

# 심층분석보고서

현대로템-재경-경영분석

2026.04.26

# 심층 분석 보고서: 현대로템-재경-경영분석

## 심층분석보고서: 현대로템 재경-경영분석

### 1장: 산업(섹터) 분석

#### 1-1. 방산 산업: 냉전 종식 후 최대 호황의 구조적 배경

스톡홀름국제평화연구소(SIPRI)가 2025년 4월에 발표한 자료에 따르면 2024년 세계 군비지출은 2조 7,180억 달러로 전년 대비 9.4% 급증, 10년 연속 증가하며 냉전 종식 이후 최대 상승률을 기록했습니다. 이는 미·중·러·인도·독일이 군비지출 상위 5개국으로 글로벌 합계의 60%를 차지하고, 100여 개국이 동시에 국방예산을 늘렸다는 점에서 일시적 사건이 아니라 구조적 재무장 사이클의 시작으로 해석됩니다. NATO 회원국 합계는 1조 5,060억 달러로 글로벌의 55%를 차지했고, 2025년 헤이그 정상회의에서는 2035년까지 GDP 5%(코어 3.5%+안보 1.5%) 투자를 합의하면서 향후 10년간 유럽 방산시장의 추가 확장이 사실상 정책적으로 보장된 상태입니다. 유럽 군비지출은 6,930억 달러(전년 대비 +17%)로 폴란드(GDP 4.7%, +31%), 루마니아(+43%), 독일(+28%), 스웨덴(+34%) 등이 견인했고, 폴란드는 단일 국가로 NATO 내 GDP 대비 비중 1위에 올라 한국 방산기업의 최대 수출처로 부상했습니다. 한국 방산 수출은 2020년 30억 달러에서 2022년 173억 달러까지 확장된 후 일시 조정을 거쳐 2025년 154억 달러(+60.4%)로 회복했고, 정부는 2030년 200억 달러 목표와 함께 세계 4위 방산수출국 진입을 선언했습니다. 이러한 거시 환경은 현대로템 디펜스솔루션 부문이 단기적 호황이 아니라 향후 7~10년 동안 정책적 수요에 뒷받침되는 구조적 성장 국면에 들어섰음을 의미합니다.

#### 1-2. 글로벌 철도시장: 라이프사이클 €240B의 안정적 확장

UNIFE의 「World Rail Market Study 2024」(Bain 분석 협업)에 따르면 글로벌 철도공급 시장은 2021~23년 연평균 €201.8B 규모로 직전 사이클 대비 14% 성장했고, 2027~29년에는 €240.8B(CAGR 약 3%)로 추가 확장될 전망입니다. 세그먼트별로는 서비스/MRO €77.1B, 차량(Rolling Stock) €63.3B, 인프라 €38.1B, 신호제어 €22.3B 순으로 구성되며, 이 중에서도 차량과 MRO의 결합 비중이 65%를 넘어 현대로템 같은 OEM이 라이프사이클 전반에 걸쳐 매출 인식을 누릴 수 있는 시장 구조임을 보여줍니다. SCI Verkehr가 집계한 2024년 글로벌 24개 OEM 매출 합계는 €65B로 전년 대비 11% 늘었으며, 상위 10개사가 전체 시장의 70%를 점유하는 과점 구조가 굳어졌습니다. 한편 외국 공급사가 접근 가능한 시장 규모는 전체의 59%로 추정되는데, 이는 미국 'Buy America', EU 외국보조금 규제(FSR), 중국·인도·일본의 자국 우선 정책 등으로 보호주의 색채가 강화되고 있기 때문입니다. 따라서 현대로템처럼 자국 시장이 협소한 OEM은 모로코·이집트·페루·뉴질랜드·미국·호주 등 보호 강도가 상대적으로 낮은 시장에서 입찰 경쟁력을 갖춰야 한다는 도전 과제를 안고 있습니다. 또한 ESG 규제 강화로 친환경 차량(수소·배터리·하이브리드) 수요가 확대되고 있어 현대로템이 보유한 수소전기트램·KTX-청룡 같은 차별화 제품이 향후 5년 내 글로벌 시장에서 가격 프리미엄을 받을 가능성이 커지고 있습니다.

#### 1-3. 수소 산업: 정체와 옵션 가치의 비대칭 시장

국제에너지기구(IEA)가 발간한 「Global Hydrogen Review 2025」에 따르면 글로벌 수소 수요는 2024년 약 100Mt(전년 대비 +2%)에 달하지만, 저탄소 수소가 차지하는 비중은 1% 미만에 그쳐 정책적 기대와 시장 현실의 간극이 여전히 큼니다. 발표된 프로젝트 기준 2030년 저탄소 수소 잠재 생산량은 2024년 49Mtpa에서 2025년 37Mtpa로 24% 하향 조정됐으며, 최종투자결정(FID) 도달 비중은 4%에 불과합니다. 이는 글로벌 수소 산업이 본격적인 J-커브 진입 이전 단계에 머물러 있고, 그 사이에 Plug Power·Nel ASA 같은 단일 베팅 기업들이 막대한 누적적자를 떠안고 있다는 의미입니다. 반면 한국 정부의 「제1차 수소경제 이행 기본계획」은 수소 수요를 2020년 22만톤에서 2030년 390만톤, 2050년 2,790만톤으로 확대하고, 2040년 부가가치 43조 원·

## 심층 분석 보고서: 현대로템-재경-경영분석

일자리 42만 개를 만들겠다고 못박았습니다. 정책 드라이브와 시장 실측치 사이의 갭이 큰 비대칭 시장에서, 현대로템은 수소트램·수소충전소·LNG 자가발전·LH2 액화수소 모듈러 패키지 같은 솔루션형 제품을 그룹 캡티브 물량을 토대로 개발하고 있어, 단일 베팅의 적자 위험을 최소화하면서 옵션 가치를 키우는 보수적 접근을 취하고 있습니다. 이는 단기 손익에 큰 영향을 주지 않으면서도, 2030년 이후 정책 가시화 국면에서 회수 가능한 R&D 투자의 성격을 띠니다.

### 1-4. 가치사슬 구조와 핵심 수익 지점

세 사업 모두 가치사슬 구조가 본질적으로 동일한 패턴을 띠고 있습니다. 원자재·부품 공급, 모듈·서비스시스템 협력업체, 체계종합(현대로템)이 위에서 아래로 결합한 후, 최종 발주처에 인도되고 이후 20~30년에 걸쳐 MRO·서비스·기술이전 라이선스 수익이 발생하는 'Razor & Blade' 모델입니다. 핵심 수익 지점은 첫째, 체계종합 마진으로 방산은 통상 15~20%, 철도는 경쟁 강도에 따라 5~10%대를 형성합니다. 둘째, 인도 이후 20~30년에 걸쳐 발생하는 MRO·수리부속·정비계약의 고마진 반복매출인데, 이 매출은 단가 협상력이 OEM에 유리하게 기울어 있어 통상 30%대 OPM을 누리는 황금 부분입니다. 셋째, 폴란드 K2PL처럼 현지 라이선스 생산을 허용하는 기술이전 계약에서는 일시 라이선스 수익과 기술료 수익이 결합되어 마진율이 한층 올라갑니다. 디펜스 솔루션 부문 OPM이 2022년 4.66%에서 2025년 17.22%로 3.7배 상승한 본질적 이유는, 1차 인도 단계에서 후속 MRO 마진과 라이선스 마진이 동시에 인식되기 시작했기 때문이며, 이는 향후 폴란드 K2PL 64대·페루 K2 54대·이라크 250대 가능성이 더해지면 추가 상승 여력이 충분히 남아 있음을 의미합니다.

