

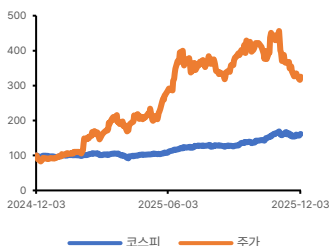
현대로템 (064350)

2025. 12.03

Rating

투자의견	STRONG BUY
목표주가	468,600원
현재주가 (12/3)	174,600원
상승여력	168.40%

Price Trend



B/S Data

자산 총계('24년)	52,853억원
부채 총계('24년)	32,763억원
자본 총계('24년)	20,090억원

Earning data

PER (작성기준)	27.51배
EPS (작성기준)	6,346원
시가총액	19조 562억

뽕야뽕야

이선웅
정진혁
이유민

바퀴 달린 차들의 유쾌한 반란

K2, 대륙을 조준하다

지금까지 동사의 디펜스솔루션 부문의 매출은 내수 중심이었으나, 이제는 본격적인 **해외 진출 구간에 진입**하였다. 유럽의 경우 전쟁 지원으로 인한 무기 공백을 메우기 위해 빠른 납기가 최우선 순위이며, 동사는 이를 충족시킬 수 있는 대안으로 부상했다. 반면, 중동은 사막 기후 등 시장 특성에 맞는 장비를 준비하여 공략하였다. 폴란드 수출로 증명된 **수출 포트폴리오 다변화가 구조적인 이익률 개선으로 이어질 것**이 기대된다.

고속열차로 고속 성장을

새롭게 개통되는 고속철도에는 새 열차가 필요하며, 이에 따라 **신규 노선 투입용 철도 수주가 본격화**되며 안정적인 수주 잔고를 확보하고 있다. 고속철도는 기술 장벽이 높고 일반 전차와 달리 고마진의 구조이다. 이를 통해 이익의 질적 성장을 확보할 수 있다. 고속철도 노선 이외에도 **GTX 사업도 본격적으로 추진**되고 있다. 현재 동사는 GTX-A노선용 전동차 납품을 완료하였고, B노선과 C노선용 전동차 수주를 확보하였다. 향후 예정 되어있는 GTX 노선 연장을 위한 추가 수주에도 대응 여력은 충분하다.

수주잔고, 공간은 이미 꽉찼다

폴란드 2차 계약을 포함해 루마니아·이라크·페루 등 **해외 방산 파이프라인만 약 30조 원에 육박**한다. 여기에 **4조 원 규모의 KTX-1 노후 차량 교체 수요와 GTX 신규 노선 수주**가 더해져 레일솔루션 부문 역시 호황을 맞이했다. 수주 잔고에 대응하기 위해 **전차 생산 능력을 2배로 확장**하고 있으며, 주요 협력사 또한 증설을 진행 중이다. 이제는 생산을 통한 본격적인 실적 성장을 기대할 시점이다.

Contents

I. 산업 분석

II. 기업 분석

III. 투자포인트

① K2에게 무수한 악수의 요청이

② 철마는 달리고 싶다

IV. 리스크 분석

V. Valuation

VI. Appendix

I. 산업분석

1) 방위산업

1-1. 방위산업 특징

나라는 지켜야지

방위산업은 국가 방위를 목적으로 무기를 생산하는 산업이기에, 다른 산업에 비해 **보안이 중요하며 진입장벽이 높다**는 특징을 가진다. 국가에 무기를 납품하기 때문에 **정부의 국방비 예산 편성이 매우 중요하고, 국가 단위의 판매가 핵심**이다.

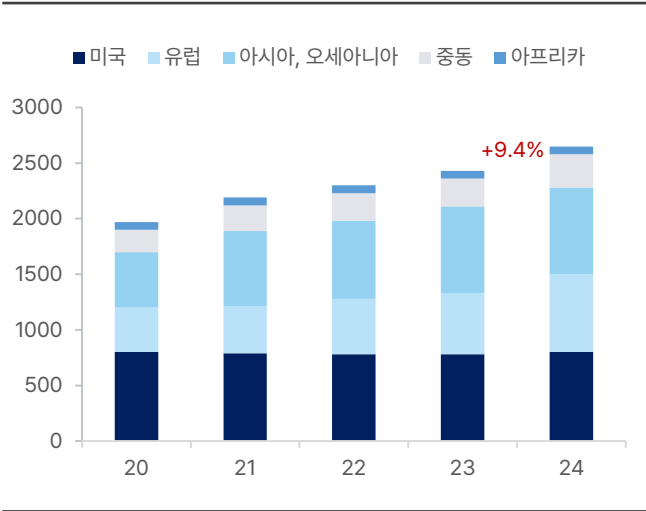
전 세계적으로 대부분의 국가는 GDP의 2~3% 상당을 국방 예산에 투자하고 있으며, 국가 안보의 중요성으로 인해 경기 변동에 비교적 덜 민감하게 **일정 수준 이상의 규모를 유지**하고 있다.

1-2. 세계 전쟁 위기감 고조

불안하면 돈 더 쓰기

2022년 러-우 전쟁과 2023년 이-팔전쟁을 거치며, 국가간 충돌에 대한 경각심이 높아지고 있다. 특히 국경 인접국인 동유럽 국가들의 불안감은 매우 커지고 있다. 이로 인해, 글로벌 군사비가 최근에 가파르게 오르면서 평화의 시대가 끝나고 국가 간 각자도생 분위기가 지속되고 있다. SIPRI에 따르면 지난해 전 세계 군사비 지출은 전년 대비 9.4%, 10년 사이 37% 증가한 수치인 3,900조 원에 달한다.

[그림 1] 급증하는 글로벌 군사비 지출



자료 : 스톡홀름국제평화연구소(SIPRI), VIOS

단위 : 10억 달러

[그림 2] 러-우 전쟁 인접 국가



자료 : 언론종합, VIOS

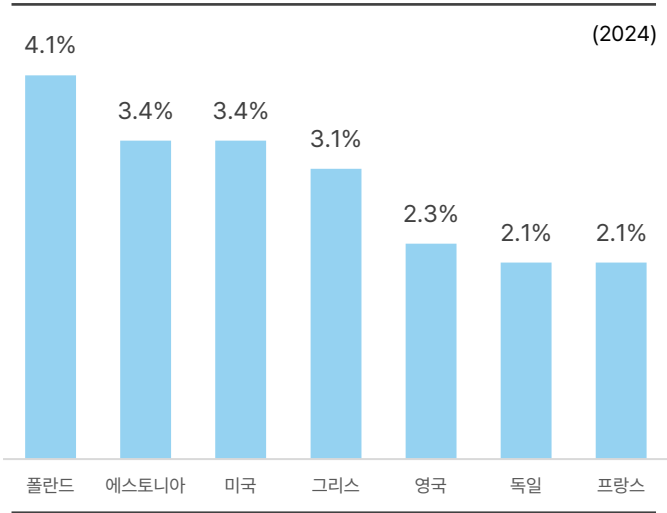
1-3. 유럽의 방위비 증가

유럽 국방비 더 내라

NATO(나토) 내 유럽의 방위비 분담금을 증가시키겠다는 트럼프의 정책에 따라, 나토는 **2035년까지 국방비를 GDP대비 5%까지 증액하기로 최종 합의**하였다. 또한, 유럽은 전쟁의 긴장감이 매우 큰 상태이다. 러-우 전쟁이 끝나도 러시아의 무기가 다시 총당 된다면 재침공이 인근 국가로 퍼질 것이라는 추측 때문이다.

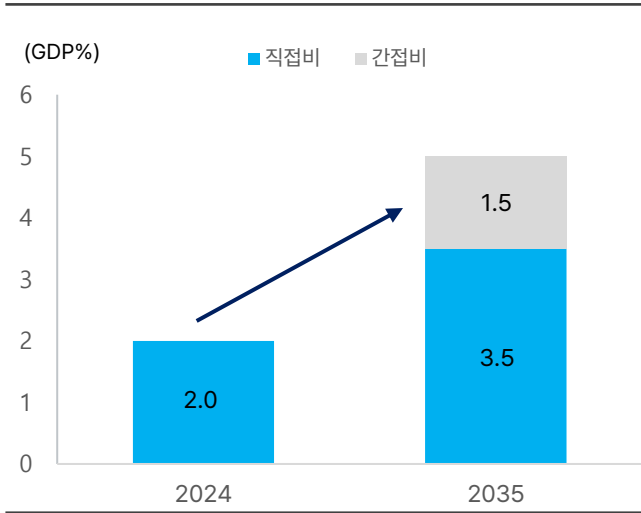
이처럼 미국의 압박과 전쟁 위협 등으로 유럽연합(EU)은 올해 국방비에 사상 최대 규모인 약 620조원을 지출할 전망이다. 이는 지난해 국방비 지출보다 약 11.7% 늘어난 수치이다.

[그림 3] NATO주요 회원국 GDP대비 국방비 지출



자료 : NATO, VIOS

[그림 4] NATO의 새로운 목표치, GDP 2% → 5%



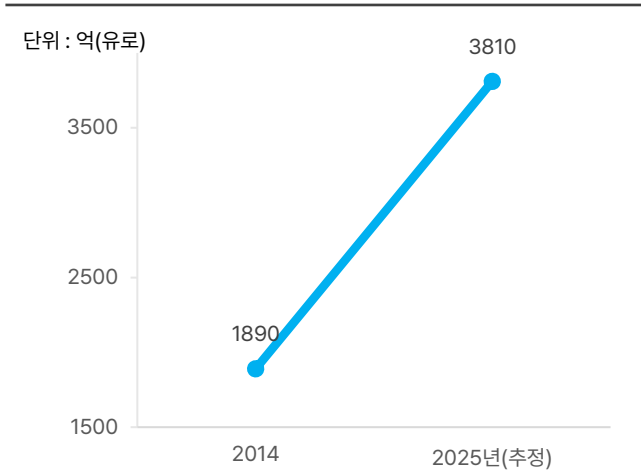
자료 : 유럽방위청(EDA), VIOS

[그림 5] 러시아 재침공 시기 예측

기관	내용
영국 국방참모청장	22년 초 수준 재건하는데 5년, 약점 보완에 추가 5년 소요
노르웨이 국방참모청장	러시아 재래식 공격 수행 능력 재건까지 2-3년
독일 싱크탱크	러시아군 재보충까지 6-10년 소요
에스토니아 정보국	10년 이내 러시아 위협 직면하게 될 것
덴마크 정보국	전쟁 후 6개월 이내 국경 국지전, 2년 이내 발트해, 5년 이내 유럽 전쟁 가능

자료 : 산업자료, VIOS

[그림 6] 유럽연합(EU) 국방비 지출 추이



자료 : 유럽방위청(EDA), VIOS

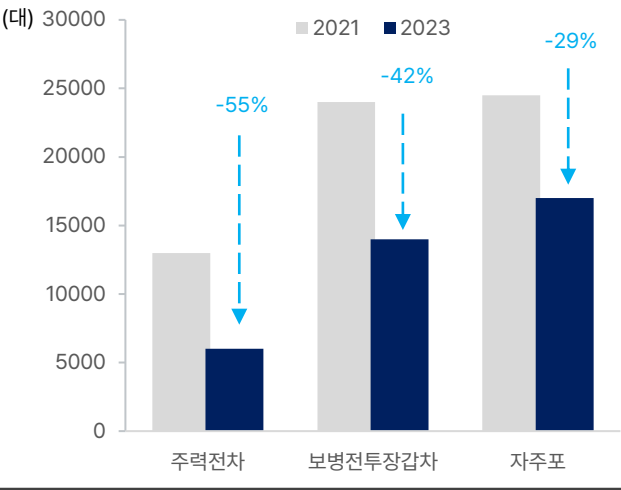
1-4. EU는 무기가 필요해!

SIPRI에 따르면, 2020-2024 러시아의 무기 수출은 64% 급락하였다. 방산 수출 시장의 큰 손이었던 러시아가 러-우 전쟁을 거치면서 무기수가 급격히 감소했기에, 무기를 수출한 여력이 없어진 것으로 판단된다.

무기 빨리 주세요

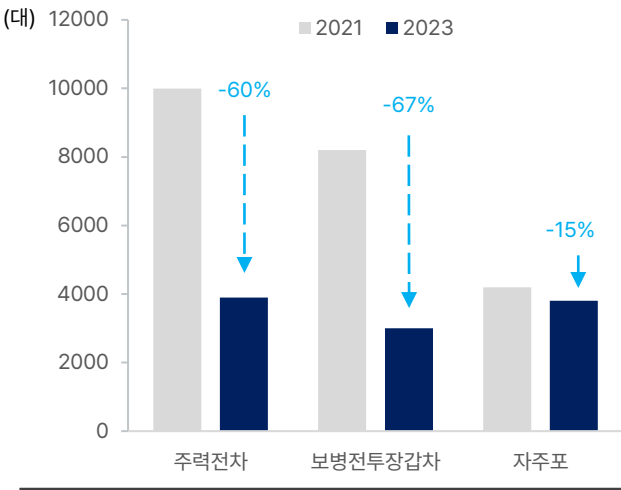
이는 우크라이나에게 무기를 지원해 준 폴란드/루마니아와 같은 러시아의 인근 국가들도 마찬가지이다. 즉, 유럽은 새로운 무기의 구축이 빠르게 필요한 상황이기에 **납기가 빠른 무기의 선호**로 이어진다.

