Global Research

2025.12.10

Rheinmetall

(RHM-EU)

100% 방산 기업으로 진화 중

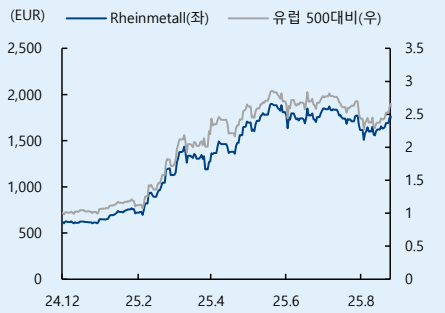
Global Company Brief

블룸버그 최고 목표가	EUR 2,500.00
블룸버그 최저 목표가	EUR 1,770.00
종가(2025-12-09)	EUR 1,643.50

Stock Indicator	
거래소	Euro Comp
발행주식수	46.0 백만주
시가총액	71.2 십억EUR
결산월	12월
52주 최고가(EUR)	EUR 2,026.00
52주 최저가(EUR)	EUR 592.80

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.4	-13.2	-14.4	138.2
상대수익률	-13.4	-17.0	-17.9	114.9

Price Trend



결산(12월)	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24
매출액(십억EUR)	5.7	6.4	7.2	9.8
영업이익(십억EUR)	0.6	0.7	0.8	1.4
순이익(십억EUR)	0.3	0.5	0.5	0.7
EPS(EUR)	6.7	10.9	12.3	16.5
BPS(EUR)	55.8	65.0	76.4	93.3
PER(x)	9.2	17.2	21.5	33.2
PBR(x)	1.5	2.9	3.8	6.6
ROE(%)	13.5	18.1	17.4	19.5
배당수익률(%)	2.4	1.8	1.5	0.9
EV/EBITDA(x)	3.8	8.8	12.0	15.8

주:IFRS 기준

3Q25 Review: 정치적 변수로 더딘 성장률 기록

3Q25 Rheinmetall은 매출액 27.8억유로(+13.3% YoY), 영업이익 3.2억유로(-10.4% YoY)를 기록하며 영업이익률 11.5%를 시현했다. 3분기 성장률 둔화는 1)스페인에 위치한 탄약 생산설비의 정부 인증 절차가 지속적으로 지연되고, 2)독일향 3억유로 규모 트럭 발주의 매출 인식 시점이 8월에서 11월로 이연된 영향에 기인한다. 사업부문별 매출 비중은 Vehicle Systems 46.9%, Weapons & Ammo 21.8%, Electronic Solutions 14.5%, Power Systems 16.9%로, Power Systems를 제외한 방산 부문 비중은 전체의 83%까지(2Q25 80.6%) 확대됐다. 3Q25 기준 Backlog(수주잔고)는 YoY +23% 증가한 반면, nomination(수주예정액)은 YoY -36% 감소했는데 이는 독일 발주 지연 영향으로 판단된다. 동사의 분기 실적이 여전히 독일 정부의 방산 예산 집행과 정치적 결정 타이밍에 따라 변동성을 보이고 있음을 확인할 수 있었다.

안도감 주는 Rheinmetall CMD: 2025 가이던스 유지·2030 목표 상향

Rheinmetall은 이번 CMD(Capital Markets Day)에서 2Q~3Q25 수주·매출 인식 지연으로 단기 실적이 다소 둔화됐음에도 2025년 수주잔고·매출 성장률 가이던스를 유지했다. 스페인 탄약기지 인허가 지연, 독일향 트럭 발주 이연 등 일시적 요인이 4Q25에 상당 부분 만회될 수 있다는 판단으로, 연간 기준 4분기 실적 비중이 예년보다 크게 확대될 것으로 기대된다. 아울러 독일 방위 예산이 2030년까지 유의미하게 가속화될 것이라는 전제를 재확인하며 중장기 성장 가정의 유효성을 강조했다. 동사는 동시에 2030년 매출 가이던스를 기존 400~500억유로→ 500억유로로 상향, 영업이익률 목표도 '약 20%'→ '20% 초과'로 조정했다. 부문별 매출액 목표는 Vehicle Systems 130~150억유로, Weapon & Ammo 140~160억유로, Air Defence 30~40억유로, Digital 80~100억유로, Naval 약 50억유로로 제시됐으며, 이에 더해 2030년 탄약 생산능력은 155mm 기준 2022년 연간 약 7만발 → 2027년 110만발 → 2030년 150만발, 대구경 포신 생산능력(완성포 기준)은 2022년 60문 → 2025년 150문 → 2030년 200문으로 확대하는 계획을 제시하는 등 물량 측면에서도 공격적인 캐파 증설 계획을 구체화했다. (그림 10 참고).

