

현대로템 (064350)

K2 전차, Blitzkrieg(전격전) 시작!

2분기 매출 1조 4,176억원/영업이익 2,576억원

현대로템의 2분기 매출은 1조 4,176억원/영업이익은 2,576억원(OPM 18.2%)로 컨센서스(1조 3,950억원/2,401억원)대비 매출은 부합하였으며 영업이익은 +7.3%를 상회하는 호실적을 시현하였다. 지난 분기에 이어 디펜스솔루션부문의 매출이 7,613억원으로 실적을 주도하였으며 레일솔루션부문 매출 5,274억원, 에코플랜트부문 매출 1,290억원이 뒤를 이었다. 부문별 이익률은 공개되지 않았으나 폴란드형 K2전차를 위주로 한 디펜스솔루션의 수출 이익률이 30%를 상회하는 것으로 추정된다.

폴란드 물량 끊김 없음. 오히려 인도물량 가속화 예상

동사는 8월 4일 폴란드 K2전차 2차 계약을 공시하였다. 금액은 9조원, 계약종료일은 2033년 12월 31일까지다. 동 계약에는 K2전차 180대(K2GF 116대+K2PL 64대) 및 K2계열 파생전차(구난전차, 교량전차, 장애물개척전차) 81대가 포함되었으며, 후속지원 및 기술이전 등이 포함되어 1차 계약보다 계약금액이 크게 늘었다. K2GF 116대는 기존과 같이 생산되며 K2PL은 시제품 3대는 국내생산, 나머지 61대는 폴란드 현지 생산 예정이다. K2PL은 K2GF보다 장갑성능 및 능동방호장치 등이 강화되었으며 단가 또한 높아진 것으로 추정된다. 일각에서 우려하는 26년의 매출 절벽 관련, 회사는 계약상 인도물량은 K2GF 31대이지만 실제로는 27년 인도 계획된 물량을 26년에 앞당겨 제작할 것이며 진행률 기준 인식이므로 매출 공백은 없을 것임을 다시 한번 확인하였다.

현재 현대로템의 제작 속도는 연간 100여대 수준이며 올해 중으로 폴란드 1차 계약물량을 마무리하고 내년부터 2차 물량을 제작할 것이다. 2차 계약의 종료시점은 2033년이지만 실질적으로 전차 본품 인도는 27년경이면 마무리될 것으로 판단한다. 여기에 26년부터는 한국군 4차 양산분(150여대, 26~28년 인도)의 제작도 추가되어, 연간 제작 대수는 150대를 상회할 것으로 예상되며 27년 이후에는 200대 수준으로 올라설 것으로 예상된다. 폴란드는 현재 현대로템의 제품에 대단히 만족해하고 있다. 특히 폴란드가 K2와 동시에 도입하기 시작한 미국 Abrams 전차관련, 지상무기로서는 이례적으로 가스터빈 엔진을 사용하는 해당 제품의 유지보수에 어려움을 겪는다는 보도가 있었으며 이에 따라 향후 K2전차의 선호도는 더 높아질 것으로 생각된다. 폴란드는 22년 Frame Agreement상 약정한 1,000대의 물량을 모두 발주하는 것은 물론 인수 속도도 늦추지 않을 것으로 판단한다. 2차 계약분 후반기부터 이루어질 현지 제작물량의 수익성에 대한 우려가 있으나, 현지 작업분은 최종단계의 단순 조립 등 제한적으로 이루어질 예정이며 수익성은 훼손되지 않을 전망이다.