[그림 7] 러시아 무기 수 변화(전쟁 전/후)



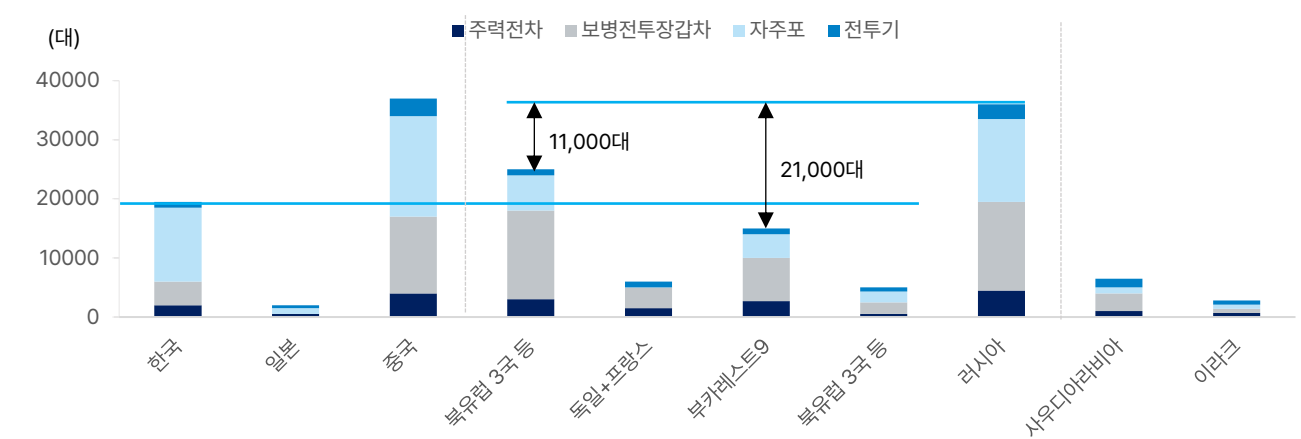
자료 : 산업자료, VIOS

[그림 8] 러시아 재고 보관 무기 수 변화(전쟁 전/후)



자료 : 산업자료, VIOS

[그림 9] 주요 국가 무기 보유량 비교



자료 : 산업자료, VIOS

1-5. 중동의 값싼 무기에 대한 수요

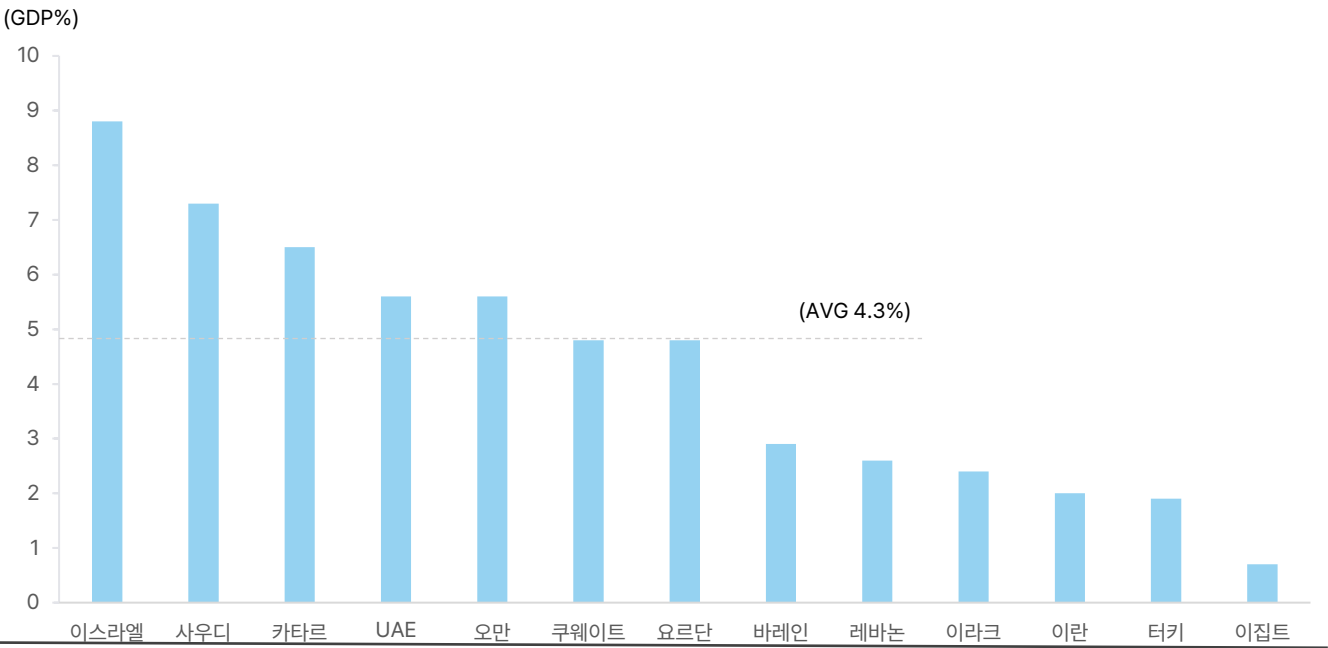
미국이 떠나면..

이-팔 전쟁의 장기화로 중동 국가들의 불안감이 커지고 있다. 또한, 중동의 일부 국가인 이라크, 시리아 등은 2026년까지 순차적으로 미군이 철수할 것을 합의하면서 중동 국가들은 안보 공백에 대한 우려가 지속될 수 밖에 없는 상황이다.

미국 무기는 너무 비싸

SIPRI에 따르면, **중동 지역은 GDP대비 방위비 비중이 4.3% 대를 상회하고 있으며, 전 세계 무기 수입량의 약 30%를 차지한다.** 이 중 **미국산 무기의 점유율은 52%**이나, 고가의 미국산 무기를 매번 사용하기에는 쉽지 않다는 지적이 제기된다. 높은 단가에 대한 재정적 부담이 가중됨에 따라, 미국산 무기의 성능을 보완 하면서도 비용 효율성을 갖춘 대안의 필요성이 확산되고 있다.

[그림 10] 중동 국방예상(GDP%)



자료 : SIPRI, VIOS

2) 철도차량산업

2-1. 국내 철도

2-1-1. 국내 철도 산업

철도 짚아주세요

국내 철도 차량 산업은 5년 마다 발표되는 국가철도망 구축 계획의 영향을 크게 받는다. 국가철도망 구축 계획에서는 다수의 신규 노선들이 발표되는데, 신규노선은 크게 **선로용량 포화를 해소하기 위한 목적과 철도 소외지역을 해소하기 위한 목적**으로 나뉜다. 신규 노선 구축 계획이 발표되면 해당 노선 영업에 필요한 열차를 발주하게 된다.

기차도 은퇴를 한다

여기에 기존 도입되어 운용하던 차량들의 운용연한이 만료됨에 따라 이를 대체하기 위해 발생하는 수요도 존재한다. 대표적인 예시로는 새마을호의 운용연한 만료로 인해 새마을호가 ITX-새마을 으로 대체된 사례가 있다.

2-1-2. 고속철도차량

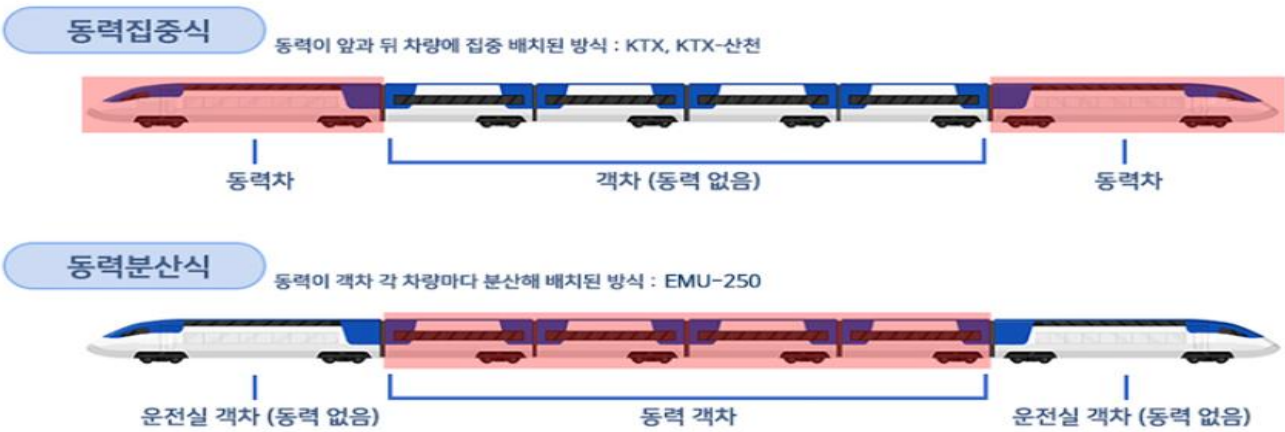
동력집중식 vs 동력분산식

고속철도 차량은 구동 방식에 따라 동력집중식과 동력분산식으로 구분된다. 동력집중식은 동력 장치를 열차의 앞,뒤 그리고 특정 동력차에 집중시켜 차량을 끄는 방식인 반면, **동력분산식은 각 객차 하부에 동력원을 분산 배치하여 모든 객차가 자체 추진력을 갖는 방식**이다.

동력분산식이 대세

역 간 거리가 짧고, 곡선 구간이 많은 국내 철도 환경에서는 동력분산식이 새로운 표준으로 자리 잡고 있는 추세이다. 고른 무게 방식을 통해 가·감속 성능을 극대화하여 잦은 정차에도 운행 시간을 단축할 수 있기 때문이다. 덧붙여, 별도의 동력차 공간을 객실로 전환하여 수송 효율성을 대폭 높일 수 있기에 한국 지형에 적합한 구동 방식으로 주목받고 있다.

[그림 13] 동력집중식과 동력분산식의 차이



자료 : 동사 IR

II. 기업 분석

2-1. 기업 소개

바퀴 달린 게 핵심

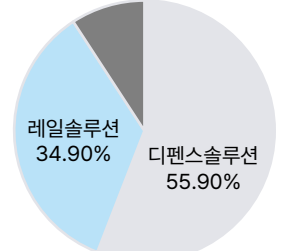
현대로템은 디펜스솔루션, 레일솔루션, 에코플랜트의 3가지 핵심 사업 부문을 영위하는 중공업 기업이다. 동사의 매출 구성(3H 25)은 **디펜스솔루션 55.90%, 레일솔루션 34.90%, 에코플랜트 9.20%**으로 구성된다. 이처럼 동사의 사업 구조는 높은 매출 비중을 차지하는 **디펜스솔루션과 레일솔루션, 두 핵심 축으로 구성되어 있다.**

[그림 14] 현대로템 주요 사업 및 제품

사업 부문	품목	핵심 제품
디펜스솔루션	방산 물자	K2 전차, 차륜형 장갑차(K806-K808)
레일솔루션	전동차	고속열차(KTX 시리즈), 도시철도용 전동차
에코플랜트	자동차 생산설비, 제철설비 스마트 물류 솔루션, 수소 인프라 설비	프레스 설비, 에코 제철 설비 수소 출하센터, 스마트 물류 자동화 시스템

자료 : DART, VIOS

[그림 15] 동사 매출 구성



자료 : DART, VIOS

2-1-1. 디펜스솔루션

지상 무기의 중심

디펜스솔루션 부문은 **K2전차, 차륜형장갑차** 등 방산물자를 공급하며, 국내 지상 무기 체계 전반을 담당하는 핵심 사업 영역이다. 최근에는 폴란드 등 해외로 수출을 진행중이다.

기술 국산화로 빠른 납기

K2 전차는 120mm 활강포와 자동장전 시스템을 기반으로 높은 기동성과 화력을 갖춘 무기체계이다. 복합장갑, 사격통제장치 등 **핵심 기술을 국산화하여, 안정적인 공급망을 바탕으로 빠른 납품이 이루어지고 있다.** 2014년 육군 배치 후 지속 개량되었으며, 2022년 폴란드 대규모 수출을 계기로 글로벌 경쟁력을 갖춘 무기로 평가되고 있다.

[그림 16] K2 전차



자료 : 동사, VIOS

[그림 17] 폴란드형 K2 전차



자료 : 언론종합, VIOS

[그림 18] K2 제원

구분	제원
주무장	120mm 55구경장 활강포
부무장	12.7mm K6기관총 7.62mm 동축 기관총
엔진 출력	1500마력(hp)
최대 속도	포장 : 70km/h 비표장 : 50km/h

자료 : 동사, VIOS

보병 수송의 핵심, 차륜형 장갑차

차륜형 장갑차는 보병을 안전하게 수송하고, 전장에서의 높은 기동성과 전략적 유연성을 확보하는 데에 목적이 있다. 동사의 대표 모델은 K806과 K808로 나눌 수 있는데, 차량의 중량, 목적, 구동 방식에 차이가 있다.

[그림 19] 차륜형장갑차 K806 VS K808

	K806	K808
중량	16톤 이하	20톤 이하
목적	후방지역 기동타격	전방지역 신속 전개
구동 방식	6 X 6 - 6륜 구동	8 X 8 - 8륜 구동

자료 : 동사 IR, VIOS

[그림 20] K806



자료 : 동사, VIOS

[그림 21] K808



자료 : 동사, VIOS

2-1-2. 레일솔루션

철도차량의 선두주자

레일솔루션 부문은 국내외 고속열차, 전동차, 경전철, 디젤동차, 기관차 등 다양한 차종의 철도차량을 공급해오고 있다. 동사의 주력 제품은 **고속열차**와 **전동차**이다.