### 1-5. 글로벌 경쟁 구도: 서방 프리미엄과 한국 가성비

방산 부문에서는 독일 Rheinmetall(KF51 Panther-Lynx), 프·독 합작 KNDS(Leopard 2A8-MGCS), 미국 General Dynamics(Abrams) 같은 서방 프리미엄 그룹이 NATO 코어 시장을 장악하고 있고, 러시아 Uralvagonzavod(T-90M·T-14 Armata)와 중국 Norinco(Type 99·VT-4)가 비서방 시장에서 별도 진영을 형성하고 있습니다. 그 사이에 한국 현대로템(K2)이 NATO 호환 표준을 충족하면서도 가격은 Leopard 2A8 대비 30~40% 저렴하고, 납기는 독일 대비 절반 수준이며, 폴란드 PGZ 같은 현지 산업체와의 기술이전·공동생산을 유연하게 받아들이는 특성으로 'K-가성비 챔피언' 포지션을 확립하고 있습니다. 철도 부문에서는 중국 CRRC가 신차 점유율 30%대로 압도적 1위를 유지하지만 EU FSR 규제에 불가리아 입찰을 자진 철회한 사례가 있고, 프랑스 Alstom(€18.5B), 독일 Siemens Mobility, 스위스 Stadler, 일본 Hitachi Rail이 톱5 권역을 형성합니다. 현대로템은 글로벌 5~7위권 OEM으로서 KTX·청룡·수소전기트램 같은 차별화 제품으로 니치 프리미엄을 노리는 전략을 취하고 있습니다. 수소 부문은 미국 Cummins-Plug Power, 노르웨이 Nel ASA, 독일 Linde-thyssenkrupp nucera, 프랑스 Air Liquide가 본질적으로 경쟁하지만, 통합 솔루션을 제공할 수 있는 사업자는 많지 않아 현대로템이 가진 그룹 캡티브 자산은 향후 차별화 요소로 작동할 가능성이 큼니다.

### 1-6. 한국 방산 수출의 구조적 모멘텀

한국 방산이 폴란드 K2 1차 계약(2022년 33.6억 달러, 180대)을 시작으로 글로벌 시장에서 인정받기 시작한 후, 2025년 8월 K2 2차 실행계약(64.6억 달러, 261대)이 체결되면서 폴란드 한 국가에서만 누적 수주가 약 13조 원에 달하게 되었습니다. 폴란드 외에도 페루 K2 54대 + K808 차륜형장갑차 141대(2025년 12월, 약 3조 원), 모로코 K2 검토, 이라크 250대 사막형 K2 검토(약 9조 원), 루마니아 차세대 전차 사업(2026~40년 2단계, 약 65억 유로/216대) 등이 이어지고 있어, K2 플랫폼의 글로벌 침투는 향후 5년간 추가 확장 여력이 충분합니다. 또한 한국이 KF-21·FA-50·K9 자주포·천공 II 같은 다른 무기체계까지 동시 수출하면서 패키지 딜의 협상력이 강화되고 있어, K2가 단독으로 입찰에 들어가는 것이 아니라 한국 방산 종합 솔루션의 일부로 거래되는 경우가 늘고 있습니다. 이는 현대로템이 자체 영업력만으로 수주를 따는 구조에서, 정부 G2G 협력과 결합되어

## 심층 분석 보고서: 현대로템-재경-경영분석

외교적 안전망 위에서 거래하는 구조로 진화했음을 의미합니다.

### 1-7. 산업 전반의 정책·규제 변화

세 사업이 동시에 정책 변화의 영향을 강하게 받습니다. 방산은 미국 ITAR(국제무기거래규정), EU의 군수기술 통제 리스트, 한국 방위사업법이 동시에 적용되고, 수출 시점마다 정부 간 합의(G2G)와 산업협력(Industrial Cooperation) 의무 비중이 협상 변수로 작용합니다. 철도는 EU FSR(외국보조금규제)와 미국 'Buy America', 호주·뉴질랜드의 로컬콘텐츠 요구가 강화되어 입찰 자격 자체를 잃을 위험이 있습니다. 수소는 EU CBAM(탄소 국경조정), 미국 IRA 45V 수소 생산세액공제, 한국 수소법·청정수소 인증제 등으로 정책 리스크와 기회가 공존합니다. 따라서 산업 전반의 정책·규제 환경은 단순 외형 변수가 아니라 사업계획·예산 가정의 핵심 입력값이 되며, 재경-경영분석 직무는 이를 정량화해 연 단위 BP·분기 Forecast에 녹여야 하는 자리에 위치합니다.

## 2장: 주요 기업 비교 및 대상 회사 포지셔닝

### 2-1. 방산 빅4 비교: 한화에어로·현대로템·KAI·LIG넥스원

국내 방산 빅4의 2024 회계연도 매출과 영업이익을 비교하면 시장 구조의 차이가 분명히 드러납니다. 한화에어로스페이스는 매출 26.6조 원, 영업이익 3.03조 원(OPM 11.4%)으로 외형이 압도적이고, 현대로템은 매출 4.38조 원에서 2025년 5.84조 원, 영업이익 1조 56억 원(OPM 17.2%)으로 마진율 면에서 빅4 가운데 가장 우월합니다. 한국항공우주산업(KAI)은 매출 3.70조 원, 영업이익 2,692억 원이며, LIG넥스원은 매출 4.31조 원, 영업이익 3,231억 원입니다. 단위 매출당 수익성에서 현대로템이 압도적으로 높은 이유는 K2 전차의 고가 단일 제품 구조와 폴란드 1차 인도 본격화에 따른 매출 인식, 그리고 2024년부터 시작된 후속 MRO·수리부속 매출 비중 상승이 결합되었기 때문입니다. 다만 수주잔고는 한화에어로스페이스 약 31조 원, KAI 약 26.27조 원, 현대로템 디펜스 단일 약 11.9조 원(2025년 말)으로 차이가 있어, 외형 성장 여력에서는 현대로템이 빅4 중간 수준에 위치합니다. 빅4 합산 영업이익은 2024년 4조 원대를 돌파한 후 2025년에는 5조 원에 진입했고, 2026년에는 더욱 큰 폭의 성장이 예상되어 'K-방산 합산 영업이익 5조 클럽'이 새로운 산업 지표로 자리 잡고 있습니다.

### 2-2. 글로벌 방산 메이저 비교: Rheinmetall·KNDS·General Dynamics

독일 Rheinmetall은 2024 회계연도 매출 €9.75B(전년 대비 +36%), 영업이익 €1.48B(OPM 15.2%, Defense 부문 단일 19%)을 기록하며 유럽 재무장 사이클의 최대 수혜자로 떠올랐습니다. 수주잔고는 €55B 수준이고, 2030년 매출 €40B 진입을 목표로 매년 두 자릿수 성장을 가이던스로 제시하고 있습니다. 프랑스·독일 합작인 KNDS는 2025년 2월 Alstom의 독일 Görlitz 공장을 인수해 Leopard 2·Puma·Boxer 모듈 생산 라인으로 전환했고, 이는 유럽 방산이 철도 산업 자산까지 흡수하면서 외연을 확장하고 있다는 상징적 사건이었습니다. 미국 General Dynamics는 매출 약 \$47.7B 수준이지만 Abrams 전차 외에도 핵잠수함·항공·IT 서비스를 종합 운영하는 방위 종합기업이며, K2와 직접 경쟁하는 MBT 부문은 일부 사업에 한정됩니다. 현대로템 디펜스솔루션 매출 약 3.2조 원(2025년)은 Rheinmetall 디펜스 부문의 1/4 수준이지만, OPM이 30.1%로 Rheinmetall(19%)을 능가하며 단위 매출당 수익성에서는 글로벌 톱티어급에 도달했습니다. 다만 글로벌 방산 피어 평균 PER이 29.9배인 데 반해 현대로템 12M Forward PER이 16.5배에 불과하다는 점은, 외형 차이가 밸류에이션 디스카운트로 반영되고 있음을 시사합니다.

