



현대로템 (064350)

[2Q25 Review] 폴란드 물량 조기 생산에서 드러나는 자신감

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 240,000원

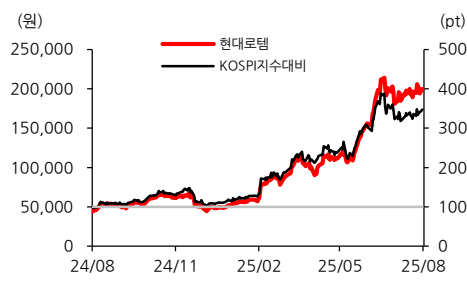
현재 주가(8/5)	201,000원
상승여력	▲19.4%
시가총액	219,376억원
발행주식수	109,142천주
52주 최고가 / 최저가	214,000 / 44,450원
90일 일평균 거래대금	2,213.64억원
외국인 지분율	31.9%
주주 구성	
현대자동차 (외 3인)	33.8%
국민연금공단	8.1%
현대로템우리사주	0.0%

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

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,587	4,377	5,635	6,615
영업이익	210	457	1,012	1,180
EBITDA	250	504	1,225	1,467
지배주주순이익	161	407	759	934
EPS	1,475	3,728	6,956	8,559
순차입금	-413	-419	-648	-750
PER	18.0	13.3	28.9	23.5
PBR	1.7	2.7	7.9	5.9
EV/EBITDA	10.0	9.9	17.4	14.4
배당수익률	0.4	0.4	0.1	0.1
ROE	10.1	21.8	31.4	28.8

주가 추이



2Q25 Review: 영업이익 시장 기대치 상회

현대로템은 2분기 매출 1조 4,176억원(YoY +29.5%, 이하 YoY), 영업이익 2,576억원(+128.4%, OPM 18.2%)을 시현했다. 영업이익 기준 컨센서스를 약 7% 상회했다. 시장 기대치 상회의 주 원인은 폴란드형 K2 전차 진행률 매출인식 가속화 및 반복 생산 등으로 인한 마진 개선 효과다. 2분기 디펜스 매출액은 7,614억원(+34.9%)로, 수출 비중은 약 73%(5,558억원)으로 추정한다. 디펜스 부문 영업이익은 2,457억원(+124.9%, OPM 32.3%)으로 추정하며, 수출 OPM은 이번분기에도 40% 내외의 높은 수준을 유지한 것으로 판단한다.

폴란드 물량 조기 생산에서 드러나는 자신감

9조원 규모의 폴란드 K2 전차 사업 2차 이행계약이 8/4 공시됐다. 기존 예상과 달라진 내용은 없었다. 폴란드 2차 계약은 K2GF(한국 양산 모델) 116대와 K2PL(현지 생산 모델) 64대로 구성되어 있으며, K2PL의 첫 3대는 설계 검증용으로 한국에서 생산할 예정이다. K2PL은 폴란드에서 생산되나 조립된 전차를 동사가 넘겨 받아 최종 검증 및 시험 운행 후 납품하는 방식이 될 것으로 예상된다.

계약서 상 폴란드 2차 K2GF의 '26년도 납품 물량은 31대로 파악된다. 그러나 이는 1년 전에 협의한 사항이다. 따라서 동사는 '26년 추가 납품을 폴란드에 제시할 것으로 보인다. 2차 계약이 수차례 연기됐으므로 폴란드 군에서도 더 많은 물량의 조기 납품을 희망할 것으로 예상된다. 만약 추가 납품이 없더라도 동사는 '27년 인도 물량도 '26년에 조기 생산할 계획이라고 밝혔다. 이에 향후 수출 매출 공백 가능성은 제한적(진행률 매출인식)이다. 동사가 폴란드 물량 조기 생산을 추진하는 것은 타 지역에서의 추가 수주 가능성을 높게 평가하고 있기 때문으로 해석한다. 폴란드(3차 계약 '27년 말 마무리, 이후 4~5차까지 연결될 전망) 외에도 중동/유럽/남미에서의 추가 수주 모멘텀을 기대한다.

