한화투자증권

2025년 11월 4일
기업분석

현대로템 (064350)

[3Q25 Review] 아직 보여줄 게 많다

▶Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(상향): 290,000원

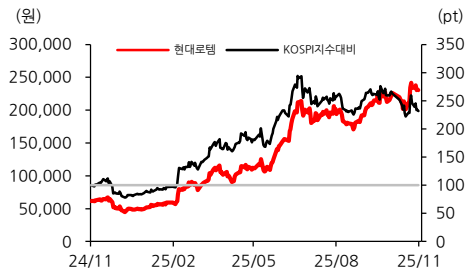
현재 주가(11/3)	244,500원
상승여력	▲18.6%
시가총액	266,853억원
발행주식수	109,142천주
52 주 최고가 / 최저가	244,500 / 44,450원
90 일 일평균 거래대금	1,656.47억원
외국인 지분율	33.5%
주주 구성	
현대자동차 (외 3 인)	33.8%
국민연금공단	8.1%
김형욱	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.2	26.0	119.3	297.6
상대수익률(KOSPI)	-10.8	-9.3	54.4	231.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,377	5,955	6,766	7,667
영업이익	457	1,048	1,189	1,531
EBITDA	504	1,210	1,475	1,823
지배주주순이익	407	781	938	1,244
EPS	3,728	7,153	8,595	11,402
순차입금	-419	-935	-1,211	-2,051
PER	13.3	34.2	28.4	21.4
PBR	2.7	8.5	6.6	5.1
EV/EBITDA	9.9	21.3	17.3	13.5
배당수익률	0.4	0.1	0.1	0.1
ROE	21.8	30.2	26.1	26.8

주가 추이



3Q25 Review: 영업이익 시장 기대치 소폭 상회

현대로템은 3분기 매출액 1조 6,196억원(YoY +48.1%, 이하 YoY), 영업이익 2,777억원(+102.1%, OPM 17.1%)을 시현했다. 영업이익 기준 컨센서스를 약 5% 상회했다. 이번 분기에도 폴란드향 K2 전차 진행률 매출인식이 가속화되며 매출액이 시장 기대치를 약 10% 상회했다. 3분기 디펜스 매출은 9,361억원(+60.1%)로, 수출 비중은 71%(6,646억원)으로 추정한다. 디펜스 영업이익은 2,653억원(+134.4%, OPM 28.3%)으로 추정하며, 수출 OPM은 약 37% 내외를 기록한 것으로 판단한다. 수출 OPM이 상반기(약 40% 내외 추정) 대비 하락한 것은 폴란드 2차 사업이 전개됨에 따라 관련 개발비 및 초기 비용이 발생한 영향인 것으로 해석하고, 해당 가정을 '26년 수익성 추정에도 일부 반영했다.

아직 보여줄 게 많다

올해 4분기 약 20대 인도를 끝으로 폴란드 1차 계약 관련 매출은 종료될 것으로 추정한다. 그러나 아직 보여줄 게 많다. 현재 알려진 폴란드 2차 K2GF의 인도 대수는 '26년 31대, '27년 85대이나 동사는 생산 일정을 앞당기면서 4분기 이후에도 K2 전차 생산 속도를 늦추지 않을 것으로 전망한다. 따라서 '26년 K2 전차의 생산 자체는 80대 이상이 가능할 것으로 예상한다. 아울러, '26년 하반기에는 3차 계약 협상도 진행될 것으로 전망한다. 또한, 이라크/루마니아/페루 등 다양한 지역에서 전차 수주 가능성이 지속적으로 제기되고 있다. 수주 시점과 규모에 따라서 미래 실적 추정치의 업사이드가 여전히 열려있다고 판단한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 290,000원으로 상향

투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 290,000원으로 상향한다. 목표주가는 '26E~'27E EPS 평균에 Target P/E 29배(글로벌 Peer들의 '26E~'27E 평균)를 적용해 산출했다. '26년~'27년 폴란드 이외의 신규 수출 파이프라인 확장에 대한 기대감이 주가의 Key factor이므로 EPS 적용 시점을 '26년~'27년으로 설정했다. 3분기 말 기준 레일솔루션 수주잔고는 18조원으로, 수출 비중은 약 44%다. '27년부터는 미국/호주 등 해외 매출(OPM 하이싱글 기대) 비중 증가를 통한 레일 부문의 믹스 개선 본격화도 기대한다. 따라서 향후에는 레일 부문의 가파른 수익성 개선이 새로운 성장 동력으로 작용할 수 있을 것으로 기대한다.

