

현대로템 — 이익률 17%가 15%로

1H26 매출 +18.1%인데 영업이익은 -0.8%

- FY2025 영업이익 1조 56억원(+120.2%)으로 10년 최고, 영업이익률 10.43% → 17.22%.
- 그런데 1H26은 매출 3조 635억원(+18.1%)에 영업이익 4,566억원(-0.8%)이다.
- 같은 기간 부채총계는 91.6%, 재고자산은 59.4% 늘었다.

작년에 이익이 두 배가 됐다

FY2025 영업이익은 **1조 56억원**으로 전년 4,566억원 대비 **120.2% 늘었다**. 10년 최고치이며 FY2019에는 -2,799억원이었다. 영업이익률은 10.43%에서 **17.22%**로 6.79%p 올랐고 매출도 4조 3,766억원 → 5조 8,390억원(+33.4%)이다(표 1).

성장을 만든 것은 수출이다. 디펜스솔루션 수출이 1조 5,917억원 → **2조 3,292억원(+46.3%)**으로 부문 매출의 72.4%(전년 67.3%), 레일솔루션 수출도 7,570억원 → **1조 2,080억원(+59.6%)**으로 57.8%(전년 50.6%)를 차지한다 — **두 부문 모두 수출 증가율이 부문 전체를 웃돈다**(표 2). 철도차량 생산실적도 2조 982억원(+53.7%)으로 늘었다.

그런데 올해 상반기 이익률이 내려왔다

2Q26 매출은 1조 6,061억원(+13.3% YoY, QoQ +10.2%)인데 영업이익은 2,324억원으로 **YoY -9.7%**다. 상반기 누계로는 매출 3조 635억원(**+18.1%**)에 영업이익 4,566억원(**-0.8%**)이다.

영업이익률이 1H25 17.75%에서 1H26 14.90%로 2.85%p 내려왔다. 매출이 18% 늘어난 반기에 이익이 늘지 않았다는 것은 원가율이 올라갔다는 뜻이며, 부문별 원가가 공시되지 않아 어디서 생긴 일인지는 특정하지 않았다.

다만 그 아래 단계는 반대다. 1H26 세전이익 5,262억원(**+15.9%**), 지배주주 순이익 3,867억원(+10.8%)으로 늘었다. 세전이익에서 영업이익을 뺀 영업외손익이 1H25 -66억원에서 1H26 **+696억원**으로 762억원 개선된 결과다. **영업이익만 보면 정체, 순이익만 보면 성장으로 읽히므로 두 단계를 나눠 봐야 한다**.

성장의 대가가 재무에 남았다

FY2025 부채총계는 3조 2,763억원에서 **6조 2,768억원으로 91.6% 늘었다**. 자기자본도 2조 91억원 → 3조 412억원(+51.4%)으로 늘었지만 속도가 부채에 못 미쳐 부채비율은 **206.4%**다(표 3).

재고자산은 3,156억원에서 **5,030억원으로 59.4% 늘었고** 재고자산회전일수도 32.5일에서 41.3일로 8.8일 길어졌다. **매출 증가율(+33.4%)보다 재고 증가율(+59.4%)이 빠르다** — 수주 물량을 만들기 위해 앞단에 자재가 쌓이는 국면으로 읽힌다.

현금은 반대로 좋아졌다. 현금성자산이 4,723억원 → 9,084억원(+92.3%), 영업활동 현금흐름은 1,425억원 → **9,043억원**이다. 특히 1Q26 누계 영업현금흐름이 **2조 1,561억원**으로 분기 하나에 매출(1조 4,575억원)을 넘는다 — **선수금 유입으로 보이**나 공시에 구성이 없어 확인하지 않았다.

자본배분은 단순하다. 10년 공시에서 배당 3건(전부 최근 3년, 최근 2026-02-26)이 환원의 전부이고, 희석은 전환사채 2건인데 마지막이 2020년 6월이다. 커진 위험신호는 이 CB 이력 1건이며 표시점수는 90점·등급 A+다. **PER 20.82배는 동종 중앙값과 정확히 같고**, PBR 5.21배는 중앙값 1.79배의 2.9배로 27사 중 상위권이다.

국면 판단

**수출 확대
이익률 되돌림**

현재주가 (26/08/07)

146,900원

목표주가

제시하지 않음

투자자문업이 아니므로 투자 의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

**영업이익률
(1H26 14.90%, -2.85%p)**

Key Data

시가총액	16.0조원
발행주식수(보통주)	1.09억주
PER / PBR	20.8배(중앙값과 동일) / 5.2배
외국인 / 공매도잔고	39.2% / 0.1%
부채비율	206.4% (부채 6.3조 · 자기자본 3.0조)
위험신호 / 표시점수	1건(CB 이력) / 90점 A+

영업실적 및 주요 지표

구분	2023	2024	2025	1H26
매출액(억원)	35,874	43,766	58,390	30,635
영업이익(억원)	2,100	4,566	10,056	4,566
영업이익률(%)	5.85	10.43	17.22	14.90
순이익(억원)	1,568	4,053	7,705	3,889
영업활동현금흐름(억원)	7,342	1,425	9,043	주p
현금성자산(억원)	3,961	4,723	9,084	주p
재고자산(억원)	2,687	3,156	5,030	주p
자기자본(억원)	16,470	20,091	30,412	주p
부채총계(억원)	35,945	32,763	62,768	주p

1H26 지배주주 순이익 3,867억원(+10.8%). 7/24 연결 잠정치(검토 전). 주p 잠정실적 공시에는 재무상태표·현금흐름표가 없다.