### 2-3. 철도 부문 글로벌 경쟁 비교: Alstom·Siemens·CRRC

## 심층 분석 보고서: 현대로템-재경-경영분석

Alstom은 FY2024/25(2025년 3월 결산) 매출 €18.5B(+4.9%), 조정EBIT €1.18B(margin 6.4%), 백로그 €95B로 글로벌 철도 OEM 가운데 압도적 외형을 가지고 있습니다. Siemens Mobility는 매출 약 €11~12B 수준이지만, Siemens AG의 디지털화·자동화 솔루션과 결합한 시너지로 신호·서비스 부문에서 우위를 점합니다. 중국 CRRC는 단일 기업으로 매출 약 \$32B(약 47조 원)에 달해 압도적 1위지만, 글로벌 시장 접근에서는 EU FSR-미국 NDAA 제재로 제약을 받고 있어 외국 시장 점유율은 외형 대비 작습니다. 현대로템 레일솔루션 부문은 2024년 영업적자 -1,232억 원에서 2025년 영업이익 +207억 원(OPM 1.0%)으로 턴어라운드 초입에 들어섰으며, 이는 해외 프로젝트의 추가원가·품질비용 총당이 일단락된 결과로 해석됩니다. 호주 SRL East Linewide 패키지(2026년 1월) 입찰에서는 중국 CCCC John Holland 컨소시엄에 패배했지만, 모로코 2층 전동차 2.2조 원, 미국 LA 메트로 6.6억 달러(2024년 2월), MBTA 2층객차, 우즈베키스탄 고속철 6편성, 대만 타이중 4,249억 원, 캐나다 밴쿠버 무인전동차 등 35개국 이상에 걸친 견조한 글로벌 레퍼런스를 보유하고 있습니다. 또한 2025년 10월 IEC 62443 사이버보안 인증을 국내 최초로 획득해 유럽 시장 진입 자격을 확보한 점은 향후 EU 입찰 경쟁력을 끌어올리는 결정적 자산이 됩니다.

### 2-4. 수소·에코플랜트 부문 비교: Plug Power·Nel ASA 대비 안정성

미국 Plug Power는 2025년 매출 \$709.9M에 그쳤지만 누적적자가 80억 달러를 넘어섰고, 2026년에 Project Quantum Leap이라는 비용 축소 구조조정을 발표하면서 사실상 단일 베팅 모델의 한계를 인정했습니다. 노르웨이 Nel ASA는 매출 NOK 963M 수준이지만 알칼라인 부문 직원 20%를 감원하면서 사업 축소에 들어갔습니다. 두 회사가 보여주는 패턴은 수소 단일 베팅 사업자가 정책 사이클의 정체기에 얼마나 큰 손실을 떠안는지를 입증하는 사례입니다. 반면 현대로템 에코플랜트 부문은 2024년 매출 5,158억 원, 2025년 5,341억 원, OPM 약 3% 내외를 유지하면서 적자 없이 성장했습니다. 그 본질은 현대제철 LNG 자가발전 설비(2024년 12월 수주), 현대차 미국 HMGMA 자동차 생산설비, 그룹 캡티브 물량(EP 매출의 약 42%)이 안정 기반을 제공하는 데 있습니다. 즉 현대로템 EP 부문은 단일 제품 베팅이 아니라 'B2B 솔루션 통합형'이고, 그룹 내 캡티브 매출이라는 안전망 위에서 수소·청정 플랜트 분야의 옵션 가치를 키우는 보수적 사업 모델을 취하고 있습니다. 이는 글로벌 단일 베팅 기업과 본질적으로 다른 리스크 프로파일을 의미합니다.

### 2-5. 최근 6개월 결정적 이슈 분석

첫째, 2025년 8월 1일 폴란드 K2 2차 실행계약이 체결됐습니다. 64.6억 달러(약 9조 원)에 261대 규모이며, 한국에서 생산되는 K2GF 116대, 폴란드 현지에서 조립되는 K2PL 64대, 계열 차량 81대로 구성됩니다. 인도 시한은 2031년이고, 폴란드 BGK가 9조 원 규모 금융조달 절차를 완료하면서 2025년 12월 30일 최종 효력 발효가 확인됐습니다. 둘째, 루마니아 차세대 전차 사업이 2026년 1월 하나증권 분석에서 'SAFE 대출 금융장벽 해소 신호'로 재평가 시점에 도달했다는 평가를 받았습니다. 2단계 65억 유로 규모/216대로 추정되며, 2026~40년에 걸쳐 분할 발주될 가능성이 거론됩니다. 셋째, 2025년 12월 9일 페루와 K2 54대 + K808 141대 직도입 계약(약 3조 원)이 체결되어 K2 플랫폼이 폴란드 외 신규 시장에 본격적으로 안착했습니다. 넷째, 이라크가 250대 사막형 K2 검토에 들어갔다는 보도가 2026년 들어 잇따랐고, 가시화된다면 약 9조 원 규모의 추가 수주로 연결될 가능성이 있습니다. 다섯째, 2026년 1월 현대로템은 로보틱스·수소 중심 조직개편을 단행하고 2028년까지 1조 8,000억 원을 외부차입 없이 영업현금흐름으로 자체 조달해 투자한다는 중기 전략을 발표했습니다. 한편 2025년 10월 입찰담합 관련 국정감사 소환 이슈는 거버넌스 리스크로 모니터링 대상이며, 향후 IR 커뮤니케이션과 컴플라이언스 강화 흐름이 강화될 가능성이 큼니다.

### 2-6. 현대로템 포지셔닝 종합

방산은 '프리미엄 가성비, 빠른 납기, 기술이전 유연성'의 결합으로 글로벌 볼룸 챔피언 포지션을, 철도는 '수소전

## 심층 분석 보고서: 현대로템-재경-경영분석

기트램·KTX-청룡 등 기술 차별화로 니치 프리미엄을 노리는 글로벌 5~7위 OEM' 포지션을, 에코플랜트는 '그룹 캡티브 안에서 수소 옵션을 보수적 비용으로 확장하는 EPC 솔루션 사업자' 포지션을 가집니다. 비즈니스 모델은 모두 B2B/B2G(정부 발주) 중심이며, B2C 노출은 사실상 없습니다. Rheinmetall이 방산 단일 비중 80%, Alstom이 철도 단일이라는 점과 비교하면 현대로템은 오히려 포트폴리오 분산이 정체성이라는 차별성이 있는데, 한국신용평가가 2026년 4월 등급을 AA-/안정적으로 상향한 결정에서도 이러한 포트폴리오 분산이 신용보강 요인('Notch Uplift')으로 작용했음을 명시했습니다. 즉 외형 한 줄로 보면 글로벌 톱티어 대비 작지만, 마진·캐시플로우·신용 측면에서는 글로벌 피어 가운데 가장 균형 잡힌 사업자라는 위상이 점차 인정받는 국면입니다.

### 3장: 대상 회사 심층 분석

#### 3-1. 4년 만의 점프: 매출 2배·이익 5배의 의미

현대로템은 FY2021 매출 약 2.86조 원, OPM 5.0% 수준의 평범한 종합기계기업이었습니다. 그러나 FY2023 매출 3.59조/영업이익 2,101억(OPM 5.9%), FY2024 매출 4.38조/영업이익 4,566억(OPM 10.4%), FY2025 매출 5.84조/영업이익 1조 56억(OPM 17.2%)으로 4년 만에 매출 약 2배, 이익 약 5배의 점프를 달성했습니다. EBITDA 마진도 FY2021 5.0%에서 FY2025 18.8%로 확대됐고, 당기순이익은 약 7,665억 원(+89.2%)을 기록했습니다. 부문별 매출 비중은 디펜스솔루션 55%, 레일솔루션 36%, 에코플랜트 9%이며, 이익 측면에서는 디펜스솔루션이 OPM 30.1%로 사실상 전사 영업이익의 96%를 책임지는 구조입니다. 이러한 점프의 본질은 단일 사이클 호황이 아니라, 폴란드 1차 계약(33.6억 달러)이 매출로 인식되기 시작한 2024~25년에 후속 MRO 마진과 라이선스 마진이 결합되면서 '인도 단계 마진'이 '라이프사이클 마진'으로 옮겨가기 시작했기 때문입니다. 이는 일회성 점프가 아니라 향후 폴란드 2차(2031년까지)-페루(2030년)-이라크·루마니아로 확장되면서 다년 안정 구간을 이어갈 가능성이 큰 구조입니다.

