격화.

Q. 국내외 철도 사업의 수익성 차이는?

A. 국내는 최저가 입찰 구조이고, 해외는 기술 점수 기반 종합평가로 고마진 수주가 가능.

Q. 철도 사업 목표 이익률은?

A. 중장기적으로 '글로벌 선진 업체 수준 이익률'을 목표.

Q. 유럽 철도 시장 전략은?

A. 표준신호통합 시스템 장벽이 높아 대형 입찰보다는 북미·오세아니아·아시아 중심으로 영업.

Q. 뉴욕 메트로 사업 규모는?

A. 기본 1,140량, 옵션 1,250량으로 총 약 2,400량 규모.

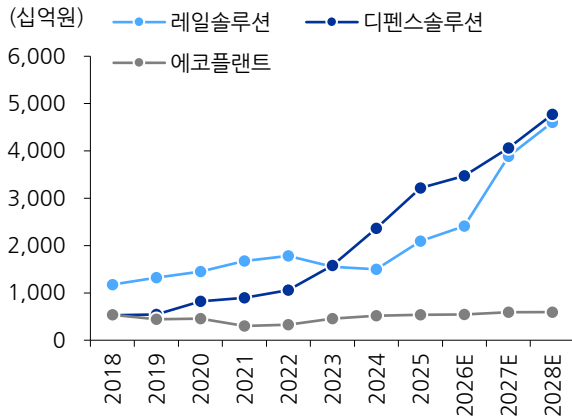
Q. 뉴욕 메트로 입찰 일정은?

A. 9월경 입찰 마감, 연말~내년 초 윤곽 확인이 예상.

Q. 뉴욕 메트로 수주 환경은?

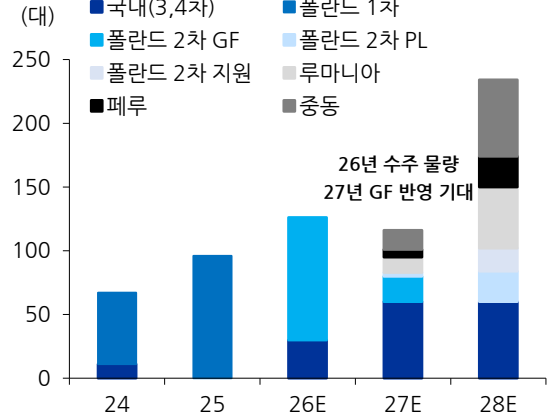
A. 경쟁사는 4~5개 수준이며, 기존 업체들의 CAPA 부담은 로템에 우호적.

### 현대로템 사업부별 매출 추정



자료: 유진투자증권

### 현대로템 K-2 전차 출하 추정



자료: 유진투자증권

### 현대로템의 비장의 아이템 중동형 전차



자료: 언론보도, 유진투자증권

### 적극적인 신규 수출처 개척 노력



자료: 현대로템, 언론보도, 유진투자증권

### 현대로템 실적 테이블

구분	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	1,458	1,660	1,606	1,705	5,839	6,429	8,535	9,971
yoy%	23.9	17.1	-0.9	4.9	33.4	10.1	32.8	16.8
레일솔루션	543	615	620	632	2,090	2,410	3,883	4,605
디펜스솔루션	804	902	841	928	3,215	3,475	4,064	4,771
에코플랜트	110	144	145	146	534	545	588	594
영업이익	224	256	262	271	1,006	1,013	1,443	2,013
yoy%	10.5	-0.8	-5.8	1.5	120.2	0.7	42.4	39.5
opm%	15.4	15.4	16.3	15.9	17.2	15.8	16.9	20.2

자료: 유진투자증권

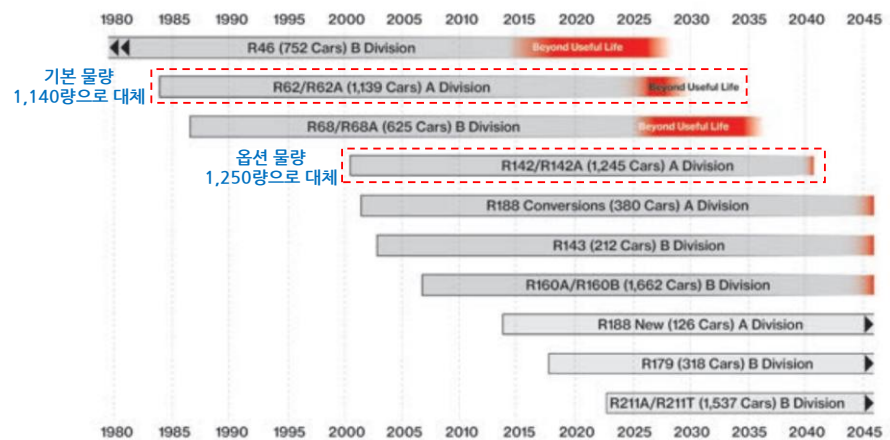
## NYCT - Purchase 2,390 Subway Cars 프로젝트