[그림 22] KTX의 변천

	KTX	KTX-산천	KTX-이음	KTX-청룡
사진				
운행 시작	2004년	2010년	2021년	2024년
동력 유형	동력집중식		동력분산식	
최고 영업 속도	305km/h		260km/h	320km/h
복합 운행 여부	X	O (2대의 열차를 연결한 상태로 운행 가능)		

자료 : 동사 IR, VIOS

국산화 → 완전 국산화

초기 KTX는 **프랑스 TGV 기반의 일부 기술 이전**으로 생산된 국산화 모델이었으나, 이후 기술 내재화를 지속하며 KTX-이음과 KTX-청룡은 핵심 시스템까지 국내 기수로 개발된 **완전 국산화 고속열차**로 평가된다.

고속열차와 전동차의 구분

고속열차는 주로 **시속 200km 이상**의 속도로 운영하는 **고속철도에 사용되는 열차**를 말하고, **전동차**는 **전기를 동력으로 사용하여 자체 구동하는 열차 차량의 종류**를 말한다.

[그림 23] 동사의 GTX 수주

노선	계약규모	수주
GTX-A	3,452억 원	2020년
GTX-B	5,811억 원	2025년
GTX-C	5,426억 원	2024년

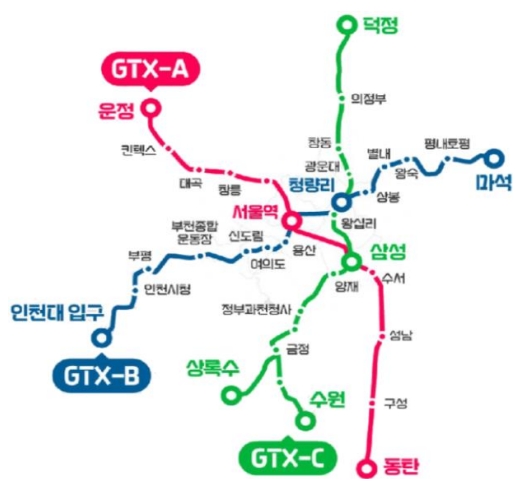
자료 : 언론종합, VIOS

[그림 24] 고속철도와 전동차의 구분

구분	고속철도	전동차
정의 기준	최고 속도 200km/h 이상	동력원 및 구동 방식
주요 목적	장거리 여객 수송	도시 및 광역권 여객 수송

자료 : 언론종합, VIOS

[그림 25] GTX 노선 주요 정보



자료 : 언론종합, VIOS

2-1-3. 에코플랜트

물류 자동화로 효율 극대화

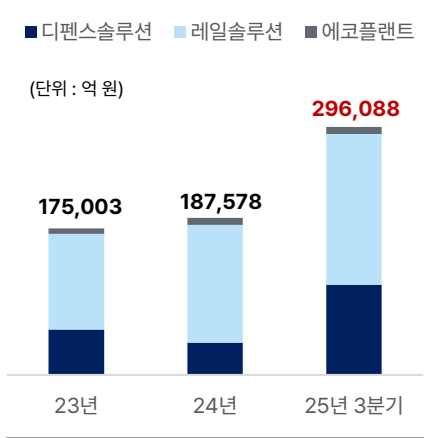
에코플랜트 부문은 자동차 생산 설비 및 제철 설비 공급을 주력으로 한다. 동사의 **스마트 물류 솔루션**은 **물류 자동화를 기반으로 생산라인의 효율성을 극대화**한다. 또한, 수소 추출기, 수소 충전소, 수소 출하 센터 등의 **수소 인프라**를 갖추고 있다.

2-2. 수주

세계로 뻗어 나가는 K-방산

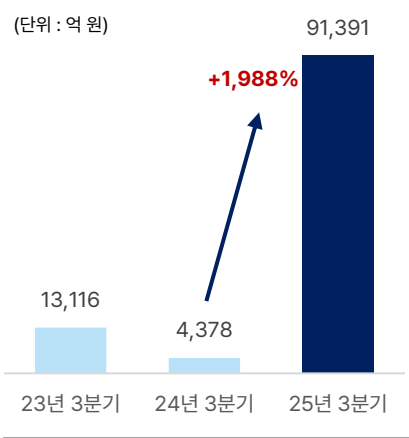
동사의 수주 잔고는 **디펜스솔루션 부문의 폭발적인 성장**에 힘입어 전례 없는 규모로 확대되었다. 이는 폴란드 K2 전차 등 대규모 수출 계약이 반영된 결과이다. 신규 수주 역시 디펜스솔루션 부문의 영향이 큰데, 전년 대비 무려 **1,988% 증가**하였으며, 레일솔루션 역시 **68% 증가**로 안정적인 성장세를 이어갔다.

[그림 26] 동사 최근 3개년 수주 잔고



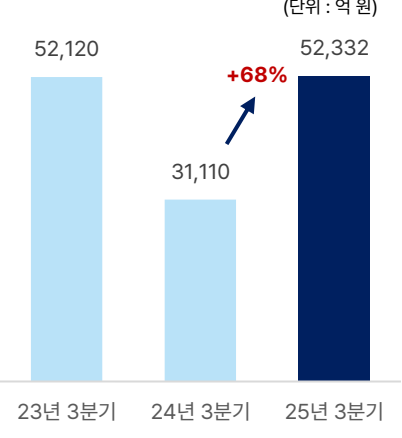
자료 : 동사 IR, VIOS

[그림 27] 디펜스솔루션 누계 신규수주



자료 : 동사 IR, VIOS

[그림 28] 레일솔루션 누계 신규수주



자료 : 동사 IR, VIOS

넉넉한 철도 수주

철도는 **국내외에서 대규모 수주를 성공**하며 성장을 이어가고 있다. 국내에서는 1조 원 규모의 SRT 신규 고속열차 도입 사업을 수주하였으며, 그 외에도 코레일 EMU-320도입 사업과 GTX-B 사업 계약을 체결하였다. 해외에서는 모로코 2층 전동차 사업 수주에 성공하며 최대 규모의 해외 실적을 달성하였으며, 미국 및 호주 등 2층 객차 추가 물량 사업을 수주하여 글로벌 경쟁력을 입증하고 있다.

[그림 29] 동사 국내 주요 레일솔루션 수주 (단위: 억 원)

수주 내용	계약 금액	계약 시작일	계약 만료일
수서발 SRT 신규 사업	10,860	2023-04-21	2028-04-20
코레일 EMU-320	7,100	2023-03-27	2028-03-27
GTX-B 민간투자사업 철도차량	5,812	2025-03-28	2030-12-31

자료 : 동사, 언론종합, VIOS

[그림 30] 동사 해외 주요 레일솔루션 수주 (단위: 억 원)

수주 내용	계약 금액	계약 시작일	계약 만료일
모로코 철도청 전동차 사업	22,027	2025-02-25	2034-01-25
호주 NIF 2층 전동차 사업	14,000	2024-04-26	2032-12-21
미국 LA 메트로 전동차 사업	8,688	2024-02-06	2030-02-06

자료 : 동사, 언론종합, VIOS

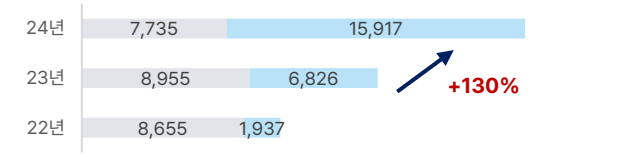
2-3. 재무 분석

2-3-1. 내수에서 수출로 변화

외화별이 산업역군

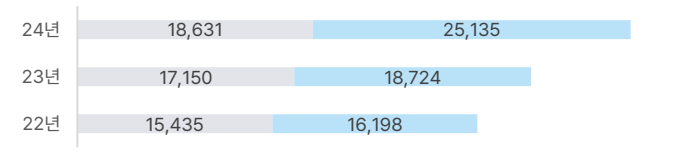
동사의 매출 구조는 최근 방산 수출 성과에 힘입어 **내수 중심에서 수출 중심**으로 급격하게 변화했다. 디펜스솔루션 부문의 수출액은 2024년에 전년 대비 130% 이상 폭증하였으며, 2024년 매출 합계 중 수출액이 57.4%를 차지한다.

[그림 31] 디펜스솔루션 내수 및 수출액 추이 (단위: 억 원)



자료 : DART, VIOS

[그림 32] 전체 매출 내수 및 수출액 추이 (단위: 억 원)

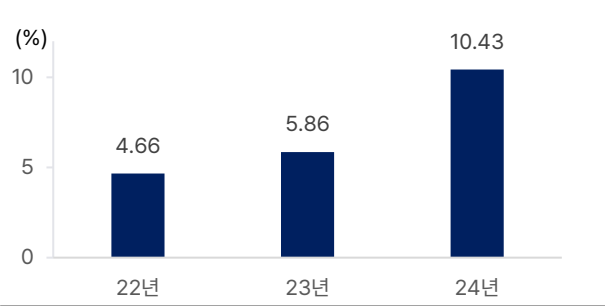


자료 : DART, VIOS

2-3-2. 재무건전성 확보

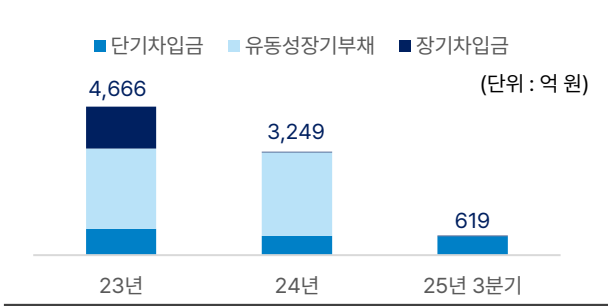
동사는 2024년 영업이익률이 전년 대비 4.6%p 상승하는 등 수익성 중심의 체질 개선을 이루었다. 특히 차입금을 약 80% 감축하며 재무 안전성을 확보하였다.

[그림 33] 동사 3개년 영업이익률



자료 : 동사 IR, VIOS

[그림 34] 동사 최근 3개년 차입금



자료 : 동사 IR, VIOS

2-3-3. 신용등급 상승

신용등급의 지속적 상승

NICE 신용평가에서 발표한 동사의 회사채 신용등급은 2021년 2022년까지 BBB+ 등급을 유지한 후, 2023년 A-로 상향되었다. 이어, 2024년에 A0, 2025년에는 A+까지 지속적으로 상승했다. 이는, 동사의 사업 안정성과 현금 창출능력이 시장에서 높게 평가되고 있음을 시사한다.

[그림 35] 동사 회사채 최근 5개년 신용등급

시기	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
신용 등급	BBB+	BBB+	A-	A0	A+

자료 : NICE 신용평가, VIOS

2-4. 경쟁사 비교

2-4-1. 디펜스솔루션

신병도 분당 10발 사격 가능

동사의 K2 흑표 전차는 수동 장전 방식을 사용하는 주요 모델인 독일의 레오파드2나 미국의 M1 에이브럼스와 명확히 차별화된다. 자동 장전 장치 덕분에 숙련도에 관계없이 분당 10발 이상의 빠른 속도를 유지할 수 있다.

경량화로 인한 기동성 UP

K2는 상대적으로 가벼운 55톤급 중량을 유지한다. 이러한 경량화는 전차의 최고 속도 70km/h를 유지하면서도 연료 효율성을 높이는 장점으로 이어진다.

디젤 엔진 기반의 운용 안정성

K2는 디젤 엔진을 탑재하고 있다. 먼지와 모래가 많은 사막 지형과 같이 극한 환경에서 필터링 시스템 고장 및 내부 부식 위험이 낮기에 높은 운용 안정성을 제공한다. 반면, 미국의 M1에이브럼스 전차는 가스터빈 엔진을 사용하는데, 연료 효율이 낮고 정비가 어렵다는 단점이 있어 운용비용이 높다.

충분한 CAPA로 인한 빠른 출고

동사의 현재 CAPA는 약 100대 정도이다. 경쟁사인 KMW에 비해 2배 정도 높으며, 이는 초도 생산분의 빠른 출고로 이어진다. 대표적으로, 2022년에 체결된 폴란드 K2 전차 2차 계약에서 1차 물량이 2개월 만에 출하된 사례가 있다.

[그림 36] 디펜스솔루션 부문 경쟁사 제품 비교

구분	K2 전차	M1 에이브럼스	레오파드2
국가	대한민국	미국	독일
제조사	현대로템	GDLS	KMW
장전 방식	자동	수동	수동
중량	55톤	70톤	55톤
속도	70km/h	68km/h	68km/h
엔진	디젤	가스터빈	디젤
연간 생산가능 전차 대수	약 100대	약 132대	약 50대
초도 생산분 출고	2개월	6개월	3년

자료 : 언론종합, VIOS

2-4-2. 레일솔루션

압도적인 기술력

동사는 GTX에 투입되는 180km/h급과 KTX에 투입되는 260km/h 이상 급의 고속 열차를 제작하며, 국내 고속철도 기술을 선도하고 있다. 200km/h 이상 급 고속열차는 국내에서 동사만이 보유한 기술이다.

[그림 37] 열차 최고 속도

제조사	현대로템	다원시스	우진산전
최고 속도	EMU-320 320km/h	EMU-150 150km/h	코레일 1호선 110km/h

자료 : 동사, 다원시스, 우진산전, VIOS

III. 투자포인트

① K2에게 무수한 약속의 요청이

1-1. 누가 K2 소리를 내었어

K2 전차는 전술한 장점들로 인해 빠른 도입을 원하는 국가들이나, 유지보수 비용이 저렴한 전차를 찾는 국가들 등에서 수주 논의가 지속되고 있다.

