

4Q24 Preview: 순풍을 맞는 중

BUY 유지

목표주가 유지 76,000원

종가(25.01.10) 54,700원

상승여력 38.9%

Stock Data

KOSPI(01/10)	2,515.8pt
시가총액	59,701억원
액면가	5,000원
52주 최고가	67,100원
52주 최저가	25,500원
외국인지분율	28.8%
90일 일평균거래대금	1,085억원
주요주주지분율	
현대자동차 (외 4인)	33.8%
유동주식비율	66.2%

Stock Price



4Q24 컨센서스 소폭 상회 예상

현대로템의 4분기 실적은 매출액 1.3조원(+36.1% YoY), 영업이익 1,714억원(+150.6% YoY, OPM 13.0%)을 예상한다. 4분기 컨센서스(Fnguide 01/10 기준 1,600억원)는 2/3분기 폴란드의 높은 수익성으로 4분기 추정치가 크게 상향 조정된 상황이나, 당분기는 국내 사업에서 발생하는 정산 이익과 환효과로 인한 소폭 서프라이즈를 전망한다. 디펜스 솔루션은 매출액 7,674억원(+83.0% YoY), 영업이익 1,624억원(+232.7% YoY, OPM 21.2%)으로 추정된다. 언론에 따르면, 24년도 연간 인도대수 56대를 맞춘 것으로 파악되어 진행률 매출 인식에 문제가 없을 것으로 판단된다. 레일솔루션은 매출액 4,347억원(+5.7% YoY), 영업이익 45억원(-65.9% YoY, OPM 1.0%)로 외형은 이연되었던 수주 반영으로 회복이 예상되나, 연말 충당금 반영으로 낮은 수익성이 추정된다. 예코플랜트는 1,444억원(-8.9% YoY), 영업이익 45억원(-42.6% YoY, OPM 3.1%)로 전분기 대비 큰 변화가 없을 것으로 전망한다.

26년의 불확실성, 2차 계약으로 쏠리는 눈

24년말 K2 1차 계약 잔액 2.2조원 수준으로 추정되어, 해당 계약만으로 '25년 실적 Upside는 충분한 상황이다. 다만, 동사의 우려는 결국 '25년 이후의 잔고 부족이며 폴란드 2-1차 계약(180대)이 해소할 수 있는 KEY가 될 것으로 기대 중이다. 이미 많은 부분의 협상이 이루어졌으나, PGZ가 향후 CAPEX를 위한 높은 가격을 폴란드 정부에 제시하며 협상 지연의 요인이 된 것으로 알려져 있다. 다만, 내부 논의인만큼 길게 지연될 가능성은 제한적으로 판단하며, '25년 상반기중 2차 계약이 이루어질 것으로 기대한다. 2-1차 수주시 GF/PL 물량 혼합으로 GF 물량이 '26년 실적에 반영되며 시장 우려를 일부 불식시킬 것으로 전망한다. 기대했던 루마니아 수주는 정치적 불확실성으로 인해 하반기 이후 추가 진행사항이 업데이트될 전망이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	3,163	147	198	1,812	15.7	18.0	2.0	14.1	0.0
2023	3,587	210	161	1,475	18.0	10.0	1.7	10.1	0.0
2024E	4,282	466	386	3,536	15.5	10.9	2.9	20.7	0.0
2025E	5,431	635	501	4,593	11.9	7.5	2.3	21.8	0.0
2026E	6,028	718	566	5,183	10.6	6.1	1.9	20.0	0.0