투자의견 Buy, 목표주가 240,000원 유지

투자의견 Buy와 목표주가 240,000원을 유지한다. 상반기 말 기준 레일 솔루션 수주잔고는 18.2조원을 기록했다. '27년부터는 미국/호주 등 해외 매출 비중 증가를 통한 레일 부문의 믹스 개선 본격화도 기대한다.

[표1] 현대로템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	748	1,095	1,094	1,441	1,176	1,418	1,374	1,667	4,377	5,635	6,615
디펜스솔루션	318	565	585	898	658	761	769	968	2,365	3,156	3,772
내수	145	188	172	268	188	206	183	281	774	858	984
수출	173	376	412	630	470	556	586	687	1,592	2,298	2,788
레일솔루션	276	391	408	419	403	527	484	570	1,496	1,984	2,328
에코플랜트	153	139	101	123	116	129	121	129	516	495	514
영업이익	45	113	137	162	203	258	250	302	457	1,012	1,180
영업이익률	6.0	10.3	12.6	11.2	17.2	18.2	18.2	18.1	10.4	18.0	17.8
디펜스솔루션	45	109	113	296	194	246	229	283	563	952	1,069
영업이익률	14.2	19.4	19.4	32.9	29.5	32.3	29.8	29.3	23.8	30.2	28.3
레일솔루션	-2	0	17	-138	5	7	13	11	-123	36	86
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	5	7	7	17	24	25
영업이익률	1.2	2.4	6.8	3.7	3.5	4.0	6.1	5.6	3.2	4.8	4.9
YoY 성장률											
매출액	9.3	10.9	18.0	45.7	57.3	29.5	25.6	15.7	13.4	22.0	28.7
디펜스솔루션	22.3	16.5	41.1	114.1	106.9	34.9	31.5	7.8	49.0	49.9	33.4
레일솔루션	-25.1	-0.3	7.2	2.0	45.6	34.7	18.5	35.9	-12.7	-3.7	32.6
에코플랜트	177.9	26.0	-23.9	-22.2	-24.6	-7.0	20.7	4.7	40.1	13.2	-4.0
영업이익	40.0	67.7	234.3	131.7	354.0	128.4	81.6	86.6	42.5	117.3	121.6

주: 2분기 디펜스솔루션 내수/수출 매출 및 각 사업부 영업이익률은 당사 추정치

자료: 현대로템, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 현대로템 2025년 2분기 실적

(단위: 십억 원, %)

회사잠정 (십억원)	2Q25P	당사 추정치 대비		전년 동기 대비(YoY)		전분기 대비(QoQ)		시장 컨센서스 대비	
		2Q25E	차이(%)	2Q24	차이(%)	1Q25	차이(%)	2Q25E	차이(%)
매출액	1,417.6	1,340.3	5.8	1,094.5	29.5	1,176.1	20.5	1,395.0	1.6
영업이익	257.6	237.5	8.4	112.8	128.4	202.9	27.0	240.1	7.3
순이익	189.5	193.2	-1.9	100.8	88.0	157.1	20.6	194.8	-2.7
이익률(%)									
영업이익	18.2	17.7	0.4%p	10.3	7.9%p	17.2	0.9%p	17.2	1.0%p
순이익	13.4	14.4	-1.0%p	9.2	4.2%p	13.4	0.0%p	14.0	-0.6%p

자료: 현대로템, Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,163	3,587	4,377	5,635	6,615
매출총이익	365	464	829	1,433	1,686
영업이익	147	210	457	1,012	1,180
EBITDA	186	250	504	1,225	1,467
순이자손익	-32	0	12	12	9
외화관련손익	0	0	0	-26	-43
지분법손익	0	1	0	0	0
세전계속사업손익	104	181	510	984	1,188
당기순이익	195	157	405	755	929
지배주주순이익	198	161	407	759	934
증가율(%)					
매출액	-0.9	13.4	22.0	28.7	17.4
영업이익	2,146.8	42.4	117.4	121.6	16.6
EBITDA	129.0	34.5	101.4	143.3	19.7
순이익	흑전	-19.4	158.5	86.2	23.1
이익률(%)					
매출총이익률	11.6	12.9	18.9	25.4	25.5
영업이익률	4.7	5.9	10.4	18.0	17.8
EBITDA 이익률	5.9	7.0	11.5	21.7	22.2
세전이익률	3.3	5.0	11.6	17.5	18.0
순이익률	6.1	4.4	9.3	13.4	14.0