항목	내용
프로젝트명	Purchase 2,390 Subway Cars (Base 1,140 cars + Option 1,250 cars)
발주기관	MTA / New York City Transit, NYCT
입찰 마감	2026 년 09 월 08 일
사업 규모	기본 1,140 량 + 옵션 1,250 량 = 총 2,390 량
차종	R262 및 R262OG
대상 노선	A Division, 즉 숫자 노선 중심
계약 예상 시점	2028 년 초
계약 기간	7 년(2028 년 계약시, ~2035 년)
특이사항	지하철 전체 차량의 최대 36.4%를 교체하는 대규모 사업. 기본 발주만으로도 17.3%를 교체(지하철 전체 차량은 총 6,574 대)

자료: MTA, 유진투자증권

## 뉴욕 전동차 교체 대상(R62, R142)

### Subway Car Classes - Planned Lifecycle



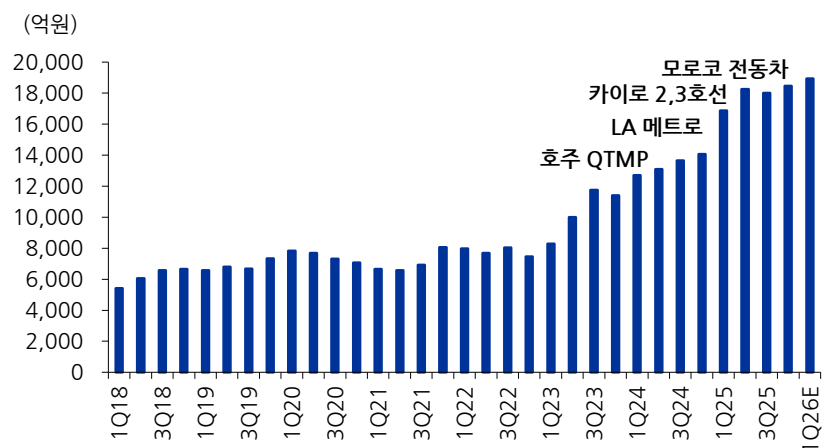
자료: MTA, 유진투자증권

### 경쟁사들의 진행 중인 미국 철도 프로젝트

회사명 (생산 거점)	프로젝트	발주처	물량/규모	납기
Kawasaki (Lincoln, Nebraska / Yonkers, New York)	R211	NYCT / Staten Island Railway	1,610 량 (현재 추가 물량 435 량 납품 진행 중)	2027~2028 년
	R268	NYCT	378 량	2028~2030 년
Hitachi (Hagerstown, Maryland)	WMATA 8000-series	WMATA	256 량(+옵션 544 량)	2028~2030 년
	Baltimore Metro SubwayLink	Maryland MTA /MDOT MTA	78 량	2026~2027 년
	SEPTA Market-Frankford Line M-5	SPTA	200 량(+옵션 40 량)	2029~2031 년
Alstom (Hornell, NY / Plattsburgh, NY / West Mifflin, PA / Kanona, NY)	M-9A	MTA LIRR / Metro-North	316 량(+옵션 242 량)	2029~2032 년
	Multilevel III	NJ TRANSIT	374 량	2026~2031 년
	Coradia Multilevel	Chicago Metra	200 량(+옵션 300 량)	2024~2029 년(지연)
	Single-level coach	CTDOT	60 량(+옵션 313 량)	2026 년~
	Citadis LRV / Trolley	SEPTA	130 량(+옵션 30 량)	2027~2030 년
	NextGen Acela / Avelia Liberty	Amtrak	28 편성	2025~2027 년
	Fleet of the Future Phase 2	BART	1,129 량 (옵션 354 량 진행 중)	~2026 년