[표1] 현대로템 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,176**	**1,418**	**1,620**	**1,741**	**1,380**	**1,598**	**1,825**	**1,963**	**4,377**	**5,955**	**6,766**	**7,667**
디펜스솔루션	658	761	936	1,018	786	868	1,068	1,184	2,365	3,374	3,907	4,418
내수	188	242	271	281	199	265	278	306	774	983	1,048	1,272
수출	470	519	665	737	588	603	789	878	1,592	2,391	2,858	3,146
레일솔루션	403	527	541	594	471	597	621	644	1,496	2,065	2,333	2,698
에코플랜트	116	129	143	129	122	132	136	135	516	516	526	550
영업이익	**203**	**258**	**278**	**310**	**231**	**258**	**320**	**380**	**457**	**1,048**	**1,189**	**1,531**
영업이익률	17.2	18.2	17.1	17.8	16.7	16.1	17.6	19.3	10.4	17.6	17.6	20.0
디펜스솔루션	194	248	265	296	212	233	293	345	563	1,003	1,084	1,331
영업이익률	29.5	32.6	28.3	29.0	27.0	26.9	27.4	29.1	23.8	29.7	27.7	30.1
레일솔루션	5	6	8	9	13	20	21	31	-123	27	84	172
영업이익률	1.2	1.1	1.5	1.5	2.8	3.3	3.3	4.8	-8.2	1.3	3.6	6.4
에코플랜트	4	4	4	5	6	5	7	3	17	18	20	27
영업이익률	3.5	3.1	3.0	4.1	4.5	3.6	4.9	2.5	3.2	3.4	3.9	5.0
YoY 성장률												
매출액	**57.3**	**29.5**	**48.1**	**20.9**	**17.3**	**12.7**	**12.7**	**12.7**	**22.0**	**36.1**	**13.6**	**13.3**
디펜스솔루션	106.9	34.9	60.1	13.4	19.5	14.1	14.1	16.3	49.9	42.6	15.8	13.1
레일솔루션	45.6	34.7	32.4	41.7	16.9	13.3	14.9	8.4	-3.7	38.1	13.0	15.7
에코플랜트	-24.6	-7.0	42.2	4.3	5.9	2.8	-4.5	4.9	13.2	0.1	2.0	4.5
영업이익	**354.0**	**128.4**	**102.1**	**91.5**	**13.9**	**0.1**	**15.3**	**22.6**	**117.3**	**129.5**	**13.5**	**28.8**

주: 3분기 디펜스솔루션 내수/수출 매출 및 각 사업부 영업이익률은 당사 추정치

자료: 현대로템, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 현대로템 2025 년 3 분기 실적 (단위: 십억 원, %)

회사잠정		당사 추정치 대비		전년 동기 대비(YoY)		전분기 대비(QoQ)		시장 컨센서스 대비	
(십억원)	3Q25P	3Q25E	차이(%)	3Q24	차이(%)	2Q25	차이(%)	3Q25E	차이(%)
매출액	1,619.6	1,373.9	17.9	1,093.5	48.1	1,417.6	14.2	1,466.5	10.4
영업이익	277.7	249.5	11.3	137.4	102.1	257.6	7.8	265.6	4.6
순이익	198.4	188.4	5.3	103.8	91.2	189.5	4.7	218.7	-9.3
이익률(%)									
영업이익	17.1	18.2	-1.0%P	12.6	4.6%P	18.2	-1.0%P	18.1	-1.0%P
순이익	12.2	13.7	-1.5%P	9.5	2.8%P	13.4	-1.1%P	14.9	-2.7%P

자료: 현대로템, Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 현대로템 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	9,997	'26E~'27E 평균
Target P/E(배)	29.0	글로벌 Peer '26E~'27E P/E 평균
목표 주가(원)	290,000	
현재 주가(원)	244,500	25.11.03 종가 기준
상승여력(%)	▲18.6	

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

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,587	4,377	5,955	6,766	7,667
매출총이익	464	829	1,486	1,699	2,085
영업이익	210	457	1,048	1,189	1,531
EBITDA	250	504	1,210	1,475	1,823
순이자손익	0	12	23	22	34
외화관련손익	0	0	-31	-42	-47
지분법손익	1	0	0	0	0
세전계속사업손익	181	510	1,014	1,154	1,488
당기순이익	157	405	778	937	1,244
지배주주순이익	161	407	781	938	1,244
증가율(%)					
매출액	13.4	22.0	36.1	13.6	13.3
영업이익	42.4	117.4	129.5	13.5	28.8
EBITDA	34.5	101.4	140.3	21.9	23.6
순이익	-19.4	158.5	92.0	20.5	32.7
이익률(%)					
매출총이익률	12.9	18.9	25.0	25.1	27.2
영업이익률	5.9	10.4	17.6	17.6	20.0
EBITDA 이익률	7.0	11.5	20.3	21.8	23.8
세전이익률	5.0	11.6	17.0	17.1	19.4
순이익률	4.4	9.3	13.1	13.9	16.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,690	3,686	4,229	5,065	6,105
현금성자산	1,008	770	1,007	1,245	2,084
매출채권	405	965	1,027	1,475	1,534
재고자산	269	316	390	538	677
비유동자산	1,551	1,599	2,101	2,244	2,367
투자자산	225	203	150	154	159
유형자산	1,234	1,292	1,810	1,876	1,928
무형자산	92	104	141	213	280
자산총계	5,241	5,285	6,330	7,309	8,472
유동부채	3,205	3,020	2,867	2,935	2,886
매입채무	1,012	670	473	576	524
유동성이자부채	339	329	52	14	14
비유동부채	390	256	369	369	369
비유동이자부채	256	22	20	20	20
부채총계	3,595	3,276	3,236	3,305	3,256
자본금	546	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520	520
이익잉여금	317	689	1,449	2,360	3,571
자본조정	297	291	618	618	618
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,647	2,009	3,094	4,005	5,216