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권

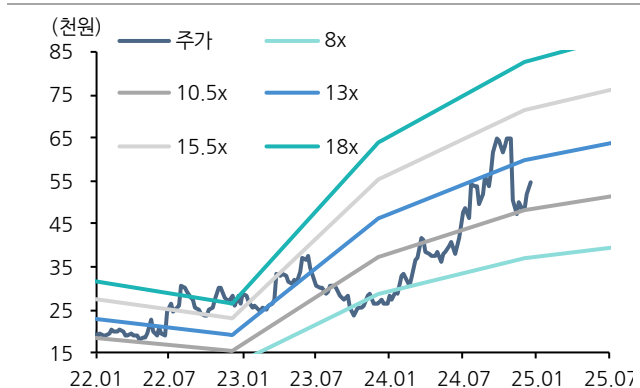
더 많은 리포트 찾아보기

표 1. 실적테이블

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
신규수주	1,614	3,231	2,400	426	1,562	1,187	1,383		7,671	3,947		
레이솔루션	980	2,119	2,112	61	1,429	783	899		5,273	2,584		
디펜스솔루션	381	928	2	320	3	264	171		1,631	2,501		
에코플랜트	252	184	286	45	130	140	314		767	750		
매출액	684	987	927	989	748	1,095	1,094	1,346	3,587	4,282	5,431	6,028
레이솔루션	369	392	381	411	276	391	408	434	1,554	1,487	1,658	1,884
디펜스솔루션	260	484	414	419	318	565	585	767	1,578	2,200	3,175	3,486
에코플랜트	55	110	132	158	153	139	101	144	456	584	598	657
영업이익	32	67	41	70	45	113	137	171	210	466	635	718
레이솔루션	6	4	3	13	-2	0	15	4	26	17	39	76
디펜스솔루션	19	61	30	49	45	109	119	162	159	436	580	621
에코플랜트	6	2	9	8	2	3	3	5	25	13	16	20
영업이익률 (%)	4.7	6.8	4.4	7.1	6.0	10.3	12.6	12.7	5.9	10.9	11.7	11.9
레이솔루션	1.7	1.1	0.7	3.2	-0.9	0.0	3.7	1.0	1.7	1.2	2.4	4.1
디펜스솔루션	7.4	12.7	7.1	11.6	14.2	19.4	20.4	21.2	10.1	19.8	18.3	17.8
에코플랜트	11.4	1.4	6.8	4.9	1.2	2.4	3.1	3.1	5.4	2.2	2.7	3.1
세전이익	17	56	43	65	54	131	133	161	181	480	647	735
지배주주순이익	19	54	41	47	56	101	104	124	161	386	501	566
지배주주순이익률(%)	2.8	5.5	4.4	4.7	7.5	9.3	9.5	9.2	4.5	9.0	9.2	9.4
YoY												
매출액	1.0	25.6	18.5	7.8	9.3	10.9	18.0	36.1	13.4	19.4	26.8	11.0
레이솔루션	-14.8	-19.7	-17.7	4.3	-25.1	-0.3	7.3	5.7	-12.7	-4.3	11.5	13.7
디펜스솔루션	42.5	112.8	101.3	-5.4	22.3	16.5	41.2	83.0	49.0	39.4	44.3	9.8
에코플랜트	-10.6	58.9	15.4	98.3	177.7	26.1	-23.9	-8.9	40.1	28.2	2.4	9.8
영업이익	35.5	113.9	29.2	15.0	40.0	67.7	234.3	145.6	42.4	122.0	36.3	12.9
세전이익	17.2	92.0	16.5	176.6	221.4	133.4	212.1	148.1	74.1	165.5	34.7	13.6
지배주주순이익	31.3	103.4	25.0	-62.1	197.7	87.5	153.0	164.7	-18.6	139.7	29.9	12.9

