현대로템 (064350)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

수주잔고 상승흐름 이어질 전망

페루 총괄합의서 체결 등 수주잔고 상승흐름 이어질 전망

전일 보도에 따르면 페루 육군이 활용할 지상 장비를 한국이 공급하는 내용을 담은 총괄합의서(Framework Agreement)를 양국 정부 및 한국 방산업체(현대로템)가 체결했다. K2 전차 54대, K808 차륜형 장갑차 141대 등 총 195대로 중남미 지역을 대상으로 한 지상 방산 장비 수출 가운데 역대 최대 규모이고, 이행계약 성사시 2조원 내외에 이를 것이라는 내용이다. 총괄합의서는 장기적인 협력의 큰 틀과 의도를 정하는 기본 합의서이고, 추후 구체적인 이행계약서(Execution Contract)를 통해 '26년 상반기 내 확정 수주공시가 이어질 것으로 기대한다.

이미 지난 8월 폴란드 군비청과는 약 65억 달러(약 9조원) 규모의 K2 전차 2차 이행계약(폴란드형 K2PL 64대를 포함한 K2 전차 180대와 구난, 개척, 교량 등 계열 전차 81대 등 총 261대에 MRO, 교육, 기타 탄약, 수리부속 예비품 등 포함)을 맺고 수주공시를 맺은바 있다. 이외에도 추후 기대되는 수주 플로우는 이라크, 루마니아, 슬로바키아, 체코, 폴란드 잔여 이행계약 등이 있다. 높은 수준의 수주가 이어져 수주잔고도 수년간 상승흐름을 보일 것으로 기대한다.

또한 2025년 10월 ADEX 전시회에서 항공우주 분야 신규 사업에 대한 비전을 제시한 바 있는데 액체 메탄 로켓 엔진(SpaceX와 동일한 재사용 우주발사체 엔진 기술) 개발을 독자적으로 추진 중이며, 국방기술진흥연구소로부터 지상 기반 재사용 우주발사체용 메탄 엔진 기술 개발 업체로 선정되었다. 이외에도 미사일용 극초음속 램제트 및 이중모드 램제트 엔진 연구 개발도 진행 중에 있으며, 이는 차세대 무기 개발에 필수적인 기술로 평가받고 있다.

Fig. 1: 현대로템 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	3,587	4,377	5,908	6,843	8,063
영업이익	210	457	1,034	1,276	1,586
세전이익	181	510	1,020	1,322	1,661
순이익[지배]	161	407	779	1,005	1,262
EPS(원)	1,475	3,728	7,137	9,206	11,566
증감률(%)	-18.6	152.7	91.4	29.0	25.6
PER(배)	18.0	13.3	26.2	20.3	16.2
PBR	1.7	2.7	6.5	5.0	3.9
EV/EBITDA	9.8	9.9	17.7	13.8	10.5
ROE(%)	10.1	21.8	30.2	28.0	27.1
배당수익률	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5

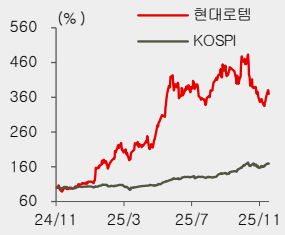
자료: 현대로템, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	270,000원
[상향]	*44.4%*
현재주가	187,000원
2025/12/10	

주식지표

시가총액	20,410십억원
52주최고가	244,500원
52주최저가	46,000원
상장주식수	10,914만주/0.0만주
자본금/액면가	546십억원/5,000원
60일평균거래량	76만주
60일평균거래대금	159십억원
외국인지분율	33.1%
자기주식수	0.0만주/0.0%
주요주주및지분율	
현대자동차 외	33.8%
국민연금공단	8.1%

주가동향



이상현

자동차/기계

prolog@bnkfn.co.kr

(02)2071-7672

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

표 1. 총괄합의서와 이행계약서 비교

구분	총괄합의서 (Framework Agreement, FA)	이행계약서 (Execution Contract, EC)
주요 목적	장기적인 파트너십 구축, 최대 거래 범위 설정, 협력 의지 표명	실제 물품 공급 및 용역 제공에 대한 구체적 이행 및 확정
법적 구속력	일부 제한적 구속력 (총수량 상한, 기술협력 범위 등) 또는 약한 구속력 (향후 협상 의무)	강력하고 직접적인 구속력 (계약 불이행 시 위약금 발생)
포함 내용	총 예상 수량(최대치), 사업 범위, 기술협력 및 현지 생산 등 포괄적인 원칙, 장기 비전	확정된 수량(대수), 확정된 금액, 납기 일정, 지급 조건, 기술 이전의 구체적 내용
예시 (K2 전차)	"최대 1,000대 수출을 위한 기본 틀 마련"	"1차 물량 180대에 대해 4.5조 원에 납기 OOO까지 인도"
계약 단계	선행 단계, 기본 조건 설정	후속 단계, 구체적인 이행 확정

