현대로템 (064350)

수주 많이 된다

방위산업/로봇
Analyst 이지호
jiholee@meritz.co.kr

RA 김아현
ahyun.kim@meritz.co.kr

4Q25 Preview: 컨센서스 부합 전망

동사는 4Q25E 매출액 1.65조원, 영업이익 3,166억원(OPM 19.1%)으로 컨센서스에 부합하는 실적을 기록할 전망이다. 폴란드향 1차 사업 대비 수익성이 높은 2차 사업이 개시됨에 따라 방산 수출의 수익성 성장이 기대되었으나, 전분기와 마찬가지로 폴란드 2차 사업의 초기의 비용이 선제적으로 반영되며 전분기와 유사한 약 37%의 방산 수출마진율을 추정한다. 2026년 중 2차 사업의 비용 선반영이 종료된 이후 수익성의 성장 및 폴란드향 인도 대수의 축소에도 불구한 증익 증명이 앞으로 더욱 중요한 요소로 판단되기에 당분기 실적보다는 2026년 가이던스에 주목할 필요가 있다.

수출국 다변화로 높은 폴란드 의존도 해소

올해 디펜스솔루션의 수주잔고는 큰 폭으로 성장할 것으로 예상된다. 지난해 폴란드 2차 계약(약 9조원)을 체결하며 수주잔고는 약 11조원을 달성한 데에 더해 올해는 이라크/페루/루마니아 등 다수의 신규 수주가 더해질 예정이다. 지난해 합의서가 체결된 페루 사업(약 3조원/K2 54대&장갑차 195대) 및 이라크 사업(약 9조원/250대)이 상반기 중 체결 가능성이 높으며 하반기에는 루마니아 사업(약 11조원/216대)까지도 기대된다. 폴란드와의 잔여물량 640대는 후속 계약이 꾸준히 등장할 예정으로 이르면 올해 말 3차 계약에 대한 내용이 구체화될 가능성도 존재한다. 동사의 선제적인 Capa 증설의 필요성을 증명하듯 올해 꾸준한 수주가 이어질 것으로 예상되며, 폴란드에 대한 높은 의존도가 해소됨에 따라 업종 내 멀티플 디스카운트 또한 점차 격차를 좁힐 수 있을 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 29만원 유지

최근 방산업종은 미국의 국방비 증액 의지로 인해 미국향 수출 가능성이 높은 종목들 위주로 주가 강세가 나타났다. 반면 동사의 연초대비 수익률은 +16% 수준으로 업종 내 최하위를 기록했다. 이에 동사의 밸류에이션 매력도(26E PER 25배Vs.국내 33배, 유럽 37배)가 크게 부각된다. 안정적인 이익 성장세에 더해 연중 수주 모멘텀 또한 고르게 분포되어 있어 중장기 관점의 긍정적인 주가 흐름이 기대된다. 투자의견 Buy, 적정주가 29만원을 유지한다.

Meritz Research 2026. 1. 21

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	290,000원
현재주가 (1.20)	218,500원
상승여력	32.7%

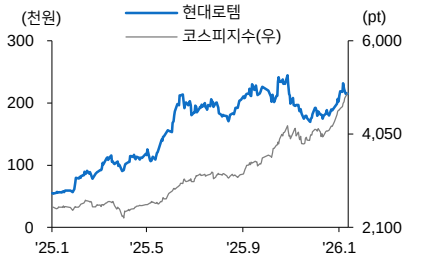
KOSPI	4,885.75pt
시가총액	238,476억원
발행주식수	10,914만주
유동주식비율	66.23%
외국인비중	33.59%
52주 최고/최저가	244,500원/56,000
평균거래대금	1,405.3억원

주요주주(%)

현대자동차 외 3 인	33.77
국민연금공단	8.08

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.9	12.5	290.2
상대주가	0.3	-26.6	101.3