빨리 전차 주세요

폴란드의 경우 우크라이나에 지원한 전차를 대체하기 위해 **납기가 빠른 동사의 K2 전차에 관심을 보였고, 2022년 당시 K2 전차 180대를 수주하여** 현재 도입이 거의 완료된 상태이다. **지난 6월에는 일부 기술이전을 포함, K2 전차 180대를 포함한 전차 261대 도입 계약을 추가로 체결한 바 있다. 1, 2차의 계약금액을 합하면 13조 원을 상회한다.**

향후 수출 거점 기지

2차 계약 중 64대는 2028년부터 기술이전을 통해 **폴란드 현지에서 생산 예정**이다. 폴란드에서 생산되는 K2PL은 NATO 표준화와 현지화를 거쳐 개량될 예정인데, 이는 NATO 회원국간 호환성을 높여 향후 동유럽향 수출 계약 협의 시 큰 장점이 될 것이다. 여기에 **수출 거리가 줄어들기 때문에 출고 후 인도까지의 리드타임 또한 대폭 감소할 것으로 기대된다.**

산악지형 스페셜리스트

페루는 지리상 **안데스 산맥을 끼고 있어 산악 기동에 능한 전차가 필요한데**, 국내 지형을 고려하여 **산악 작전 능력을 중점적으로 설계한 K2전차는 높은 적합도를 보인다.** 여기에 페루의 국방비 규모를 고려할 때 K2전차의 **저렴한 유지보수 비용**은 매력도를 높이는 요인이었고, 약 **1조원 규모에 46대를 납품하는 계약이 체결** 직전이다.

동부전선 이상 없다

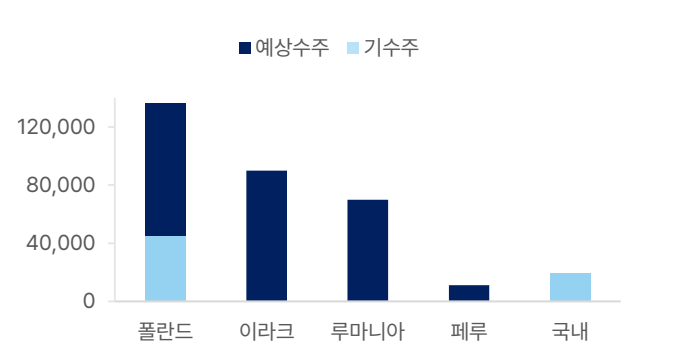
우크라이나와 국경을 맞대고 있는 국가 중 하나인 **루마니아는 NATO의 동부전선을 책임져야 한다.** 현재 전쟁 위협에 대비하기 위해 **국방비를 GDP 대비 2.3%수준인 약 12조 원 까지 증액한 상황이고, 향후에도 기조를 유지할 것**이라고 밝혔다.

[그림 38] 유럽 내 안보긴장 고조에 따른 주요 타겟 시장



자료 : 언론종합, VIOS

[그림 39] K2전차 글로벌 수출 잔고 및 전망



자료 : 당사, 언론종합, VIOS

(단위: 억 원)

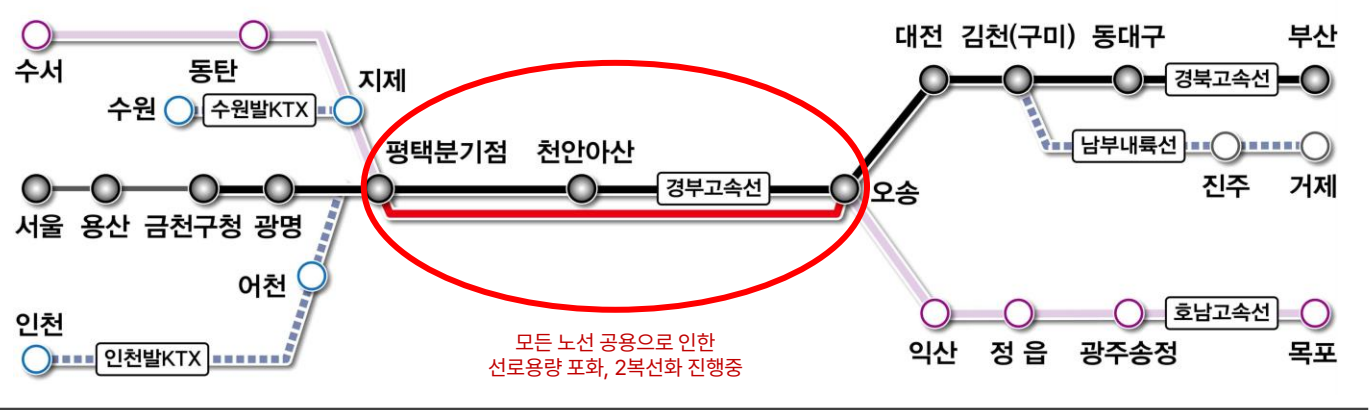
루마니아의 노후 전차 교체	루마니아도 폴란드와 마찬가지로 신속한 전력화가 가능한 전차 를 찾고 있는데, 이는 우크라이나에 지원한 전차를 대체 하기 위한 목적과 함께 노후 전차의 현대화 를 추진하기 위함이다. 이를 위해 2024년부터 동사와 협상을 이어 나가고 있으며, 전차 교체 수요를 고려했을 때 예상 구매 대수는 216대, 7조 원을 상회하는 규모 일 것으로 추정된다. 현재 폴란드에 K2 양산설비가 구축 되고 있는 만큼 수출 가능성은 더욱 높아지고 있다.
모래에 강한 디젤엔진	이라크는 이-팔 전쟁으로 인한 중동 정세 불안정과 미군의 철수 로 인해 전력 증강을 원하고 있다. 사막 지형이 있다는 특성상 먼지에 취약한 가스터빈 엔진을 사용할 경우 유지보수 비용이 증가 하고 운용 안정성이 떨어지게 된다. 또한 현재 미군 철수가 진행중이기에 빠른 전력화가 필요 한데, 동사의 K2 전차 는 이를 전부 충족 시킬 수 있고, 현재 지속적으로 계약 논의 중이다. 계약 예상 규모는 250대, 약 9조 원 가량 으로 추정된다.
1-2. CAPA 이상 無	
CAPA 연간 200대로 확장	동사에 엔진을 납품하는 HD현대인프라코어는 지난해 12월 1,412억 원을 투자해 군산과 인천에 방산·초대형 발전기용 엔진, 상용차 및 산업용 배터리팩 공장을 착공하는 등 엔진 생산시설 등을 확대하고 있다. 이번 대규모 CAPA 확대 로 2027년부터는 연간 200대 이상의 전차용 엔진 을 공급할 수 있게 될 예정이다.
CAPA 확장 현실화	또한 K2 전차의 포신을 공급하는 현대위아의 경우에도 올해 기존 대비 40% 이상의 CAPA 확장을 완료한 상태이다. 두 회사의 CAPA확장은 동사에 공급되는 K2 주요 부품들의 납품 안정성과 물량을 획기적으로 증가 시킬 것이다.
실천하는 CAPA 확장	동사는 현재 연간 100대 수준의 생산능력을 갖추고 있는데, 2026년부터 매년 50대씩 생산능력을 늘려, 2027년에 200여대 생산능력을 확보 하겠다는 목표를 추진 중이다. 주요 부품을 공급하는 협력사의 증설 현황 으로 볼 때, 동사가 대규모 수출 물량에 대비 하여 CAPA를 공격적으로 확장 하고 있음을 추정할 수 있다.

② 철마는 달리고 싶다

2-1. 새 노선에는 새 열차가

기술은 개발 경험에서 온다	열차의 설계 최고속도가 상승할수록, 요구되는 기술력과 제작 난이도가 크게 상승한다. 동사는 1세대 EMU-180인 ITX-청춘 제작 경험을 바탕으로 2세대 EMU-180을 개발하였고, HEMU-430X의 기술력을 바탕으로 동력분산식 고속열차인 EMU-260, EMU-320 양산에 성공하였다.
국내 유일의 고속열차 제작사	상술한 개발 경험을 바탕으로 동사는 국내 전동차 수주 시장에서 독점적인 지위를 보이고 있다. 특히 GTX에 투입되는 180km/h급과 KTX에 투입되는 260km/h 이상급 고속열차는 국내에서 동사만이 제작할 수 있다.
신규 KTX노선 개통 임박	국가철도망 계획에 따라 인천발, 수원발 ktx은 2026년, 평택-오송 고속철도는 2028년 개통 예정이며 2030년 이후에는 남부내륙선 ktx 개통이 예정되어있다. 기존 선로용량 포화가 극심했던 평택 - 오송 구간을 대심도 터널을 통해 2복선화 하게 되면서, 해당 구간 열차 편성이 기존 263회에서 527회로 2배 가량 증가하게 된다. 이에 따라 고속열차 운행사인 코레일과 SR 모두 각각 17편성, 14편성의 EMU-320을 발주한 상태이다.
연장하면 수주 증가	고속철도 노선 이외에도 GTX 사업도 본격적으로 추진되고 있다. 현재 동사는 일부 구간 개통되어 운영중인 GTX-A 노선용 전동차 납품을 완료하였고, 2030년 이후 개통 예정인 B노선과 C노선용 전동차 수주를 확보한 상태이다. 향후 각 노선별 추가 연장 계획이 논의되는 상황인데, 노선 연장에 따른 전동차 수주도 동사의 몫일 것이라 예상한다.

[그림 40] 평택-오송 고속철도

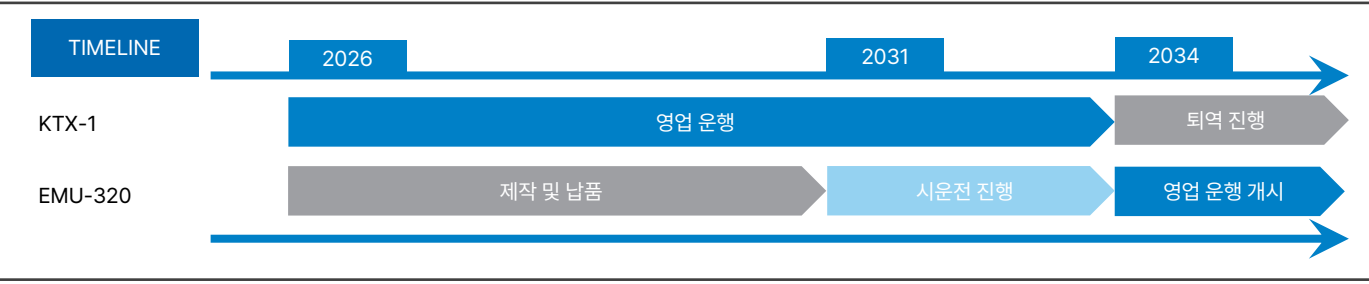


자료 : 국토교통부, VIOS

(2) 현차 줄게 새차 다오

단군 이래 최대 규모	2004년 도입된 KTX-1의 내구연한이 다가옴에 따라 교체 수요가 예상 된다. KTX-1의 내구연한은 30년으로, 퇴역 예정 연도는 2034년 으로 추정되며 퇴역예정인 KTX-1은 총 46편성 이다. KTX-1이 20량 1편성이라는 점과 1편성당 승객 수송력이 EMU-320보다 2배 가량 높다 는 점을 고려할 때 대체에 필요한 EMU-320은 약 90편성 으로 추정된다. 이는 약 4조원 규모 이며, 레일솔루션 단일 부문 최대 규모의 사업이 될 것이다.
최소 6년 이상의 장기프로젝트	통상적으로 시제차 초도납품까지 1년 6개월 가량이 소요되고, 모든 편성의 납품까지는 4년 이상이 소요 된다. 여기에 KTX-산천 도입 당시 초기불량으로 인해 이후 도입된 신규 고속열차는 영업운행 전 약 18만km 이상의 시운전 을 거치고 있는데, 이 과정은 보통 2년 가량 소요된다. 전술한 점을 고려했을 때, 2026년 내에는 수주가 가시화 될 것으로 전망한다.

[그림 41] KTX-1 대체 타임라인



자료 : VIOS

(3) 우린 많이 남는 일만 할래

빠르면 많이 남는다	또한 일반 전동차인 150km/h급과 비교했을 때, 고속열차는 부가가치가 높아 GPM 항상 가능성이 높다 . 해외 고속열차 제작회사인 알스통의 경우 GPM이 12%를 상회하며, 동사의 레일솔루션 사업모델을 일반 전동차에서 고속열차 중심으로 재편 하면서 마진이 개선 될 가능성이 매우 높다.
단가 안맞추면 열차 안줄거야	국내 전동차 납품방식인 최저가 입찰제 로 인한 마진 훼손 걱정은 접어두어도 좋다. 동사는 타 경쟁사들과 압도적인 기술격차 를 보이고 있다. 경쟁사들은 고속열차 수주의 1차 기술평가를 통과하지 못하기 때문에 동사 단독입찰로 진행되고, 납품단가가 맞지 않으면 유찰 시키는 방식을 통해 가격을 방어해오고 있다.

IV. 리스크 분석

4-1. 종전에 대한 기대감 상승

종전에 대한 기대감 러-우 전쟁 종전에 대한 기대감이 상승하면서, 방산 섹터의 주가 상승을 견인했던 전쟁에 대한 불안감이 완화되어 투자 심리 위축에 따른 주가 하락으로 이어질 수 있다. 주가는 실적 뿐만 아니라 미래에 대한 기대감을 선 반영하는 만큼, 전쟁 종료가 무기 수요의 감소로 이어질 것 이라는 시장의 우려가 밸류에이션 조정의 빌미로 작용할 가능성이 존재하기 때문이다.

