현대로템(064350)

매수(유지) / TP: 320,000원(유지)

주가(11/21, 원)	182,800
시가총액(십억원)	19,951
발행주식수(백만)	109
52주 최고/최저가(원)	244,500/44,450
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	189,032
유동주식비율(%)	66.2
외국인지분율(%)	32.9
주요주주(%) 현대자동차 외 3 인	33.8
국민연금공단	8.1

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	3,587	210	161	1,475	(18.6)	250	18.0	9.8	1.7	10.1	0.4
2024A	4,377	457	407	3,728	152.7	504	13.3	9.9	2.7	21.8	0.4
2025F	5,912	1,015	767	7,024	88.4	1,072	26.0	17.7	6.4	29.8	0.2
2026F	7,146	1,282	1,039	9,523	35.6	1,346	19.2	13.4	4.9	28.9	0.2
2027F	8,553	1,757	1,438	13,173	38.3	1,826	13.9	9.2	3.6	30.0	0.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

전성기가 멀지 않았다

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
60	72	61	50

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(13.6)	52.8	194.4
상대주가(%p)	(14.3)	6.1	139.0

주가추이

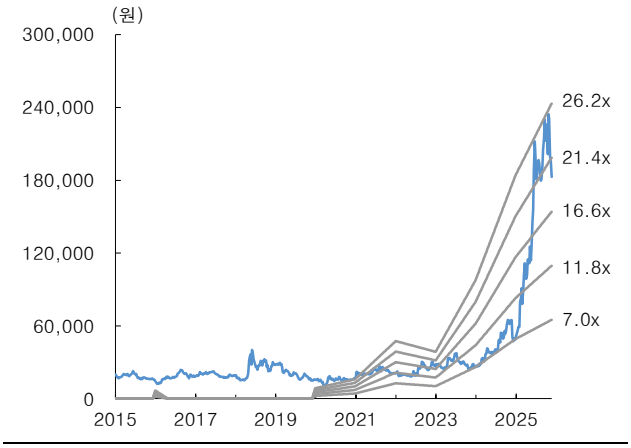
해외 매출 성장이 이끄는 실적 개선: K2 전차 생산 증가에 따라 매출 성장이 지속될 것이다. 수출 확대가 예상되기 때문에, 생산 슬롯 확보가 필요하다. 이에 따라 증설 작업이 진행되고 있으며, 이미 계약 체결을 완료한 폴란드 2차 사업의 생산 일정을 앞당길 것으로 예상한다. 이를 고려한 2026년과 2027년 해외 방산 매출액은 각각 3조 593억원(+31.5% YoY)과 4조 1,591억원(+35.9% YoY)으로 전망한다. 수익성 높은 해외 매출 성장에 따라 이익률이 개선되면서, 2026년과 2027년 방산 영업이익은 전년대비 각각 26.6%와 38.6% 증가할 것이다.

풍부한 2026년 수출 모멘텀: 2025년부터 기대감이 커지기 시작한 수출 파이프라인의 계약 체결이 2026년 발생할 것이다. 먼저 이라크의 경우 중동형 K2 전차 모델의 개발 완료와 함께 진행 속도가 빨라질 것으로 예상한다. 개발 완료 시점은 2026년 1분기로 전망한다. 또한 루마니아의 재원 조달 문제 역시 해소되고 있다. 루마니아 국방부는 자국 의회에 전차 구매를 위한 사전 승인 요청서를 제출한 것으로 파악되며, 이에 따라 도입 사업이 본격화될 것이다. 경쟁 업체 대비 빠른 납품 속도를 고려했을 때, 사업 수주 가능성이 높다고 판단한다. 이에 더해 폴란드 잔여 물량 640대 중 일부에 대한 추가 계약이 연내 체결될 것으로 전망한다.

2026년을 바라보고 매수할 때: 매수의견과 목표주가 320,000원(목표 PER 25.3배)을 유지한다. 3분기 실적 발표 이후 수출 모멘텀 지연과 이익 개선 속도 둔화에 대한 우려가 커지면서 주가가 25.2% 하락했다. 이에 따른 2027년 PER 13.9배로, 유럽 피어 평균과 비교해 할인폭이 커졌다. 그러나 2026년 가시화될 프로젝트가 다수 존재하며, 수출용 K2 전차 생산량 증가에 따른 해외 매출 및 이익 개선이 예정되어 있다. 또한 2025~2027년 EPS 연평균 성장률 36.9%로, 유럽 평균 21.4%를 15.5%p 상회한다. 이익 개선 속도와 2026년 수출 모멘텀을 고려했을 때 밸류에이션 할인 과도하다고 판단하며, 업종 최선호주로 제시한다.