자료: 구글, BNK투자증권

표 2. 디펜스솔루션 최근 주요 수주 및 향후 기대되는 수주

국가	아이템	기대 수주 규모 (대수)	기대 수주 규모 (금액)	주요 내용 및 현황
폴란드	K2 전차 2차 이행계약	180대 (K2GF 116대, K2PL버전 64대) + 계열전차 81대	약 9조 원 (65억 달러)	2025년 8월 1일 계약 체결 완료(2022년 기본계약 1,000대 중 잔여 820대에 대한 2차 계약의 일부). 1차 계약 대비 기술 이전 및 현지 생산, 계열전차(구난/교량/개척전차) 등이 포함되어 규모 증대
페루	K2 전차 및 K808 차륜형 장갑차	K2 전차 54대, K808 차륜형 장갑차 141대 등 총 195대	약 2~3조원 내외 (20억 달러 내외)	페루 육군 지상장비 현대화 계획 진행 중. 이미 '24년 K808 장갑차 30대(약 6천만달러) 공급 사업을 수주한 바 있고, 이번 '25년 12월 10일 K2 전차 54대, 차륜형장갑차 141대 등 총 195대에 대한 총괄합의서를 체결. '26년 상반기까지 이행계약 마무리할 계획. 현지조립, 생산시설 구축과 교육훈련, 후속 군수지원 패키지 포함시 계약 규모는 3조원대로 확대 가능. 26년부터 직도입 후 29년부터 현지 라이선스 생산 계획
이라크	K2 전차	약 250대	폴란드 2차 계약에 필적하는 규모 (약 9조 원 상당)	현재 이라크는 미국 M1A1 에이브럼스 전차 135대, 러시아산 T-90S 73대, T-72 전차 약 170대를 혼용 중. 노후화에 따른 유지보수와 비용 때문에 K2 전차 단일 플랫폼으로 교체 니즈가 커짐. 이르면 연말(2025년) 최종 도입 결정 발표 가능성. 사막 작전을 위해 개발된 K2ME 버전 납품 예상
루마니아	K2 전차	약 216여 대 (총 300여 대 중 美 M1A2 제외분)	프로그램 2단계(65억 달러)	전차 현대화 사업 추진 중. 독일 레오파드 2A8 등과 경쟁. 2024년 5월 K2 전차 성능평가, 10월 실거리 사격 시연 등 최종 검토 단계로 해석되며, 수출 가시화 기대
추가 유럽국가	K2 전차	미정	미정	폴란드 유럽방산법인을 거점으로 루마니아 외 체코, 슬로바키아 등 다른 유럽 국가로의 수출도 지속적으로 추진 중

자료: 언론, BNK투자증권

최근 3분기 고성장 지속, 디펜스솔루션이 주도, 4분기도 호실적 전망

현대로템의 최근 3분기 연결실적은 매출액 1조 6,196억원(+48% yoy), 영업이익 2,777억원(+102% yoy), 영업이익률 17.1%(+4.5%p yoy)를 기록했다. 디펜스솔루션에서 매출액 9,361억원(+60% yoy), 영업이익 2,638억원(+133% yoy), 영업이익률 28.2%(+8.8%p yoy)를 기록하며 전사 실적 상승을 주도했다.

4분기 예상 연결실적은 매출액 1조 6,946억원(+18% yoy), 영업이익 2,962억원(+83% yoy), 영업이익률 17.5%(+6.3%p yoy)를 기록할 것으로 전망한다. 디펜스솔루션의 폴란드향 K2 전차 납품 증가, 레일솔루션의 국내외사업 양산단계 진입 등으로 실적 호조가 이어질 것으로 기대한다.

투자의견 매수, 목표주가 270,000원

투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 270,000원으로 상향한다(기존 250,000원). 2026년 예상실적 기준 과거 5개년 EV/EBITDA 최고 배수 평균 20.4배를 적용했다. 현주가 PER은 20.9배, 목표주가의 내재 PER은 29.3배 수준이다.