국방비 증가는 시대의 흐름 그러나 2022년 이후 지속된 글로벌 긴장 속에서 **국방비 증액 기조는 일회성 테마가 아닌, 구조적인 변화**이다. 인접국들의 안보 불안은 휴전 협정으로 즉시 해소되지 않으며, 미국이 세계경찰 체제를 내려놓으면서 **각국의 독자적인 방위력 강화의 필요성은 지속될 것**이다.

향후 매출 걱정 없음 나아가, 종전 논의가 실질적인 기업 가치 하락으로 이어질 가능성은 제한적이다. 과거 걸프전이나 이라크전 당시에도 종전 직후 방산주의 단기적인 조정은 있었으나, 실적 기반으로 회복한 사례가 존재한다. 동사 역시 이미 확보된 막대한 수주잔고를 바탕으로, **전쟁 종식 여부와 무관하게 향후 몇 년 간의 안정적인 매출 성장의 기반이 마련되어 있다.**

4-2. 전환사채, 유상증자 리스크

수주 산업 특성상 대형 프로젝트 수행을 위한 대규모 자금 수요가 발생하므로, 유상증자나 전환사채 발행을 통한 자금 조달 가능성이 우려될 수 있다.

저희 돈 잘벌어요 그러나 동사는 2021년 전환사채를 발행했던 과거와 다르게, 현재는 **구조적인 흑자 기조를 유지하며 자체적인 현금 창출 능력이 개선되었고, 신용등급이 꾸준히 상향되고 있다.** 따라서 설비 투자가 이어질 시점임에도 **유상증자 가능성은 없는 것으로 판단된다.** 덧붙여, 향후 막대한 수주 잔고를 소화하는 과정에서 일시적인 투자 부담이 존재할 수는 있으나, 주요 수주가 국가 단위로 이루어지는 만큼 **매출 채권의 부실 가능성은 매우 낮기에 유동성 리스크로 이어질 가능성은 낮다.**

튼튼해지는 재무 건전성 오히려 동사의 재무 건전성은 2022년 폴란드 K2 전차 1차 계약을 기점으로 대규모 선수금이 유입되어 운전자본 부담이 완화되었다. 나아가, 2021년 말 약 9천 억원에 달하던 순차입금은 2025년 6월 기준 순현금 약 1조 원으로 전환되었다. 또한, 디펜스솔루션의 이익 창출력과 상반기 토지 재평가 효과가 더해져 **부채비율은 133.6%, 차입금 의존도는 1.8%로 낮아지는 등 재무구조의 질적 개선이 완성되었다.**

V. Valuation

5-1. 디펜스솔루션

디펜스솔루션 매출은 K2전차, 차륜형 장갑차, MRO, 기타매출로 구분한다.

- 1) K2전차의 매출은 폴란드, 페루, 루마니아, 이라크, 국내의 다섯 권역으로 나뉨
- 2) K2전차와 차륜형 장갑차의 경우 국내/해외를 구분하여 추정
- 3) MRO와 기타매출의 경우 국내/해외를 구분하지 않고 추정

5-1-1. K2전차 매출액 추정

P추정

- 1) 각 나라별 전체 계약 규모를 전차대수로 나누어 ASP를 추정하였음
- 2) 환율은 1,400원으로 고정하였음

[그림 42] K2전차 ASP추정

K2전차 ASP							
품목	프로젝트	현황	계약시작일	계약만료일	규모 (단위: 억 원)	전차대수	ASP(단위: 억 원)
K2전차	폴란드 2차	계약체결	2025.08	2031	91,210	261	331
	이라크	계약임박	2026	2028	90,000	250	363
	루마니아	계약임박	2026	2028	70,000	216	327
	페루	계약임박	2026	2028	11,150	46	252
	폴란드 1차	납품 진행 중	2022.08.26	2027-12-31	44,992	180	250
	K2 4차	납품 진행 중	2024-12-31	2028-12-29	19,400	150	129

자료 : VIOS

Q추정

- 1) K2전차 총 생산량은 연간 100대이나, 동사는 26년 부터 매년 50대 썩 생산 능력을 확대하여, 27년까지 200여대의 생산능력을 확보할 예정임을 고려하였음
- 2) 주요 부품을 공급하는 협력사의 증설 현황을 고려하여, CAPA 확장의 타당성 확보하였음
- 3) 해외 신규 진출의 경우, 폴란드 2차 계약 판매 추이를 기준으로 반영하였음
- 4) CAPA 잔여분이 있을 경우, 전차대수 기준으로 배분하였음
- 5) 생산능력 미달 시, 선순위 계약 기준으로 CAPA를 배분하였음

[그림 43] K2전차 Q추정_Base

(단위 : 대)

K2전차_Q_Base				
단위: 대수	2024	2025E	2026E	2027E
폴란드 EC1	56	96		
폴란드 EC2			55	61
이라크			0	0
루마니아			0	70
페루			22	22
국내		4	73	47
계		100	150	200

자료 : VIOS

5-1-2. 차륜형장갑차 (K808)

P 추정 논리

해외

1) K2전차 논리와 동일하게 ASP 추정하였음

국내

- 1) 계약 규모 미공시로, ASP 추정이 불가하였음
- 2) 과거 국내 1차~3차 총 계약 규모와 전차 대수를 기준으로 ASP를 추정하여 동일하게 적용하였음

[그림 44] 차륜형장갑차 ASP추정

차륜형장갑차 ASP							
프로젝트	국가명	현황	계약시작일	계약만료일	규모(단위 : 억 원)	전차대수	ASP(단위: 억 원)
K808장갑차	페루	계약체결	2026	2028	826	30	28
K808(차륜형장갑차) 1차~3차 양산	국내	계약만료	2016	2022	8,475	600	14
K808(차륜형장갑차) 4차 양산	국내	계약체결	2023	2025	1670	119	14

자료 : VIOS

5-1-3. MRO / 기타매출

- 1) 해당 매출은 전차의 유지보수 및 성능개량 비용으로 가정하였음
- 2) 따라서 전차 매출액에 연동하여 추정하였음

[그림 45] 디펜스솔루션 MRO/기타매출 추정

(단위: 억 원)		디펜스 MRO 추정								
분류	수주 내용	MRO 계약금액(억)	계약시작일	계약만료일	계약기간(년)	연간 매출	24A	25E	26E	27E
MRO	K2	1033	2021-11-19	2026-04-30	5	207	207	207	86	-
	K1 구난전차, 교량전차	2154	2023-06-29	2026-12-08	3	718	718	718	718	-
	K1계열	1049	2023-11-24	2028-09-29	5	210	210	210	210	210
	K1	2427	2024-06-27	2026-11-30	2	1214	607	1,214	1,112	-
	K1A2	1485	2024-07-26	2027-12-03	3	495	206	495	413	495
	K2	895	2024-12-02	2029-09-30	5	179	15	179	179	179
부품 양산 사업	알타이전차 부품 양산	1741	2023-02-01	2027-12-31	4	435	435	435	435	435
	30mm 차륜형 대공포 2차 양산	2161	2023-02-28	2026-12-30	3	720	720	720	720	-
매출 계							3,118	4,177	3,873	1,319

자료 : VIOS

Base Case

Base Case 시나리오에서는 당사가 납품 진행 중인 폴란드와 국내 계약은 지속되고, 가장 유력하게 논의되고 있는 페루도 성사가 되었음을 가정한다. 루마니아의 경우, 이전에 계약이 지연되어 왔음을 고려하여 계약이 1년 밀린다고 가정하였다. 이라크의 경우, 빠른 납기보단 사막에서 운용할 수 있도록 기술력을 우선시 하는 계약이기에, 우선 CAPA 순위에서 제외하였다.

[그림 45] 디펜스솔루션 추정 매출액 _Base Case

디펜스 Base Case (단위: 억 원)		2025E	2026E	2027E
	매출 계	36,202	45,778	70,027
	전차매출 계	25,519	33,393	54,751
	MRO매출 계	4,177	3,873	1,319
	기타매출 계	6,505	8,512	13,957

자료 : VIOS

Bull Case

Bull Case 시나리오에서는 당사가 추진 중인 K2 전차 수출 계약이 전량 성사되고, Base Case와 동일 논리로 CAPA 후순위로 판단되는 이라크, 루마니아, 국내 순으로 생산대수를 차감하였다.

[그림 46] 디펜스솔루션 추정 매출액 _Bull Case

디펜스 매출 추정 - Bull Case (단위: 억 원)		2025E	2026E	2027E
	Bull Case 매출총계	36,202	54,953	71,439
	전차 총계	25,519	40,704	55,876
	MRO 총계	4,177	3,873	1,319
	기타매출 총계	6,505	10,376	14,243

자료 : VIOS

Bear Case

Bear Case 시나리오에서는 이라크와 루마니아 계약이 성사되지 않는다고 가정한다. 동사의 잔여 CAPA 분은 국내, 폴란드, 페루의 전차대수 기준으로 배분하여 빠른 납품이 진행된다고 가정한다.

[그림 47] 디펜스솔루션 추정 매출액 _Bear Case

디펜스 Bear Case (단위: 억 원)		2025E	2026E	2027E
	매출 계	36,202	45,778	54,579
	전차 매출 계	25,519	33,393	42,441
	MRO 매출 계	4,177	3,873	1,319
	기타매출 계	6,505	8,512	10,819

자료 : VIOS

5-2. 레일솔루션

레일솔루션 매출은 고속열차, 180km/h급, 전동차, 트램, MRO, 기타매출로 구분된다.

- 1) 수주 계약별 열차 인도량을 개별 추정
- 2) MRO와 기타매출은 국내/해외를 구분하지 않고 일괄 추정

5-2-1 열차

P추정

- 1) 개별 공시된 계약금액과 열차대수(량)를 나누어 ASP를 도출하였음
- 2) 일반 전동차의 경우 ASP가 35억을 상회할 경우 기간을 고려하여 MRO 포함 계약으로 분류하였음. 차액은 MRO 매출로 추정하였음

Q 추정 논리

- 1) 열차 납품은 과거 계약 후 납품완료 기간을 고려할 때 수주로부터 5년 이내에 종료되는 점을 고려하여 계약 량수를 기준으로 납품기간을 산정하였음
- 2) 초도차량 납품까지의 평균 기간은 1.5년임을 감안하여 추정하였음
- 3) 동사의 공시된 CAPA는 연간 552량 분량이나 열차의 종류에 따라 연간 900대까지 생산이 가능하다는 동사의 설명에 따라 Q를 배분하였음

[그림 48] 레일솔루션 P,Q 추정

레일 Q 추정														
분류	수주 내용	계약금액(억)	계약시점	계약만료일	완성수	량수	총 량수	1량당 가격	25E	26E	27E	25E	26E	27E
고속(250km/h 이상)	한국철도공사 EMU-260 납품	3864	2021-12-24	2026-03-31	14	6	84	46	3	0	0	18	0	0
	코레일 EMU-320	7100	2023-03-27	2028-03-27	17	8	136	52	7	7	1	56	56	8
	SR 고속철도차량 도입 정비사업	10860	2023-04-28	2042-05-28	14	8	112	47	6	6	1	48	48	8
	우즈베키스탄 고속전철 공급 및 유지보수 사업	2753	2024-06-14	2031-04-01	6	7	42	46	1	2	2	7	14	14
	한국철도공사 EMU-260 납품	3897	2024-07-26	2028-10-25	14	6	84	46	0	6	6	0	36	36
	KTX-1 대체 EMU-320 납품	43920	2026년 예정	2031년	90	8	720	61	0	0	5	0	0	40
180km/h 이상	수도권광역급행철도 C노선 민간투자사업 철도차량	5426	2024-03-22	2028-09-30	21	8	168	32	2	7	8	16	56	64
	수도권광역급행철도 B노선 민간투자사업 철도차량	5812	2025-03-28	2030-12-31	24	8	192	30	0	1	8	0	8	64
전동차(국내)	공형철도 전동차 납품사업	1811	2022-01-06	2025-04-30	9	6	54	34	2	0	0	12	0	0
	동북선 도시철도 민간투자사업 건설공사	3615	2018-08-17	2026-07-14	25	2	50	20	0	0	0	0	0	0
	대강-홍대선	1329	2025-05-27	-	12	4	48	28	0	1	4	0	4	16
전동차(해외)	모로코 철도형 전동차 사업	22027	2025-02-25	2034-01-25	110	4	440	35	0	6	22	0	24	88
	미국 MBTA 전동차 사업 추가공급계약	1339	2024-08-23	2028-05-15	7	6	42	32	0	3	3	0	18	18
	미국 LA 메트로 전동차 납품 사업	2666	2024-06-03	2033-04-25	116	2	232	11	14	23	35	28	46	70
	이집트 카이로 메트로 2,3호선 전동차 공급 및 현지화	8600	2024-04-04	2028년	40	8	320	27	5	10	11	40	80	88
	호주 QTMP 전동차 사업	12164	2023-06-29	2031-12-18	11	6	66	35	5	4	1	30	24	6
	대만 타이베이 전동차 공급 사업	4200	2025-05-15	2038-10-15	36	3	108	35	0	2	13	0	6	39
	싱가포르 LTA J151 사업	3586	2020-02-06	2027-12-30	62	3	186	19	0	0	0	0	0	0
	방글라데시 철도청(BR) 디지털전기기관차 70량 공급	2475	2018-10-10	2026-10-09	70	1	70	35	0	0	0	0	0	0
	대만 도원 녹선 E&M 턴키 사업	5433	2018-07-31	2032-08-16	40	2	80	35	0	0	0	0	0	0
	대만 철도청(TRA) 통근형 전동차 공급사업	9291	2018-06-26	2028-06-26	52	10	520	18	0	0	0	0	0	0
	뉴질랜드 웰링턴 유지보수사업	1871	2016-07-01	2031-06-30	83	2	166	11	0	0	0	0	0	0
	터키 이스탄불 전동차 공급 사업 2016년	5049	2016-04-22	2026-06-28		0	12		0	0	0	0	0	0
트램	대전도시철도 2호선 차량운행시스템	2934	2024-07-25	2028-07-24	34	5	170	17	0	14	14	0	70	70
	이집트 알렉산드리아 트램 사업	3412	2024-06-05	2037-04-05	30	3	90	20	2	11	12	6	33	36
	캐나다 에드먼턴 Valley Line West 트램 납품 사업	2188	2021-12-02	2027-09-30	46	7	322	7	17	7	0	119	49	0
	폴란드 바르샤바 트램 사업	3358	2019-06-12	2039-06-04	123	3	369	9	0	0	0	0	0	0