자료: 각 사, 유진투자증권

### 현대로템 철도 수주잔고 추이



자료: 현대로템, 유진투자증권

## 현대위아 방산 부문 밸류에이션 추정

현대위아 방산 밸류에이션 추정		
매출액	4,000 억원	(1) 2025 년 매출액 약 4 천억원 추정
영업이익	400 억원	(2) OPM 10% 수준 추정
NOPAT	312 억원	(3) NOPAT 산출(법인세율 22%)
적용 Multiple CASE①	10.8x	현대로템 12MF P/E 27.3x 에 부품사 할인률 60%를 적용(방산 체계업체 대비 부품사의 TTM P/E 가 약 40% 수준에 거래되고 있다는 점을 반영) *2026 년 3 월 단월 괴리 평균
적용 Multiple CASE②	12.6x	현대로템 12MF P/E 27.3x 에 부품사 할인률 54%를 적용(방산 체계업체 대비 부품사의 TTM P/E 가 약 46% 수준에 거래되고 있다는 점을 반영) *2026 년 1 월~3 월 괴리 평균
적용 Multiple CASE③	16.8x	수출 매출 반영되기 전(내수 사업 중심) 지상방산 체계업체의 2022~2023 년 12MF P/E 평균인 16.8x 를 적용.
방산 부문 가치 CASE①	3,400 억원	- NOPAT × CASE 별 Multiple 적용 - 향후 직접 수출 진출, 방산 부문 마진 개선시 멀티플 상향 가능성 有
방산 부문 가치 CASE②	3,900 억원	
방산 부문 가치 CASE③	5,200 억원	

자료: 유진투자증권

## 현대위아 방산 부문 주요 아이템



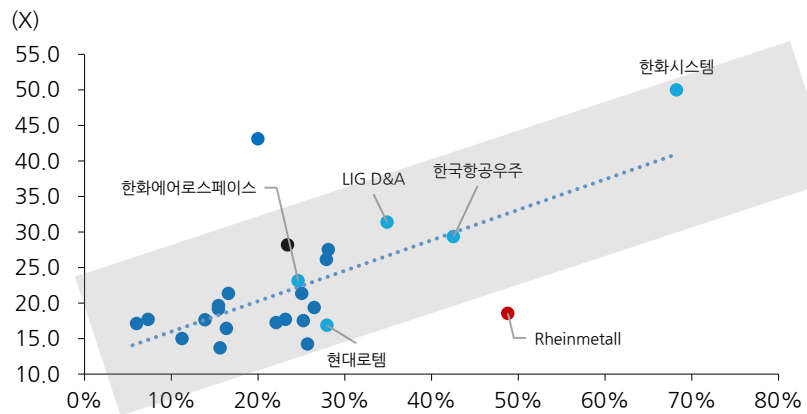
자료: 현대위아, 유진투자증권

### 현대로템 밸류에이션

구분	산정가치 (십억원)	비고
㉠ 당기순이익	1,587	28 년 순이익
㉡ Target PER(배)	22	28E 글로벌 Peer 평균값
㉢ 기업가치	34,445	㉢=㉠×㉡
㉣ 주식수(천주)	109,142	
㉤ 주당가치(원)	315,597	㉤=㉢/㉣
① 목표주가(원)	316,000	
상승여력 (%)	21%	
현재주가(원)	262,000	