투자포인트는 1) 페루와 조만간 이행계약을 맺어 수주 공시가 이어질 것으로 기대하며, 그 외 이라크, 루마니아, 슬로바키아, 체코, 폴란드 잔여 이행계약 등 다양한 국가와 K-2 전차 수출 협상으로 향후에도 긍정적인 수주 플로우를 통한 수주잔고 확대 추세가 수년간 이어질 것으로 기대한다. 2) 2026년 디펜스솔루션에서 K2 전차 생산대수는 직전년도와 비슷한 수준을 유지할 것으로 전망되는 가운데, 현지 요구 사항 반영된 K2-PL 버전 납품으로 매출과 수익성 개선추세를 이어나갈 것으로 기대한다. 3) 디펜스솔루션 주도의 영업실적 호조로 2023년 이후 실질적 무차입 구조의 순현금 기조를 유지하며 우수한 재무 안정성을 확보하고 있다.

표 3. 현대로템 목표주가 밸류에이션

	2026	
EBIT	1,276	십억원
(+) Depreciation	72	십억원
EBITDA	1,348	십억원
Target Multiple	20.4	배
목표 EV	27,471	십억원
(-) Net Debt	(1,752)	십억원
(+) Investment Securities	2	십억원
(-) Minority Interest	(41)	십억원
목표 시가총액	29,265	십억원
우선주 시가총액 비중	0	%
보통주 목표 시가총액	29,265	십억원
주식수	109,142	천주
목표주가	**270,000**	**원**
현재주가	187,000	원
상승여력	44.4	%

자료: BNK투자증권

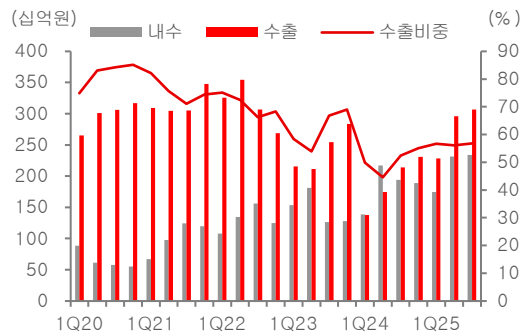
표 4. 현대로템 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
신규 수주	1,562	1,187	1,383	647	3,304	2,207	9,248		4,778	15,292	14,157
레일솔루션	1,429	783	899	381	3,129	2,093	11		3,492	5,273	3,427
디펜스솔루션	3	264	171	200	22	-1	9,118		638	9,500	10,200
에코플랜트	130	140	314	66	152	115	119		649	519	529
수주 잔고	18,589	18,992	18,993	18,758	21,119	21,637	29,609		18,758	28,142	35,455
레일솔루션	12,709	13,320	13,656	14,065	16,861	18,256	18,003		14,065	17,309	18,235
디펜스솔루션	5,230	5,013	4,476	3,873	3,399	2,544	10,790		3,873	9,982	16,345
에코플랜트	650	659	862	821	859	837	816		821	850	875
매출액	**748**	**1,095**	**1,094**	**1,441**	**1,176**	**1,418**	**1,620**	**1,695**	**4,377**	**5,908**	**6,843**
레일솔루션	276	391	408	419	403	527	541	558	1,461	2,028	2,501
디펜스솔루션	318	565	585	898	658	761	936	1,035	2,365	3,390	3,838
에코플랜트	153	139	101	123	116	129	143	102	516	489	504
매출총이익	105	198	219	308	286	359	380	477	829	1,501	1,734
판관비	60	85	81	146	83	101	102	181	372	467	458
영업이익	**45**	**113**	**137**	**162**	**203**	**258**	**278**	**296**	**457**	**1,034**	**1,276**
레일솔루션	-2	0	17	-138	5	6	7	6	-123	23	54
디펜스솔루션	45	109	113	296	194	248	264	288	563	993	1,203
에코플랜트	2	3	7	5	4	4	7	3	17	18	18
세전이익	54	131	133	191	203	251	263	304	510	1,020	1,322
지배순이익	56	101	104	145	158	191	198	231	407	779	1,005
(증감률, % y-y)											
매출액	**9.3**	**10.9**	**18.0**	**45.7**	**57.3**	**29.5**	**48.1**	**17.6**	**22.0**	**35.0**	**15.8**
레일솔루션	-25.1	-0.3	7.3	2.0	45.6	34.7	32.4	33.0	-6.0	38.9	23.3
디펜스솔루션	22.3	16.5	41.2	114.1	106.9	34.9	60.1	15.2	49.9	43.3	13.2
에코플랜트	177.9	26.0	-23.9	-22.2	-24.6	-6.9	42.2	-17.5	13.2	-5.2	3.0
영업이익	**40.0**	**67.7**	**234.3**	**131.7**	**354.0**	**128.4**	**102.1**	**83.2**	**117.4**	**126.6**	**23.3**
레일솔루션	적전	-96.6	585.1	적전	흑전	3,959.4	-59.5	흑전	적전	흑전	133.8
디펜스솔루션	135.8	77.7	283.0	505.4	328.5	126.9	133.1	-2.7	254.1	76.3	21.1
에코플랜트	-70.9	114.7	-24.6	-42.4	121.7	17.8	1.2	-32.4	-33.2	8.8	1.2
세전이익	221.4	133.4	212.1	193.4	272.9	91.4	96.9	59.5	181.8	100.3	29.5
지배순이익	197.7	87.5	153.0	209.4	181.6	88.1	90.5	59.5	152.7	91.4	29.0
(이익률, %)											
매출총이익률	14.0	18.1	20.0	21.4	24.3	25.3	23.5	28.1	18.9	25.4	25.3
영업이익률	**6.0**	**10.3**	**12.6**	**11.2**	**17.2**	**18.2**	**17.1**	**17.5**	**10.4**	**17.5**	**18.6**
레일솔루션	-0.9	0.0	4.3	-33.0	1.2	1.1	1.3	1.0	-8.4	1.1	2.2
디펜스솔루션	14.2	19.4	19.4	32.9	29.5	32.6	28.2	27.8	23.8	29.3	31.3
에코플랜트	1.2	2.4	6.8	3.7	3.5	3.1	4.8	3.0	3.2	3.7	3.6
세전이익률	7.3	12.0	12.2	13.2	17.2	17.7	16.2	17.9	11.6	17.3	19.3
지배순이익률	7.5	9.3	9.5	10.1	13.5	13.4	12.3	13.7	9.3	13.2	14.7