자료 : VIOS

5-2-2. MRO와 기타매출

MRO매출은 연간 균등하게 발생한다고 가정하였음
기타매출은 미수주공시에 따른 매출로, 레일 부문 매출에 연동하여 추정하였음

[그림 49] 레일솔루션 MRO와 기타매출 추정

(단위: 억 원)	디펜스 MRO 추정								
	수주 내용	MRO 계약금액(억)	계약시작일	계약만료일	계약기간(년)	연간 MRO 매출	25E	26E	27E
MRO	동북선 도시철도 민간투자사업 건설공사	2615	2018-08-17	2026-07-14	8	327	327	191	-
	모로코 철도청 전동차 사업	6627	2025-02-25	2034-01-25	9	736	614	736	736
	호주 QTMP 전동차 사업	9854	2023-06-29	2031-12-18	8	1232	1,232	1,232	1,232
	대만 타이베이 전동차 공급 사업	420	2025-05-15	2038-10-15	13	32	19	32	32
	방글라데시 철도청(BR) 디젤전기기관차 70량 공급	262	2018-10-10	2026-10-09	8	33	33	27	-
	대만 도원 녹선 E&M 턴키 사업	2633	2018-07-31	2032-08-16	14	188	188	188	188
	이집트 알렉산드리아 트램 사업	1612	2024-06-05	2037-04-05	13	124	124	124	124
	SR고속철도 도입, 정비사업	5596	2023-04-28	2042-05-28	19	295	295	295	295
매출 계							2,830	2,825	2,607

자료 : VIOS

5-3. 에코플랜트

에코플랜트 매출은 과거 8개년 매출을 확인한 결과 큰 변동성을 가지지 않아 직전 3개년 이동평균으로 추정하였음

[그림 50] 에코플랜트 매출 추정

에코플랜트 (단위: 억 원)		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출 계		3,253	4,557	5,158	4,323	4,679	4,720
매출원가 계		2,981	4,177	4,727	3,962	4,289	4,326

자료 : VIOS

5-4. 비용추정

5-4-1. 매출원가

동사는 방산기업 특성상 보안상의 이유로 부문별 비용을 공시하지 않는다. 따라서 가장 최근 공개된 부문별 공시 자료인 2020년도의 사업부문별 영업이익을 기반으로, 해당년도 사업부문 주력 제품들을 기반으로 범주별 GPM을 산정하여 역추정하였다.

[그림 51] 디펜스솔루션, 레일솔루션 매출원가 추정

디펜스 매출원가 추정_Base (단위: 억 원)				레일솔루션 (단위: 억 원)			
	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
매출액	36,202	45,778	70,027	매출액	20,021	27,385	28,862
매출원가	25,430	33,460	48,949	매출원가	17,442	23,977	25,314
매출원가%	70.24%	73.09%	69.90%	매출원가%	87.12%	87.55%	87.71%
국내 K2 매출	517	9,441	5,820	고속열차 매출	6,318	7,468	5,532
국내 K2 매출원가	437	7,977	4,917	고속열차 매출원가	5,568	6,581	4,875
해외 K2 매출	24,000	23,728	48,683	180km/h급 매출	512	2,032	3,968
해외 K2 매출원가	15,600	15,423	31,644	180km/h급 매출원가	461	1,829	3,571
국내 K808 매출	1,002	-	-	국내 전동차 매출	408	111	443
국내 K808 매출원가	847	-	-	국내 전동차 매출원가	400	109	434
해외 K808 매출	-	223	248	해외 전동차 매출	470	1,049	2,053
해외 K808 매출원가	-	151	167	해외 전동차 매출원가	419	933	1,828
MRO 매출	4,177	3,873	1,319	트램 매출	929	2,201	1,928
MRO 매출원가	3,342	3,099	1,055	트램 매출원가	919	2,179	1,909
기타 매출	6,505	8,512	13,957	MRO 매출	2,830	2,825	2,607
기타 매출원가	5,204	6,810	11,165	MRO 매출원가	2,406	2,401	2,216
				기타 매출	8,553	11,700	12,331
				기타 매출원가	7,270	9,945	10,481

자료 : VIOS

5-4-3 판매비와 관리비

판매비와 관리비 항목 중 비용별 성격에 따라 변동비와 고정비로 구분하였다. 변동비는 직전 3개년 경향과 매출액을 연동하여 추정하였고, 고정비는 3개년 이동평균법을 적용하여 추정하였다.

5-4-3 금융손익과 기타비용, 지분법손익

금융손익과 기타비용, 지분법손익의 경우 경향성을 확인하기 어려웠고, 금액적 유의성이 크지 않아 3개년 이동평균법을 적용하여 추정하였다.

5-4-4 법인세비용

법인세의 경우 현행 법인세율과 과세표준을 고려하여 추정하였다.

[그림 52] 디펜스솔루션, 레일솔루션 비용 추정

비용 추정 Base Case (단위: 억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	31,633	35,874	43,766	60,545	77,842	103,609
매출원가	27,979	31,230	35,476	46,834	61,725	78,589
판매관리비 추정						
변동비						
판매보증비	172	4	399	296	367	647
지급수수료	208	123	177	283	315	441
대손상각비(충당금환입)	- 282	197	193	20	265	282
광고선전비	84	143	227	239	341	467
세금과공과	14	25	36	39	56	75
교육훈련비	9	16	22	25	35	48
전산비	102	120	151	202	263	352
경상개발비	182	289	317	425	580	750
입찰지원비	85	71	217	194	263	398
기타판매비와관리비	43	56	93	102	139	193
고정비						
급여	788	1,036	1,307	1,043	1,129	1,160
퇴직급여	60	66	87	71	75	77
기타장기종업원급여	- 0	13	23	12	16	17
복리후생비	126	159	212	165	179	185
여비교통비	24	26	37	29	31	32
임차료	1	4	1	2	2	1
보험료	11	25	13	16	18	16
감가상각비	38	45	69	51	55	58
무형자산상각비	128	125	144	133	134	137
판매관리비 합계	1,791	2,544	3,725	3,348	4,262	5,336
판관비%	5.66%	7.09%	8.51%	5.53%	5.47%	5.15%
기타손익	46 -	294	298	17	7	107
금융손익	- 481	4	233	81	52	68
지분법손익	- 1 -	2 -	1 -	1 -	1 -	1
법인세차감전순이익	1,039	1,808	5,096	10,297	11,913	19,857
법인세비용(수익)	-907	241	1,043	2,615	3,041	5,139

자료 : VIOS

5.5. Historical PER Method

5.5.1. Valuation Method 선정 및 이유

국내외 수주 기반 안정적 이익 구조	동사는 디펜스, 레일 부문에서 수주 증가와 글로벌 프로젝트 확대로 실적이 성장하며, 디펜스 중심의 안정적인 이익 구조 가 유지되고 있다. K2 전차, 장갑차 등 디펜스 수출이 확대됨과 동시에, 국내외로 철도 수주가 증가하며 매출 증가 에 기여한다.
보수적 추정을 위한 PER	동사는 현재 CAPA 증설을 진행중임에도 불구하고, 안정적인 영업이익률과 함께 4,000억을 상회하는 영업이익을 기록하고 있다. 향후 CAPA 확장을 고려 하더라도 동사는 이미 5년치의 일감을 확보한 상황이기에, 보수적인 추정과 지속적으로 증가하는 수주잔고를 고려하기 위해서는 순이익을 중심으로 한 PER 주가수익비율 을 적용하는 것이 기업 가치를 평가하는 데에 더 적합하다고 판단하였다.
수주 잔고 추가요	현재 동사의 K2 수출 협상이 지속적으로 진행되고 있다. 예상 추가 수주 규모는 약 20조 가량으로 추정되는데, 수주가 확정된다면 K2 폴란드 수출 확정 당시 만큼의 모멘텀이 예상된다.
Historical PER Method	전차 시장에서의 K2의 경쟁력과 상술한 점들을 고려해보았을 때, 동사의 과거 PER과 비교하는 것이 합리적이라고 판단하여 동사의 Valuation은 Historical PER Method를 채택하여 산출했다.

5.5.2 최종 투자 의견

본 팀은 동사의 수주 성장 모멘텀이 최고조에 이를 시점을 **2027년으로** 판단한다. 폴란드 K2 전차 물량을 비롯한 대규모 방산 프로젝트가 본격적으로 매출에 반영되는 시기가 2027년이며, 레일 부문 또한 KTX-1교체 사업등 대형 프로젝트가 매출에 반영될 예정이다.

이에 **2027E EPS 13,389원에 폴란드향 2차 K2 수출 수주 당시의 PER인 35**를 곱하여 **목표주가 468,600원**, 적극매수의견 **STRONG BUY**를 제시한다

VI. Appendix

연결 재무상태표

연결 재무상태표	2022	2023	2024	2025 3Q
(단위: 억 원)				
자산	48,239	52,415	52,854	64,897
유동자산	33,186	36,902	36,863	43,896
현금및현금성자산	5,060	3,961	4,723	6,735
유동매출채권	2,681	3,392	9,094	7,305
기타유동채권	397	629	558	725
계약자산	14,139	11,911	8,021	12,377
기타금융자산	4,048	6,122	2,982	3,462
재고자산	2,355	2,687	3,156	3,941
당기법인세자산	13	46	11	23
매각예정 비유동자산	67	-	-	-
기타유동자산	4,426	8,153	8,318	9,328
비유동자산	15,053	15,513	15,991	21,001
비유동매출채권	723	622	592	273
장기기타채권	134	142	166	170
장기기타금융자산	416	540	539	723
유형자산	12,003	12,344	12,920	17,939
투자부동산	33	100	100	293
사용권자산	134	139	261	204
무형자산	786	921	1,041	1,069
관계기업투자주식	99	5	12	12
비유동 순확정급여자산	384	332	145	242
기타비유동자산	290	367	186	66
이연법인세자산	52	2	27	11
부채	33,324	35,945	32,763	36,414
유동부채	25,727	32,047	30,199	32,225
매입채무	3,431	4,651	4,320	5,506
미지급금	442	626	931	848
계약부채	12,161	16,248	17,942	19,597
단기차입금	1,990	826	604	593
유동성장기부채	5,017	2,525	2,619	-
리스부채	22	34	63	61
당기법인세부채	99	6	352	1,223
충당부채	384	637	806	656
기타유동부채	2,181	6,492	2,561	3,740
비유동부채	7,597	3,898	2,565	4,188
사채	1,876	1,147	-	-
장기차입금	2,604	1,315	26	26
리스부채	44	101	198	144
비유동 순확정급여부채	-	-	2	21
충당부채	1,199	1,055	1,557	2,069
기타비유동부채	1,872	178	201	212
이연법인세부채	1	102	580	1,716
자본	14,915	16,470	20,091	28,483
지배기업소유주지분	15,203	16,799	20,450	28,881
자본금	5,457	5,457	5,457	5,457
기타불입자본	5,198	5,198	5,198	5,198
기타자본구성요소	2,871	2,971	2,908	6,056
이익잉여금(결손금)	1,677	3,172	6,886	12,170
비지배지분	-289	-329	-359	-398
부채와자본총계	48,239	52,415	52,854	64,897