자료: 유진투자증권

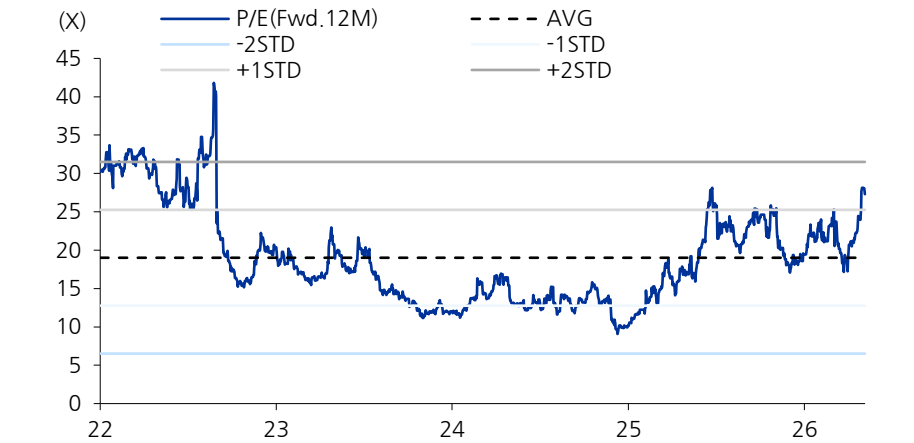
### 글로벌 방산 25~28FY OP Growth & 28FY P/E



자료: 유진투자증권

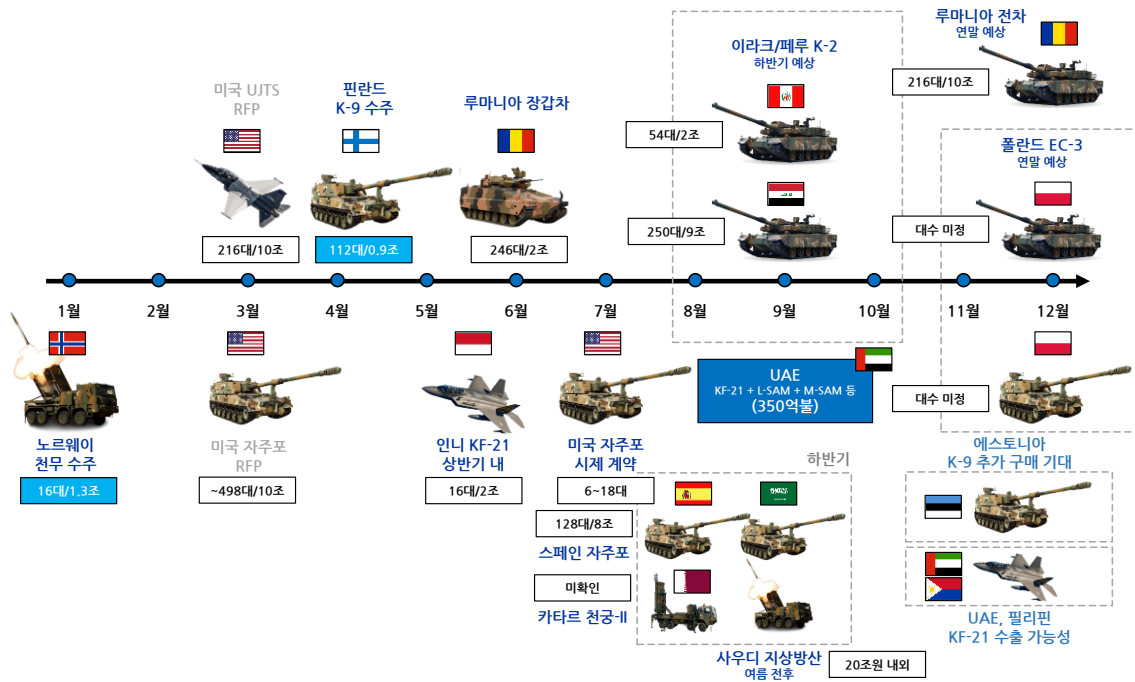


### 현대로템 12MF P/E 추이



자료: 유진투자증권

### 방산 수주 타임라인 전망



자료: 유진투자증권

## 현대로템(064350.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>자산총계</b>	5,285	9,318	7,830	9,449	10,952
유동자산	3,686	7,163	5,575	7,055	8,397
현금성자산	770	1,277	916	1,031	2,427
매출채권	965	3,438	2,225	3,335	3,273
재고자산	316	503	471	705	692
비유동자산	1,599	2,155	2,255	2,393	2,556
투자자산	203	224	233	243	252
유형자산	1,292	1,820	1,901	2,021	2,166
기타	104	111	121	130	137
<b>부채총계</b>	3,276	6,277	4,062	4,601	4,616
유동부채	3,020	5,776	3,546	4,069	4,066
매입채무	670	988	998	1,496	1,468
유동성이자부채	329	56	56	56	56
기타	2,021	4,732	2,492	2,517	2,542
비유동부채	256	500	516	533	550
비유동이자부채	22	76	76	76	76
기타	234	424	440	456	473
<b>자본총계</b>	2,009	3,041	3,768	4,847	6,336
지배지분	2,045	3,079	3,806	4,885	6,374
자본금	546	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520	520
이익잉여금	689	1,434	2,161	3,240	4,729
기타	291	579	579	579	579
비지배지분	(36)	(38)	(38)	(38)	(38)
<b>자본총계</b>	2,009	3,041	3,768	4,847	6,336
총차입금	351	132	132	132	132
순차입금	(419)	(1,145)	(783)	(899)	(2,295)

