

현대로템 (064350)

축제는 이제 시작

투자의견	BUY (유지)
목표주가	245,000 원(상향)
현재주가	184,400 원(07/08)
시가총액	20,126 (십억원)

로봇/방산/조선/운송 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

- 현대로템의 2025년 2분기 실적은 매출액 1조 2,252원(+12%), 영업이익 2,158억원(+91%yoy)을 기록할 것으로 전망함. 2분기 폴란드 K-2 인도 대수는 23대로 파악되며, 올해 인도 물량 96대 중 49대가 완료. 현재 분기 20대 중반 수준의 인도 페이스가 이어지고 있어, 큰 변동 없이 1분기와 유사한 실적 흐름을 예상함
- 7월 2일, 폴란드 K-2 2차 계약 확정 소식이 전해졌음. 계약 규모는 65억불이며, 세부 내용은 아직 공유 전이나 언론 보도를 통해 K-2GF 117대, K-2PL 63대, 계열 전차 81대를 생산하는 계약으로 알려짐. 1차분 생산이 종료되고 내년 이후 후속 물량도 납품 예정. PL 버전 및 계열 전차는 개발 및 준비 기간 필요. 폴란드 K-2GF, 국내 K-2 4차 양산, 폴란드 K-2PL, 폴란드 계열 전차 순으로 순차적으로 더해져 가는 그림으로 예상. 1차 대비 원가 상승 및 업그레йд 반영하여 단가 상승 추정. 폴란드 잔여 물량 순차 계약되면서 폴란드 매출이 베이스로 깔리고, 여기에 루마니아 및 중동 등 추가 수주 더해지면서 중장기 성장이 예상됨(폴란드 계약 관련 상세 내용은 다음 페이지 참고)
- 이번 계약의 의미는 남다름. 현지 생산이 시작됨에 따라 폴란드 기본 계약 1,000대 중 잔여 640대도 수주 가능성이 높아졌고, 유럽 거점 확보에 따른 슬로바키아 등 주변국 수출 가능성도 커졌음. 동사는 수요 증가 흐름 속 생산 CAPA를 15%씩 늘려가는 중이며, 계약 상황에 따라 유연하게 조정할 계획임
- 연내 타 국가 추가 수주 기대감도 유효하고, 선진국向 레일 수주 증가 추세도 무시할 수 없는 흐름
- 계약 이후 셀온은 중장기를 방향성을 고려한 매수 기회. 동사에 대한 투자의견 BUY 유지하며, 목표주가 245,000 원으로 상향하여 제시. 목표주가는 2025~2027년 순이익 평균값에 글로벌 Peer 평균 P/E를 적용하여 산출함

주가(원, 07/08)	184,400
시가총액(십억원)	20,126
발행주식수(천주)	109,142천주
52주 최고가(원)	220,500원
최저가(원)	38,800원
52주 일간 Beta	1.71
60일 일평균거래대금(억원)	2,135억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025E)	0.1%

주주구성(%)	
현대자동차 (외 4인)	33.8%
국민연금공단 (외 1인)	8.1%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	7.8	211.7	365.0
절대기준	18.6	235.3	374.0

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	245,000	145,000	▲
영업이익(25)	799	833	▼
영업이익(26)	950	913	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	3,587	4,377	4,859	6,280
영업이익	210	457	799	950
세전손익	181	510	847	1,003
당기순이익	157	405	575	778
EPS(원)	1,475	3,728	5,287	7,133
증감률(%)	-18.6	152.7	41.8	34.9
PER(배)	18.0	13.3	34.9	25.9
ROE(%)	10.1	21.8	24.8	26.1
PBR(배)	1.7	2.7	7.7	6.0
EV/EBITDA(배)	10.0	9.9	23.0	19.3

자료: 유진투자증권



폴란드 2 차 계약 내용

폴란드 K-2 2 차 계약 세부 내용 파악해보기

7월 2일, 방사청과 폴란드 정부가 폴란드 K-2 2 차 계약 협상 완료를 공식 발표했음. 최종 계약은 7월말 체결을 예상 중. 현대로템도 3일 공시를 통해 65억불 계약을 발표(1 차 계약: 34억불). 세부 내용은 아직 공식 발표된 바 없으나, 언론 보도 등을 통해 알려진 사항은 다음과 같음.