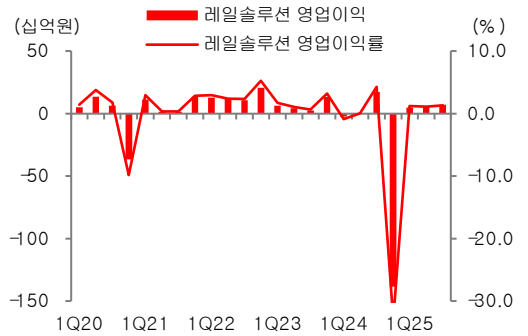
자료: 현대로템, BNK투자증권

Fig. 2: 현대로템 레일솔루션 수출비중



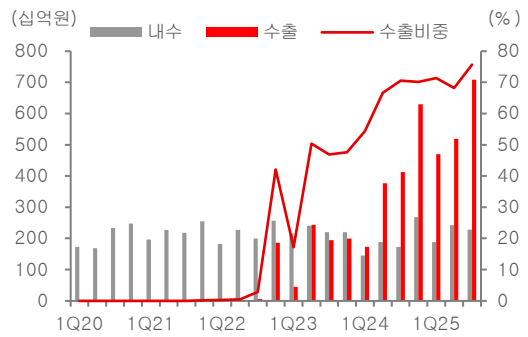
자료: 현대로템, BNK투자증권

Fig. 3: 현대로템 레일솔루션 영업이익률



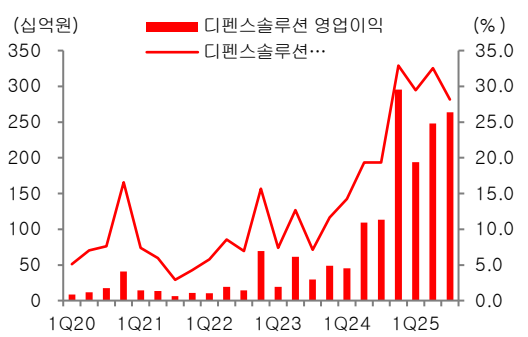
자료: 현대로템, BNK투자증권

Fig. 4: 현대로템 디펜스솔루션 수출비중



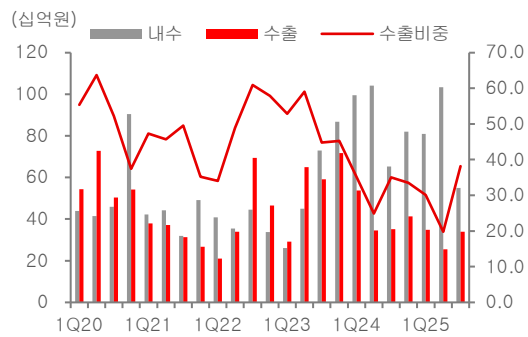
자료: 현대로템, BNK투자증권

Fig. 5: 현대로템 디펜스솔루션 영업이익률



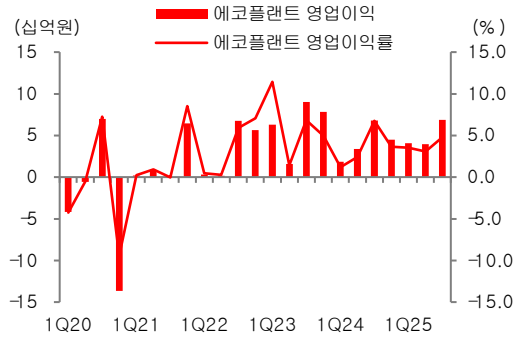
자료: 현대로템, BNK투자증권

Fig. 6: 현대로템 에코플랜트 수출비중



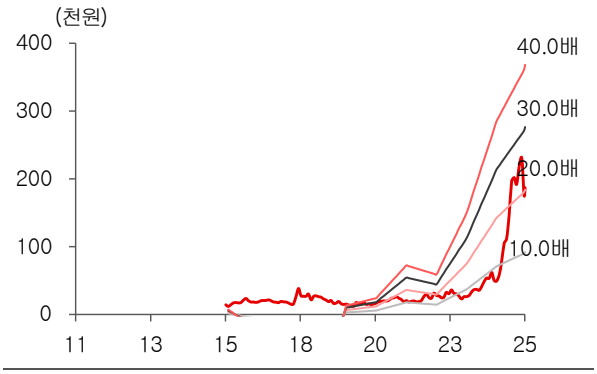
자료: 현대로템, BNK투자증권

Fig. 7: 현대로템 에코플랜트 영업이익률



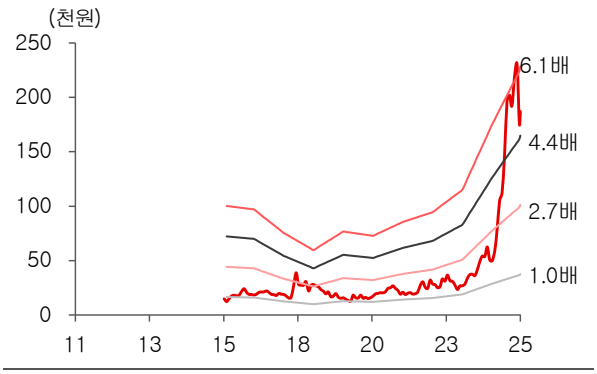
자료: 현대로템, BNK투자증권

Fig. 8: 현대로템 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 9: 현대로템 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,690	3,686	4,496	5,728	7,453
현금성자산	396	472	715	1,439	2,356
매출채권	339	909	1,070	1,213	1,442
재고자산	269	316	371	421	501
비유동자산	1,551	1,599	2,108	2,289	2,476
투자자산	54	55	59	61	63
유형자산	1,234	1,292	1,813	1,982	2,154
무형자산	92	104	110	121	133
자산총계	**5,241**	**5,285**	**6,604**	**8,017**	**9,929**
유동부채	3,205	3,020	3,232	3,659	4,337
매입채무	465	432	508	576	685
단기차입금	83	60	59	59	59
비유동부채	390	256	292	329	388
사채및장기차입금	246	3	3	3	3
부채총계	**3,595**	**3,276**	**3,524**	**3,988**	**4,725**
지배기업지분	1,680	2,045	3,120	4,070	5,245
자본금	546	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520	520
이익잉여금	317	689	1,448	2,399	3,574
자본총계	**1,647**	**2,009**	**3,080**	**4,029**	**5,204**
총차입금	595	351	84	85	86
순차입금	-413	-419	-982	-1,752	-2,743