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업현금</b>	142	904	(128)	393	1,737
당기순이익	405	770	802	1,160	1,609
자산상각비	47	60	70	74	79
기타비현금성손익	235	310	4	1	(4)
운전자본증감	(541)	(120)	(1,004)	(842)	53
매출채권감소(증가)	(552)	(2,453)	1,214	(1,110)	62
재고자산감소(증가)	(153)	(196)	32	(235)	13
매입채무증가(감소)	77	316	10	498	(28)
기타	87	2,213	(2,260)	5	5
<b>투자현금</b>	233	(232)	(185)	(228)	(258)
단기투자자산감소	325	(94)	(15)	(16)	(16)
장기투자증권감소	(1)	0	(2)	(2)	(2)
설비투자	81	129	129	171	199
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(30)	(27)	(32)	(32)	(32)
<b>재무현금</b>	(300)	(237)	(65)	(65)	(98)
차입금증가	(291)	(221)	0	0	0
자본증가	(11)	(22)	(65)	(65)	(98)
배당금지급	11	22	65	65	98
<b>현금 증감</b>	76	436	(376)	100	1,380
기초현금	396	472	908	532	632
기말현금	472	908	532	632	2,012
Gross Cash flow	687	1,140	876	1,235	1,684
Gross Investment	633	259	1,174	1,054	189
<b>Free Cash Flow</b>	54	881	(298)	181	1,495

자료: 유권투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	4,377	5,839	6,429	8,535	9,971
증가율(%)	22.0	33.4	10.1	32.8	16.8
매출원가	3,548	4,447	4,990	6,529	7,299
<b>매출총이익</b>	829	1,392	1,439	2,006	2,672
판매 및 일반관리비	372	386	426	563	659
기타영업손익	46	4	10	32	17
<b>영업이익</b>	457	1,006	1,013	1,443	2,013
증가율(%)	117.4	120.3	0.7	42.4	39.5
<b>EBITDA</b>	504	1,065	1,083	1,517	2,092
증가율(%)	101.4	111.5	1.7	40.1	37.9
<b>영업외손익</b>	53	(1)	48	67	81
이자수익	28	33	40	58	71
이자비용	17	8	5	5	5
지분법손익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타영업외손익	42	(27)	14	14	14
<b>세전순이익</b>	510	1,004	1,061	1,510	2,094
증가율(%)	181.8	97.1	5.7	42.2	38.7
법인세비용	104	234	259	350	485
<b>당기순이익</b>	405	770	802	1,160	1,609
증가율(%)	158.5	90.1	4.1	44.6	38.7
지배주주지분	407	770	793	1,144	1,587
증가율(%)	152.7	89.2	2.9	44.4	38.7
비지배지분	(2)	1	9	15	21
<b>EPS(원)</b>	3,728	7,055	7,262	10,486	14,544
증가율(%)	152.7	89.2	2.9	44.4	38.7
수정EPS(원)	3,728	7,055	7,262	10,486	14,544
증가율(%)	152.7	89.2	2.9	44.4	38.7

### 주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,728	7,055	7,262	10,486	14,544
BPS	18,737	28,211	34,873	44,759	58,403
DPS	200	600	600	900	1,250
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	13.3	26.6	36.1	25.0	18.0
PBR	2.7	6.7	7.5	5.9	4.5
EV/ EBITDA	9.9	18.2	25.7	18.3	12.6
배당수익율	0.4	0.3	0.2	0.3	0.5
PCR	7.9	18.0	32.6	23.1	17.0
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	10.4	17.2	15.8	16.9	20.2
EBITDA이익율	11.5	18.2	16.8	17.8	21.0
순이익율	9.3	13.2	12.5	13.6	16.1
ROE	21.8	30.1	23.0	26.3	28.2
ROIC	26.6	45.5	32.0	32.5	39.3
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	(20.9)	(37.6)	(20.8)	(18.5)	(36.2)
유동비율	122.1	124.0	157.2	173.4	206.5
이자보상배율	27.5	127.7	192.9	288.9	437.1
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.8	0.8	0.7	1.0	1.0
매출채권회전율	6.4	2.7	2.3	3.1	3.0
재고자산회전율	15.0	14.3	13.2	14.5	14.3
매입채무회전율	5.2	7.0	6.5	6.8	6.7

### Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

### 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