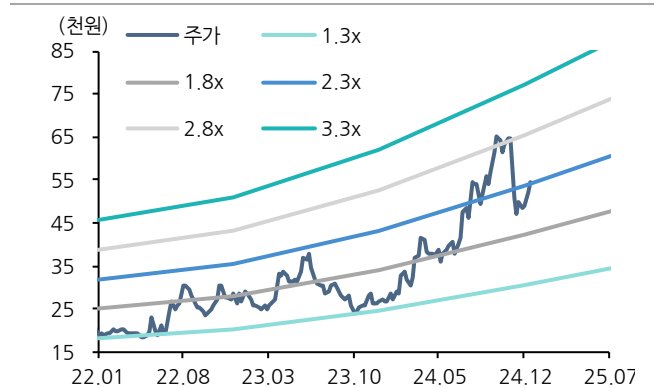
자료: 현대로템, 상상인증권

그림 1. Forward 12MP/E 밴드 차트



자료: Quantwise, 상상인증권

그림 2. Forward 12MP/B 밴드 차트



자료: Quantwise, 상상인증권

표 2. 현대로템 컨센서스 비교

(단위 : 십억원)	상상인증권			컨센서스			차이(%)		
	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	1,346.2	4,282.0	5,430.6	1,301.5	4,240.8	5,544.0	3.4	1.0	-2.0
영업이익	171.4	466.3	635.5	160.0	452.7	654.8	7.2	3.0	-3.0
세전이익	161.1	480.1	646.8	160.6	461.9	665.7	0.3	3.9	-2.8
지배주주순이익	124.2	385.9	501.3	127.4	377.1	535.7	-2.5	2.3	-6.4
영업이익률 (%)	12.7	10.9	11.7	12.3	10.7	11.8	0.4p	0.2p	-0.1p
세전이익률 (%)	12.0	11.2	11.9	12.3	10.9	12.0	-0.4p	0.3p	-0.1p
지배주주순이익률 (%)	9.2	9.0	9.2	9.8	8.9	9.7	-0.6p	0.1p	-0.4p

자료: Fnguide, 상상인증권

표 3. 현대로템 실적 변경 내역

(단위 : 십억원)	4Q24E			2024E			2025E		
	변경 전	변경 후	변경률(%)	변경 전	변경 후	변경률(%)	변경 전	변경 후	변경률(%)
매출액	1,374.7	1,346.2	-2.1	4,310.6	4,282.0	-0.7	5,038.0	5,430.6	7.8
영업이익	168.2	171.4	1.9	463.1	466.3	0.7	589.8	635.5	7.7
세전이익	160.0	161.1	0.7	479.1	480.1	0.2	611.9	646.8	5.7
지배주주순이익	123.5	124.2	0.6	385.3	385.9	0.2	479.6	501.3	4.5
영업이익률	12.2	12.7	0.5p	10.7	10.9	0.1p	11.7	11.7	0p
세전이익률	11.6	12.0	0.3p	11.1	11.2	0.1p	12.1	11.9	-0.2p
지배주주순이익률	9.0	9.2	0.2p	8.9	9.0	0.1p	9.5	9.2	-0.3p

자료: Fnguide, 상상인증권

표 4. Valuation Table

항목명	단위	비 고
Cost of Equity	%	8.00 (a): (b) + [Market Risk Premium] X (C). 시장위험 프리미엄 6.11%
무위험수익률	%	2.82 (b): 1년만기 통안채 수익률 3개월 평균
베타	배	0.85 (C): KOSPI 대비 52주 조정 베타
ROE	%	19.69 (d): 36M FWD ROE
영구성장률	%	2.83 (e): 30년만기 국고채 수익률 3개월 평균
적정 PBR	X	3.26 (f): [(d)-(e)] / [(a)-(e)]
적용 BPS	원	23,763 (g): 12M FWD BPS
주당 가치	원	77,381 (h): (f) X (g)
목표주가	원	76,000
현재주가	원	54,700 2025년 01월 10일 종가
상승여력	%	38.9

