



현대로템 (064350)

폴란드 2차 계약, 여기서 끝이 아니다

▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(상향): 240,000원

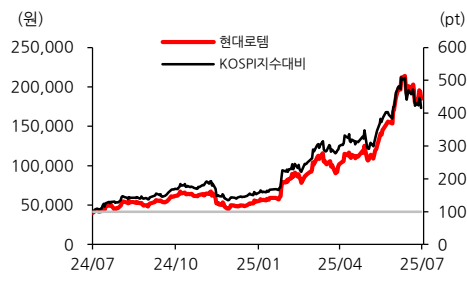
현재 주가(7/11)	184,800원
상승여력	▲29.9%
시가총액	201,695억원
발행주식수	109,142천주
52 주 최고가 / 최저가	214,000 / 39,950원
90 일 일평균 거래대금	2,171.69억원
외국인 지분율	31.1%
주주 구성	
현대자동차 (외 3인)	33.8%
국민연금공단	8.1%
현대로템우리스주	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.1	81.4	237.8	353.5
상대수익률(KOSPI)	-1.1	50.8	211.6	343.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,587	4,377	5,373	6,159
영업이익	210	457	984	1,123
EBITDA	250	504	1,197	1,410
지배주주순이익	161	407	762	892
EPS	1,475	3,728	6,985	8,171
순차입금	-413	-419	-562	-891
PER	18.0	13.3	26.5	22.6
PBR	1.7	2.7	7.2	5.5
EV/EBITDA	10.0	9.9	16.4	13.7
배당수익률	0.4	0.4	0.1	0.2
ROE	10.1	21.8	31.5	27.7

주가 추이



2Q25 Preview: 영업이익 시장 기대치 부합 추정

현대로템의 2분기 실적은 매출액 1조 3,346억원(YoY +21.9%, 이하 YoY), 영업이익 2,384억원(+111.5%, OPM 17.9%)으로 영업이익 기준 컨센서스에 부합할 것으로 추정한다. K2 전차 생산이 가속화되면서 디펜스솔루션 실적이 전사 실적을 다시 한 번 견인할 것으로 기대한다.

드디어 현실화된 폴란드 2차 계약

폴란드 K2 전차 공급사업 2차 실행계약과 관련한 협상이 드디어 완료됐다. 계약금액은 65억 달러(약 9조원)에 달하며, 이는 방산 단일 수출 역사상 최대 규모다. 구체적인 계약 내용은 공식 체결 시 공개될 예정이다. 보도에 따르면, 2차 계약에는 K2 전차 180대(K2PL 현지화 모델 63대)와 계열전차(구난/교량/개척 등) 81대가 포함되어 있는 것으로 파악된다. 2차 K2GF의 경우, 한국에서 연속생산이 가능하며 '26년 30대 이상, '27년 나머지 물량의 인도를 예상(K2PL은 '27년 시험 물량 납품 후 '28년부터 현지 생산 예상)한다. 인도 스케줄과는 별개로 폴란드향 전차 생산은 연간 80대 이상을 유지할 것으로 전망하며 이에 디펜스 매출 인식(진행률 기준)은 내년에도 견조할 것으로 추정한다. 1차 대비 단가 상승으로 수익성 방어도 가능할 것으로 기대한다.

이미 다음 전쟁을 대비하는 유럽

2차 계약에 K2PL 물량이 포함된 것이 주는 의미는 크게 2가지다. 첫째, 폴란드 현지 생산 거점을 구축했기 때문에 기본계약 1,000대의 나머지 물량(640대)에 대한 후속 실행 계약이 이행될 가능성이 높아졌다. 둘째, 향후 슬로바키아 등 폴란드 주변국에 K2PL 모델을 세일시킬 수 있게 됐다. 유럽은 이미 다음 전쟁을 대비하고 있다. NATO 사무총장은 러시아가 5년 내 동맹국에 무력을 사용할 준비를 마칠 수 있다고 경고한 바 있으며, NATO 회원국들은 '35년까지 방위비를 GDP 대비 5%까지 증액하기로 합의했다. 앞으로 폴란드 후속 실행계약 외에도 전차 수출 지역의 확대 가능성에 주목해 볼 필요가 있다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 240,000원으로 상향

투자의견 Buy를 유지, 목표주가는 240,000원으로 상향한다. 루마니아, 중동 등 추가 수주 가능성까지 고려하면 여전히 상승여력은 충분하다.

