

현대로템 (064350)

2025.04.17

전차 강국, 우리가 만들어준다

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

국내 유일이자 세계 최고의 전차 제작사

6.25 전쟁 당시 자체 전차가 없어 밀렸던 어려움을 가진 우리나라는 70여년이 지난 지금 세계 최고의 수준의 전차 강국이 되었으며, 그 중심에는 현대로템이 있다. 국내 유일의 전차 제작사로서 80년대 M1 에이브람스 전차를 기반으로 개발된 K1전차의 최초 생산에 이어, 완전한 국산 전차라고 할 수 있는 K2전차의 개발과 생산을 주도하고 있다. K2전차는 성능도 우수하지만 특히 현 시점에서 가장 중요한 강점인 생산능력 측면에서 세계 최고이다. 최대 경쟁자인 KNDS가 현재 연간 약 50대의 생산능력을 지닌 반면 현대로템은 평시 기준으로도 연간 약 100대를 생산할 수 있으며, 필요에 따라서는 생산량을 더 늘릴 수도 있다. KNDS가 한정된 캐파를 독일 자국 재무장과 서유럽에 집중하는 동안 현대로템은 그외 유럽과 중동 등을 선점할 것으로 전망한다.

1Q25 매출 1조 3,337억/영업이익 1,901억 전망

1Q25에는 폴란드형 K2전차 26대가 인도된 것으로 추정되며 올해 총 96대의 K2전차를 폴란드에 납품하여 2022년 맺은 1차 계약 180대분의 인도를 완료할 예정이다. 1차와 동일하게 180대로 협의 중인 것으로 알려진 2차 계약에서는 일부를 한국에서 만들어 보내고, 이후 본격적으로 폴란드 현지 공장 제작이 시작될 예정이다. 한국군 K2전차와 크게 다르지 않은 사양이었던 1차 물량과 달리 2차 계약에서는 최근 드론 대응 등으로 중요성이 커진 APS(능동방호체계) 등이 추가로 탑재되며 단가 및 총 계약가 또한 높아질 것으로 보인다. 다만 1차 계약의 인도 완료가 다가오고 2차 계약 성사가 늦어지면서 2026년 이후 매출 절벽에 대한 우려가 일부 제기되고 있는 상황이다. 계약 자체의 성사 여부에 문제가 있다기보다 가격과 사양 등 세부 사항에 대한 협의로 다소 늦어지는 것으로 파악되며, 회사는 2026년 이후 물량 절벽은 없을 것으로 소통하고 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 154,000원, 방위산업 Top Pick

투자의견 BUY, 목표주가 154,000원으로 커버리지를 시작하며 한화에어로스페이스와 함께 방위산업 Top Pick으로 제시한다. 2026E EPS 5,716원에 Target P/E 27배를 적용하였다.

현대로템의 Global Peer그룹은 한정적이다. 주 경쟁사는 Leopard 전차를 만드는 독일의 비상장회사 KNDS이다. 에이브람스 전차를 만드는 미국의 General Dynamics는 상장되어 있으나 실질적으로 제작 능력 등을 고려하면 경쟁이라고 볼 수 없고, 해양시스템 등 타 사업부의 비중이 더 커서 비교가 어렵다. Leopard 전차의 주포를 만드는 Rheinmetall은 직접 경쟁사는 아니지만 차세대 KF51전차를 통해 현대로템과 유럽에서 경쟁하게 될 예정이다. 이에 라인메탈의 P/E 33배와 GD의 P/E 16배의 중간값에 10%의 프리미엄을 적용한 27배를 적용하였다. 통상 아직 수주하지 않은 계약은 추정치에 반영하지 않지만, 폴란드 2차 계약은 사실상 성사 단계임을 고려하여 예외적으로 추정치에 일부 포함하였다. 다만 계약 자체는 문제없이 이뤄질 것으로 예상하지만 계약시점과 내용에 따라 26년 인도 물량이 다소 감소할 수 있음을 감안하여 일단 일부만 반영하며, 추후 계약 디테일이 공개되면 추정치를 재조정할 예정이다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	154,000원(신규)
증가(2025.04.16)	105,600원
상승여력	45.8 %

Stock Indicator	
자본금	546십억원
발행주식수	10,914만주
시가총액	11,525십억원
외국인지분율	30.9%
52주 주가	35,950~115,700원
60일평균거래량	1,907,199주
60일평균거래대금	167.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.9	87.9	64.7	174.3
상대수익률	8.6	91.1	71.0	180.5

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	4,377	5,699	6,409	7,104
영업이익(십억원)	457	707	714	770
순이익(십억원)	407	616	626	683
EPS(원)	3,728	5,641	5,739	6,262
BPS(원)	18,737	23,842	28,998	34,619
PER(배)	13.3	18.7	18.4	16.9
PBR(배)	2.7	4.4	3.6	3.1
ROE(%)	21.8	26.5	21.7	19.7
배당수익률(%)	0.4	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	9.9	14.2	13.6	12.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 현대로템 연간 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	3,163.3	3,587.4	4,376.6	5,699.5	6,409.2
디펜스솔루션	1,059.2	1,578.0	2,365.2	3,549.8	4,150.6
레이솔루션	1,778.8	1,553.6	1,495.6	1,556.2	1,596.3
에코플랜트	325.3	455.7	515.8	593.4	662.3
영업이익	147.5	210.0	456.6	706.8	714.5
영업이익률	4.7%	5.9%	10.4%	12.4%	11.1%