NVL 인수와 Power Systems 부문 매각, 방위산업 100% 기업으로

Rheinmetall은 9월 NVL(독일 Lürssen그룹 해군 함정사업부) 인수계약을 체결, 25년 말~26년 1분기 내 클로징을 목표로 하고 있다. Rheinmetall은 NVL의 25년 매출액 약 13억유로, EBITA마진 약 10% 예상하고 있으며, 30년에는 매출액 최대 50억유로, EBITA마진 15% 수준까지의 성장을 제시해 중장기적으로 향후 5년간 2~300억유로 규모의 수주 잠재력을 염두에 두고 있다. 동시에 비방산 부문인 자동차 사업(Power Systems) 매각 절차도 진행 중으로, 4분기 중 입찰서 접수를 거쳐 1Q26(늦어도 2Q) 내 거래종결을 목표로 하고 있다. NVL 인수 및 Power Systems 부문 매각이 완료될 경우 동사 매출은 100% 방산에서 발생하는 구조로 전환, 기존 대비 더 높은 성장률과 EBITA 마진을 기대할 수 있는 포트폴리오가 구축될 것으로 판단한다.

[조선/방산]
변용진 2122-9181 yongjin.byun@imfnsec.com

표1. RHM 분기 영업실적 추이 및 전망

(백만유로)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25C
매출	1,363.0	1,498.0	1,758.0	2,558.0	1,581.0	2,234.0	2,453.0	3,483.0	2,305.0	2,430.0	2,780.0	4969.5
YoY %	7.7%	6.4%	24.2%	10.2%	16.0%	49.1%	39.5%	36.2%	45.8%	8.8%	13.3%	42.7%
OP	73.0	128.0	170.0	533.0	134.0	270.0	302.0	772.0	180.0	242.0	319.0	341.7
YoY %	-20.7%	23.1%	45.3%	24.2%	83.6%	110.9%	77.6%	44.8%	51.3%	-18.0%	-10.4%	83.3%
OPM %	5.4%	8.5%	9.7%	20.8%	8.5%	12.1%	12.3%	22.2%	7.8%	10.0%	11.5%	23.5%

(부문별)

차량	매출	462.0	550.0	659.0	937.0	493.0	807.0	1,237.0	1,253.0	945.0	930.0	1,309.0	-
	OP	42.0	57.0	82.0	141.0	38.0	82.0	162.0	142.5	67.0	84.0	155.0	-
	OPM	9.1%	10.4%	12.4%	15.0%	7.7%	10.2%	13.1%	11.4%	7.1%	9.0%	11.8%	-
무기/탄약	매출	213.0	400.0	437.0	817.0	362.0	692.0	501.0	1,228.0	530.0	661.0	608.0	-
	OP	23.0	86.0	74.0	197.0	53.0	152.0	133.0	452.4	93	141	137	-
	OPM	10.8%	21.5%	16.9%	24.1%	14.6%	22.0%	26.5%	36.8%	17.5%	21.3%	22.5%	-
전장	매출	227.0	316.0	249.0	279.0	287.0	360.0	392.0	687.0	335.0	403.0	404.0	-
	OP	12.0	25.0	74.0	197.0	17.0	36.0	43.0	121.5	42	44	56	-
	OPM	5.3%	7.9%	29.7%	70.6%	5.9%	10.0%	11.0%	17.7%	12.5%	10.9%	13.9%	-
전력	매출	363.0	524.0	350.0	364.0	541.0	514.0	487.0	496.0	504.0	480.0	471.0	-
	OP	13.0	23.0	16.0	31.0	31.0	25.0	21.0	8.6	9	14	18	-
	OPM	3.6%	4.4%	4.6%	8.5%	5.7%	4.9%	4.3%	1.7%	1.8%	2.9%	3.8%	-

자료: RHM, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 2024.01.01~ 센서 및 소재 부문을 전력(Power Systems)부문으로 통합