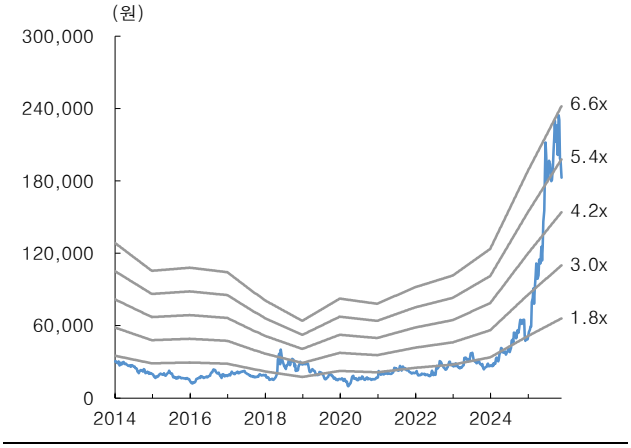
장남현
nh.jang@koreainvestment.com

[그림 43] 12개월 선행 PER



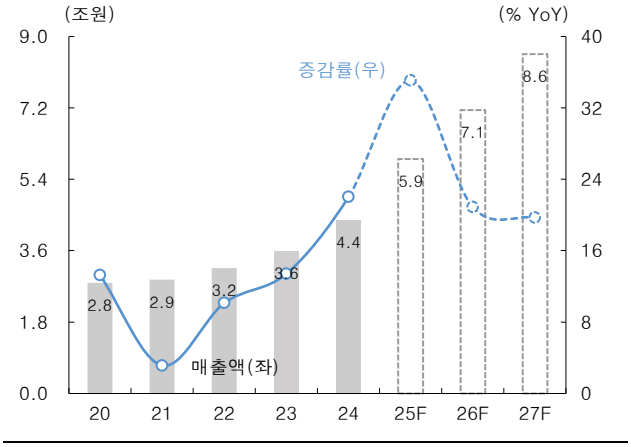
자료: 한국투자증권

[그림 44] 12개월 선행 PBR



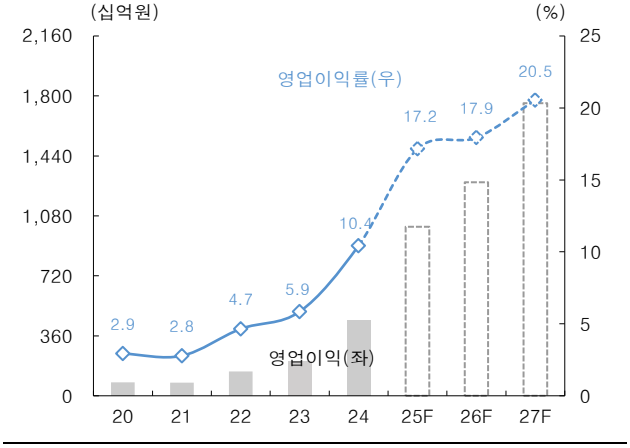
자료: 한국투자증권

[그림 45] 매출액 전망



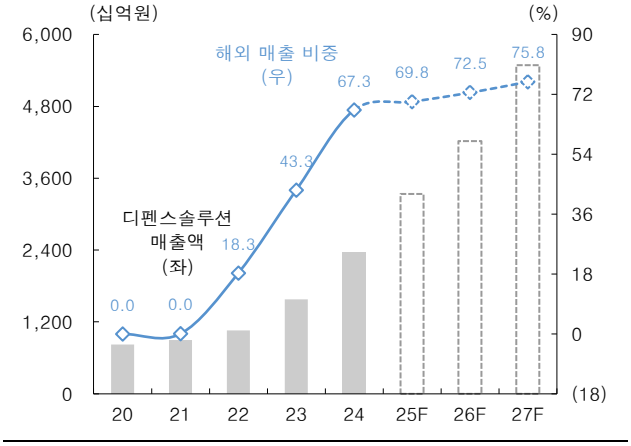
자료: 현대로템, 한국투자증권

[그림 46] 영업이익 전망



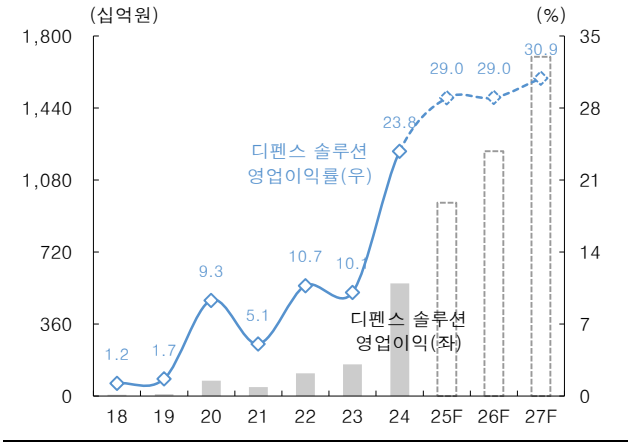
자료: 현대로템, 한국투자증권

[그림 47] 해외 방산 매출 비중



자료: 현대로템, 한국투자증권

[그림 48] 방산 영업이익



자료: 현대로템, 한국투자증권

<표 18> 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(연결)	1,176.1	1,417.6	1,619.6	1,698.4	1,569.2	1,769.8	1,852.3	1,954.7	4,376.6	5,911.9	7,146.1	8,552.9
레일솔루션	402.5	527.4	540.6	568.9	467.6	592.3	616.0	693.3	1,495.6	2,039.4	2,369.3	2,482.4
디펜스솔루션	657.9	761.4	936.1	980.7	981.3	1,043.5	1,087.6	1,106.5	2,365.2	3,336.1	4,218.9	5,490.3
에코솔루션	115.7	128.9	142.9	148.9	120.3	134.1	148.7	154.9	515.8	536.4	557.9	580.2