투자의견 BUY유지, 목표주가 320,000원 상향, 방위산업 Top Picks 유지

동사의 투자의견을 BUY로 유지하고, 목표주가를 320,000원으로 상향하며 한화에어로스페이스와 함께 방위산업 Top Picks를 유지한다. 폴란드 2차 계약에 따라 실적 추정치를 상향하였으며 Target P/E를 독일 Rheinmetall에서 10% 할인한 26F EPS기준 36배를 부여한다. 현재 방위산업에서 단일 제품으로 전차보다 매력적인 제품을 꼽기 힘들다. 전쟁으로 가장 많은 보충수요가 발생하였으며, 지상무기 중 가장 공급량이 복잡하고, 만들기 어려워 생산량을 늘리기가 힘든데, 유럽이 제자리걸음하는 동안 현대로템은 세계 최고의 경쟁력과 생산속도를 유지하고 있으며 심지어 이를 늘려가고 있다. 전차의 수요-공급 불균형은 단기간에 해결되기 어려우며 K2전차는 유럽과 중동으로의 급습을 가속화할 것이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	320,000원(상향)
증가(2025.08.05)	201,000원
상승여력	59.2%

Stock Indicator	
자본금	546십억원
발행주식수	10,914만주
시가총액	21,938십억원
외국인지분율	32.0%
52주 주가	44,450~214,000원
60일평균거래량	1,316,729주
60일평균거래대금	224.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.3	80.3	229.0	349.7
상대수익률	6.6	55.3	201.5	318.7

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	4,377	5,687	7,214	8,930
영업이익(십억원)	457	972	1,203	1,447
순이익(십억원)	407	795	981	1,187
EPS(원)	3,728	7,287	8,987	10,876
BPS(원)	18,737	25,489	33,892	44,128
PER(배)	13.3	27.6	22.4	18.5
PBR(배)	2.7	7.9	5.9	4.6
ROE(%)	21.8	33.0	30.3	27.9
배당수익률(%)	0.4	0.1	0.1	0.2
EV/EBITDA(배)	9.9	20.5	16.3	13.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

표1. 현대로템 연간 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	3,587.4	4,376.6	5,686.9	7,214.2	8,929.7
디펜스솔루션	1,578.0	2,365.2	3,371.8	4,658.4	6,330.0
레이솔루션	1,553.6	1,495.6	1,793.7	1,962.0	1,999.2
에코플랜트	455.7	515.8	521.3	593.9	600.6
영업이익	210.0	456.6	972.2	1,203.0	1,447.0
영업이익률	5.9%	10.4%	17.1%	16.7%	16.2%

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	1,491.0	1,602.1
디펜스솔루션	318.0	564.5	584.6	898.1	658.0	761.3	932.8	1,019.7
레이솔루션	276.4	391.4	408.4	419.4	402.5	527.4	447.5	416.3
에코플랜트	153.4	138.6	100.5	123.3	115.6	129.0	110.7	166.0
영업이익	44.7	112.8	137.4	161.7	202.9	257.6	238.3	273.5
영업이익률	6.0%	10.3%	12.6%	11.2%	17.2%	18.2%	16.0%	17.1%

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

표3. 현대로템 2Q25 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2Q25	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2Q24	YoY %	2Q25E	차이 %	2Q25E	차이 %
매출	1,417.7	1,094.5	29.5%	1,395.0	1.6%	1,385.5	2.3%
영업이익	257.6	112.8	128.4%	240.1	7.3%	169.6	51.9%

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	5,686.9	4,376.6	29.9%	5,544.8	2.6%	5,699.5	-0.2%
영업이익	972.2	456.6	112.9%	967.4	0.5%	706.8	37.5%

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

표5. 현대로템 목표주가 산출

	2022	2023	2024	2025F	비고
EPS(원)	1,812	1,475	3,728	7,258	
BPS(원)	13,930	15,391	18,737	25,131	
고점 P/E(배)	17.7	26.7	18.0	29.5	
평균 P/E(배)	12.6	19.7	11.7	17.1	
저점 P/E(배)	9.8	15.8	6.8	7.2	
고점 P/B(배)	2.3	2.6	3.6	8.5	
평균 P/B(배)	1.6	1.9	2.3	4.9	
저점 P/B(배)	1.3	1.5	1.4	2.1	
ROE(%)	9.6	19.9	29.0	26.8	지배주주순이익 기준
적용EPS(원)				8,951	2026 EPS
Target P/E(배)				36.0	Rheinmetall 10%할인
적정주가(원)				322,239	
목표주가(원)				320,000	
전일 종가(원)				201,000	
상승여력				59.2%	