자료: , 상상인증권

표 5. (참고) 25년 실적 기준, 상대평가 Valuation

항목명	단위	비 고
P/E Valuation		
적용 EPS	원	4,593 (a): 2025년 예상 EPS
Target PER	배	17.4 (b): 글로벌 PEER 그룹 25E P/E (방산 PEER 18.3x, 레일 13.8x)
주당 가치	원	79,895 (c) : (a) X (b)
상승여력	%	46.1
P/B Valuation		
적용 BPS	원	23,331 (a): 2025년 예상 BPS
Target PBR	배	2.9 (b): 글로벌 PEER 그룹 25E P/B (방산 PEER 3.8x, 레일 1.8x)
주당 가치	원	67,605 (c) : (a) X (b)
상승여력	%	23.6
EV/EBITDA Valuation		
적용 EBITDA	십억원	684 (a): 2025년 예상 EBITDA
Target EV/EBITDA	배	11.8 (b): 글로벌 PEER 그룹 12MF EV/EBITDA (방산 PEER 12.4x, 레일 7.2x)
적정 EV	십억원	8,069 (c) : (a) X (b)
순차입금	십억원	-817 (d) : 2025년 예상 순차입금
적정 시가총액	십억원	8,887 (e) : (c) - (d)
발행주식총수	천주	109,142 (f) : 3Q24 기준 주식발행 총수
주당가치	원	81,424 (g) : (e) / (f)
상승여력	%	48.9

자료: 상상인증권

주석: Target Valuation 산정은 방산 EPER 70%, 레일 PEER 30%

표 7. PEER TABLE ('25.01.10)

(단위: 백만달러)		현대로템	한화에어로스페이스	제너럴다이나믹스	라인메탈	BAE SYSTEMS	*CONSTRUCT Y AUX	*STADLER RAIL
		한국	한국	미국	독일	영국	스페인	스위스
시가총액 (백만 USD)		4,049	11,702	71,321	29,007	43,858	1,236	2,203
현재주가 (현지화)		54,700	378,500	259	650	1,192	35	20
매출액	2023	2,747.0	7,166.6	42,272.0	7,761.1	31,451.1	4,137.2	4,018.0
	2024E	2,931.8	7,135.0	47,613.1	10,563.3	35,346.0	4,383.3	3,778.8
	2025E	3,809.0	7,995.7	50,311.2	13,361.5	37,883.0	4,668.5	4,275.3
매출액 증가율 (%)	2023	11.9	41.2	7.3	15.0	9.4	24.1	2.2
	2024E	6.7	-0.4	12.6	36.1	12.4	5.9	-6.0
	2025E	29.9	12.1	5.7	26.5	7.2	6.5	13.1
영업이익	2023	160.8	529.2	4,245.0	970.1	3,336.2	193.4	204.1
	2024E	308.7	917.8	4,866.3	1,493.4	3,699.7	221.2	122.8
	2025E	457.2	1,082.7	5,494.7	2,079.1	4,073.5	259.7	218.5
영업 이익률 (%)	2023	5.9	7.4	10.0	12.5	10.6	4.7	5.1
	2024E	10.5	12.9	10.2	14.1	10.5	5.0	3.3
	2025E	12.0	13.5	10.9	15.6	10.8	5.6	5.1
EBITDA	2023	191.4	788.9	4,853.0	1,931.6	4,315.1	309.0	328.7
	2024E	349.8	1,156.0	5,750.4	1,908.2	4,673.7	335.6	263.1
	2025E	504.6	1,351.3	6,417.3	2,555.0	5,069.3	371.2	365.5
EBITDA Margin (%)	2023	7.0	11.0	11.5	24.9	13.7	7.5	8.2
	2024E	11.9	16.2	12.1	18.1	13.2	7.7	7.0
	2025E	13.2	16.9	12.8	19.1	13.4	8.0	8.6
당기 순이익	2023	123.3	626.0	3,315.0	578.6	2,413.2	96.4	138.4
	2024E	266.5	494.3	3,818.3	915.8	2,478.6	111.8	94.4
	2025E	370.2	694.8	4,325.5	1,337.0	2,691.2	138.4	163.7
당기순 이익률 (%)	2023	4.5	8.7	7.8	7.5	7.7	2.3	3.4
	2024E	9.1	6.9	8.0	8.7	7.0	2.5	2.5
	2025E	9.7	8.7	8.6	10.0	7.1	3.0	3.8
P/E (배)	2023	18.0	7.2	21.2	21.3	17.7	12.1	23.6
	2024E	15.8	25.0	18.9	30.8	17.8	11.1	27.6
	2025E	11.2	17.4	16.3	21.7	15.7	9.0	15.4
P/B (배)	2023	1.7	1.7	3.3	3.7	3.1	1.3	3.7
	2024E	2.9	4.4	3.1	7.2	3.2	1.3	2.5
	2025E	2.3	3.6	2.9	5.8	2.9	1.2	2.3
EV/ EBITDA (배)	2023	9.9	9.4	14.8	11.1	11.0	5.4	9.0
	2024E	10.3	13.0	13.6	16.3	11.0	4.8	9.4
	2025E	6.5	10.8	12.0	12.2	10.1	4.2	7.5
ROE (%)	2023	9.1	27.9	17.3	19.5	16.2	10.9	15.9
	2024E	20.3	19.7	17.3	25.2	18.3	12.2	9.0
	2025E	23.3	22.8	18.8	29.5	18.9	13.9	15.1