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	734	142	814	733	1,287
당기순이익	157	405	778	937	1,244
자산상각비	40	47	162	287	292
운전자본증감	437	-541	-209	-492	-249
매출채권 감소(증가)	-93	-552	-35	-448	-59
재고자산 감소(증가)	131	-153	-75	-148	-139
매입채무 증가(감소)	212	77	-226	103	-52
투자현금흐름	-270	233	-518	-430	-415
유형자산처분(취득)	-54	-81	-207	-291	-281
무형자산 감소(증가)	-26	-30	-77	-134	-130
투자자산 감소(증가)	-201	325	-268	0	0
재무현금흐름	-576	-300	-300	-65	-33
차입금의 증가(감소)	-580	-291	-281	-38	0
자본의 증가(감소)	0	-11	-22	-27	-33
배당금의 지급	0	-11	-22	-27	-33
총현금흐름	313	687	1,054	1,225	1,537
(-)운전자본증가(감소)	-722	409	183	492	249
(-)설비투자	55	81	207	291	281
(+)자산매각	-26	-30	-77	-134	-130
Free Cash Flow	954	168	587	307	876
(-)기타투자	274	114	-8	4	4
잉여현금	681	54	595	303	872
NOPLAT	182	363	804	966	1,280
(+) Dep	40	47	162	287	292
(-)운전자본투자	-722	409	183	492	249
(-)Capex	55	81	207	291	281
OpFCF	890	-80	576	469	1,041

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	1,475	3,728	7,153	8,595	11,402
BPS	15,391	18,737	28,704	37,049	48,151
DPS	100	200	250	300	300
CFPS	2,864	6,298	9,654	11,222	14,082
ROA(%)	3.2	7.7	13.4	13.8	15.8
ROE(%)	10.1	21.8	30.2	26.1	26.8
ROIC(%)	12.6	26.6	44.1	39.8	43.7
Multiples(x,%)					
PER	18.0	13.3	34.2	28.4	21.4
PBR	1.7	2.7	8.5	6.6	5.1
PSR	0.8	1.2	4.5	3.9	3.5
PCR	9.3	7.9	25.3	21.8	17.4
EV/EBITDA	10.0	9.9	21.3	17.3	13.5
배당수익률	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	218.2	163.1	104.6	82.5	62.4
Net debt/Equity	-25.1	-20.9	-30.2	-30.2	-39.3
Net debt/EBITDA	-165.4	-83.3	-77.3	-82.1	-112.5
유동비율	115.1	122.1	147.5	172.6	211.5
이자보상배율(배)	7.3	27.5	137.5	314.6	402.8
자산구조(%)					
투하자본	49.0	61.3	64.6	66.2	58.1
현금+투자자산	51.0	38.7	35.4	33.8	41.9
자본구조(%)					
차입금	26.5	14.9	2.3	0.8	0.6
자기자본	73.5	85.1	97.7	99.2	99.4

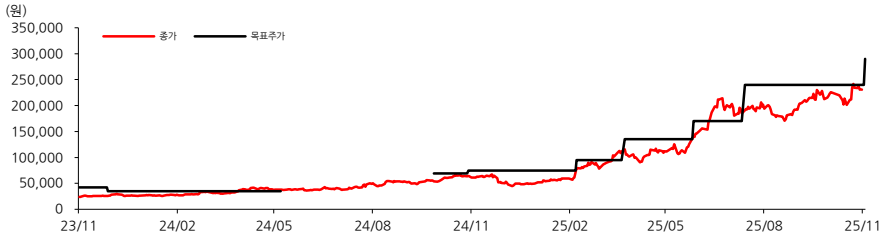
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 11 월 4 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 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	2025.11.04			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	240,000	240,000	290,000			

[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	-14.84	0.63
2025.11.04	Buy	290,000		

[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: 2025 년 9 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%