#### 3-2. 분기별 실적 흐름과 비용 인식의 시차

분기 단위 흐름을 보면 2025년 4Q는 매출 1조 6,256억 원(+12.8%), 영업이익 2,675억 원(+65.4%, OPM 16.5%)을 기록했지만, 키움증권 추정치(2,791억)와 시장 컨센서스(3,217억)를 모두 하회했습니다. 그 본질은 K2 2차 계약 초기 비용의 선반영이었습니다. 즉 매출 인식이 본격화되기 전에 신규 사업 셋업·라이선스·교육·현지 라인 구축에 따른 비용이 선반영되면서 분기 OPM이 일시적으로 압축되었던 것입니다. 1Q26은 매출 1조 4,575억 원(+23.9%), 영업이익 2,242억 원(+10.5%, OPM 15.4%)으로 분기 매출 사상 최대를 기록했고, 디펜스솔루션 매출 8,040억 원(OPM 27.2%)이 견인했습니다. 다만 레일솔루션 매출은 35% 성장에도 영업이익 29억 원(-40.8%)으로 소폭 적자 전환에 가까운 수준에 머물렀고, 에코플랜트는 매출 -4.6%로 부진해 '디펜스 의존' 구조가 단기적으로 더 강화된 모습입니다. 이러한 분기 변동의 원인을 추적하려면 진행률 변화, 총당부채 인식, 환영향, 일회성 비용 등 4가지 변수를 분리해 보아야 하며, 이는 경영분석 직무가 매월·매분기 반복 수행해야 하는 분석 작업의 핵심에 자리합니다.

#### 3-3. 수주잔고 29.8조의 의미와 5년치 매출 가시성

2025년 말 현대로템의 총 수주잔고는 29조 7,735억 원(+58.7%)으로 사상 최대를 기록했고, 2026년 1Q에 29.8조 원까지 추가 확대했습니다. 부문별로 보면 디펜스솔루션 약 11조 9,000억 원, 레일솔루션 약 19조 원(에코플랜트 일부 포함), 에코플랜트 약 8,021억 원으로 분포합니다. 디펜스솔루션 수주잔고는 2020년 1.6조 원에서 2025년 12조 원으로 5년 새 7배 이상 폭증했고, 이는 2025년 매출 3.2조 원 기준으로 약 3.7년치 매출에 해당합니다. 레일솔루션은 자체 잔고 19조 원이 2025년 매출 2.1조 원 기준 약 9년치에 달해 사실상 라

## 심층 분석 보고서: 현대로템-재경-경영분석

이프사이클 안정성이 확보된 상태입니다. 하나증권은 신규 수주 파이프라인을 약 35조 원 규모로 추정합니다. 페루(약 3조 원), 이라크(약 9조 원), 루마니아(약 11조 원), 모로코, 호주 SRL 후속 등이 포함되며, 이 중 절반만 가시화되어도 향후 5년간 매출 가시성은 한층 강화됩니다. 폴란드 1차 계약(33.6억 달러, 180대)은 2025년 6월 기준 133대 인도 완료, 2025년 연내 잔여 47대 인도 예정으로 1차 사이클은 마무리 단계에 있습니다. 이는 2차 계약의 매출 인식이 2026년부터 본격화되면서 디펜스솔루션 매출이 2026~31년 동안 추가 상승할 환경이 조성되어 있음을 의미합니다.

### 3-4. VISION 2027과 K3·수소트램 신성장 로드맵

현대로템의 공식 슬로건은 2019년 선포된 'VISION 2027 — 고객가치를 창출하는 기술선도기업'이며, 2026년 시점에서 보면 이 비전이 외형 수치보다 빠르게 달성되고 있는 모습입니다. 부문별 중장기 로드맵은 다음과 같이 짜여 있습니다. 디펜스솔루션은 2040년 K3 차세대 전차 실전배치를 목표로 130mm 활강포·무인포탑·AI 사격통제·수소·디젤 하이브리드 파워팩 등의 기술 요소를 개발 중이며, 2025년 6월 K3 차세대 전차의 디자인 특허 등록이 확인되어 실체화 단계에 들어섰습니다. 레일솔루션은 2030년 대용량 수소 고속철 라인업 확대, 수소 전기트램 67편성(대전 34편성·울산 9편성·부산항선 17편성) 보급, 미국·유럽 사이버보안 인증 기반 입찰 확대를 추진합니다. 에코플랜트는 그룹 캡티브 물량을 토대로 LH2 액화수소 모듈러 패키지·LNG 자가발전·수소충전소 통합 솔루션을 키워 2030년 이후 본격적인 매출 성장 구간을 노립니다. 2026년 1월 발표된 로보틱스·수소 중심 조직개편은 전사 R&D 방향성을 신성장 사업으로 재배치하는 신호이며, 2028년까지 1조 8,000억 원을 외부 차입 없이 영업현금흐름으로 자체 조달해 투자한다는 점은 자기조달형 성장 사이클로 들어섰음을 보여줍니다.

### 3-5. 그룹 시너지와 35개국 글로벌 레퍼런스

현대로템은 현대자동차그룹 안에서 독특한 위치에 있습니다. 현대차 수소연료전지(NEXO 모듈)가 수소트램·K3 파워팩의 핵심 부품이 되고, 현대모비스의 전동화 모듈, 현대제철의 특수강·후판이 디펜스 차량의 차체 소재가 되며, 현대차 미국 HMGMA 자동차 생산설비를 에코플랜트가 EPC로 시공합니다. 즉 그룹 안에서 발생하는 수직 시너지 매출이 안정 기반을 제공하면서, 외부 글로벌 시장에서 따낸 입찰 매출이 외형 성장을 견인하는 이중 구조입니다. 글로벌 레퍼런스는 미국 LA 메트로 6.6억 달러·MBTA 2층객차 4회 수주, 캐나다 밴쿠버 무인전동차 조기납품, 호주 시드니 마리웅 2층 전동차(누적 2.7조 원), 모로코 2층 전동차 2.2조 원, 이집트 카이로 메트로 1호선, 인도·뉴질랜드·브라질·튀르키예·우즈베키스탄·대만 등 35개국 이상에 걸칩니다. 특히 미국 LA 메트로 사례에서는 국내 단가 대비 2배 이상 수준에서 계약이 체결됐다는 점이 보고되어, '저마진 국내 → 고마진 해외' 믹스 전환의 한 사례로 해석되고 있습니다.

### 3-6. 진행기준 회계와 환·지정학의 3중 노출

현대로템 재무 프로파일에서 가장 중요한 리스크는 수주산업 회계의 변동성입니다. K-IFRS 1115호에 따른 진행기준 매출 인식 구조에서는 누적원가/총원가 기준으로 진행률(POC)을 산정하고, 진행률에 계약가액을 곱해 누적공사수익을 인식합니다. 진행률 추정은 사업본부의 EAC(예상 총원가) 추정에 좌우되며, 추정이 변동되면 분기 매출이 수백억 원 단위로 흔들립니다. 레일솔루션 부문이 2024년 4년 만에 영업적자(-1,232억 원)를 기록했던 본질은, 해외 프로젝트의 추가원가·품질비용·설계변경이 발생하면서 EAC가 늘었고, 이로 인해 누적 진행률이 재산정되어 총당부채가 한꺼번에 인식됐기 때문입니다. 이런 패턴은 사업보고서 별도 주석으로 공시되는 'KAM(핵심감사사항)'의 단골 항목입니다. 환위험 측면에서는 디펜스솔루션 해외 매출 비중이 2027년 66.3%까지 확대될 전망이다. 원/달러·원/즈위티 환율 노출이 구조적으로 커지고 있습니다. 통화선도(FX Forward)·옵션 헤지가 일상이 되고, 환영향 분석은 매월 필수 보고 항목이 됩니다. 지정학 측면에서는 폴란드 3차 계약(잔여 약 640대) 협상 시 PGZ의 현지 생산 요구 강도가 높아지면 납기·품질 통제 리스크가 동시에 커질 수 있고, 미국 트럼

## 심층 분석 보고서: 현대로템-재경-경영분석

프 관세, 중동·우크라이나 정세, 유럽 SAFE 대출 루마니아 미포함 등이 변수로 잠복하고 있습니다.