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	3,587.4	210.1	161.0	1,475	-18.6	15,391	18.0	1.7	9.8	10.1	218.2
2024	4,376.6	456.6	406.9	3,728	152.7	18,737	13.3	2.7	9.9	21.8	163.1
2025E	5,867.1	1,054.8	786.1	7,203	93.2	28,649	26.1	6.6	17.3	30.4	120.2
2026E	6,959.1	1,330.7	1,017.9	9,326	29.5	37,625	23.4	5.8	15.5	28.1	109.3
2027E	8,151.4	1,795.8	1,410.1	12,919	38.5	50,144	16.9	4.4	10.9	29.4	94.4

표1 현대로템 4Q25E Preview 테이블

(십억원)	4Q25E	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**1,653.7**	1,440.8	14.8	1,619.6	2.1	**1,648.7**	0.3	**1,733.6**	-4.6
영업이익	**316.6**	161.7	95.8	277.7	14.0	**360.6**	-12.2	**323.4**	-2.1
세전이익	**300.9**	190.5	57.9	262.8	14.5	**347.4**	-13.4	**349.3**	-13.9
순이익	**238.6**	145.2	64.4	198.5	20.2	**275.5**	-13.4	**252.3**	-5.4
영업이익률(%)	**19.1**	11.2		17.1		**21.9**		**18.7**	
세전이익률(%)	**18.2**	13.2		16.2		**21.1**		**20.1**	
순이익률(%)	**14.4**	10.1		12.3		**16.7**		**14.6**	

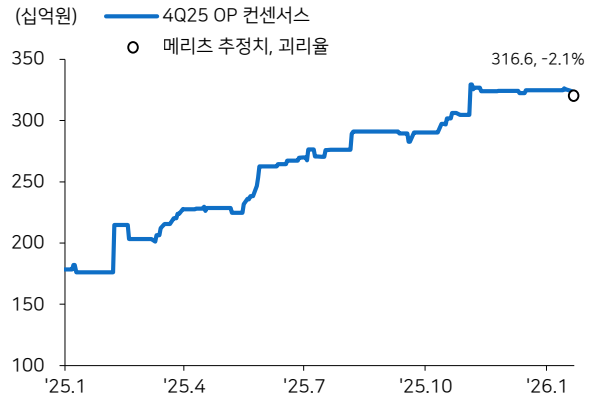
자료: 현대로템, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 현대로템, 2025년 · 2026년 연간 영업이익, 컨센서스 부합 전망

	2025E			2026E		
(십억원)	**신규 추정치**	**기존 추정치**	**(% diff.)**	**신규 추정치**	**기존 추정치**	**(% diff.)**
매출액	**5,867.1**	5,862.1	0.1%	**6,959.1**	6,944.1	0.2%
영업이익	**1,054.9**	1,098.8	-4.0%	**1,330.7**	1,400.0	-4.9%
세전이익	**1,017.7**	1,046.4	-2.7%	**1,283.7**	1,364.9	-6.0%
순이익 (지배주주)	**786.1**	823.0	-4.5%	**1,017.9**	1,082.3	-6.0%
영업이익률(%)	**18.0%**			**19.1%**		
세전이익률(%)	**17.3%**			**18.4%**		
순이익률(%)	**13.4%**			**14.6%**		

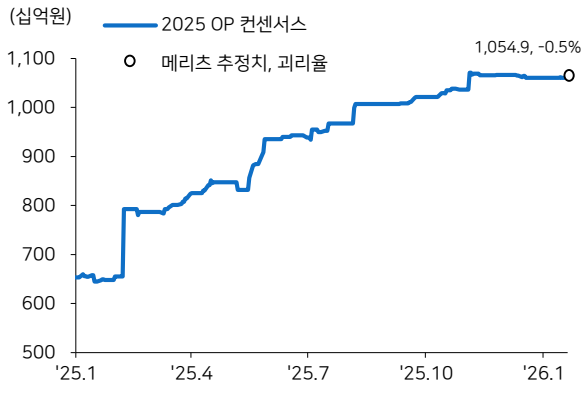
자료: Quantiwise, 현대로템, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25E 영업이익, 컨센서스 -2% 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 부합 전망