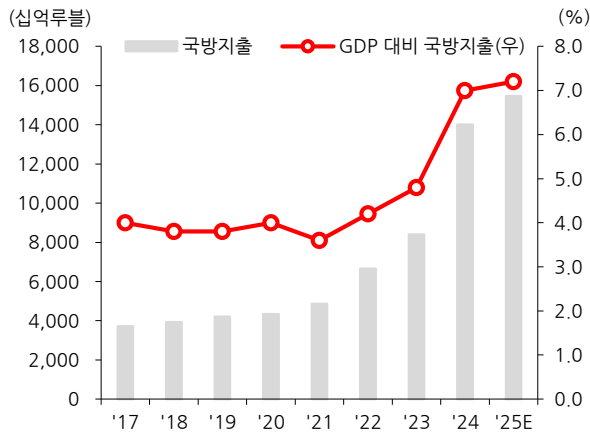
[표1] 현대로템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	748	1,095	1,094	1,441	1,176	1,335	1,282	1,580	4,377	5,373	6,159
디펜스솔루션	318	565	585	898	658	728	693	953	2,365	3,031	3,638
내수	145	188	172	268	188	191	188	289	774	856	985
수출	173	376	412	630	470	536	505	664	1,592	2,175	2,654
레일솔루션	276	391	408	419	403	473	466	493	1,496	1,835	1,998
에코플랜트	153	139	101	123	116	134	123	134	516	507	523
영업이익	45	113	137	162	203	238	230	313	457	984	1,123
영업이익률	6.0	10.3	12.6	11.2	17.2	17.9	17.9	19.8	10.4	18.3	18.2
디펜스솔루션	45	109	113	296	193.9	227	214	296	563	930	1,029
영업이익률	14.2	19.4	19.4	32.9	29.5	31.2	30.8	31.1	23.8	30.7	28.3
레일솔루션	-2	0	17	-138	5	6	12	10	-123	33	74
영업이익률	-0.9	0.0	4.3	-33.0	1.2	1.3	2.7	2.0	-8.2	1.8	3.7
에코플랜트	2	3	7	5	4	6	4	6	17	20	21
영업이익률	1.2	2.4	6.8	3.7	3.5	4.3	3.1	4.8	3.2	3.9	4.0
YoY 성장률											
매출액	9.3	10.9	18.0	45.7	57.3	21.9	17.3	9.7	22.0	22.8	14.6
디펜스솔루션	22.3	16.5	41.1	114.1	106.9	28.9	18.5	6.1	49.9	28.2	20.0
레일솔루션	-25.1	-0.3	7.2	2.0	45.6	20.8	14.2	17.7	-3.7	22.7	8.9
에코플랜트	177.9	26.0	-23.9	-22.2	-24.6	-3.1	22.4	8.4	13.2	-1.8	3.2
영업이익	40.0	67.7	234.3	131.7	354.0	111.5	67.2	93.3	117.3	115.4	14.2

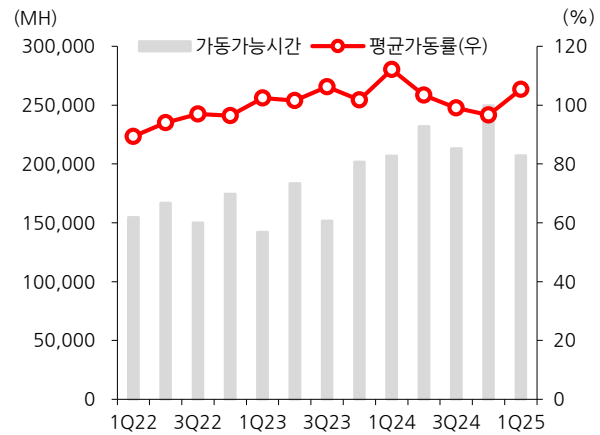
자료: 현대로템, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 러시아 국방지출(Military Expenditure) 추이



자료: SIPRI, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 현대로템 디펜스솔루션 가동률 추이



자료: 현대로템, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 현대로템 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	7,774	12개월 Fwd 기준
Target P/E(배)	30.5	글로벌 Peer P/E 평균
목표 주가(원)	240,000	
현재 주가(원)	184,800	25.07.11 종가 기준
상승여력(%)	▲29.9	

주: 글로벌 Peer는 Rheinmetall, General Dynamics, Thales 기준 / 자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,163	3,587	4,377	5,373	6,159
매출총이익	365	464	829	1,371	1,582
영업이익	147	210	457	984	1,123
EBITDA	186	250	504	1,197	1,410
순이자손익	-32	0	12	12	10
외화관련손익	0	0	0	-26	-43
지분법손익	0	1	0	0	0
세전계속사업손익	104	181	510	978	1,139
당기순이익	195	157	405	756	885
지배주주순이익	198	161	407	762	892
증가율(%)					
매출액	-0.9	13.4	22.0	22.8	14.6
영업이익	2,146.8	42.4	117.4	115.4	14.2
EBITDA	129.0	34.5	101.4	137.7	17.8
순이익	흑전	-19.4	158.5	86.6	17.0
이익률(%)					
매출총이익률	11.6	12.9	18.9	25.5	25.7
영업이익률	4.7	5.9	10.4	18.3	18.2
EBITDA 이익률	5.9	7.0	11.5	22.3	22.9
세전이익률	3.3	5.0	11.6	18.2	18.5
순이익률	6.1	4.4	9.3	14.1	14.4