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**3,587**	**4,377**	**5,908**	**6,843**	**8,063**
매출원가	3,123	3,548	4,407	5,109	5,979
매출총이익	464	829	1,501	1,734	2,084
매출총이익률	12.9	18.9	25.4	25.3	25.8
판매비와관리비	254	372	467	458	497
판관비율	7.1	8.5	7.9	6.7	6.2
영업이익	**210**	**457**	**1,034**	**1,276**	**1,586**
영업이익률	5.9	10.4	17.5	18.6	19.7
EBITDA	250	504	1,093	1,348	1,676
영업외손익	-29	53	-14	46	75
금융이자손익	0	11	26	46	75
외화관련손익	-14	-18	-1	0	0
기타영업외손익	-15	60	-39	0	0
세전이익	**181**	**510**	**1,020**	**1,322**	**1,661**
세전이익률	5.0	11.7	17.3	19.3	20.6
법인세비용	24	104	244	318	399
법인세율	13.3	20.4	23.9	24.1	24.0
계속사업이익	157	405	776	1,004	1,262
당기순이익	**157**	**405**	**776**	**1,004**	**1,262**
당기순이익률	4.4	9.3	13.1	14.7	15.7
지배기업순이익	161	407	779	1,005	1,262
총포괄손익	156	373	1,092	1,004	1,262

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**734**	**142**	**727**	**1,078**	**1,354**
당기순이익	157	405	776	1,004	1,262
비현금비용	281	421	465	394	493
감가상각비	40	47	58	72	90
비현금수익	-125	-138	-135	-50	-79
자산및부채의증감	437	-541	-241	1	2
매출채권감소	-93	-552	-146	-144	-229
재고자산감소	131	-153	-56	-50	-79
매입채무증가	212	77	111	68	109
법인세환급(납부)	-15	-17	-163	-318	-399
투자활동현금흐름	**-270**	**233**	**-202**	**-301**	**-351**
유형자산증가	-55	-81	-131	-220	-240
유형자산감소	0	0	0	0	0
무형자산순감	-26	-30	-27	-32	-34
재무활동현금흐름	**-576**	**-300**	**-283**	**-54**	**-86**
차입금증가	-561	-244	-267	1	2
자본의증감	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-11	-22	-55	-87
현금의증가	-110	76	243	724	917
기말현금	396	472	715	1,439	2,356
잉여현금흐름(FCF)	680	61	597	858	1,114

주요투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	1,475	3,728	7,137	9,206	11,566
BPS	15,391	18,737	28,583	37,289	48,055
CFPS	2,864	6,298	10,133	12,349	15,356
DPS	100	200	500	800	1,000
PER (배)	18.0	13.3	26.2	20.3	16.2
PSR	0.8	1.2	3.5	3.0	2.5
PBR	1.7	2.7	6.5	5.0	3.9
PCR	9.3	7.9	18.5	15.1	12.2
EV/EBITDA	9.8	9.9	17.7	13.8	10.5
배당성향 (%)	7.0	5.4	7.0	8.7	8.7
배당수익률	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5
매출액증가율	13.4	22.0	35.0	15.8	17.8
영업이익증가율	42.4	117.4	126.6	23.3	24.4
순이익증가율	-18.6	152.7	91.4	29.0	25.6
EPS증가율	-18.6	152.7	91.4	29.0	25.6
부채비율 (%)	218.2	163.1	114.4	99.0	90.8
차입금비율	36.1	17.5	2.7	2.1	1.7
순차입금/자기자본	-25.1	-20.9	-31.9	-43.5	-52.7
ROA (%)	3.1	7.7	13.1	13.7	14.1
ROE	10.1	21.8	30.2	28.0	27.1
ROIC	10.8	22.7	37.8	39.7	44.8

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주: K-IFRS 연결 기준, 2025/12/10 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	H/L
현대로템	24/05/28	매수	59,000원	*-32.3*	*-18.7*
(064350)	24/07/26	매수	65,000원	*-15.8*	*3.2*
	24/10/29	매수	87,000원	*-35.6*	*-17.8*
	25/02/07	매수	94,000원	*-9.7*	*-3.2*
	25/03/10	매수	140,000원	*-22.0*	*0.9*
	25/05/28	매수	180,000원	*5.2*	*18.9*
	25/08/07	매수	250,000원	*-19.2*	*-2.2*
	25/12/11	매수	270,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)

투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10~+10%, 매도(Sell) -10% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2025.09.30기준) / 매수(Buy) 79.0%, 보유(Hold) 21.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.