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	716	734	142	578	558
당기순이익	195	157	405	755	929
자산상각비	38	40	47	213	287
운전자본증감	497	437	-541	-427	-663
매출채권 감소(증가)	-49	-93	-552	21	-550
재고자산 감소(증가)	167	131	-153	-59	-178
매입채무 증가(감소)	42	212	77	-245	64
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	-155	-65
차입금의 증가(감소)	-97	-580	-291	-155	-38
자본의 증가(감소)	0	0	-11	-22	-27
배당금의 지급	0	0	-11	-22	-27
총현금흐름	254	313	687	1,020	1,221
(-)운전자본증가(감소)	-414	-722	409	426	663
(-)설비투자	32	55	81	254	291
(+)자산매각	-14	-26	-30	-94	-134
Free Cash Flow	621	954	168	245	133
(-)기타투자	-88	274	114	0	4
잉여현금	709	681	54	246	128
NOPLAT	107	182	363	776	922
(+) Dep	38	40	47	213	287
(-)운전자본투자	-414	-722	409	426	663
(-)Capex	32	55	81	254	291
OpFCF	526	890	-80	309	255

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	3,319	3,690	3,686	3,901	4,699
현금성자산	911	1,008	770	847	910
매출채권	309	405	965	984	1,533
재고자산	236	269	316	374	552
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	5,580	6,520
유동부채	2,573	3,205	3,020	2,581	2,614
매입채무	505	1,012	670	453	517
유동성이자부채	703	339	329	177	139
비유동부채	760	390	256	251	251
비유동이자부채	453	256	22	21	21
부채총계	3,332	3,595	3,276	2,832	2,865
자본금	546	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520	520
이익잉여금	168	317	689	1,426	2,333
자본조정	287	297	291	294	294
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,491	1,647	2,009	2,748	3,655

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	1,812	1,475	3,728	6,956	8,559
BPS	13,930	15,391	18,737	25,528	33,837
DPS	0	100	200	250	300
CFPS	2,325	2,864	6,298	9,346	11,186
ROA(%)	4.4	3.2	7.7	14.0	15.4
ROE(%)	14.1	10.1	21.8	31.4	28.8
ROIC(%)	5.6	12.6	26.6	43.2	37.6
Multiples(x, %)					
PER	15.7	18.0	13.3	28.9	23.5
PBR	2.0	1.7	2.7	7.9	5.9
PSR	1.0	0.8	1.2	3.9	3.3
PCR	12.2	9.3	7.9	21.5	18.0
EV/EBITDA	18.0	10.0	9.9	17.4	14.4
배당수익률	n/a	0.4	0.4	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	223.4	218.2	163.1	103.0	78.4
Net debt/Equity	16.5	-25.1	-20.9	-23.6	-20.5
Net debt/EBITDA	132.1	-165.4	-83.3	-52.9	-51.1
유동비율	129.0	115.1	122.1	151.2	179.7
이자보상배율(배)	3.6	7.3	27.5	104.1	147.6
자산구조(%)					
투하자본	59.9	49.0	61.3	67.2	72.8
현금+투자자산	40.1	51.0	38.7	32.8	27.2
자본구조(%)					
차입금	43.7	26.5	14.9	6.7	4.2
자기자본	56.3	73.5	85.1	93.3	95.8

[Compliance Notice]

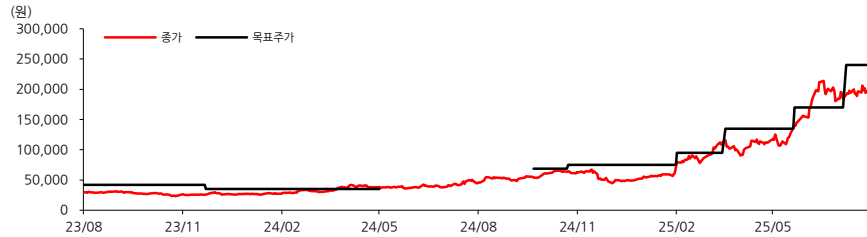
(공표일: 2025년 8월 6일)

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	2025.08.06				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	240,000	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%