- K-2 전차 총 180 대(한국 직수출 GF 버전 117 대, 현지 생산 PL 버전 63 대), 계열 전차 81 대(구난전차, 교량전차, 공병전차), 후속 지원 등을 포함. 계약 규모로 보아, 기존의 컨소시움 형태에서 현대로템이 주 계약자로 수주하고, 폴란드 협력 기업들에 하청을 주는 형태로 변경된 것으로 파악됨.
- K-2 GF 는 2026 년 30 대 인도 후 2027 년까지 인도 완료되고, 2028 년부터 2030 년까지 폴란드에서 PL 버전을 생산하는 스케줄. 계열 전차는 2028년부터 2031 년까지 납품. K-2PL 과 계열 전차는 1~2 년 개발이 진행 예정. 계열 전차는 국군에서 운용 중인 K-1 기반에서 K-2 로 변경. K-2PL 은 폴란드가 요구한 하드킬 기반 능동방어시스템, 장갑방호 강화, RCWS 장착, 드론 재밍 시스템을 반영하여 업그레이드. GF 와 PL 단가 모두 기존 GF 버전 대비 상승할 것.

도표 1. 폴란드 2 차 계약 내용(언론 보도상)

구분	대수	인도 시기
K-2GF(한국 생산)	117 대	26 년 30 대 27 년 잔여(*87 대)
K-2PL(현지 생산)	63 대	28~30 년
K-2 기반 계열 전차 (구난/교량/공병)	81 대	28 년~31 년
총 계약 규모 65억불(1 차 계약 규모 34억불)		

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 2. K-2 PL 모형(K-2 EX)

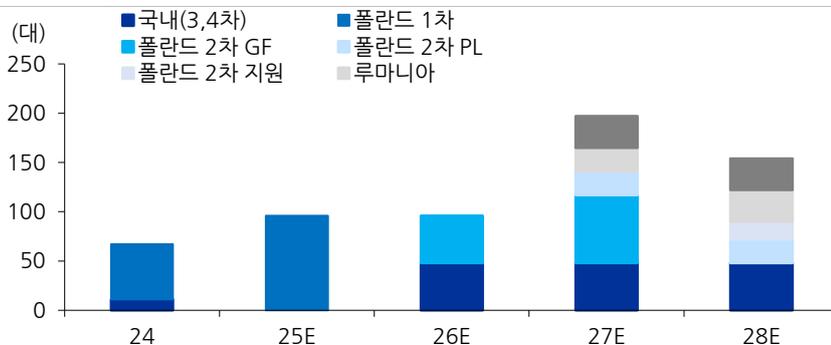


자료: 언론보도, 유진투자증권

2026년 인도량 감소(2025년 96대 → 2026년 30대)에 따른 실적 공백 우려 제기되나, 이미 일부 先생산이 이루어지고 있는 상황으로 파악되며, 현재 생산 기조(월 24대 Rate)로 볼 때 30대 이상 납품 가능성도 있고, 동사는 진행률 기준으로 매출을 인식하기 때문에, 이미 2026년부터 인도량이 늘어나는 2027년 인도분에 대한 매출 인식도 함께 이루어질 것임. 여기에 비공개로 이루어진 국내 4차 양산 물량도 더해지며 2026년 매출은 소폭 성장을 전망. 2027년 이후에는 GF 물량 증가하고, PL 및 계열 전차 더해지면서 큰 폭 성장하는 그림으로 예상. 동사 엔진 납품사인 HD 현대인프라코어도 26년 하반기 증설 완료해 2027년부터 200대 이상 엔진 공급 체재를 확립 예정인 점 참고.

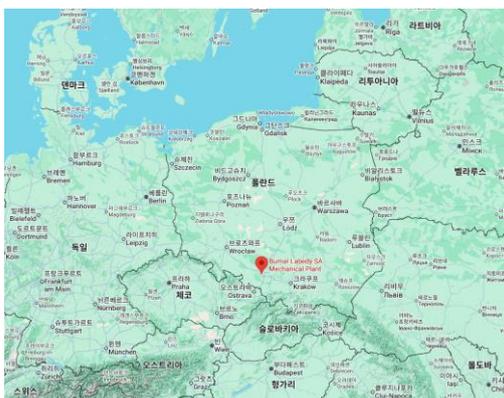
이번 계약을 통해 기본 계약 1,000대 중 잔여 640대 발주 가시성도 더욱 높아졌음. 2차 계약 이후 3차 계약 논의도 곧바로 진행될 것으로 기대. 2030년대까지의 먹거리. 그리고 유럽 생산 거점 확보로 슬로바키아, 불가리아 등 주변국으로의 수요 확산 기대함.