자료 : DART, VIOS

현금흐름표

연결 현금흐름표	2022	2023	2024	2025 3Q
(단위: 억 원)				
영업활동으로 인한 현금흐름	7,162	7,342	1,425	6,587
영업에서 창출된 현금흐름 (주34)	7,511	7,500	1,463	7,316
연결당기순이익	1,945	1,568	4,053	5,451
조정	592	1,558	2,822	2,492
영업활동으로 인한 자산 부채의 변동	4,974	4,374	-5,411	-626
이자 수익	77	264	299	244
이자 지급	-395	-272	-171	-74
배당금의 수익	1	1	2	1
법인세의 지급	-32	-150	-168	-901
투자활동으로 인한 현금흐름	-4,290	-2,704	2,326	-1,733
투자활동으로부터의 현금유입	414	408	3,657	478
자산관련정보조금의 증가	35	74	33	20
단기금융상품의 감소	222	87	3,287	14
단기대여금의 감소	67	138	38	43
장기대여금의 감소	-	-	-	-
장기금융상품의 처분	-	-	-	-
당기손익-공정가치 금융자산의 처분	8	1	8	19
기타포괄손익-공정가치측정금융자산의처분	-	16	-	-
단기보증금의 감소	-	-	1	3
장기보증금의 감소	12	13	4	25
장기보증예치금의 감소	39	4	10	14
파생상품자산의 처분	0	69	232	338
유형자산의 처분	10	4	1	2
무형자산의 처분	4	1	42	0
기타투자활동으로인한현금유입액	17	-	-	-
투자활동으로부터의 현금유출	4,705	3,112	1,331	2,210
단기금융상품의 증가	-4,035	-2,128	-63	-751
장기금융상품의 증가	-	-	-	-131
단기대여금의 대여	-127	-57	-	-
단기보증금의 증가	-1	-	-1	-3
당기손익-공정가치 금융자산의 취득	-2	-68	-23	-44
관계기업투자주식의 취득	-1	-4	-9	-
장기대여금의 대여	-32	-17	-47	-39
장기보증금의 증가	-12	-21	-19	-28
장기보증예치금의 증가	-14	-8	-17	-16
유형자산의 취득	-325	-547	-810	-1,007
무형자산의 취득	-155	-262	-340	-191
기타 투자활동으로인한 현금 유출액	-	-	-	-
재무활동으로 인한 현금흐름	-971	-5,763	-2,997	-2,842
재무활동으로 인한 현금유입액	9,006	1,125	231	238
단기차입금의 증가	4,952	641	208	202
장기차입금의 증가	2,261	-	-	-
사채의 증가	1,794	448	-	-
기타재무활동으로 인한 현금유입액	-	36	23	36
재무활동으로 인한 현금유출액	9,977	6,888	3,228	3,081
단기차입금의 감소	-6,581	-2,098	-464	-249
유동성장기부채의 감소	-3,354	-4,750	-2,600	-2,557
리스부채의 상환	-42	-40	-54	-55
배당금지급	-	-	-109	-218
기타재무활동으로 인한 현금유출액	-	-	-	-1
현금및현금성자산의 증가(감소)	1,901	-1,125	754	2,012
현금및현금성자산의 환율변동효과	-38	26	7	1
기초의 현금및현금성자산	3,197	5,060	3,961	4,723
기말의 현금및현금성자산	5,060	3,961	4,723	6,735

자료 : DART, VIOS

추정 손익계산서_Bull Case

추정손익계산서 - Bull Case (단위: 억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	31,633	35,874	43,766	60,545	87,017	105,021
YOY(%)		13.40%	22.00%	38.34%	43.72%	20.69%
매출원가	27,979	31,230	35,476	46,834	67,149	79,550
매출총이익	3,654	4,644	8,290	13,711	19,868	25,471
GPM(%)	11.6%	12.9%	18.9%	22.6%	22.8%	24.3%
판매비와관리비	2,179	2,544	3,725	3,348	4,571	5,386
영업이익	1,475	2,100	4,566	10,363	15,297	20,085
OPM(%)	4.7%	5.9%	10.4%	17.1%	17.6%	19.1%
금융손익	46	(294)	298	17	7	107
기타손익	(481)	4	233	(81)	52	68
지분법손익	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
법인세비용차감전순이익	1,039	1,808	5,096	10,297	15,354	20,259
법인세비용	(907)	241	1,043	2,615	3,950	5,245
법인세율	-87.3%	13.3%	20.5%	25.4%	25.7%	25.9%
당기순이익(순실)	1,945	1,568	4,053	7,682	11,404	15,014
NPM(%)	6.1%	4.4%	9.3%	12.7%	13.1%	14.3%
주당이익	1,782	1,436	3,713	7,039	10,449	13,577

자료 : VIOS

추정 손익계산서_Blear Case

추정손익계산서 - Bear Case (단위: 억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	31,633	35,874	43,766	60,545	77,842	88,161
YOY(%)		13.40%	22.00%	38.34%	28.57%	13.26%
매출원가	27,979	31,230	35,476	46,834	61,725	69,615
매출총이익	3,654	4,644	8,290	13,711	16,117	18,546
GPM(%)	11.6%	12.9%	18.9%	22.6%	20.7%	21.0%
판매비와관리비	2,179	2,544	3,725	3,348	4,262	4,791
영업이익	1,475	2,100	4,566	10,363	11,856	13,754
OPM(%)	4.7%	5.9%	10.4%	17.1%	15.2%	15.6%
금융손익	46	(294)	298	17	7	107
기타손익	(481)	4	233	(81)	52	68
지분법손익	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
법인세비용차감전순이익	1,039	1,808	5,096	10,297	11,913	13,928
법인세비용	(907)	241	1,043	2,615	3,041	3,573
법인세율	-87.3%	13.3%	20.5%	25.4%	25.7%	25.7%
당기순이익(순실)	1,945	1,568	4,053	7,682	8,871	10,355
NPM(%)	6.1%	4.4%	9.3%	12.7%	11.4%	11.7%
주당이익	1,782	1,436	3,713	7,039	8,128	9,487

자료 : VIOS

Sales_Base Case

매출액_Base Case (단위: 억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출 계	31,633	35,874	43,766	60,546	77,843	103,610
매출원가 계	27,979	31,230	35,476	46,834	61,725	78,589
매출원가율	88.45%	87.05%	81.06%	77.35%	79.29%	75.85%
디펜스 매출 계	10,592	15,781	23,652	36,202	45,778	70,027
% of Sales	33.48%	43.99%	54.04%	59.79%	58.81%	67.59%
레일 매출 계	17,788	15,536	14,956	20,021	27,385	28,862
% of Sales	56.23%	43.31%	34.17%	33.07%	35.18%	27.86%
에코플랜트 매출 계	3,253	4,557	5,158	4,323	4,679	4,720
% of Sales	10.28%	12.70%	11.79%	7.14%	6.01%	4.56%

자료 : VIOS

추정 손익계산서_Base Case

추정손익계산서 - Base Case (단위: 억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	31,633	35,874	43,766	60,545	77,842	103,609
YOY(%)		13.40%	22.00%	38.34%	28.57%	33.10%
매출원가	27,979	31,230	35,476	46,834	61,725	78,589
매출총이익	3,654	4,644	8,290	13,711	16,117	25,020
GPM(%)	11.6%	12.9%	18.9%	22.6%	20.7%	24.1%
판매비와관리비	2,179	2,544	3,725	3,348	4,262	5,336
영업이익	1,475	2,100	4,566	10,363	11,856	19,684
OPM(%)	4.7%	5.9%	10.4%	17.1%	15.2%	19.0%
금융손익	46	(294)	298	17	7	107
기타손익	(481)	4	233	(81)	52	68
지분법손익	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
법인세비용차감전순이익	1,039	1,808	5,096	10,297	11,913	19,857
법인세비용	(907)	241	1,043	2,615	3,950	5,245
법인세율	-87.3%	13.3%	20.5%	25.4%	33.2%	26.4%
당기순이익(순실)	1,945	1,568	4,053	7,682	7,963	14,613
NPM(%)	6.1%	4.4%	9.3%	12.7%	10.2%	14.1%
주당이익	1,782	1,436	3,713	7,039	7,296	13,389

자료 : VIOS

Sales_Bull Case

매출액_Bull Case (단위: 억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출 계	31,633	35,874	43,766	60,546	87,018	105,022
# 매출원가 계	27,979	31,230	35,476	46,834	67,149	79,550
매출원가율	88.45%	87.05%	81.06%	77.35%	77.17%	75.75%
디펜스 매출 계	10,592	15,781	23,652	36,202	54,953	71,439
% of Sales	33.48%	43.99%	54.04%	59.79%	63.15%	68.02%
레일 매출 계	17,788	15,536	14,956	20,021	27,385	28,862
% of Sales	56.23%	43.31%	34.17%	33.07%	31.47%	27.48%
에코플랜트 매출 계	3,253	4,557	5,158	4,323	4,679	4,720
% of Sales	10.28%	12.70%	11.79%	7.14%	5.38%	4.49%

자료 : VIOS

Sales_Bear Case

매출액_Bear Case (단위: 억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출 계	31,633	35,874	43,766	60,545	77,842	88,161
매출원가 계	27,979	31,230	35,476	46,834	61,725	69,615
매출원가율	88.45%	87.05%	81.06%	77.35%	79.29%	78.96%
디펜스 매출 계	10,592	15,781	23,652	36,202	45,778	54,579
% of Sales	33.48%	43.99%	54.04%	59.79%	58.81%	61.91%
레일 매출 계	17,788	15,536	14,956	20,021	27,385	28,862
% of Sales	56.23%	43.31%	34.17%	33.07%	35.18%	32.74%
에코플랜트 매출 계	3,253	4,557	5,158	4,323	4,679	4,720
% of Sales	10.28%	12.70%	11.79%	7.14%	6.01%	5.35%

자료 : VIOS

매출원가 추정_Bull Case

매출원가 추정_Bull Case						
(단위: 억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
전체 매출 합계	31,633	35,874	43,766	60,545	87,017	105,021
매출원가	27,979	31,230	35,476	46,834	67,149	79,550
매출원가율	88.4%	87.1%	81.1%	77.4%	77.2%	75.7%
디펜스 매출				36,202	54,953	71,439
디펜스 매출원가				25,430	38,883	49,910
레이 매출				20,021	27,385	28,862
레이 매출원가				17,442	23,977	25,314
플렌트 매출				4,323	4,679	4,720
플렌트 매출원가				3,962	4,289	4,326

자료 : VIOS

디펜스 매출 추정_Bull Case

디펜스 매출 추정_Bull Case				
(단위: 억 원)		2025E	2026E	2027E
	Bull Case			
	매출총계	36,202	54,953	71,439
	전자 총계	25,519	40,704	55,876
	MRO 총계	4,177	3,873	1,319
	기타매출 총계	6,505	10,376	14,243
K2전차				
폴란드EC1		24,000		
폴란드EC2			10,249	28,103
이라크			2,812	0
루마니아			19,051	18,228
페루			3,130	3,478
해외		24,000	35,243	49,809
국내		517	5,238	5,820
	소계	24,517	40,481	55,629
K808				
페루		0	223	248
해외			223	248
국내		1,002	0	0
	소계	1,002	223	248
기타매출				
		0	0	14,008
	소계	0	0	14,008

자료 : VIOS

디펜스 매출 추정_Bear Case

디펜스 Bear Case				
(단위: 억 원)		2025E	2026E	2027E
	매출 계	36,202	45,778	54,579
	전자 매출 계	25,519	33,393	42,441
	MRO 매출 계	4,177	3,873	1,319
	기타매출 계	6,505	8,512	10,819
K2전차				
폴란드EC1		24,000		
폴란드EC2			18,184	20,168
이라크			-	-
루마니아			-	-
페루			5,544	8,316
해외		24,000	23,728	28,484
국내		517	9,441	13,709
	소계	24,517	33,170	42,193
K808				
페루		-	223	248
해외			223	248
국내		1,002	-	-
	소계	1,002	223	248
기타매출				
기타매출		6,505	8,512	10,819
	소계	6,505	8,512	10,819

자료 : VIOS

매출원가 추정_Bear Case

매출원가 추정_Bear Case						
(단위: 억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
전체 매출 합계	31,633	35,874	43,766	60,545	77,842	88,161
매출원가	27,979	31,230	35,476	46,834	61,725	69,615
매출원가율	88.4%	87.1%	81.1%	77.4%	79.3%	79.0%
디펜스 매출				36,202	45,778	54,579
디펜스 매출원가				25,430	33,460	39,975
레이 매출				20,021	27,385	28,862
레이 매출원가				17,442	23,977	25,314
플렌트 매출				4,323	4,679	4,720
플렌트 매출원가				3,962	4,289	4,326

자료 : VIOS

디펜스 매출 추정_Base Case

디펜스 매출 추정_Base Case				
(단위: 억 원)		2025E	2026E	2027E
	매출 계	36,202	45,778	70,027
	전자매출 계	25,519	33,393	54,751
	MRO매출 계	4,177	3,873	1,319
	기타매출 계	6,505	8,512	13,957
K2전차				
폴란드EC1		24,000		
폴란드EC2			18,184	20,168
이라크			-	-
루마니아			-	22,971
페루			5,544	5,544
해외		24,000	23,728	48,683
국내		517	9,441	5,820
	소계	24,517	33,170	54,503
K808				
페루		-	223	248
해외			223	248
국내		1,002	-	-
	소계	1,002	223	248
기타매출				
기타매출		6,505	8,512	13,957
	소계	6,505	8,512	13,957

자료 : VIOS

디펜스 매출원가 추정_Bull Case

디펜스 매출원가 추정_Bull Case (단위: 억 원)	2025E	2026E	2027E
매출액	36,202	54,953	71,439
매출원가	25,430	38,883	49,910
매출원가%	70.24%	70.76%	69.86%
국내 K2 매출	517	5,238	5,820
국내 K2 매출원가	437	4,426	4,917
해외 K2 매출	24,000	35,243	49,809
해외 K2 매출원가	15,600	22,908	32,376
국내 K808 매출	1,002	-	-
국내 K808 매출원가	847	-	-
해외 K808 매출	-	223	248
해외 K808 매출원가	-	151	167
MRO 매출	4,177	3,873	1,319
MRO 매출원가	3,342	3,099	1,055
기타 매출	6,505	10,376	14,243
기타 매출원가	5,204	8,301	11,395