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	1,333.7	1,385.5	1,441.0	1,539.2
디펜스솔루션	318.0	564.5	584.6	898.1	899.0	811.1	882.8	956.9
레이솔루션	276.4	391.4	408.4	419.4	269.2	423.3	447.5	416.3
에코플랜트	153.4	138.6	100.5	123.3	165.5	151.2	110.7	166.0
영업이익	44.7	112.8	137.4	161.7	190.1	169.6	165.8	181.4
영업이익률	6.0%	10.3%	12.6%	11.2%	14.3%	12.2%	11.5%	11.8%

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

표3. 현대로템 목표주가 산출

	2022	2023	2024	2025F	비고
EPS(원)	1,812	1,475	3,728	5,618	
BPS(원)	13,930	15,391	18,737	23,491	
고점 P/E(배)	17.7	26.7	18.0	20.6	
평균 P/E(배)	12.6	19.7	11.7	14.8	
저점 P/E(배)	9.8	15.8	6.8	9.3	
고점 P/B(배)	2.3	2.6	3.6	4.9	
평균 P/B(배)	1.6	1.9	2.3	3.5	
저점 P/B(배)	1.3	1.5	1.4	2.2	
ROE(%)	9.6	19.9	24.0	20.1	지배주주순이익 기준
적용EPS(원)				5,716	2026 EPS
Target P/E(배)				27.0	Rheinmetal/GD 중간값 + 10%
적정주가(원)				154,338	
목표주가(원)				154,000	
전일 증가(원)				105,600	
상승여력				45.8%	

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

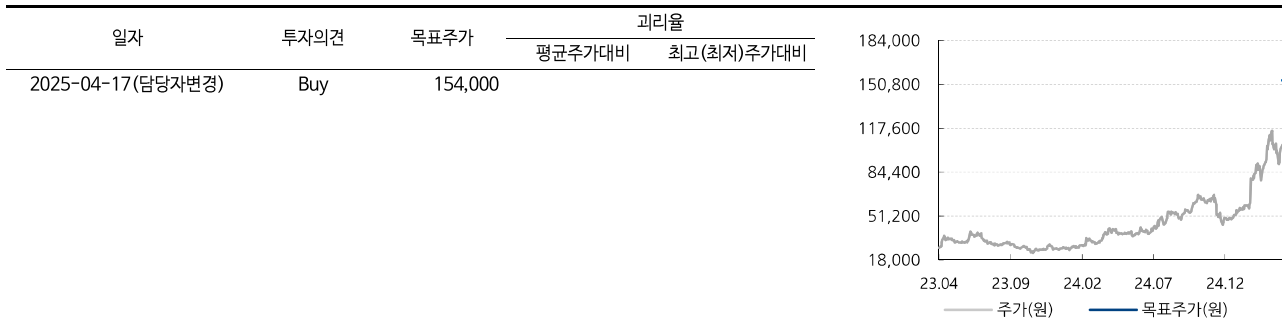
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,686	4,426	5,103	5,823	매출액	4,377	5,699	6,409	7,104
현금 및 현금성자산	472	941	1,461	1,983	증가율(%)	22.0	30.2	12.5	10.8
단기금융자산	277	127	59	27	매출원가	3,548	4,570	5,208	5,780
매출채권	1,041	1,333	1,489	1,643	매출총이익	829	1,129	1,201	1,325
재고자산	316	411	462	512	판매비와관리비	372	422	487	555
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	5,975	6,608	7,289	영업이익	457	707	714	770
유동부채	3,020	3,155	3,228	3,298	증가율(%)	117.4	54.8	1.1	7.7
매입채무	432	563	633	701	영업이익률(%)	10.4	12.4	11.1	10.8
단기차입금	60	60	60	60	이자수익	28	35	50	66
유동성장기부채	262	262	262	262	이자비용	17	12	12	12
비유동부채	256	256	256	256	자본법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	30	28	19	18
장기차입금	3	3	3	3	세전계속사업이익	510	771	784	856
부채총계	3,276	3,412	3,484	3,554	법인세비용	104	158	161	175
지배주주지분	2,045	2,602	3,165	3,778	세전계속이익률(%)	11.6	13.5	12.2	12.0
자본금	546	546	546	546	당기순이익	405	613	624	681
자본잉여금	520	520	520	520	순이익률(%)	9.3	10.8	9.7	9.6
이익잉여금	689	1,278	1,873	2,519	지배주주귀속 순이익	407	616	626	683
기타자본항목	291	259	226	194	기타포괄이익	-32	-32	-32	-32
비지배주주지분	-36	-38	-41	-44	총포괄이익	373	581	592	648
자본총계	2,009	2,564	3,124	3,735	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	142	451	587	632	주당지표 (원)				
당기순이익	405	613	624	681	EPS	3,728	5,641	5,739	6,262
유형자산감가상각비	33	34	31	28	BPS	18,737	23,842	28,998	34,619
무형자산상각비	14	16	14	12	CFPS	4,159	6,104	6,150	6,627
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	18.7	18.4	16.9
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	2.7	4.4	3.6	3.1
금융상품의 증감	-4	-1	-1	-1	PCR	12.0	17.3	17.2	15.9
재무활동 현금흐름	-300	-25	-29	-34	EV/EBITDA	9.9	14.2	13.6	12.2
단기금융부채의증감	-286	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	21.8	26.5	21.7	19.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	11.5	13.3	11.8	11.4
배당금지급	0	0	0	0	부채비율	163.1	133.1	111.5	95.2
현금및현금성자산의증감	76	469	519	522	순부채비율	-21.1	-29.0	-38.2	-45.1
기초현금및현금성자산	396	472	941	1,461	매출채권회전율(x)	5.7	4.8	4.5	4.5
기말현금및현금성자산	472	941	1,461	1,983	재고자산회전율(x)	15.0	15.7	14.7	14.6

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

현대로템 투자이건 및 목표주가 변동추이



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. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
• Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	• Overweight(비중확대)
• Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	• Neutral(중립)
• Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	• Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%