매출액 증감률(연결)	*57.3*	*29.5*	*48.1*	*17.9*	*33.4*	*24.8*	*14.4*	*15.1*	*22.0*	*35.1*	*20.9*	*19.7*
레일솔루션	*45.6*	*34.7*	*32.4*	*35.6*	*16.2*	*12.3*	*13.9*	*21.9*	*(3.7)*	*36.4*	*16.2*	*4.8*
디펜스솔루션	*106.9*	*34.9*	*60.1*	*9.2*	*49.2*	*37.0*	*16.2*	*12.8*	*49.9*	*41.0*	*26.5*	*30.1*
에코솔루션	*(24.6)*	*(7.0)*	*42.2*	*20.8*	*4.0*	*4.0*	*4.0*	*4.0*	*13.2*	*4.0*	*4.0*	*4.0*
영업이익(연결)	202.9	257.6	277.7	277.0	298.1	315.5	332.8	335.5	456.6	1,015.2	1,281.9	1,757.0
전년대비 증감률	*354.0*	*128.4*	*102.1*	*71.3*	*47.0*	*22.5*	*19.8*	*21.1*	*117.4*	*122.3*	*26.3*	*37.1*
영업이익률	*17.2*	*18.2*	*17.1*	*16.3*	*19.0*	*17.8*	*18.0*	*17.2*	*10.4*	*17.2*	*17.9*	*20.5*
순이익(연결)	158.4	190.6	198.5	219.1	242.7	257.9	272.9	265.9	376.0	766.6	1,039.3	1,437.7
전년대비 증감률	*181.6*	*88.1*	*90.5*	*51.0*	*53.2*	*35.3*	*37.5*	*21.3*	*135.7*	*103.9*	*35.6*	*38.3*
순이익률	*13.5*	*13.4*	*12.3*	*12.9*	*15.5*	*14.6*	*14.7*	*13.6*	*8.6*	*13.0*	*14.5*	*16.8*