### 3-7. AA-/A+ 등급과 KCGS A+의 의미

한국신용평가는 2026년 4월 현대로템의 신용등급을 'A+/긍정적'에서 'AA-/안정적'으로 상향했습니다. 본질적 사유는 매출·이익 외형 성장 외에도 부채구조 개선, 순현금 1.2조 원 확보, 사업 포트폴리오 분산에 따른 리스크 완화입니다. 시장에서는 부채비율이 2025년 말 206.4%로 표면적으로 높아 보이지만, 이 가운데 K2 2차 계약 선수금 2.1조 원(계약부채 = 미인도된 매출의 사전 수령액)을 차감하면 실질 부채비율은 58.5%로 사실상 무차입 구조에 해당합니다. 즉 부채비율이라는 표면 지표가 진행기준 회계의 본질을 가리고 있는 사례이며, 이를 정확히 풀어내는 것은 경영분석 직무 일상의 핵심 업무 중 하나입니다. ESG 측면에서는 한국ESG기준원(KCGS) 통합 등급 A+(매우 우수)를 2년 연속 획득했고, 이는 방산업계 유일의 A+ 등급입니다. 2022년 대비 단위 매출 당 온실가스 27%·에너지 24% 축소를 달성했고, 이사회 다양성, 내부거래 투명성, 환경경영체계 측면에서 상장사 평균을 상회하는 평가를 받았습니다. ESG 평가가 글로벌 발주처의 입찰 자격에 영향을 주는 사례가 늘고 있어 향후 수출 영업의 비가격 경쟁력 요소로 작동할 가능성이 큼니다.

### 3-8. 시가총액과 밸류에이션 디스카운트

2026년 4월 기준 현대로템의 시가총액은 약 23조 원, 종가 23만 5,500원 수준이며, PBR 8.35배, 트레일링 PER 29.8배, 12M Forward PER 16.5배입니다. 글로벌 방산 피어 평균 PER이 29.9배인 점을 감안하면 현대로템은 약 45% 수준의 밸류에이션 디스카운트를 안고 있는 셈입니다. 증권사 목표주가는 키움증권 34만 원, 한국투자증권 32만 원, 하나증권 28.3만 원으로, 각각 외국인 매수세, 신규 수주 확대, 마진 정상화 가정에 따라 차등을 둡니다. 한국투자증권 분석에 따르면 "밸류에이션 저평가 해소 전에 매수할 적기"로 평가되는 국면이 지속되고 있고, 본질적 디스카운트 요인은 외형 차이(글로벌 톱티어 대비 매출 절반 이하), 거버넌스 리스크(2025년 10월 국정감사), 단일 고객 집중(폴란드)으로 요약됩니다. 이 가운데 단일 고객 집중은 페루·이라크·루마니아 다변화로 빠르게 해소되고 있어, 향후 12~18개월 동안 디스카운트 축소가 진행될 가능성이 거론됩니다.

## 4장: 인재상/조직문화

### 4-1. 2024년 새롭게 정립된 3대 인재상

현대로템 HR운영팀은 2025년 2월 공식 블로그 인터뷰에서 2024년 들어 새롭게 정립된 3대 인재상을 공개했습니다. 첫째 '담대한 행동력', 둘째 '조직 효능감', 셋째 '지속적 성장 마인드'로 구성됩니다. '담대한 행동력'은 일과 성과의 차원에서 정의된 키워드로, 불확실성 속에서도 책임 있는 판단을 내리고 결과를 만드는 행동 양식을 의미합니다. '조직 효능감'은 사람과 관계 차원에서 정의된 키워드로, 다부서 협업 환경에서 동료와 함께 성과를 내고 팀 단위 신뢰를 쌓아가는 능력을 의미합니다. '지속적 성장 마인드'는 마인드셋 차원으로, 산업·규제·시스템 변화에 자기주도로 적응하고 학습하는 자세를 의미합니다. 추가로 인사제도 페이지는 "개인적·직무적 성장을 위해 지속적으로 노력하고 학습하는 인재", "팀과 회사의 비전을 이해하고 추진하는 데 리더십을 발휘하는 인재"를 명시합니다. 새 인재상이 종전 인재상과 다른 점은 '도전·열정·협력' 같은 추상적 가치 키워드에서 벗어나, '행동력·효능감·성장'이라는 보다 구체적이고 측정 가능한 행동 단위로 정의되었다는 점입니다. 이는 평가·승진 체계에서 키워드별 행동 사례 기반 평가가 가능해진다는 의미이며, 인사 운영 측면에서 글로벌 빅 컨설팅 펌의 컴퍼런스 모델과 유사한 정교화가 이뤄졌음을 시사합니다.

### 4-2. 그룹 정체성과 국가기간산업 자부심 문화

## 심층 분석 보고서: 현대로템-재경-경영분석

현대로템은 현대자동차(43.36% 보유) 계열사로서 그룹 표준 인사·평가·재무관리 체계가 깊게 뿌리내린 회사입니다. 그룹 차원의 보고 라인이 명확하고, 형식·규율·의전을 중시하는 편이며, 신입사원 온보딩 과정에서 그룹 정체성·매뉴얼 학습 비중이 적지 않습니다. HR 매니저 인터뷰에서 반복적으로 등장하는 표현은 "국가 기간산업을 영위하는 회사"이며, 이 표현은 사명감을 넘어 행동 규범으로 작동합니다. 잡플래닛 평점 3.1/5(530+ 리뷰 기준), 캐치 추천율 78%(상위 15%)로 객관적 지표는 양호한 편입니다. 키워드 분석을 보면 긍정적 측면은 '안정적', '복지 제도 우수', '수주 호황으로 분위기 호전', '평균 연봉 약 1억 1,971만 원(잡코리아 추정)' 등이며, 부정적 측면은 '보수적 의사결정', '방산·중공업 특유의 위계', '의왕·창원 이원 사업장 구조에서 발생하는 출장·이동 부담' 등이 주를 이룹니다. 이러한 양면성은 신입·경력 입사자가 첫 1~2년 동안 적응 과정에서 겪는 일반적 패턴이며, 회사가 외형 성장 국면에서 점차 위계의 경직성보다는 성과 중심의 유연성을 강화하는 흐름이 보고되고 있습니다.

### 4-3. 창원·의왕 이원 체제의 문화적 함의

현대로템 사업장은 의왕(본사·연구소·레일·에코)과 창원(디펜스 본공장)으로 이원화되어 있고, 이는 회사 안에 두 종류의 문화가 동시에 존재한다는 의미입니다. 방산 부문은 창원 본공장에서 보안·신원조회 기반의 폐쇄적 보안 문화를 운영하며, 신원조회 약 3주 소요라는 채용 안내가 이러한 보안문화의 단면을 보여줍니다. 레일·에코 부문은 의왕 본사·연구소를 중심으로 글로벌 발주처 대응 위주의 개방형 협업문화를 운영하며, 외국어·해외출장·국제 표준 인증 작업이 일상의 일부로 자리합니다. 재경-경영분석 직무는 사실상 양 사업장의 데이터를 동시에 다루어야 하므로, 두 문화를 모두 이해하면서 사업본부와 회계·자금·IR을 잇는 다리 역할을 해야 합니다. 의왕 본사 재경 부서에 소속되더라도, 분기 결산·이슈 발생 시 창원 출장은 일상이며, 보안 절차에 따라 자료 반출·열람이 제한되는 경우가 잦습니다. 따라서 보안 의식과 글로벌 협업 감각을 동시에 갖춘 인재가 우대받는 환경이라 할 수 있습니다.

### 4-4. 방산·중공업·B2G 재경 직군의 인재 요건

이 도메인에서 성과를 내는 사람들의 공통 패턴은 다음 여섯 가지로 정리됩니다. 첫째, 장기 사이클 인내심입니다. 전차·고속철은 수주에서 인도까지 5~10년이 걸리고, 분기 단위 단기 성과보다 누적 진행률 관점의 끈기가 필요합니다. 둘째, 보안·규제 준수 마인드입니다. 방위사업법, 방위사업청 원가검증 규정, 군사기밀보호법이 동시에 적용되며, 숫자 하나도 외부로 유출되지 않도록 통제하는 컴플라이언스 감각이 핵심입니다. 셋째, 다부서 협업력입니다. 디펜스·레일·에코 사업본부, 회계·자금·IR·감사, 해외법인까지 사실상 회사의 모든 부서와 데이터를 주고받고 합의에 도달해야 합니다. 넷째, 안전·품질 우선주의입니다. 인명을 다루는 무기·철도 제품 특성상 비용 감축보다 안전·품질을 우선하며, 이는 의사결정 과정에서 마진 압박을 견디는 인내심으로 발현됩니다. 다섯째, 숫자 감각과 사업 통찰력의 결합입니다. 그저 엑셀을 잘 다루는 분석가가 아니라, 변동의 원인을 사업본부 PM의 언어로 묻고 답할 줄 아는 비즈니스 파트너 역할이 요구됩니다. 여섯째, 산업 도메인 학습의지입니다. 즈위티·달러 환헤지, K2PL 현지 라이선스 매출 인식, 진행기준 회계 등 보편적 회계지식만으로는 부족하며, 산업 특수 지식을 자기주도로 익히려는 자세가 결정적 차별화 요인이 됩니다.