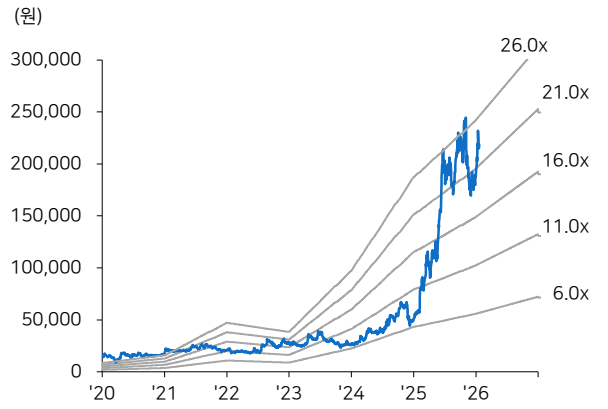
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 현대로템 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,176.1**	**1,417.6**	**1,619.6**	**1,653.7**	**1,452.9**	**1,655.2**	**1,824.8**	**2,026.3**	**5,867.1**	**6,959.1**	**8,151.4**
레일솔루션	402.5	527.4	540.6	458.8	418.2	488.9	588.0	630.6	1,929.4	2,125.7	2,286.3
디펜스솔루션	658.0	761.4	936.1	1,027.9	884.9	1,017.9	1,102.7	1,235.7	3,383.4	4,241.2	5,266.3
에코플랜트	115.6	128.9	142.9	167.0	149.8	148.4	134.0	160.0	554.4	592.2	598.7
영업이익	**202.9**	**257.6**	**277.8**	**316.6**	**279.0**	**315.0**	**346.8**	**389.9**	**1,054.9**	**1,330.7**	**1,795.8**
% OP	*17.2%*	*18.2%*	*17.2%*	*19.1%*	*19.2%*	*19.0%*	*19.0%*	*19.2%*	*18.0%*	*19.1%*	*22.0%*
세전이익	**202.6**	**251.2**	**262.9**	**300.9**	**265.1**	**301.9**	**335.0**	**381.7**	**1,017.7**	**1,283.7**	**1,778.4**
순이익(지배)	**158.4**	**190.6**	**198.5**	**238.6**	**210.3**	**239.4**	**265.5**	**302.7**	**786.1**	**1,017.9**	**1,410.1**
% YoY											
매출액	57.3	29.5	48.1	14.8	23.5	16.8	12.7	22.5	34.1	18.6	17.1
영업이익	354.0	128.4	102.2	95.8	37.6	22.3	24.8	23.1	131.1	26.1	34.9
세전이익	272.9	91.4	97.0	58.0	30.8	20.2	27.4	26.8	99.7	26.1	38.5
순이익(지배)	181.6	88.1	90.5	64.4	32.8	25.6	33.7	26.8	93.2	29.5	38.5
% QoQ											
매출액	-18.4	20.5	14.2	2.1	-12.1	13.9	10.2	11.0			
영업이익	25.5	27.0	7.9	14.0	-11.9	12.9	10.1	12.4			
세전이익	6.4	24.0	4.7	14.5	-11.9	13.9	11.0	13.9			
순이익(지배)	9.1	20.4	4.1	20.2	-11.9	13.8	10.9	14.0			