표2. RHM 연간 영업실적 추이 및 전망

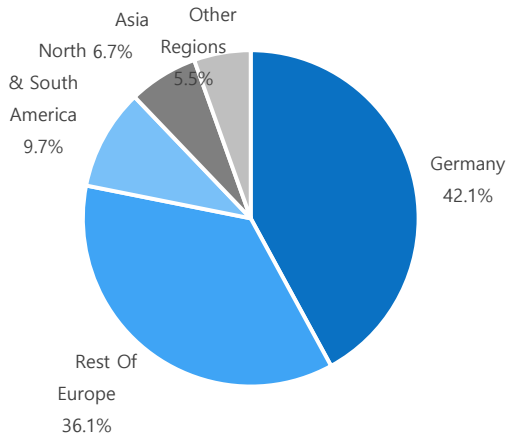
(백만유로)	2022	2023	2024	2025C	2026C
매출	6,410.0	7,176.0	9,751.0	12,425.9	16,628.0
YoY %	13.3%	12.0%	35.9%	27.4%	33.8%
OP	769.0	918.0	1,478.0	1,948.8	2,860.2
YoY %	29.5%	19.4%	61.0%	38.0%	46.8%
OPM %	12.0%	12.8%	15.2%	15.7%	17.2%

(부문별)

차량	매출	2,270.0	2,609.0	3,790.0	5,330.0	6240.0
	OP	258.0	323.5	424.5	-	-
	OPM	11.4%	12.4%	11.2%	-	-
무기/탄약	매출	1,470.0	1,756.0	2,783.0	3603.9	4876.2
	OP	294.0	403.9	790.4	-	-
	OPM	20.0%	23.0%	28.4%	-	-
전장	매출	1,063.0	1,318.0	1,726.0	1,720.0	2,680.0
	OP	119.0	150.3	217.5	-	-
	OPM	11.2%	11.4%	12.6%	-	-
전력	매출	2,125.0	2,084.0	2,038.0	2,020.0	2,010.0
	OP	158.0	133.4	85.6	-	-
	OPM	7.4%	6.4%	4.2%	-	-

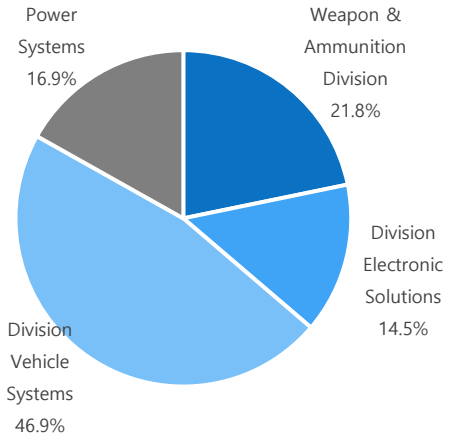
자료: RHM, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 2024.01.01~ 센서 및 소재 부문을 전력(Power Systems)부문으로 통합