자료: 현대로템, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**3,587**	**4,377**	**5,912**	**7,146**	**8,553**
매출원가	3,123	3,548	4,474	5,792	6,933
매출총이익	464	829	1,438	1,354	1,620
판매관리비	254	372	423	72	(137)
영업이익	**210**	**457**	**1,015**	**1,282**	**1,757**
영업이익률(%)	*5.9*	*10.4*	*17.2*	*17.9*	*20.5*
EBITDA	250	504	1,072	1,346	1,826
EBITDA Margin(%)	*7.0*	*11.5*	*18.1*	*18.8*	*21.3*
영업외수익	(29)	53	(51)	25	51
금융수익	48	75	111	42	70
금융비용	47	52	73	16	19
기타영업외손익	(29)	30	(89)	0	0
관계기업관련손익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	**181**	**510**	**964**	**1,307**	**1,808**
법인세비용	24	104	197	267	370
연결당기순이익	157	405	767	1,039	1,438
지배주주지분순이익	**161**	**407**	**767**	**1,039**	**1,438**
지배주주순이익률(%)	*4.5*	*9.3*	*13.0*	*14.5*	*16.8*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	13.4	22.0	35.1	20.9	19.7
영업이익 증가율	42.4	117.4	122.3	26.3	37.1
지배주주순이익 증가율	(18.6)	152.7	88.4	35.6	38.3
EPS 증가율	(18.6)	152.7	88.4	35.6	38.3
EBITDA 증가율	34.5	101.4	112.9	25.5	35.7

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**5,241**	**5,285**	**6,927**	**8,455**	**10,369**
유동자산	3,690	3,686	5,120	6,521	8,297
현금성자산	396	472	1,091	2,031	3,290
매출채권및기타채권	405	965	1,304	1,576	1,886
재고자산	269	316	426	515	617
비유동자산	1,551	1,599	1,808	1,934	2,073
투자자산	54	55	75	90	108
유형자산	1,234	1,292	1,393	1,433	1,472
무형자산	92	104	141	170	204
부채총계	**3,595**	**3,276**	**3,856**	**4,394**	**4,919**
유동부채	3,205	3,020	3,461	3,922	4,363
매입채무및기타채무	1,012	670	905	1,094	1,309
단기차입금및단기사채	83	60	104	191	202
유동성장기부채	253	262	222	185	155
비유동부채	390	256	396	471	556
사채	115	0	50	50	50
장기차입금및금융부채	142	23	30	39	49
자본총계	**1,647**	**2,009**	**3,071**	**4,061**	**5,450**
지배주주지분	1,680	2,045	3,107	4,097	5,486
자본금	546	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520	520
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	317	689	1,423	2,413	3,801
비지배주주지분	**(33)**	**(36)**	**(36)**	**(36)**	**(36)**
순차입금	(413)	(419)	(978)	(1,857)	(3,126)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**734**	**142**	**501**	**1,097**	**1,500**
당기순이익	157	405	767	1,039	1,438
유형자산감가상각비	27	33	36	39	39
무형자산상각비	13	14	21	25	30
자산부채변동	437	(541)	(377)	(50)	(57)
기타	100	231	54	44	50
투자활동현금흐름	**(270)**	**233**	**90**	**(168)**	**(182)**
유형자산투자	(55)	(81)	(137)	(79)	(79)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(196)	342	308	(16)	(18)
무형자산순증	(26)	(30)	(57)	(54)	(63)
기타	7	2	(24)	(19)	(22)
재무활동현금흐름	**(576)**	**(300)**	**28**	**11**	**(58)**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(580)	(291)	61	60	(9)
배당금지급	0	(11)	(22)	(33)	(49)
기타	4	2	(11)	(16)	0
기타현금흐름	3	1	0	0	0
현금의증가	**(110)**	**76**	**619**	**940**	**1,259**
FCF	708	31	344	950	1,325

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,475	3,728	7,024	9,523	13,173
BPS	15,391	18,737	28,466	37,539	50,262
DPS	100	200	300	450	450
수익성(%)					
ROA	3.1	7.7	12.6	13.5	15.3
ROE	10.1	21.8	29.8	28.9	30.0
배당수익률	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
배당성향	6.8	5.4	4.3	4.7	3.4
안정성					
부채비율(x)	218.2	163.1	125.6	108.2	90.3
차입금/자본총계비율(%)	36.1	17.5	13.4	11.6	8.5
이자보상배율(x)	7.3	27.5	57.8	77.8	93.1
순차입금/EBITDA(x)	(1.7)	(0.8)	(0.9)	(1.4)	(1.7)
Valuation(x)					
PER	18.0	13.3	26.0	19.2	13.9
최고	27.3	18.6	35.5	26.2	18.9
최저	15.6	6.8	7.1	5.2	3.8
PBR	1.7	2.7	6.4	4.9	3.6
최고	2.6	3.7	8.8	6.6	5.0
최저	1.5	1.4	1.7	1.3	1.0
PSR	0.8	1.2	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	9.8	9.9	17.7	13.4	9.2