2025.11.04

현대로템 (064350)

3Q25: 폴란드는 주춧돌일 뿐

3분기 매출 1조 6,196억원/영업이익 2,576억원

현대로템의 2분기 매출은 1조 4,176억원/영업이익은 2,576억원(OPM 18.2%)로 컨센서스(1조 4,665억원/2,656억원) 및 당사 추정치(1조 4,910억원/2,383억원)대비 매출 및 영업이익 모두 각각 +10.4%/+4.6%, +8.6%/+16.6%를 상회하는 호실적을 시현하였다. 지난 분기에 이어 디펜스솔루션부문의 폴란드향 K2 수출 매출이 상승하며 매출 9,361억원으로 QoQ 23% 상승을 기록하여 실적을 견인하였다. 수출 이익률은 지난 분기에 이어 30%를 상회하는 것으로 추정된다.

폴란드 물량은 향후 5년 이상, 여기에 더해질 것들

지난 분기 컨퍼런스콜에서 현대로템은 27년 폴란드향 2차 K2(EC2) 제작 물량에 끊김이 없을 것임을 언급하였다. 이번 분기에는 그에 더해 폴란드향 3차 K2 계약(EC3)을 언급하였다. 지난 8월 계약한 EC2계약이 26년 초 발효되면 직후 EC3계약 협의에 들어갈 예정이며, 26년 말까지는 협상 완료 후 계약 진행할 것이라는 타임라인을 제시하였다. 즉 다시 한번 강조하지만, 폴란드향 K2 수출 물량 제작에 공백은 없으며 폴란드는 현대로템과 22년 맺은 Frame Agreement상의 K2 1,000대(6차로 나눠서 계약 예정, EC1~5는 각 180대, EC6은 100대)를 모두 이행할 의지가 크다는 것이다. 현재 연간 약 90~100대 수준의 제작 속도로 폴란드 수요에 대응하고 있으며 폴란드 현지 부마르 공장이 준비되는 27년 이후에는 이 속도가 더 가속화될 수 있고, 최소한 향후 5년 이상은 폴란드향 제작 물량에 감소가 없다는 판단이다. EC2계약의 116대는 국내 생산, 64대는 현지 생산(이중 3대는 시제품성으로 로템이 국내에서 제작)계획인 바 현지 생산에 대한 수익성 우려가 일부 있으나, 현지에서는 최종 조립정도만 이루어질 예정으로 주요 부품 공급과 제작총괄을 담당할 현대로템의 수익성에는 유의미한 영향은 없을 전망이다.

여기에 추가적으로 협의되고 있는 이라크와 루마니아, 페루 등 후속 K2수요는 줄줄이 대기하고 있다. 이라크는 지난 9월 국내에서 이뤄진 K2 시험평가를 참관하여 대단히 만족했으며 총 250여대, 약 9조원 규모의 발주를 계획하고 있는 것으로 알려진다. 현재 개발 중인 K2전차의 중동형 모델 K2ME가 개발 완료되는대로 현지 시험평가를 거쳐 계약까지 이어질 수 있을 것으로 기대한다. 루마니아와 페루의 경우 아직 RFP 발행 전 단계로 사전 협의가 이루어지고 있으며 역시 유력한 pipeline으로 꼽힌다.

투자의견 BUY유지, 목표주가 340,000원 상향, 방위산업 Top Picks 유지

동사의 투자의견을 BUY로 유지하고, 목표주가를 340,000원으로 기존 320,000원에서 상향하며 한화에어로스페이스와 함께 방위산업 Top Picks를 유지한다. 계약 미성사된 프로젝트는 추정치에 넣지 않는 것이 원칙이나 폴란드 K2의 경우 22년 맺은 총 1,000대의 Frame Agreement에 따라 이행계약이 차질 없이 진행되고 있음을 고려하여 3차 계약(EC3)을 수주할 것으로 가정하여 27년 실적에 일부 반영하였다. 이에 따른 추정치 상향을 반영한 EPS에 기존 Target P/E(독일 Rheinmetall에서 10% 할인한 26F EPS기준 36배)를 부여하여 목표주가를 산출하였다. 여전히 품귀 현상을 보이고 있는 유럽의 전차 수요(잠재 수요 1,400대 이상)에 비해 공급은 늘지 않고 있다. 러-우 전쟁 만 4년차가 된 현시점에도 유럽의 유일한 전차 제작 업체 KNDS의 연 제작 능력이 50대를 넘기지 못하고 있는 상황에서 현대로템의 매력도는 점점 더 부각될 것이다.