도표 3. 현대로템 K-2 전차 인도량 전망



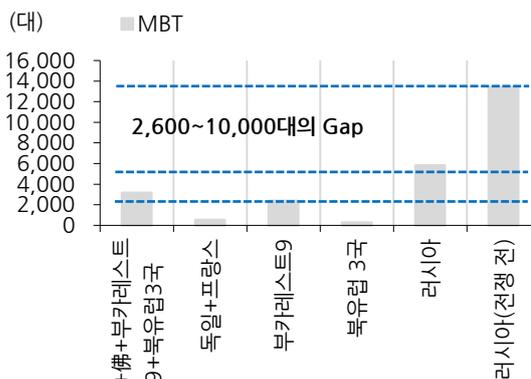
자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

도표 4. PL 버전이 생산될 공장(Gliwice)



자료: 구글맵, 유진투자증권

도표 5. 러시아 대비 전차가 부족한 유럽



자료: 유진투자증권

도표 6. 현대로템 실적 테이블

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	748	1,095	1,094	1,441	1,176	1,225	1,299	1,158	4,377	4,859	6,280	8,425
yoy%	9.3	10.9	18.0	45.7	57.3	11.9	18.8	-19.6	22.0	11.0	29.2	34.2
레일솔루션	276	391	408	419	403	432	439	414	1,496	1,688	2,578	3,937
디펜스솔루션	318	565	585	898	658	674	737	617	2,365	2,685	3,170	3,930
에코플랜트	153	139	101	123	116	120	123	127	516	485	531	558
영업이익	45	113	138	162	203	216	214	167	457	799	950	1,374
opm%	6.0	10.3	12.6	11.2	17.3	17.6	16.4	14.4	10.4	16.4	15.1	16.3

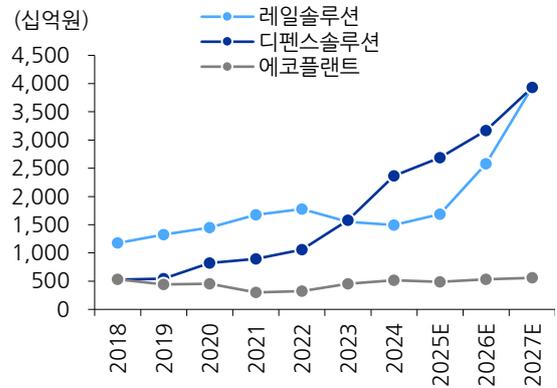
자료: 유진투자증권

도표 7. 현대로템 목표주가 산정식

구분	산정가치	비고
㉑ 당기순이익	825	25~27년 순이익 평균치
㉒ Target PER(배)	32	글로벌 Peer 평균값
㉓ 기업가치	25,667	㉓=㉑×㉒
㉔ 주식수(천주)	109,142	
㉕ 주당가치(원)	245,000	㉕=㉓/㉔
㉖ 목표주가(원)	245,000	
상승여력(%)	33%	
현재주가(원)	184,400	

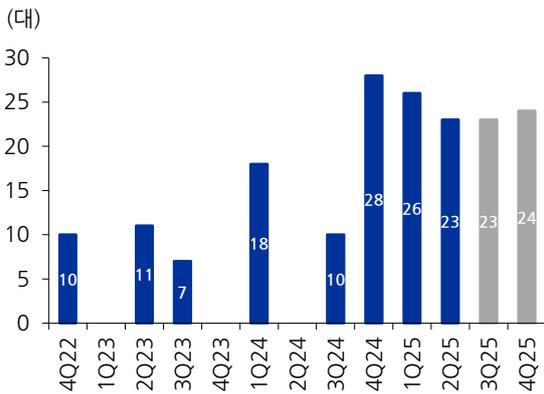
자료: 유진투자증권

도표 8. 부문별 매출 전망치



자료: 유진투자증권

도표 9. 폴란드 인도 현황 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 10. 주요 수주 파이프라인

기업명	국가	아이템	댓수	비고
현대로템	폴란드	K-2	640	-
	폴란드	K808	-	-
	루마니아	K-2	300-500	-
	슬로바키아	K-2	104	폴란드 라이선스 생산 가능성*
	아르메니아	K-2	-	구매 가능성 검토
	인도	K-2	1770	한국 불참의사 표명 보도
	페루	K-2	-	지상무기 수출 총괄 협약 체결
	모로코	K-2	-	-
	오만	K-2	76	-
	중동	K-2	-	-
한국	K-2	150	-	