그림1. Rheinmetall 3Q25 지역별 매출비중



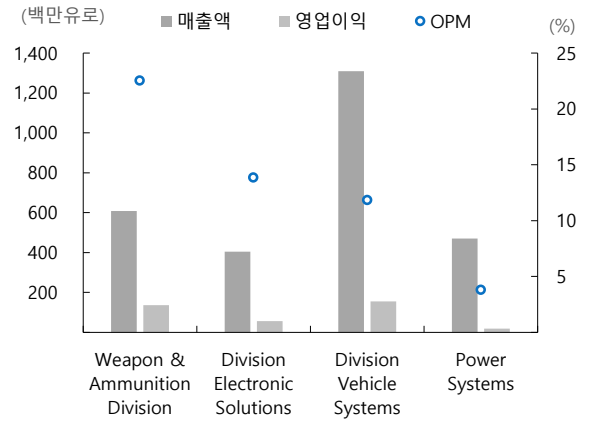
자료: Rheinmetall, iM증권 리서치본부

그림2. Rheinmetall 3Q25 사업부문별 매출비중



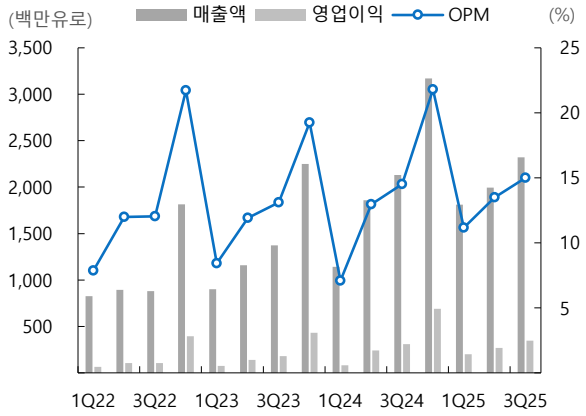
자료: Rheinmetall, iM증권 리서치본부

그림3. Rheinmetall 3Q25 사업부문별 실적



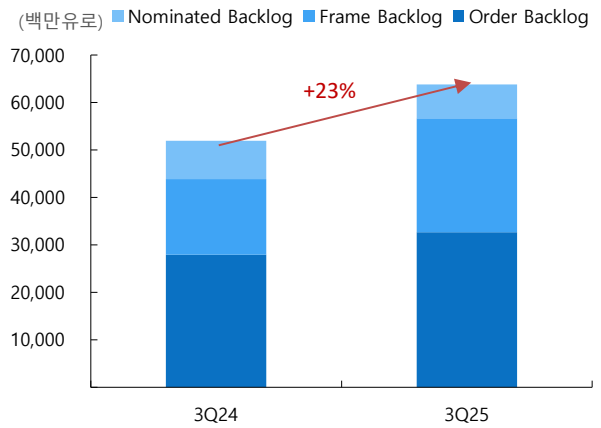
자료: Rheinmetall, iM증권 리서치본부

그림4. Rheinmetall 방산부문(차량+무기탄약+전장) 실적추이



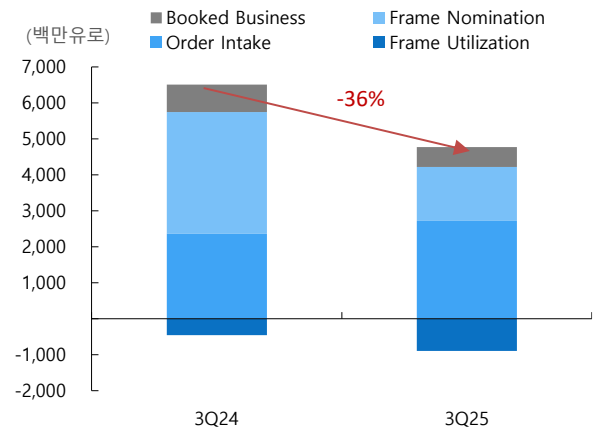
자료: Rheinmetall, iM증권 리서치본부

그림5. Rheinmetall 3Q25 Backlog



자료: Rheinmetall, iM증권 리서치본부

그림6. Rheinmetall 3Q25 Nomination



자료: Rheinmetall, iM증권 리서치본부

그림7. Rheinmetall의 유럽 소재 법인/공장 현황

자료: Rheinmetall, iM증권 리서치본부

그림8. 4/7 Hagedorn-NC 인수로 155mm 포병 탄약용 생산 공급망 확대

자료: Rheinmetall, iM증권 리서치본부

표3. Rheinmetall 2030년 가이던스

구분	기존 가이던스	새로운 가이던스
매출액	400~500 억 유로	500 억 유로 (포인트 가이던스)
영업이익률	약 20%	20% 초과

자료: Rheinmetall, iM증권 리서치본부

그림9. Rheinmetall, 독일 Lürssen 그룹 해군 함정사업부 NVL 인수 예정

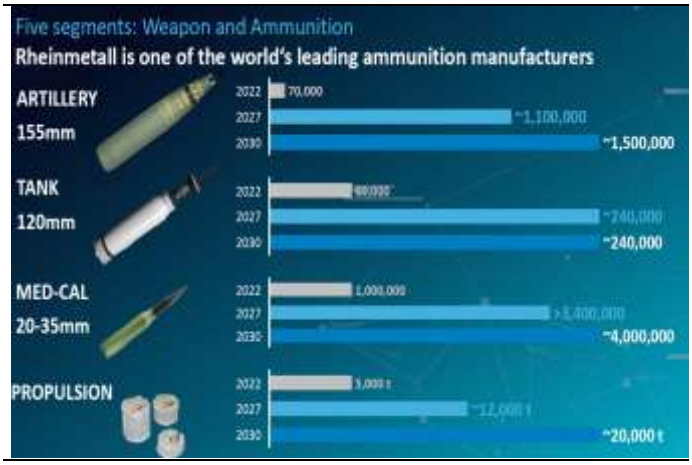
자료: Rheinmetall, iM증권 리서치본부

표4. Rheinmetall 2030년 부문별 가이던스

부문	매출액 (억유로)	영업이익률 (%)
Vehicle Systems	130~150	13~15
Weapon & Ammo	140~160	29~31
Air Defence	30~40	24~26
Digital	80~100	17~19
Naval	약 50	15 ≤