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	716	734	142	492	785
당기순이익	195	157	405	756	885
자산상각비	38	40	47	213	287
운전자본증감	497	437	-541	-516	-393
매출채권 감소(증가)	-49	-93	-552	-151	-211
재고자산 감소(증가)	167	131	-153	-59	-87
매입채무 증가(감소)	42	212	77	-161	-96
투자현금흐름	-429	-270	233	-346	-430
유형자산처분(취득)	-31	-54	-81	-254	-291
무형자산 감소(증가)	-15	-26	-30	-94	-134
투자자산 감소(증가)	-387	-201	325	1	0
재무현금흐름	-97	-576	-300	-95	-27
차입금의 증가(감소)	-97	-580	-291	-95	0
자본의 증가(감소)	0	0	-11	-22	-27
배당금의 지급	0	0	-11	-22	-27
총현금흐름	254	313	687	1,023	1,179
(-)운전자본증가(감소)	-414	-722	409	515	393
(-)설비투자	32	55	81	254	291
(+)자산매각	-14	-26	-30	-94	-134
Free Cash Flow	621	954	168	159	360
(-)기타투자	-88	274	114	0	4
잉여현금	709	681	54	160	356
NOPLAT	107	182	363	761	873
(+) Dep	38	40	47	213	287
(-)운전자본투자	-414	-722	409	515	393
(-)Capex	32	55	81	254	291
OpFCF	526	890	-80	204	475

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	3,319	3,690	3,686	4,047	4,676
현금성자산	911	1,008	770	821	1,149
매출채권	309	405	965	1,156	1,367
재고자산	236	269	316	374	461
비유동자산	1,505	1,551	1,599	1,678	1,821
투자자산	226	225	203	153	157
유형자산	1,200	1,234	1,292	1,377	1,443
무형자산	79	92	104	148	221
자산총계	4,824	5,241	5,285	5,725	6,498
유동부채	2,573	3,205	3,020	2,724	2,631
매입채무	505	1,012	670	537	442
유동성이자부채	703	339	329	237	237
비유동부채	760	390	256	251	251
비유동이자부채	453	256	22	21	21
부채총계	3,332	3,595	3,276	2,974	2,882
자본금	546	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520	520
이익잉여금	168	317	689	1,429	2,294
자본조정	287	297	291	294	294
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,491	1,647	2,009	2,751	3,616

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	1,812	1,475	3,728	6,985	8,171
BPS	13,930	15,391	18,737	25,556	33,477
DPS	0	100	200	250	300
CFPS	2,325	2,864	6,298	9,374	10,798
ROA(%)	4.4	3.2	7.7	13.8	14.6
ROE(%)	14.1	10.1	21.8	31.5	27.7
ROIC(%)	5.6	12.6	26.6	41.3	36.2
Multiples(x, %)					
PER	15.7	18.0	13.3	26.5	22.6
PBR	2.0	1.7	2.7	7.2	5.5
PSR	1.0	0.8	1.2	3.8	3.3
PCR	12.2	9.3	7.9	19.7	17.1
EV/EBITDA	18.0	10.0	9.9	16.4	13.7
배당수익률	n/a	0.4	0.4	0.1	0.2
안정성(%)					
부채비율	223.4	218.2	163.1	108.1	79.7
Net debt/Equity	16.5	-25.1	-20.9	-20.4	-24.6
Net debt/EBITDA	132.1	-165.4	-83.3	-47.0	-63.2
유동비율	129.0	115.1	122.1	148.6	177.7
이자보상배율(배)	3.6	7.3	27.5	101.2	140.5
자산구조(%)					
투자자본	59.9	49.0	61.3	68.7	67.2
현금+투자자산	40.1	51.0	38.7	31.3	32.8
자본구조(%)					
차입금	43.7	26.5	14.9	8.6	6.7
자기자본	56.3	73.5	85.1	91.4	93.3

[Compliance Notice]

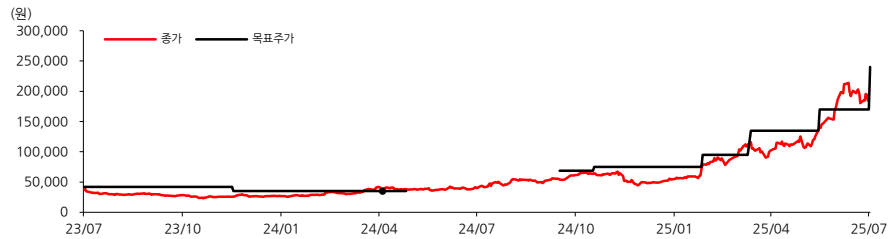
(공표일: 2025년 7월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[현대로템 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 자	2016.08.12	2023.05.17	2023.08.24	2023.11.10	2023.11.28	2024.09.27
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표주가		42,000	42,000	42,000	35,000	배성조
일 자	2024.09.27	2024.10.29	2025.01.09	2025.02.07	2025.03.24	2025.05.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	69,000	75,000	75,000	95,000	135,000	170,000
일 자	2025.07.14					
투자의견	Buy					
목표주가	240,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.17	Buy	42,000	-27.88	-6.31
2023.11.28	Buy	35,000	7.36	60.29
2024.09.27	Buy	69,000	-10.60	-2.75
2024.10.29	Buy	75,000	-25.16	-4.67
2025.02.07	Buy	95,000	-4.23	18.42
2025.03.24	Buy	135,000	-18.98	1.19
2025.05.27	Buy	170,000	7.28	25.88
2025.07.14	Buy	240,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%