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

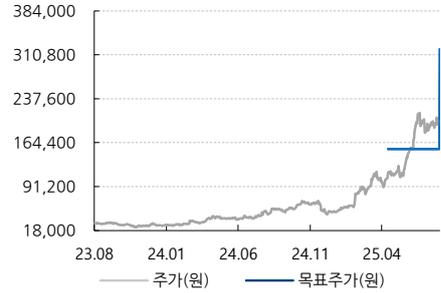
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,686	4,604	5,714	7,036	매출액	4,377	5,687	7,214	8,930
현금 및 현금성자산	472	1,123	1,836	2,662	증가율(%)	22.0	29.9	26.9	23.8
단기금융자산	277	127	59	27	매출원가	3,548	4,281	5,466	6,786
매출채권	1,041	1,330	1,667	2,045	매출총이익	829	1,406	1,749	2,144
재고자산	316	410	520	644	판매비와관리비	372	434	546	697
비유동자산	1,599	1,549	1,505	1,466	연구개발비	32	-	-	-
유형자산	1,292	1,258	1,227	1,199	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	104	88	74	62	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	5,285	6,153	7,220	8,503	영업이익	457	972	1,203	1,447
유동부채	3,020	3,154	3,307	3,478	증가율(%)	117.4	112.9	23.7	20.3
매입채무	432	561	712	881	영업이익률(%)	10.4	17.1	16.7	16.2
단기차입금	60	60	60	60	이자수익	28	41	63	89
유동성장기부채	262	262	262	262	이자비용	17	12	12	12
비유동부채	256	256	256	256	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	30	28	19	18
장기차입금	3	3	3	3	세전계속사업이익	510	1,042	1,285	1,556
부채총계	3,276	3,410	3,564	3,734	법인세비용	104	250	309	373
지배주주지분	2,045	2,782	3,699	4,816	세전계속이익률(%)	11.6	18.3	17.8	17.4
자본금	546	546	546	546	당기순이익	405	792	977	1,182
자본잉여금	520	520	520	520	순이익률(%)	9.3	13.9	13.5	13.2
이익잉여금	689	1,458	2,407	3,557	지배주주귀속 순이익	407	795	981	1,187
기타자본항목	291	259	226	194	기타포괄이익	-32	-32	-32	-32
비지배주주지분	-36	-39	-43	-48	총포괄이익	373	760	945	1,150
자본총계	2,009	2,743	3,656	4,768	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	142	633	781	936	주당지표(원)				
당기순이익	405	792	977	1,182	EPS	3,728	7,287	8,987	10,876
유형자산감가상각비	33	34	31	28	BPS	18,737	25,489	33,892	44,128
무형자산상각비	14	16	14	12	CFPS	4,159	7,750	9,398	11,241
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	200	240	288	346
투자활동 현금흐름	233	171	90	53	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-81	-	-	-	PER	13.3	27.6	22.4	18.5
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	2.7	7.9	5.9	4.6
금융상품의 증감	-4	-1	-1	-1	PCR	12.0	25.9	21.4	17.9
재무활동 현금흐름	-300	-25	-29	-34	EV/EBITDA	9.9	20.5	16.3	13.2
단기금융부채의증감	-286	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	21.8	33.0	30.3	27.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	11.5	18.0	17.3	16.7
배당금지급	0	0	0	0	부채비율	163.1	124.3	97.5	78.3
현금및현금성자산의증감	76	650	714	826	순부채비율	-21.1	-33.7	-42.9	-49.6
기초현금및현금성자산	396	472	1,123	1,836	매출채권회전율(x)	5.7	4.8	4.8	4.8
기말현금및현금성자산	472	1,123	1,836	2,662	재고자산회전율(x)	15.0	15.7	15.5	15.3

자료 : 현대로템, iM증권 리서치본부

현대로템 투자이견 및 목표주가 변동추이

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



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 기관투자자 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.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%