자료: Bloomberg, 상상인증권

주석: *기업은 철도업 영위

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	3,318.6	3,690.2	3,297.9	3,673.7	4,291.1
현금 및 현금성자산	506.0	396.1	463.0	835.9	1,286.6
매출채권	308.6	405.1	492.9	450.4	501.2
재고자산	235.5	268.7	356.7	326.0	362.7
비유동자산	1,505.3	1,551.3	1,559.6	1,623.9	1,693.5
관계기업투자등	40.1	46.7	48.4	50.4	52.4
유형자산	1,200.3	1,234.4	1,262.5	1,313.7	1,374.3
무형자산	78.6	92.1	99.1	104.1	104.9
자산총계	4,823.9	5,241.5	4,857.5	5,297.6	5,984.6
유동부채	2,572.7	3,204.7	2,646.1	2,587.1	2,701.1
매입채무	505.4	1,012.1	902.7	824.9	917.9
단기금융부채	702.9	338.6	297.1	257.1	217.1
비유동부채	759.7	389.8	201.0	199.0	206.2
장기금융부채	453.3	256.4	10.9	1.9	1.9
부채총계	3,332.4	3,594.5	2,847.1	2,786.0	2,907.3
지배주주지분	1,520.3	1,679.9	2,045.1	2,546.4	3,112.1
자본금	545.7	545.7	545.7	545.7	545.7
자본잉여금	519.8	519.8	519.8	519.8	519.8
이익잉여금	167.7	317.2	692.5	1,193.8	1,759.5
비지배주주지분	-28.9	-32.9	-34.8	-34.8	-34.8
자본총계	1,491.5	1,647.0	2,010.3	2,511.6	3,077.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,163.3	3,587.4	4,282.0	5,430.6	6,027.6
매출원가	2,797.9	3,123.0	3,489.6	4,411.5	4,885.1
매출총이익	365.4	464.4	792.4	1,019.1	1,142.5
판매비와 관리비	217.9	254.4	326.1	383.6	424.8
영업이익	147.5	210.0	466.3	635.5	717.7
EBITDA	185.8	250.0	511.9	684.1	768.3
금융손익	-32.1	0.5	10.8	5.5	8.9
관계기업등 투자손익	-0.1	0.6	-0.1	-0.2	-0.2
기타영업외손익	-11.3	-30.3	3.2	6.0	8.3
세전계속사업이익	103.9	180.8	480.1	646.8	734.7
계속사업법인세비용	-90.7	24.1	96.2	147.5	171.2
당기순이익	194.5	156.8	383.9	499.4	563.5
지배주주순이익	197.8	161.0	385.9	501.3	565.7
매출총이익률 (%)	11.6	12.9	18.5	18.8	19.0
영업이익률 (%)	4.7	5.9	10.9	11.7	11.9
EBITDA 마진률 (%)	5.9	7.0	12.0	12.6	12.7
세전이익률 (%)	3.3	5.0	11.2	11.9	12.2
지배주주순이익률 (%)	6.3	4.5	9.0	9.2	9.4
ROA (%)	4.4	3.2	7.6	9.9	10.0
ROE (%)	14.1	10.1	20.7	21.8	20.0
ROIC (%)	5.6	12.6	27.0	30.5	32.9