자료: 유진투자증권

현대로템 (064350.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	5,241	5,285	5,305	6,568	7,634
유동자산	3,690	3,686	3,680	4,837	5,758
현금성자산	1,008	770	806	1,051	2,054
매출채권	405	965	864	1,496	1,427
재고자산	269	316	359	622	593
비유동자산	1,551	1,599	1,626	1,731	1,876
투자자산	225	203	154	160	167
유형자산	1,234	1,292	1,359	1,448	1,576
기타	92	104	113	123	132
부채총계	3,595	3,276	2,743	3,249	3,222
유동부채	3,205	3,020	2,486	2,983	2,947
매입채무	1,012	670	658	1,139	1,087
유동성이자부채	339	329	237	237	237
기타	1,854	2,021	1,591	1,607	1,623
비유동부채	390	256	257	266	275
비유동이자부채	256	22	21	21	21
기타	133	234	236	244	254
자본총계	1,647	2,009	2,562	3,319	4,412
지배지분	1,680	2,045	2,600	3,357	4,450
자본금	546	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520	520
이익잉여금	317	689	1,244	2,001	3,094
기타	297	291	291	291	291
비지배지분	(33)	(36)	(38)	(38)	(38)
자본총계	1,647	2,009	2,562	3,319	4,412
총차입금	595	351	258	258	258
순차입금	(413)	(419)	(547)	(793)	(1,795)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	734	142	263	427	1,232
당기순이익	157	405	575	778	1,119
자산상각비	40	47	52	54	58
기타비현금성손익	116	235	34	10	10
운전자본증감	437	(541)	(401)	(414)	45
매출채권감소(증가)	(93)	(552)	141	(632)	69
재고자산감소(증가)	131	(153)	(44)	(263)	29
매입채무증가(감소)	212	77	(40)	482	(53)
기타	188	87	(458)	(1)	(1)
투자현금	(270)	233	(141)	(172)	(216)
단기투자자산감소	(201)	325	(8)	(12)	(13)
장기투자증권감소	(0)	(1)	(2)	(2)	(2)
설비투자	55	81	105	126	169
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(26)	(30)	(28)	(28)	(28)
재무현금	(576)	(300)	(95)	(22)	(27)
차입금증가	(580)	(291)	(95)	0	0
자본증가	0	(11)	(22)	(22)	(27)
배당금지급	0	11	22	22	27
현금 증감	(110)	76	30	233	990
기초현금	506	396	472	502	735
기말현금	396	472	502	735	1,725
Gross Cash flow	313	687	679	841	1,188
Gross Investment	(368)	633	534	574	158
Free Cash Flow	681	54	145	267	1,030

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,587	4,377	4,859	6,280	8,425
증가율(%)	13.4	22.0	11.0	29.2	34.2
매출원가	3,123	3,548	3,672	4,820	6,371
매출총이익	464	829	1,187	1,460	2,054
판매 및 일반관리비	254	372	388	510	680
기타영업손익	17	46	4	31	33
영업이익	210	457	799	950	1,374
증가율(%)	42.4	117.4	74.9	18.9	44.7
EBITDA	250	504	850	1,003	1,433
증가율(%)	34.5	101.4	68.9	18.0	42.8
영업외손익	(29)	53	48	53	69
이자수익	29	28	29	33	47
이자비용	29	17	12	11	10
지분법손익	1	(0)	(0)	(0)	(0)
기타영업손익	(30)	42	31	31	32
세전순이익	181	510	847	1,003	1,443
증가율(%)	74.1	181.8	66.3	18.4	43.9
법인세비용	24	104	272	225	324
당기순이익	157	405	575	778	1,119
증가율(%)	(19.4)	158.5	42.0	35.2	43.9
지배주주지분	161	407	577	778	1,120
증가율(%)	(18.6)	152.7	41.8	34.9	43.9
비지배지분	(4)	(2)	(2)	(1)	(1)
EPS(원)	1,475	3,728	5,287	7,133	10,266
증가율(%)	(18.6)	152.7	41.8	34.9	43.9
수정EPS(원)	1,475	3,728	5,287	7,133	10,266
증가율(%)	(18.6)	152.7	41.8	34.9	43.9

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,475	3,728	5,287	7,133	10,266
BPS	15,391	18,737	23,826	30,759	40,774
DPS	100	200	200	250	300
밸류에이션(배, %)					
PER	18.0	13.3	34.9	25.9	18.0
PBR	1.7	2.7	7.7	6.0	4.5
EV/ EBITDA	10.0	9.9	23.0	19.3	12.8
배당수익율	0.4	0.4	0.1	0.1	0.2
PCR	9.3	7.9	29.6	23.9	16.9
수익성(%)					
영업이익율	5.9	10.4	16.4	15.1	16.3
EBITDA이익율	7.0	11.5	17.5	16.0	17.0
순이익율	4.4	9.3	11.8	12.4	13.3
ROE	10.1	21.8	24.8	26.1	28.7
ROIC	12.6	26.6	30.9	33.2	42.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(25.1)	(20.9)	(21.4)	(23.9)	(40.7)
유동비율	115.1	122.1	148.0	162.1	195.4
이자보상배율	7.3	27.5	66.0	86.2	135.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2
매출채권회전율	10.1	6.4	5.3	5.3	5.8
재고자산회전율	14.2	15.0	14.4	12.8	13.9
매입채무회전율	4.7	5.2	7.3	7.0	7.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)