표 1. 이익률이 되돌아온 상반기 (단위: 억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
매출액	11,761	14,176	16,196	16,257	14,575	16,061
영업이익	2,029	2,576	2,777	2,674	2,242	2,324
영업이익률(%)	17.25	18.17	17.15	16.45	15.38	14.47
세전이익	-	2,512	-	-	2,756	2,506
순이익	1,571	1,895	1,984	2,255	2,027	1,863
1H26 — 매출 30,635(+18.1%) · 영업이익 4,566(-0.8%) · 세전 5,262(+15.9%) · 지배주주 순이익 3,867(+10.8%)						
영업외손익(세전-영업)	1H25 -66억 → 1H26 +696억 — 영업이익 정체를 순이익 성장으로 바꾼 요인					

주: 영업이익률이 2Q25 18.17%에서 2Q26 14.47%로 3.70%p 내려왔다. 매출은 늘고 이익률만 빠졌으므로 원가율 상승으로 보이나 부문별 원가가 공시되지 않아 특정하지 않았다. 1Q25-3Q25-4Q25 세전이익은 잠정 공시 비교 범위 밖이라 공란이다. 자료: 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260724800304)·분기보고서(2026.03, 20260515002876)

표 2. 두 축을 끈 것은 수출 (단위: 억원, %)

구분	2024	2025	증감	2025 수출비중
디펜스 수출	15,917	23,292	+46.3%	72.4%
디펜스 합계	23,652	32,153	+35.9%	(전년 67.3%)
철도 수출	7,570	12,080	+59.6%	57.8%
철도 합계	14,956	20,896	+39.7%	(전년 50.6%)
생산실적 — 철도차량 13,654 → 20,982억(+53.7%) · 전체 35,142 → 43,373억(+23.4%)				

주: 두 부문 모두 수출 증가율이 부문 전체 증가율을 웃돌아 수출 비중이 올라갔다. 부문별 영업이익이 공시되지 않아 디펜스와 철도의 수익성을 나누지 않았고, 수출 계약의 국가·품목별 내역도 공시 범위에 없어 다루지 않았다. 자료: 사업보고서(2025.12) 부문·지역별 매출·생산실적

표 3. 성장의 대가 (단위: 억원, 일, %)

구분	2024	2025	증감
부채총계	32,763	62,768	+91.6%
자기자본	20,091	30,412	+51.4%
부채비율(%)	163.1	206.4	+43.3%p
재고자산	3,156	5,030	+59.4%
재고자산회전일수(일)	32.5	41.3	+8.8일
현금은 반대 방향			
현금성자산 / 영업활동현금흐름	4,723 / 1,425	9,084 / 9,043	+92.3% / +534.6%
⚠ 1Q26 영업현금흐름 누계 21,561억원 — 분기 매출(14,575억)을 넘는다. 선수금 유입으로 보이나 구성 미확인			
자본배분(10년)	환원 3건(배당만, 전부 최근 3년) · 희석 2건(전환사채, 마지막 2020-06-05) · PER 20.82(중앙값과 동일) / PBR 5.21(중앙값 1.79)		

주: 매출 증가율(+33.4%)보다 재고 증가율(+59.4%)이 빨라 회전일수가 8.8일 길어졌다 — 수주 물량 제작을 위해 앞단에 자재가 쌓이는 국면으로 읽힌다. 1Q26 영업현금흐름이 분기 매출을 넘는 것은 이례적이며 잠정 공시에 구성이 없어 요인을 확인하지 않았다. 자료: 사업보고서(2025.12) 연결재무제표, 10년 공시 이력, KRX 시세(2026-08-07)

점검 지표

1순위는 영업이익률이다. FY2025 17.22%에서 1H26 14.90%로 내려왔고 2Q26 단독은 14.47%다 — 매출이 18% 늘어난 반기에 영업이익이 -0.8%였다는 사실이 이 지표 하나로 설명된다. 3Q에 반등하는지가 작년 수준의 수익성이 유지 가능한지를 가른다. 순이익은 영업외손익 +696억원이 만든 증가이므로 영업이익과 나눠 본다. 재고자산 5,030억원(+59.4%)과 회전일수 41.3일은 매출보다 빠르게 늘고 있어 추가 상승 여부를 확인한다. 부채비율 206.4%(+43.3%p)는 성장 자금 조달의 흔적이며, 1Q26 영업 현금흐름 2조 1,561억원이 선수금이라면 인도 시점에 반대 방향으로 작용한다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자 의견·목표주가·추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · 분기보고서(2026.03, 20260515002876) · 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260724800304).

한계: ① 2Q26은 검토 전 잠정치다. ② 부문별 원가·영업이익이 공시되지 않아 이익률 하락을 디펜스·철도로 나누지 않았다. ③ 1Q26 영업현금흐름 급증의 구성이 공시에 없어 선수금 여부를 확인하지 않았다. ④ 수주잔고는

31조 1,749억원

(2026Q1, 수주레이더 집계)이고 최근 12개월 신규수주 2조 8,940억원,

book-to-bill 0.50

이다 — 연도별 전환 스케줄은 공시되지 않아 다루지 않았다. ⑤ 수출 계약의 국가·품목별 내역이 공시 범위에 없어 특정 프로젝트의 기여를 산출하지 않았다.
⑥ 영업외손익 구성이 잠정 공시에 없어 개선 요인을 분해하지 않았다.