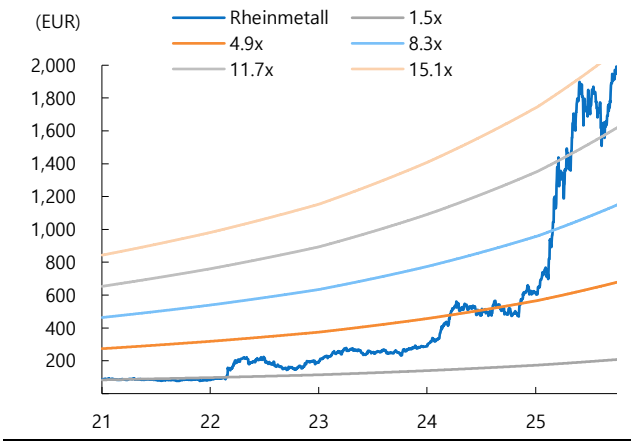
자료: Rheinmetall, iM증권 리서치본부

그림10. Rheinmetall 2030년 탄약 생산량 가이던스



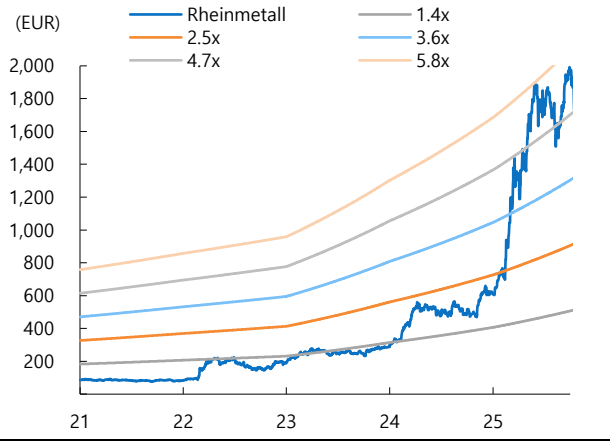
자료: Rheinmetall, iM증권 리서치본부

그림11. Rheinmetall P/B 밴드



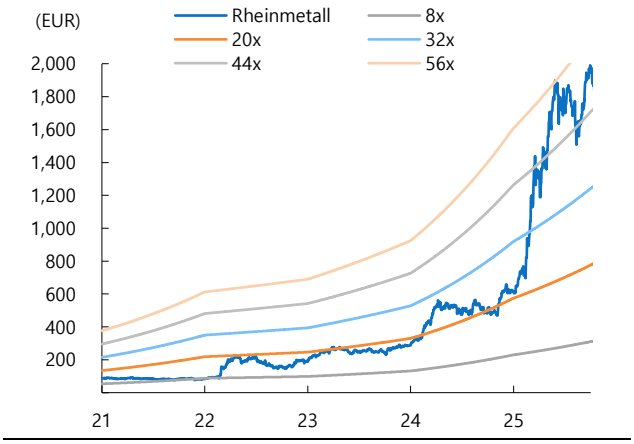
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. Rheinmetall P/S 밴드



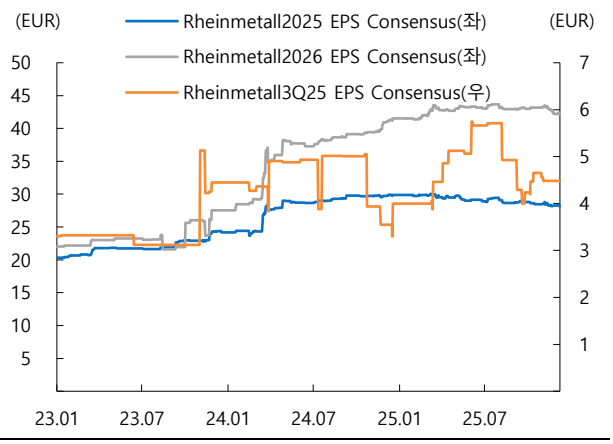
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. Rheinmetall P/E 밴드



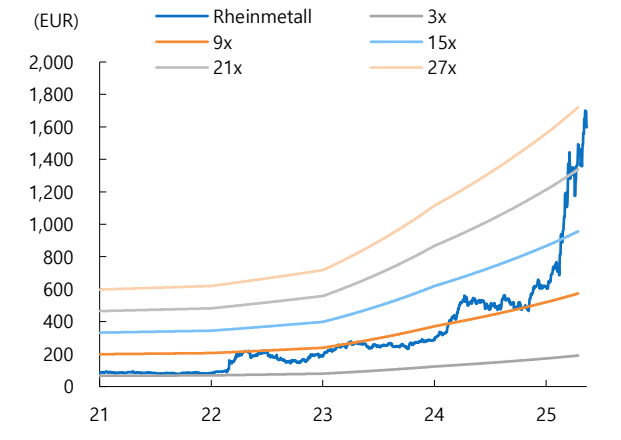
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. Rheinmetall 컨센서스 및 ER 추이