자료 : VIOS

디펜스 비용 추정_Bull Case

비용 추정_Bull Case (단위: 억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	31,633	35,874	43,766	60,545	87,017	105,021
매출원가	27,979	31,230	35,476	46,834	67,149	79,550
판매관리비 추정						
변동비						
판매보증비	172	4	399	296	410	655
지급수수료	208	123	177	283	352	447
대손상각비(충당금환입)	282	197	193	20	297	285
광고선전비	84	143	227	239	381	473
세금과공과	14	25	36	39	63	76
교육훈련비	9	16	22	25	40	48
전산비	102	120	151	202	294	356
경상개발비	182	289	317	425	648	760
입찰지원비	85	71	217	194	294	404
기타판매비와관리비	43	56	93	102	156	196
고정비						
급여	788	1,036	1,307	1,043	1,129	1,160
퇴직급여	60	66	87	71	75	77
기타장기종업원급여	0	13	23	12	16	17
복리후생비	126	159	212	165	179	185
여비교통비	24	26	37	29	31	32
임차료	1	4	1	2	2	1
보험료	11	25	13	16	18	16
감가상각비	38	45	69	51	55	58
무형자산상각비	128	125	144	133	134	137
판매관리비 합계	1,791	2,544	3,725	3,348	4,571	5,386
판매관리비%	5.66%	7.09%	8.51%	5.53%	5.25%	5.13%
기타손익	46	294	298	17	7	107
금융손익	481	4	233	81	52	68
지분법손익	1	2	1	1	1	1
법인세차감전순이익	1,039	1,808	5,096	10,297	15,354	20,259
법인세비용(수익)	-907	241	1,043	2,615	3,950	5,245

자료 : VIOS

디펜스 매출원가 추정_Bear Case

디펜스 매출원가 추정_Bear Case (단위: 억 원)	2025E	2026E	2027E
매출액	36,202	45,778	54,579
매출원가	25,430	33,460	39,975
매출원가%	70.24%	73.09%	73.24%
국내 K2 매출	517	9,441	13,709
국내 K2 매출원가	437	7,977	11,583
해외 K2 매출	24,000	23,728	28,484
해외 K2 매출원가	15,600	15,423	18,515
국내 K808 매출	1,002	-	-
국내 K808 매출원가	847	-	-
해외 K808 매출	-	223	248
해외 K808 매출원가	-	151	167
MRO 매출	4,177	3,873	1,319
MRO 매출원가	3,342	3,099	1,055
기타 매출	6,505	8,512	10,819
기타 매출원가	5,204	6,810	8,655

자료 : VIOS

디펜스 비용 추정_Base Case

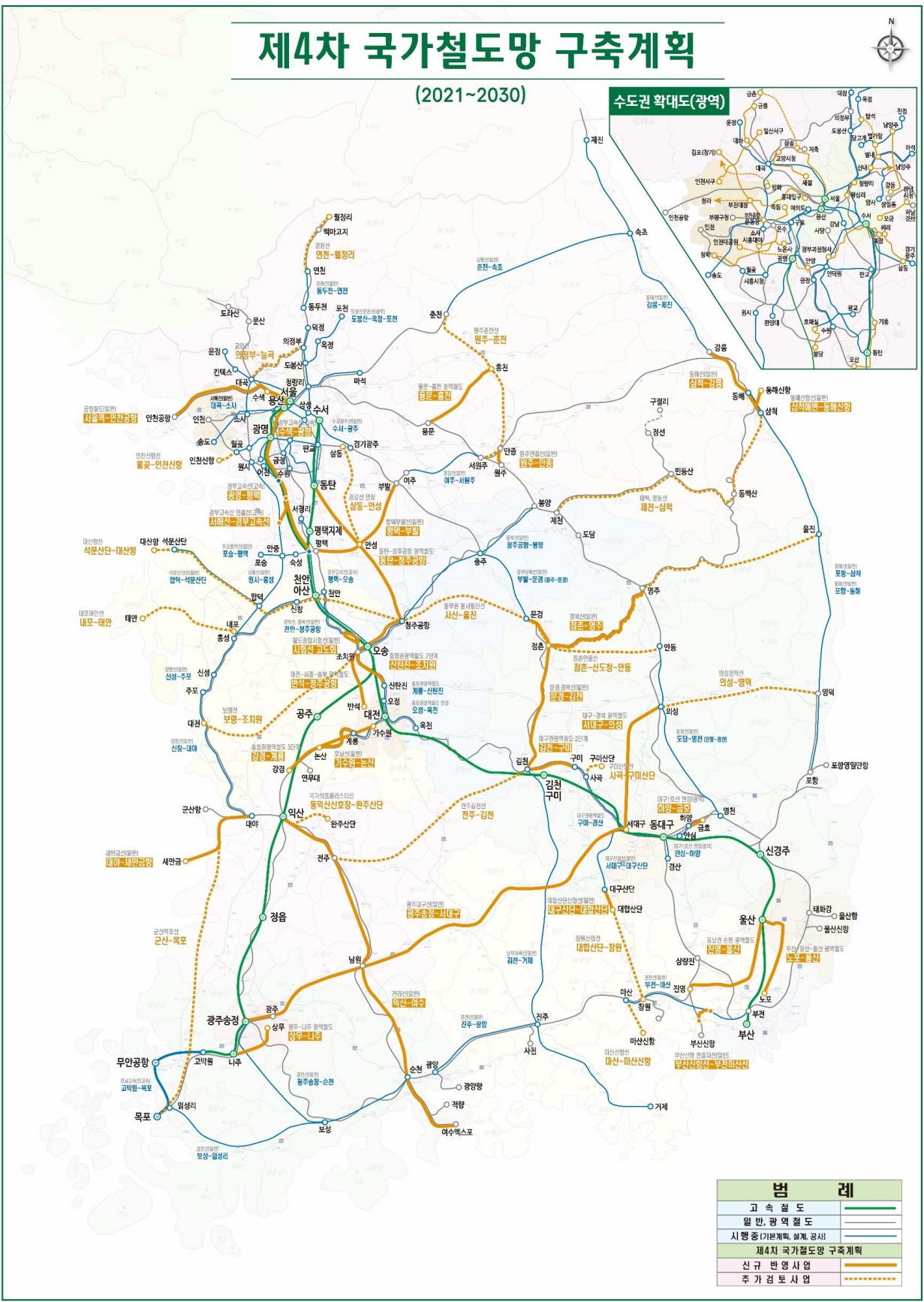
비용 추정_Base Case (단위: 억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	31,633	35,874	43,766	60,545	77,842	103,609
매출원가	27,979	31,230	35,476	46,834	61,725	78,589
판매관리비 추정						
변동비						
판매보증비	172	4	399	296	367	647
지급수수료	208	123	177	283	315	441
대손상각비(충당금환입)	282	197	193	20	265	282
광고선전비	84	143	227	239	341	467
세금과공과	14	25	36	39	56	75
교육훈련비	9	16	22	25	35	48
전산비	102	120	151	202	263	352
경상개발비	182	289	317	425	580	750
입찰지원비	85	71	217	194	263	398
기타판매비와관리비	43	56	93	102	139	193
고정비						
급여	788	1,036	1,307	1,043	1,129	1,160
퇴직급여	60	66	87	71	75	77
기타장기종업원급여	0	13	23	12	16	17
복리후생비	126	159	212	165	179	185
여비교통비	24	26	37	29	31	32
임차료	1	4	1	2	2	1
보험료	11	25	13	16	18	16
감가상각비	38	45	69	51	55	58
무형자산상각비	128	125	144	133	134	137
판매관리비 합계	1,791	2,544	3,725	3,348	4,262	5,336
판매관리비%	5.66%	7.09%	8.51%	5.53%	5.47%	5.15%
기타손익	46	294	298	17	7	107
금융손익	481	4	233	81	52	68
지분법손익	1	2	1	1	1	1
법인세차감전순이익	1,039	1,808	5,096	10,297	11,913	19,857
법인세비용(수익)	-907	241	1,043	2,615	3,041	5,139

자료 : VIOS

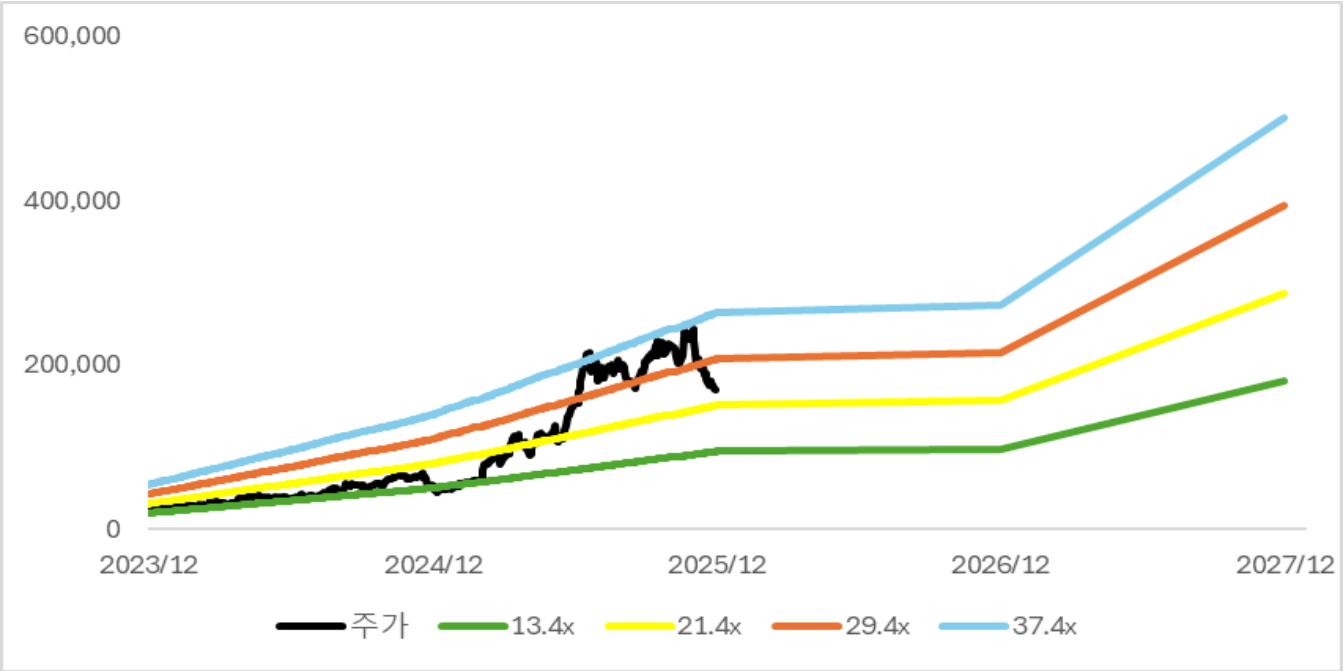
레일 매출추정

레일솔루션 (단위: 억 원)		2025E	2026E	2027E
매출 계		20,021	27,385	28,862
	열차 매출 계	8,637	12,861	13,925
	MRO 매출 계	2,830	2,825	2,607
	기타매출 계	8,553	11,700	12,331
고속열차				
	한국철도공사 EMU-260 납품	828	-	-
	코레일 EMU-320	2,912	2,912	416
	SR 고속철도차량 도입 정비사업	2,256	2,256	376
	우즈베키스탄 고속전철 공급 및 유지보수 사업	322	644	644
	한국철도공사 EMU-260 납품	-	1,656	1,656
	KTX-1 대체 EMU-320 납품	-	-	2,440
	소계	6,318	7,468	5,532
180km급				
	수도권광역급행철도 C노선 민간투자사업 철도차량	512	1,792	2,048
	수도권광역급행철도 B노선 민간투자사업 철도차량	-	240	1,920
	소계	512	2,032	3,968
국내 전동차				
	공항철도 전동차 납품사업	408	-	-
	동북선 도시철도 민간투자사업 건설공사	-	-	-
	대장-홍대선	-	111	443
	소계	408	111	443
해외 전동차				
	모로코 철도청 전동차 사업	-	210	770
	미국 MBTA 전동차 사업 추가공급계약	-	96	96
	미국 LA 메트로 전동차 납품 사업	161	264	402
	이집트 카이로 메트로 2,3호선 전동차 공급 및 현지화	134	269	296
	호주 QTMP 전동차 사업	175	140	35
	대만 타이베이 전동차 공급 사업	-	70	455
	싱가포르 LTA J151 사업	-	-	-
	방글라데시 철도청(BR) 디젤전기기관차 70량 공급	-	-	-
	대만 도원 녹선 E&M 턴키 사업	-	-	-
	대만 철도청(TRA) 통근형 전동차 공급사업	-	-	-
	뉴질랜드 웰링턴 유지보수사업	-	-	-
	터키 이스탄불 전동차 공급 사업 2016년	-	-	-
	소계	470	1,049	2,053
트램				
	대전도시철도 2호선 차량운행시스템	-	1,208	1,208
	이집트 알렉산드리아 트램 사업	120	660	720
	캐나다 에드먼턴 Valley Line West 트램 납품 사업	809	333	-
	폴란드 바르샤바 트램 사업	-	-	-
	소계	929	2,201	1,928

자료 : VIOS



자료 : 국토교통부



Compliance Note

본 자료는 서울시립대학교 가치투자동아리 VIOS의 제작물로서 모든 저작권은 작성한 학회의 조사분석담당자 본인에게 있습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 부당한 압력 및 간섭 없이 작성되었습니다.

본 자료는 학회의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

본 자료에 수록된 내용은 학회 및 조사분석담당자가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 본 학회는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.