iM증권

Company Brief

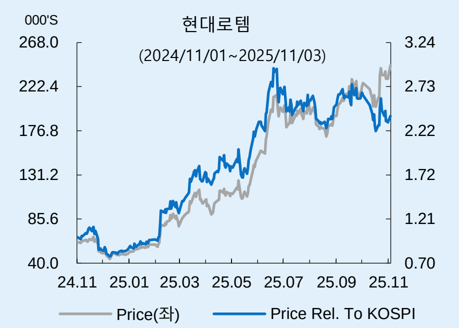
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	340,000원(상향)
종가(2025.11.03)	244,500원
상승여력	39.1 %

Stock Indicator	
자본금	546십억원
발행주식수	10,914만주
시가총액	26,685십억원
외국인지분율	33.5%
52주 주가	44,450~244,500원
60일평균거래량	795,811주
60일평균거래대금	165.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.2	26.0	119.3	297.6
상대수익률	-10.8	-9.3	54.4	231.5

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	4,377	5,944	7,565	9,273
영업이익(십억원)	457	1,037	1,252	1,741
순이익(십억원)	407	845	1,019	1,417
EPS(원)	3,728	7,738	9,336	12,986
BPS(원)	18,737	25,939	34,692	47,037
PER(배)	13.3	31.6	26.2	18.8
PBR(배)	2.7	9.4	7.0	5.2
ROE(%)	21.8	34.6	30.8	31.8
배당수익률(%)	0.4	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(배)	9.9	23.7	19.3	13.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계/방산]
변용진 2122-9181
yongjin.byun@imfnsec.com

표1. 현대로템 연간 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	3,587.4	4,376.6	5,943.8	7,564.8	9,272.8
디펜스솔루션	1,578.0	2,365.2	3,375.1	4,661.2	6,333.2
레일솔루션	1,553.6	1,495.6	2,015.1	2,279.7	2,297.7
에코플랜트	455.7	515.8	553.5	623.9	641.9
영업이익	210.0	456.6	1,036.7	1,252.3	1,740.6
영업이익률	5.9%	10.4%	17.4%	16.6%	18.8%

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

표2. 현대로템 분기 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출	747.8	1,094.5	1,093.5	1,440.8	1,176.1	1,417.7	1,619.6	1,730.4
디펜스솔루션	318.0	564.5	584.6	898.1	658.0	761.3	936.1	1,019.7
레일솔루션	276.4	391.4	408.4	419.4	402.5	527.4	540.6	544.6
에코플랜트	153.4	138.6	100.5	123.3	115.6	129.0	142.9	166.0
영업이익	44.7	112.8	137.4	161.7	202.9	257.6	277.7	298.5
영업이익률	6.0%	10.3%	12.6%	11.2%	17.2%	18.2%	17.1%	17.2%

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

표3. 현대로템 3Q25 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	3Q25	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		3Q24	YoY %	3Q25E	차이 %	3Q25E	차이 %
매출	1,619.6	1,093.5	48.1%	1,466.5	10.4%	1,491.0	8.6%
영업이익	277.7	137.4	102.1%	265.6	4.6%	238.3	16.6%

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

표4. 현대로템 2025 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2025E	전년대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2024	YoY %	2025E	차이 %	2025E	차이 %
매출	5,943.8	4,376.6	35.8%	5,716.8	4.0%	5,686.9	4.5%
영업이익	1,036.7	456.6	127.1%	1036.2	0.0%	972.2	6.6%

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

표5. 현대로템 실적 추정치 변경

	신규 추정(A)		기존 추정(B)		차이(A-B)	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출	5,943.8	7,564.8	5,686.9	7,214.2	256.9	350.6
영업이익	1,036.7	1,252.3	972.2	1,203.0	64.5	49.3
영업이익률	17.4%	16.6%	17.1%	16.7%	0.3%P	-0.1%P