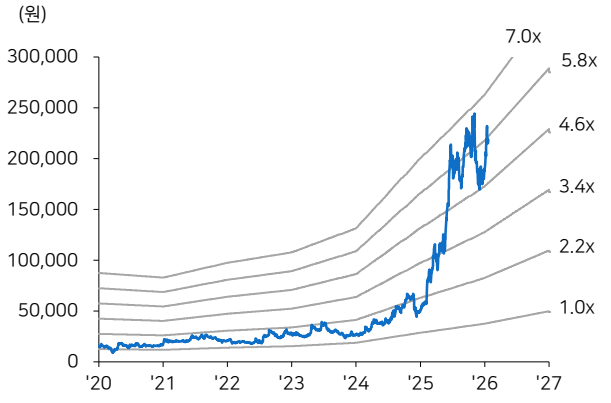
자료: 현대로템, 메리츠증권 리서치센터

그림3 현대로템 12M Fwd PER 밴드 차트



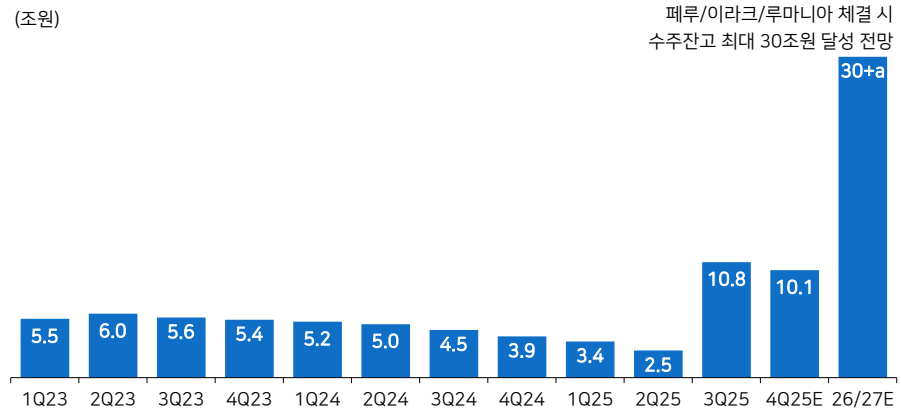
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 현대로템 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 현대로템 분기별 수주잔고 추이 및 전망



자료: 현대로템, 메리츠증권 리서치센터

표4 국내/글로벌 방산기업 Peer Multiple

지역 구분	회사명	시가총액	주가 변화율(%)			P/E (배)			P/B (배)			ROE (%)		
		(십억달러)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
국내	**현대로템**	**15.7**	**18.8**	**0.2**	**12.8**	**26.1**	**24.9**	**19.5**	**6.6**	**6.2**	**4.8**	**30.4**	**28.1**	**27.4**
	한화에어로스페이스	45.1	46.4	31.9	35.9	45.3	27.2	22.3	7.2	5.8	4.7	20.9	24.0	23.7
	한국항공우주	10.6	47.1	60.0	40.7	72.2	41.0	30.2	8.4	7.1	6.1	12.1	19.1	22.1
	LIG넥스원	8.0	29.0	20.6	26.3	37.3	29.2	22.1	8.1	6.5	5.3	23.5	24.7	26.2
	한화시스템	11.2	61.1	62.3	60.8	65.0	64.4	48.5	4.4	4.2	3.9	8.2	7.2	8.6
	평균					**49.2**	**37.3**	**28.5**	**6.9**	**6.0**	**4.9**	**19.0**	**20.6**	**21.6**
북미	Raytheon	263.3	7.9	22.2	7.1	31.7	29.3	26.3	4.1	3.9	3.7	13.2	13.7	14.6
	Lockheed Martin	133.3	21.5	13.9	19.1	26.5	19.7	18.4	22.7	19.7	17.1	84.3	106.4	101.8
	Northrop Grumman	93.8	15.6	9.2	15.3	25.3	22.7	20.8	5.9	5.6	5.2	23.9	25.0	25.2
	General Dynamics	97.0	5.8	6.5	6.7	23.4	20.8	19.0	3.9	3.7	3.5	18.1	18.7	19.3
	L3Harris	64.0	19.1	17.8	16.6	32.3	27.1	23.8	3.3	3.2	3.0	10.4	12.2	13.6
	Oshkosh	9.4	14.1	10.4	18.4	13.7	12.1	10.2	2.1	1.9	1.7	16.0	16.2	17.2
	Textron	16.4	4.1	13.1	6.9	15.3	13.6	12.2	2.2	2.1	1.9	14.4	14.9	15.6
	평균					**24.0**	**20.7**	**18.7**	**6.3**	**5.7**	**5.2**	**25.8**	**29.6**	**29.6**
유럽	Airbus	193.2	6.2	2.1	4.8	32.5	26.3	21.9	7.4	6.2	5.3	23.7	25.3	25.6
	Safran	155.1	3.3	4.4	6.4	38.1	30.0	26.1	11.8	9.3	8.0	32.2	32.2	31.9
	SAAB	43.4	43.5	52.1	35.8	67.7	54.8	43.3	9.6	8.4	7.2	15.3	16.3	18.0
	BAE Systems	83.3	19.8	11.0	20.5	27.5	24.7	22.2	5.0	4.7	4.3	18.0	18.8	19.6
	Thales	63.8	15.0	3.9	15.0	27.8	24.0	21.3	6.7	6.0	5.4	23.8	23.9	24.2
	Dassault	36.9	-1.0	-21.2	-1.6	17.8	17.2	16.0	3.3	3.0	2.7	17.1	16.6	16.5
	Rheinmetall	103.0	22.4	8.5	22.3	70.4	45.9	31.0	16.7	13.2	10.0	25.3	31.1	35.0
	Hensoldt	12.2	21.9	-8.4	22.3	59.5	47.3	37.5	10.7	9.6	8.2	17.3	19.6	22.7
	Leonardo	40.4	21.0	18.7	21.2	31.0	26.0	22.3	3.5	3.2	3.0	11.3	12.3	13.2
	Kongsberg Gruppen	29.2	28.4	13.5	28.2	41.3	36.5	31.2	13.7	11.8	10.3	34.2	34.1	34.4
	평균					**41.4**	**33.3**	**27.3**	**8.8**	**7.5**	**6.4**	**21.8**	**23.0**	**24.1**