### 4-5. 보안·규제 준수 문화와 일상 업무

방산기업의 일상은 일반 제조기업과 본질적으로 다릅니다. 사내 PC는 외부 인터넷과 망분리되어 있고, USB·외장하드 사용은 사전 승인 없이 불가능하며, 해외 출장 시 노트북 반출도 보안 절차를 거쳐야 합니다. 회의실은 도청 방지 처리가 되어 있으며, 외부 손님 출입은 사전 등록과 신원조회를 거칩니다. 재경-경영분석 직무는 사업 본부의 원가 데이터, K2 2차 계약 단가, 폴란드 BGK 금융조건, 페루·이라크 수주 가능성 등 사실상 모든 민감 정보를 다루기 때문에 보안 의식이 일상 행동의 일부가 되어야 합니다. 또한 정부 발주 사업의 원가검증을 위해

## 심층 분석 보고서: 현대로템-재경-경영분석

방위사업청·국방기술품질원과 정기 회의를 갖고, 원가증빙·문서관리 의무를 충족해야 합니다. 이러한 환경에서 일하는 분석가는 자료 작성·보관·공유 단계마다 정보 보호 등급을 의식하면서, 외부와 내부의 경계선을 분명히 인식해야 합니다. 컴플라이언스가 자유로운 분석을 제약하는 측면도 있지만, 동시에 회사가 글로벌 발주처로부터 신뢰받는 본질적 자산이기도 합니다.

### 4-6. 다부서 협업과 의사결정 구조

현대로템의 의사결정 구조는 방산 사업의 보안성 때문에 톱다운 색채가 강한 편이지만, 외형 성장 국면에서 점차 사업본부 중심의 책임경영 모델이 강화되고 있습니다. 디펜스솔루션 본부, 레일솔루션 본부, 에코플랜트 본부가 각각 독립된 P&L을 가지며, 본부장 단위에서 사업계획·실적책임·전략 의사결정이 1차적으로 이뤄집니다. 그 위에 CEO·CFO·전사 기획·재경 본부가 통합 관점에서 자원배분과 리스크 관리를 수행합니다. 재경-경영분석 부서는 사업본부와 전사 사이에서 '데이터 통역사' 역할을 하며, 사업본부의 EAC·진행률·매출 가이드를 전사 차원의 손익·캐시플로우·KPI 관점으로 변환합니다. 협업 문화의 구체적 모습을 보면, 분기 결산 마감 직전에는 사업본부 사업관리실과 재경 부서가 동시에 야근하면서 진행률·미청구공사·총당부채 정합성을 맞추고, 그 결과물이 외부감사인과의 KAM 협의에 들어갑니다. 이러한 협업 빈도와 강도는 일반 대기업 본사 재경 부서보다 한층 높은 편이며, 이를 즐기는 성격의 인재가 장기적으로 적응에 유리합니다.

## 5장: 직무 분석

### 5-1. 일반 대기업 경영분석의 시간축

경영분석 직무의 일상은 시간축을 기준으로 네 가지 주기로 나뉩니다. 연 단위로는 사업계획(Business Plan, BP)을 수립합니다. 매출·원가·이익·CapEx·인력 가정을 부서별·사업부별로 모아서 전사 통합 BP를 만들고, 이사회 승인을 받습니다. 분기 단위로는 실적 마감 분석, Forecast 갱신, 이사회·IR 보고를 수행합니다. 마감 5영업일 이내에 분기 매출·이익·캐시플로우를 확정하고, 변동 사유를 분해해 경영진에 보고하며, 외부공사·컨퍼런스콜 자료를 만듭니다. 월 단위로는 Actual vs Plan vs Forecast 변동분석을 진행하고, KPI 모니터링과 손익 이슈 발굴을 수행합니다. 수시 업무로는 신규 사업 타당성 검토(NPV·IRR·Payback), M&A 검토, CapEx 의사결정 지원, 경영진 ad-hoc 데이터 요청 대응이 있습니다. 매출총이익률, 영업이익률, 수주잔고, 운전자본 회전율, 부채비율, EBITDA 마진 같은 KPI를 모니터링하면서 사업본부와 협력해 경영 이슈를 조기에 발굴합니다. 일반 대기업 본사 재경의 경영분석 직무는 이러한 4단 시간축을 기본 골격으로 운영되며, 이는 현대로템에서도 동일하게 적용됩니다. 다만 수주산업 특수성이 더해지면서 추가 변수가 결합되는 구조가 됩니다.

### 5-2. 수주산업·중공업의 회계 특수성: K-IFRS 1115호

현대로템 같은 수주산업·중공업 기업의 가장 큰 회계 특수성은 K-IFRS 제1115호 '고객과의 계약에서 생기는 수익'에 따른 진행기준 매출 인식입니다. 1115호는 수익 인식의 5단계 모델을 규정합니다. 1단계는 고객과의 계약을 식별하고, 2단계는 계약의 수행의무(performance obligations)를 분리하며, 3단계는 거래가격을 결정하고, 4단계는 수행의무에 거래가격을 배분하며, 5단계는 수행의무가 충족되는 시점 또는 기간에 걸쳐 수익을 인식합니다. 진행기준 매출 인식이 적용되는 경우는 수행의무가 '기간에 걸쳐 충족'되는 경우로, 통상 누적원가/총원가 기준의 원가투입법(input method) 또는 산출량 기준의 산출법(output method)으로 진행률(Percentage of Completion, POC)을 산정합니다. 진행률 1%p가 변동하면 분기 매출이 수백억 원 단위로 흔들리고, 이는 사업 보고서 별도 주석으로 KAM 항목에 들어갑니다. 또한 수행의무 분리 단위 결정도 매우 중요한 판단 영역인데, 예를 들어 K2 2차 계약에서 차량 본체, 후속 MRO, 수리부속, 기술이전 라이선스를 별도 의무로 볼지 통합 의무

## 심층 분석 보고서: 현대로템-재경-경영분석

로 불지에 따라 매출의 시간적 분배가 달라집니다. 외부 회계법인과의 협의에서 이러한 판단 사례가 매년 반복되며, 이를 정확히 풀어내는 것은 경영분석 직무 일상의 가장 중요한 작업 중 하나입니다.

### 5-3. 사업부별·프로젝트별 손익 관리

현대로템의 손익 관리는 디펜스솔루션·레일솔루션·에코플랜트 3개 본부 단위에서 1차적으로 이뤄지고, 그 안에서 다시 의왕·창원·울산 사업장별, 그리고 폴란드 K2 1차/2차/페루/이라크/루마니아/모로코/LA 메트로 같은 프로젝트 단위까지 세분화됩니다. 프로젝트별로는 손익분기점(BEP), 계약마진(Gross Margin), EAC(Estimate at Completion, 예상 총원가), ETC(Estimate to Complete, 잔여원가)를 모니터링하며, EAC가 변동될 때마다 진행률 재산정과 충당부채 인식이 발생합니다. 사업부별 BP 수립 시에는 본부장 단위 매출 가이드를 모아서 전사 가이드스로 통합하고, 분기 실적 마감 시에는 본부 매출과 전사 매출의 정합성을 맞춥니다. 사업부 간 내부거래(예: 디펜스 차량의 차체 제작을 레일 사업부 라인이 일부 분담하는 경우)는 별도 정산 룰이 있으며, 이러한 내부거래 흐름이 정확히 제거되어야 연결재무제표가 깨끗하게 작성됩니다. 이러한 사업부 매트릭스 손익 관리는 기능별 단일 회사보다 훨씬 복잡하며, 분석가에게 회계 지식 외에도 사업 구조에 대한 입체적 이해를 요구합니다.