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

표6. 현대로템 목표주가 산출

	2022	2023	2024	2025F	비고
EPS(원)	1,812	1,475	3,728	7,707	
BPS(원)	13,930	15,391	18,737	25,579	
고점 P/E(배)	17.7	26.7	18.0	31.7	
평균 P/E(배)	12.6	19.7	11.7	19.2	
저점 P/E(배)	9.8	15.8	6.8	6.7	
고점 P/B(배)	2.3	2.6	3.6	9.6	
평균 P/B(배)	1.6	1.9	2.3	5.8	
저점 P/B(배)	1.3	1.5	1.4	2.0	
ROE(%)	9.6	19.9	30.3	27.2	지배주주순이익 기준
적용EPS(원)				9,299	2026 EPS
Target P/E(배)				36.0	Rheinmetall 10%할인
적정주가(원)				334,750	
목표주가(원)				340,000	
전일 종가(원)				244,500	
상승여력				39.1%	

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,686	4,678	5,836	7,386
현금 및 현금성자산	472	1,122	1,855	2,912
단기금융자산	277	127	59	27
매출채권	1,041	1,387	1,744	2,121
재고자산	316	429	546	669
비유동자산	1,599	1,549	1,505	1,466
유형자산	1,292	1,258	1,227	1,199
무형자산	104	88	74	62
자산총계	5,285	6,228	7,341	8,853
유동부채	3,020	3,179	3,342	3,512
매입채무	432	587	747	915
단기차입금	60	60	60	60
유동성장기부채	262	262	262	262
비유동부채	256	256	256	256
사채	-	-	-	-
장기차입금	3	3	3	3
부채총계	3,276	3,436	3,598	3,768
지배주주지분	2,045	2,831	3,786	5,134
자본금	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520
이익잉여금	689	1,507	2,494	3,874
기타자본항목	291	259	226	194
비지배주주지분	-36	-39	-43	-49
자본총계	2,009	2,792	3,743	5,085

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,377	5,944	7,565	9,273
증가율(%)	22.0	35.8	27.3	22.6
매출원가	3,548	4,452	5,737	6,806
매출총이익	829	1,492	1,828	2,466
판매비와관리비	372	455	575	726
연구개발비	32	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	457	1,037	1,252	1,741
증가율(%)	117.4	127.1	20.8	39.0
영업이익률(%)	10.4	17.4	16.6	18.8
이자수익	28	41	63	97
이자비용	17	12	12	12
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	30	28	19	18
세전계속사업이익	510	1,107	1,335	1,857
법인세비용	104	266	320	446
세전계속이익률(%)	11.6	18.6	17.7	20.0
당기순이익	405	841	1,015	1,412
순이익률(%)	9.3	14.2	13.4	15.2
지배주주귀속 순이익	407	845	1,019	1,417
기타포괄이익	-32	-32	-32	-32
총포괄이익	373	809	983	1,379
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	142	632	801	1,167
당기순이익	405	841	1,015	1,412
유형자산감가상각비	33	34	31	28
무형자산상각비	14	16	14	12
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	233	171	90	53
유형자산의 처분(취득)	-81	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-4	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-300	-3	-29	-34
단기금융부채의증감	-286	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	76	650	733	1,057
기초현금및현금성자산	396	472	1,122	1,855
기말현금및현금성자산	472	1,122	1,855	2,912

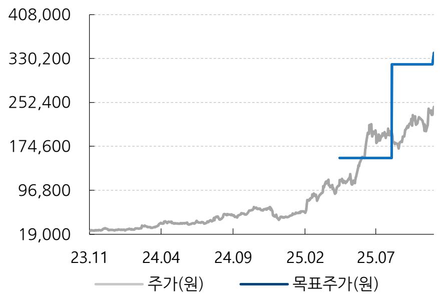
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	3,728	7,738	9,336	12,986
BPS	18,737	25,939	34,692	47,037
CFPS	4,159	8,201	9,747	13,351
DPS	200	240	288	346
Valuation(배)				
PER	13.3	31.6	26.2	18.8
PBR	2.7	9.4	7.0	5.2
PCR	12.0	29.8	25.1	18.3
EV/EBITDA	9.9	23.7	19.3	13.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	21.8	34.6	30.8	31.8
EBITDA이익률	11.5	18.3	17.1	19.2
부채비율	163.1	123.1	96.1	74.1
순부채비율	-21.1	-33.1	-42.5	-51.4
매출채권회전율(x)	5.7	4.9	4.8	4.8
재고자산회전율(x)	15.0	16.0	15.5	15.3

자료 : 현대로템, iM증권 리서치본부

현대로템 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-04-17(담당자변경)	Buy	154,000	6.1%	39.0%
2025-08-06	Buy	320,000	-35.1%	-23.6%
2025-11-04	Buy	340,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	매수	매수
91%	91%	91%