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터
주: 현대로템은 당사 추정치 사용

현대로템 (064350)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**3,587.4**	**4,376.6**	**5,867.1**	**6,959.1**	**8,151.4**
매출액증가율(%)	13.4	22.0	34.1	18.6	17.1
매출원가	3,123.0	3,547.6	4,392.4	5,091.5	5,724.7
매출총이익	464.4	829.1	1,474.7	1,867.6	2,426.6
판매관리비	254.4	372.5	419.9	536.8	630.8
영업이익	**210.1**	**456.6**	**1,054.8**	**1,330.7**	**1,795.8**
영업이익률(%)	5.9	10.4	18.0	19.1	22.0
금융손익	0.4	23.3	38.4	50.5	86.5
종속/관계기업손익	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-29.4	29.8	-75.6	-97.6	-103.8
세전계속사업이익	180.8	509.6	1,017.6	1,283.7	1,778.4
법인세비용	24.1	104.3	234.8	269.6	373.5
당기순이익	**156.8**	**405.3**	**782.8**	**1,014.1**	**1,405.0**
지배주주지분 순이익	161.0	406.9	786.1	1,017.9	1,410.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**734.2**	**142.5**	**916.5**	**1,123.5**	**1,510.9**
당기순이익(손실)	156.8	405.3	782.8	1,014.1	1,405.0
유형자산상각비	27.4	32.6	39.9	45.6	47.3
무형자산상각비	12.6	14.4	19.0	20.3	21.5
운전자본의 증감	437.4	-541.1	-58.7	43.5	37.1
투자활동 현금흐름	**-270.4**	**232.6**	**-215.1**	**-236.3**	**-233.8**
유형자산의증가(CAPEX)	-54.7	-81.0	-130.7	-126.0	-133.0
투자자산의감소(증가)	-3.2	-0.8	-18.9	-5.6	-4.8
재무활동 현금흐름	**-576.3**	**-299.7**	**-291.1**	**-124.8**	**-64.5**
차입금의 증감	-561.3	-243.9	-275.5	-86.6	-20.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-109.9	76.1	410.5	762.4	1,212.6
기초현금	506.0	396.1	472.3	882.7	1,645.2
기말현금	396.1	472.3	882.7	1,645.2	2,857.8