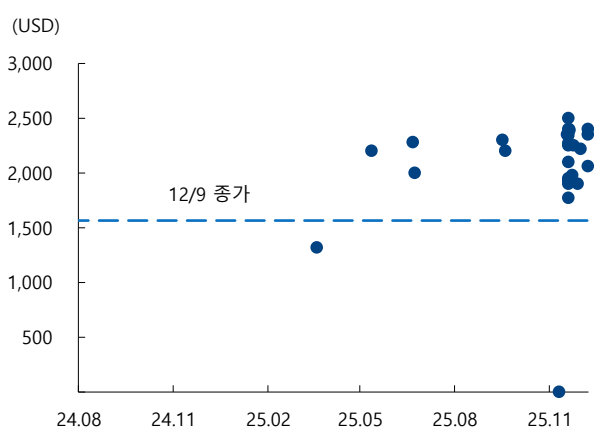
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. Rheinmetall EV/EBITDA 밴드



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림16. Rheinmetall 목표주가 분포



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

재무제표

재무상태표

(백만EUR)	2021	2022	2023	2024
유동자산	4,982	5,178	7,092	8,231
현금 및 현금성자산	1,039	545	850	1,184
매출채권	1,164	1,548	2,021	1,959
비유동자산	2,752	2,918	4,615	6,113
유형자산	1,270	1,346	1,641	2,187
무형자산	768	821	2,077	2,802
자산총계	7,734	8,096	11,707	14,344
유동부채	3,341	3,665	5,459	6,782
비유동부채	1,772	1,341	2,605	3,097
부채총계	5,113	5,006	8,064	9,879
지배주주지분	2,418	2,819	3,316	4,051
자본금	673	678	788	808
이익잉여금	1,754	2,147	535	717
자본총계	2,621	3,090	3,643	4,465

포괄손익계산서

(백만EUR, %)	2021	2022	2023	2024
매출액	5,658	6,410	7,176	9,751
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	-	-	-	-
판매비와관리비	-	-	-	-
EBITDA	959	996	1,154	1,794
영업이익	614	747	846	1,391
영업이익률	11	12	12	14
세전계속사업이익	582	718	815	1,229
법인세비용	150	184	185	334
당기순이익	291	474	535	717
성장률(YoY)				
매출액	-3.7	13.3	12.0	35.9
영업이익	539.6	21.7	13.3	64.4
순이익	흑전	62.9	12.9	34.0

현금흐름표

(백만EUR)	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	690	174	743	1,721
당기순이익	291	474	535	717
유무형자산감가상각비	345	249	308	403
비현금항목	-31	-2	75	279
투자활동 현금흐름	-462	-534	-1,175	-1,172
유무형자산의 처분	3	19	2	10
유무형자산의 취득	-271	-349	-398	-732
기타투자활동	-159	1	236	51
재무활동 현금흐름	-202	-131	746	-234
부채의 증감	-109	17	922	0
자본의 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-87	-143	-187	-248
기타 재무활동	-6	-5	-15	137
현금및현금성자산의증감	12	-494	305	334
기초현금및현금성자산	1,027	1,039	545	850
기말현금및현금성자산	1,039	545	850	1,184
잉여현금흐름	419	-175	345	989

주요투자지표

	2021	2022	2023	2024
주당지표(EUR)				
EPS	6.7	10.9	12.3	16.5
BPS	55.8	65.0	76.4	93.3
CFPS	15.9	4.0	17.1	39.6
DPS	3.3	4.3	5.7	5.7
Valuation(배)				
PER	9.2	17.2	21.5	33.2
PBR	1.5	2.9	3.8	6.6
PCR	5.2	46.4	16.8	15.5
EV/EBITDA	3.8	8.8	12.0	15.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	13.5	18.1	17.4	19.5
EBITDA이익률	16.9	15.5	16.1	18.4
부채비율	195.1	162.0	221.4	221.3
순부채비율	-4.5	13.8	29.2	27.7
매출채권회전율(x)	3.7	4.0	4.8	4.7
재고자산회전율(x)	1.7	1.8	1.5	1.3

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: IFRS 기준

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%