### 5-4. 수주잔고·미청구공사·초과청구공사 모니터링

수주산업 특유의 두 계정 과목이 미청구공사(Contract Asset)와 초과청구공사(Contract Liability)입니다. 미청구공사는 회사가 이미 매출로 인식했지만 아직 발주처에 청구하지 않은 금액을 의미하고, 초과청구공사는 발주처에 이미 청구하고 받은 금액 중 매출로 인식하지 못한 부분(선수금 성격)을 의미합니다. 미청구공사의 급증은 두 가지를 의미할 수 있습니다. 첫째는 사업 호황으로 진행이 빠르는데 청구 사이클이 못 따라가는 정상적 상황이고, 둘째는 분식·손상 리스크로 사실은 회수가 어려운 매출을 인식하고 있는 비정상적 상황입니다. 외부감사인과 시장은 미청구공사 잔액의 추이와 평균 회수기간을 매분기 면밀히 들여다보며, 비정상적 패턴이 감지되면 즉시 KAM 이슈로 승격됩니다. 따라서 경영분석 직무는 매월 사업본부와 정합성 검증 회의를 갖고, 미청구공사 잔액의 변동 사유를 프로젝트별로 분해해 경영진에 보고합니다. 또한 수주잔고의 평균 회수기간(잔고/연 매출)을 모니터링해 매출 가시성의 변화를 정량화하고, 사업부 간 잔고 분포의 불균형을 감지해 자원배분 의사결정을 지원합니다. 초과청구공사(선수금)의 경우 K2 2차 계약 21억 달러 조기 수령처럼 큰 단위로 들어오면 부채비율 표면 수치를 흔들기 때문에, IR 커뮤니케이션에서 이를 해석해서 보여주는 것도 분석가의 일입니다.

### 5-5. 외화·환헤지 관리의 일상

현대로템 디펜스솔루션의 해외 매출 비중이 2027년 66.3%로 확대될 전망이다. 점은 환위험 관리가 분기 손익을 좌우하는 변수가 되었다는 의미입니다. 폴란드 K2 계약은 즈위티(PLN)와 달러(USD) 결제가 혼재되어 있고, 페루 K2 계약은 달러 베이스이며, 모로코 LA 메트로 등 철도 계약은 달러·유로·디르함도 혼재됩니다. 자금팀이 통화선도(FX Forward), 통화옵션, 통화스왑 등 헤지 수단을 운용하지만, 헤지 비율과 만기 매칭 의사결정에는 매출 인식 시점·캐시인 시점·원가투입 시점이 함께 고려되어야 합니다. 경영분석 직무는 자금팀과 협력해 환영향 시뮬레이션을 매월 수행하며, 환율 1원 변동에 따른 영업이익 민감도, 헤지 잔액의 평가손익, 미실현 환차손익의 영업외손익 영향을 분석해 경영진에 보고합니다. 또한 분기 결산 시점에서 환영향이 매출원가·매출액·영업외손익 가운데 어디에 인식되는지를 회계기준에 맞춰 구분하고, IR 자료에서 이를 명료하게 풀어내는 작업도 분석가의 영역입니다. 환헤지가 적절히 운용되는 회사와 그렇지 못한 회사 사이에는 분기 OPM이 1~2%p 차이를 보일 수 있으며, 이는 시가총액 기준 수천억 원 가치의 차이로 환산됩니다.

### 5-6. 정부수주 원가검증과 컴플라이언스

## 심층 분석 보고서: 현대로템-재경-경영분석

정부 발주 방산 사업의 가장 까다로운 영역은 방위사업청 원가검증입니다. 방위사업법과 원가계산 규정에 따라 직접재료비, 직접노무비, 직접경비, 간접재료비, 간접노무비, 간접경비, 일반관리비, 이윤이 항목별로 산정되어야 하며, 이윤율은 작업환경계수·자본비용계수·경영노력계수·납기단축계수·결함시정계수 등 다섯 가지 계수에 따라 정해집니다. 회사가 신고한 원가가 방위사업청·국방기술품질원의 검증 과정에서 인정되지 않으면 그만큼 매출(계약가액)이 깎이게 되며, 이는 분기 매출 가이던스에 직접 영향을 미칩니다. 따라서 원가증빙·문서관리는 일상 업무이며, 원가관리실·원가기획실과 재경 부서가 긴밀히 협조해 원가 신고서를 작성하고 검증 과정을 대응합니다. 또한 감사원·국회의 정기·수시 점검에 대비해 자료를 갖추는 것도 일상의 일부입니다. 2025년 10월 입찰담합 관련 국정감사 소환 같은 거버넌스 이슈가 발생하면, 분석가는 관련 자료 정리·내부 분석·대응 시뮬레이션을 빠르게 수행해야 하며, 이는 평소 컴플라이언스 의식이 일상에 녹아 있어야 가능한 작업입니다.

### 5-7. 이해관계자 맵: 회사 안과 밖의 모든 숫자를 잇는 자리

재경-경영분석 직무가 협업하는 사내 이해관계자는 매우 광범위합니다. 디펜스솔루션·레일솔루션·에코플랜트 사업본부의 PM, 사업관리실, 영업본부, 구매본부와는 매주 단위로 데이터·이슈를 주고받습니다. 회계팀과는 결산·외부감사 대응·IFRS 적용 협의를 진행하고, 자금팀과는 차입·헤지·신용평가 대응을 협력합니다. IR팀과는 분기 컨퍼런스콜 자료·애널리스트 Q&A 대응을, 감사팀과는 내부통제 점검을, 원가기획·원가관리실과는 원가 신고서·검증 대응을 함께 수행합니다. CFO·CEO·사업부장 같은 임원진에는 정기·수시 보고를 올리며, 이사회·감사위원회 자료에도 분석가의 작업물이 반영됩니다. 사외 이해관계자는 외부 회계법인(IFRS 진행률·미청구공사 KAM 검증), 금융감독원·DART 공시 담당, 방위사업청·국방기술품질원, 발주처(폴란드 군비청·한국철도공사·국가철도공단·페루 육군 등), 증권사 애널리스트·기관투자가, 한국수출입은행·산업은행·신용평가사 같은 정책금융·신용기관까지 포함됩니다. 즉 재경-경영분석은 회사 안과 밖의 모든 숫자를 다루는 통역사 자리이며, 의사소통 능력이 분석 능력만큼이나 중요한 직무입니다.

### 5-8. 필요 역량의 3단 결합: 회계, 시스템, 도메인

필요 역량은 회계·시스템·도메인의 3단 결합으로 정의됩니다. 회계·재무 측면에서는 K-IFRS 제1115호(고객과의 계약에서 생기는 수익), 진행기준 매출 인식, 미청구공사·초과청구공사 회계처리, KAM(핵심감사사항) 대응, 원가 회계, 관리회계, NPV·IRR·WACC, 환위험 관리, 손익분기점 분석, EVA·ROIC 같은 가치평가 지표가 핵심입니다. 시스템·툴 측면에서는 엑셀 고급(재무모델링·시나리오 분석·What-if 분석·VBA 매크로), SAP FI/CO 모듈(전표 입력·원가배부·내부거래 정산), BI 도구(Power BI, Tableau), SQL(데이터베이스 조회), 선택적으로 Python·R(자동화·통계 분석)이 요구됩니다. 자격증으로는 재경관리사, 한국공인회계사 1차, CFA Level 1, AICPA, 컴퓨터활용능력 1급, OPIc IH 이상이 우대 가능합니다. 도메인 측면에서는 방산·철도·수소 산업의 가치사슬 구조, 정부조달 프로세스, 글로벌 입찰 절차, 방위사업법·철도산업법, 국제 회계기준 차이(IFRS·US GAAP·해외 현지 GAAP), 환헤지 실무가 핵심입니다. 채용공고 공통 자격에 명시된 '외국어(영어) 의사소통'은 폴란드·페루·미국 발주처와의 영문 보고·이메일·회의 대응에 필수적이며, 일정 수준 이상이면 폴란드어·스페인어·아랍어 같은 추가 언어가 우대됩니다.