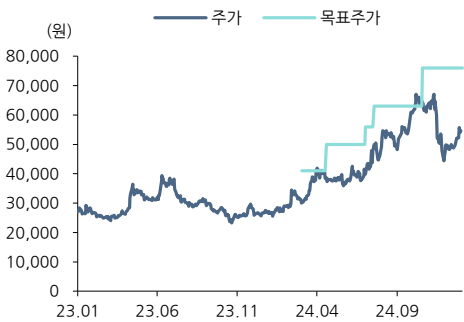
현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	716.2	734.2	53.8	544.3	620.9
당기순이익(손실)	194.5	156.8	383.9	499.4	563.5
현금수익비용가감	59.2	155.8	-376.1	57.6	60.2
유형자산감가상각비	25.5	27.4	31.4	33.8	35.5
무형자산상각비	12.8	12.5	14.3	14.8	15.2
기타현금수익비용	20.9	41.6	-421.9	9.0	9.6
운전자본 증감	497.4	437.4	45.9	-12.7	-2.8
매출채권의 감소(증가)	-48.8	-93.4	-91.0	42.5	-50.8
재고자산의 감소(증가)	167.5	130.8	-193.0	30.7	-36.7
매입채무의 증가(감소)	42.2	212.1	223.8	-77.8	92.9
기타영업현금흐름	336.4	187.8	106.1	-8.1	-8.3
투자활동 현금흐름	-429.0	-270.4	325.9	-122.5	-130.2
유형자산 취득(취득)	-31.4	-54.3	-56.1	-85.0	-96.0
무형자산 감소(증가)	-15.2	-26.1	-25.1	-19.9	-15.9
투자자산 감소(증가)	-386.9	-201.5	378.5	-11.5	-12.0
기타투자활동	4.4	11.5	28.6	-6.1	-6.3
재무활동 현금흐름	-97.1	-576.3	-312.7	-49.0	-40.0
차입금의 증가(감소)	-97.1	-579.9	-312.7	-49.0	-40.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	3.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	186.3	-109.9	66.9	372.9	450.7
기초현금	319.7	506.0	396.1	463.0	835.9
기말현금	506.0	396.1	463.0	835.9	1,286.6

주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (배)					
P/E	15.7	18.0	15.5	11.9	10.6
P/B	2.0	1.7	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	18.0	10.0	10.9	7.5	6.1
P/S	1.0	0.8	1.4	1.1	1.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액 증가율	10.1	13.4	19.4	26.8	11.0
영업이익 증가율	83.9	42.4	122.0	36.3	12.9
세전이익 증가율	194.4	74.1	165.5	34.7	13.6
지배주주순이익 증가율	197.4	-18.6	139.7	29.9	12.9
EPS 증가율	197.4	-18.6	139.7	29.9	12.9
안정성 (%)					
부채비율	223.4	218.2	141.6	110.9	94.5
유동비율	129.0	115.1	124.6	142.0	158.9
순차입금/자기자본	16.5	-25.1	-19.2	-32.5	-42.8
영업이익/금융비용	3.6	7.3	28.5	57.5	85.5
총차입금 (십억원)	1,156.2	594.9	308.1	259.1	219.1
순차입금 (십억원)	245.4	-413.4	-386.1	-817.3	-1,317.8
주당지표 (원)					
EPS	1,812	1,475	3,536	4,593	5,183
BPS	13,930	15,391	18,738	23,331	28,514
SPS	28,984	32,869	39,234	49,757	55,227
DPS	0	0	0	0	0

현대로템 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-03-12	Buy	41,000	1년	-10.9	2.1
2024-04-29	Buy	50,000	1년	-22.9	-14.8
2024-07-12	Buy	56,000	1년	-21.7	-14.4
2024-07-28	Buy	63,000	1년	-13.1	6.5
2024-10-29	Buy	76,000	1년	-27.1	-11.7
2025-01-13	Buy	76,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김광식)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	50.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	95.8%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	33.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.2%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		