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,690.2	3,686.3	4,677.0	6,294.2	8,236.3
현금및현금성자산	396.1	472.3	882.7	1,645.2	2,857.8
매출채권	339.2	909.4	745.9	913.9	1,057.3
재고자산	268.7	315.6	402.4	493.1	570.5
비유동자산	1,551.3	1,599.1	2,118.5	2,209.2	2,306.2
유형자산	1,234.4	1,292.0	1,812.7	1,893.1	1,978.8
무형자산	92.1	104.1	105.9	110.7	117.2
투자자산	54.5	55.2	74.0	79.6	84.4
자산총계	**5,241.5**	**5,285.4**	**6,795.4**	**8,503.4**	**10,542.5**
유동부채	3,204.7	3,019.9	3,282.1	3,921.7	4,520.7
매입채무	465.1	432.0	562.2	688.8	796.9
단기차입금	82.6	60.4	62.4	14.4	26.4
유동성장기부채	252.5	262.0	-10.0	-50.0	-84.0
비유동부채	389.8	256.5	427.3	519.7	598.6
사채	114.7	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	131.5	2.6	2.6	2.6	2.6
부채총계	**3,594.5**	**3,276.3**	**3,709.4**	**4,441.4**	**5,119.3**
자본금	545.7	545.7	545.7	545.7	545.7
자본잉여금	519.8	519.8	519.8	519.8	519.8
기타포괄이익누계액	297.1	290.8	605.6	605.6	605.6
이익잉여금	317.2	688.6	1,455.6	2,435.3	3,801.7
비지배주주지분	-32.9	-35.9	-40.7	-44.5	-49.6
자본총계	**1,647.0**	**2,009.1**	**3,086.1**	**4,062.0**	**5,423.3**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	32,869	40,100	53,757	63,762	74,686
EPS(지배주주)	1,475	3,728	7,203	9,326	12,919
CFPS	2,864	6,298	10,107	11,903	16,133
EBITDAPS	2,290	4,614	10,204	12,797	17,084
BPS	15,391	18,737	28,649	37,625	50,144
DPS	100	200	350	400	550
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	18.0	13.3	26.1	23.4	16.9
PCR	9.3	7.9	18.6	18.4	13.5
PSR	0.8	1.2	3.5	3.4	2.9
PBR	1.7	2.7	6.6	5.8	4.4
EBITDA(십억원)	250.0	503.6	1,113.7	1,396.6	1,864.6
EV/EBITDA	9.8	9.9	17.3	15.5	10.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.1	21.8	30.4	28.1	29.4
EBITDA 이익률	7.0	11.5	19.0	20.1	22.9
부채비율	218.2	163.1	120.2	109.3	94.4
금융비용부담률	0.8	0.4	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	7.3	27.5	136.4	895.1	-1,842.7
매출채권회전율(x)	11.8	7.0	7.1	8.4	8.3
재고자산회전율(x)	14.2	15.0	16.3	15.5	15.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

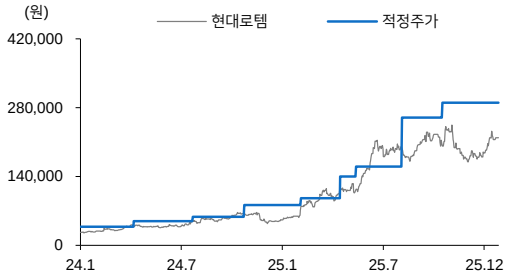
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025 년 12 월 31 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대로템 (064350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.10.27	기업브리프	Buy	38,000	이지호	-23.5	10.1
2024.04.15	기업브리프	Buy	49,000	이지호	-19.2	-2.1
2024.07.29	기업브리프	Buy	58,000	이지호	-5.6	15.7
2024.10.29	기업브리프	Buy	82,000	이지호	-31.6	-12.8
2025.02.07	기업브리프	Buy	96,000	이지호	-0.6	20.5
2025.04.18	기업브리프	Buy	140,000	이지호	-19.4	-10.4
2025.05.16	기업브리프	Buy	160,000	이지호	11.7	33.8
2025.08.06	기업브리프	Buy	260,000	이지호	-22.3	-11.5
2025.10.17	기업브리프	Buy	290,000	이지호	-	-

주가 및 적정주가 변동추이