### 5-9. KPI와 평가 포인트

경영분석 직무의 평가 포인트는 다섯 가지로 정리됩니다. 첫째, 분석의 정확성입니다. Forecast 정확도(실제 대비 예측 오차율), BP-Actual 차이의 절댓값과 사유 명료성이 정량적 평가 지표가 됩니다. 둘째, 적시성입니다. 월말 5영업일 이내 보고, 분기 결산 후 컨퍼런스콜 전 자료 완성, 이사회 자료 사전 회람 시점 준수가 평가 요소입니다. 셋째, 의사결정 영향력입니다. 분석 결과로 임원의 어떤 의사결정이 바뀌었는가, 어떤 신규 사업 검토가 분석가의 NPV 분석으로 진행 또는 보류되었는가 정성적 평가 영역입니다. 넷째, 리스크 사전 감지입니다.

## 심층 분석 보고서: 현대로템-재경-경영분석

미청구공사 비정상 증가·환손실 잠재·미수금 회수 지연·사업부 손익 악화를 조기에 경보해 경영진에 보고하는 능력이 평가됩니다. 다섯째, 부서 간 조율 만족도입니다. 사업본부·회계·자금·IR 부서로부터의 360도 피드백, 협업 만족도 조사 결과가 평가에 반영됩니다. 즉 분석가는 정확한 숫자를 만드는 사람을 넘어서, 그 숫자가 의사결정과 부서 간 신뢰에 기여하는 결과까지 책임지는 자리에 위치합니다.

### 5-10. K2 2차 계약 가상 워크플로우

가상 시나리오로 K2 2차 계약 관련 1주일 워크플로우를 구성해보면 다음과 같습니다. 월요일에는 디펜스솔루션 글로벌사업1실에서 2차 계약 EAC 1차 추정안을 수령합니다. K2GF(국내생산 116대)와 K2PL(현지생산 64대), 계열 차량 81대로 분리해서 각각의 단가·원가·진행률 산정 가정을 검토하고, 후속 MRO·라이선스 매출의 수행의무 분리 여부를 사전 정리합니다. 화요일에는 자금팀과 즈워티·달러 환헤지 비중 협의를 갖습니다. BGK·산탄데르·EXIM 구조 대출 조건이 매출 인식 시점에 미치는 영향을 분석하고, 헤지 만기 매칭과 캐시인 시점 정렬을 검토합니다. 수요일에는 회계팀·외부감사인과 IFRS 1115호 수행의무 분리 단위를 협의합니다. 차량 본체와 MRO를 별도 의무로 분리하면 매출 인식 시점이 분산되어 분기 변동성이 줄지만, 통합 의무로 묶으면 인도 시점에 매출이 집중되는 흐름이 만들어집니다. 두 시나리오의 매출·이익 시뮬레이션을 작성합니다. 목요일에는 진행률  $\pm 1\%p$  민감도 분석을 수행해 분기 매출·영업이익·OPM 영향을 도출하고, 미청구공사 추이와 회수기간을 점검합니다. 또한 환율 변동 시나리오를 결합해 통합 민감도 표를 작성합니다. 금요일에는 CFO·CEO 경영회의 보고서(1pager + 부속자료)를 완성하고 IR팀과 컨퍼런스콜 Q&A 스크립트를 공유합니다. 추가로 외부 신용평가사·애널리스트 문의가 들어오면 사전 준비된 답변 자료를 토대로 IR팀에 인계합니다. 이러한 1주일 워크플로우가 분기마다 K2 2차 외에도 K2 1차 잔여 인도, 페루·이라크·루마니아·모로코·LA 메트로·MBTA 등 다수 프로젝트별로 동시에 진행되며, 분석가는 사실상 동시 다수 프로젝트의 진행률·환영향·원가·이익을 통합 관리하는 자리에 위치합니다.

### 5-11. 직무가 회사 가치에 미치는 본질적 영향

재경-경영분석 직무가 회사 가치에 미치는 영향은 표면적으로는 보고서를 만들고 숫자를 정리하는 일이지만, 본질적으로는 두 가지에 작용합니다. 첫째는 자본시장 신뢰도입니다. 분기 가이던스의 정확성, IR 커뮤니케이션의 명료성, KAM 이슈의 사전 관리가 결합되어 시가총액 디스카운트를 줄이는 효과를 만듭니다. 글로벌 방산 피어 평균 PER 29.9배 대비 현대로템 16.5배의 디스카운트는, 외형 차이 외에도 수주산업 회계 변동성에 대한 시장의 불안 요인이 일부 반영된 결과로 해석됩니다. 즉 분석가가 매분기 변동의 원인을 명료하게 풀어낼수록 디스카운트는 빠르게 축소될 수 있으며, 이는 회사 시가총액 수조 원 단위의 가치 변동으로 환산됩니다. 둘째는 자원 배분 효율성입니다. 폴란드·페루·이라크·루마니아·모로코 등 다수 신규 사업 가운데 어디에 자원과 인력을 우선 배분할지, 신성장 사업(K3·수소트램·로보틱스)에 얼마나 투자할지의 의사결정에서 NPV·IRR 분석이 핵심 입력값을 제공합니다. 자원배분이 정확하면 향후 5~10년 동안 영업현금흐름이 늘고, 자원배분이 어긋나면 신성장 사업의 J-커브가 길어집니다. 따라서 재경-경영분석 직무는 시가총액과 미래 현금흐름이라는 두 가지 회사 가치 변수에 모두 영향을 미치는 자리이며, 이는 본부 단위 단일 사업보다 더 큰 영향력을 행사하는 직무 영역에 해당합니다.

### 참고 레퍼런스 (References)

1. SIPRI 2024년 세계 군비지출 보도자료 — <https://www.sipri.org/media/press-release/2025/unprecedented-rise-global-military-expenditure-european-and-middle-east>

## 심층 분석 보고서: 현대로템-재경-경영분석

---

[spending-surges](#)

2. NATO 헤이그 정상회의 GDP 5% 합의 — <https://www.nato.int/en/what-we-do/introduction-to-nato/defence-expenditures-and-natos-5-commitment>
3. UNIFE World Rail Market Study 2024 결과 발표 — <https://www.unife.org/news/policymakers-and-industry-give-vote-of-confidence-as-global-rail-supply-market-continues-to-expand-despite-geopolitical-tensions/>
4. Railway Gazette — UNIFE WRMS 2024 분석 — <https://www.railwaygazette.com/news/global-trends-driving-rail-market-growth-unife-study-confirms/67454.article>
5. IEA Global Hydrogen Review 2025 Executive Summary — <https://www.iea.org/reports/global-hydrogen-review-2025/executive-summary>
6. IEA Global Hydrogen Review 2024 (PDF) — <https://iea.blob.core.windows.net/assets/89c1e382-dc59-46ca-aa47-9f7d41531ab5/GlobalHydrogenReview2024.pdf>
7. 헤럴드경제 — 폴란드 K2 2차 이행계약 9조 원 — <https://biz.heraldcorp.com/article/10545240>
8. 글로벌이코노믹 — 폴란드 K2 9조 원 금융조달 완료 — [https://www.g-enews.com/article/Global-Biz/2025/12/20251230095956681533107c202\\_1](https://www.g-enews.com/article/Global-Biz/2025/12/20251230095956681533107c202_1)
9. 서울경제 — 2025년 K-방산 수출 154억 달러 — <https://www.sedaily.com/article/20023489>
10. 헤럴드경제 — 현대로템 수소 밸류체인 패키지 전략 — <https://biz.heraldcorp.com/article/10723062>
11. KIS Rating 현대로템 2026.04 평가보고서 — <https://kisrating.com/fileDown.do?menuCd=R8&gubun=2&fileName=rs20260415-47.pdf>
12. Alstom FY2024/25 실적 보도자료 — <https://www.alstom.com/press-releases-news/2025/5/fy-202425-alstom-delivers-solid-profit-and-cash-medium-term-ambitions-confirmed>
13. Rheinmetall 2024 회계연도 실적 — <https://www.rheinmetall.com/en/media/news-watch/news/2025/03/2025-03-12-rheinmetall-financial-figures-fiscal-year-2024>
14. Defence Industry Europe — K2 2차계약 65억 달러 — <https://defence-industry.eu/hyundai-rottem-signs-6-5-billion-agreement-with-poland-for-second-batch-of-k2-main-battle-tanks/>
15. Army Recognition — 폴란드 K2PL 현지생산 — <https://www.armyrecognition.com/news/army-news/2025/poland-to-begin-production-of-first-k2pl-tanks-as-part-of-new-agreement-with-south-korea>

