

현대로템 (064350)

싹표에서 찾은 성장의 증거

방위산업/로봇
Analyst 이지호
jiholee@meritz.co.kr
RA 김아현
ahyun.kim@meritz.co.kr

4Q25P Review: 컨센서스 하회, 그러나 성장에 대한 우려는 일부 해소

동사는 4Q25 매출액 1.63조원, 영업이익 2,675억원(OPM 16.5%)을 기록, 영업이익 컨센서스를 약 -16% 하회하는 실적을 기록했다. 컨센서스 하회의 주요 원인은 폴란드항 K2 1차 사업 종료와 2차 사업 전환에 따른 일시적인 매출 하락 영향으로 추정된다. 2차 사업의 초기 단계에서 발생한 추가 비용의 영향이 이어지며 디펜스솔루션의 부문 OPM은 전분기와 유사한 약 28%(수출 OPM 35%)를 기록했으며, 이 영향은 1H26까지 지속될 것으로 예상된다. 이번 실적에서 폴란드 1차 사업의 기여도가 낮았음에도 불구하고 견조한 수출 매출과 이익률이 확인되었기에 2026년 YoY 실적 성장에 대한 우려는 점차 줄어들 것으로 전망되며, 2차 사업 초기 비용 영향이 종료되는 2H26부터는 본격적인 수익성 성장이 기대된다.

수주 시점은 지연될 수 있으나, 방향성은 더욱 뚜렷해지는 중

올해 대규모 수주 파이프라인들이 대기하고 있어 수주잔고 성장에 대한 기대감이 높다. 이라크(약 9조원/K2 250대)와 페루(약 3조원/K2 54대&장갑차 195대) 계약은 현지 총리 임명 및 정권 교체에 따른 내각 구성 등 정치적 이슈로 인해 당초 예상보다 계약 체결이 지연될 가능성이 높아 아쉬움을 남겼지만 수주 자체의 가시성에 대한 우려는 없는 상황이다. 루마니아 사업(약 11조원/K2 216대)의 경우 EU SAFE에서 조달된 자금이 전차 사업에 투입되지 않을 것으로 보여 Buy European에 얽매이지 않고 유럽 외 지역에서 전차를 도입할 수 있는 명분을 확보, 동사의 수주 기대감이 점차 높아질 전망이다.

투자 의견 Buy, 적정주가 29만원 유지

국내 방산업종은 연초부터 미국의 국방비 증액 의지 확인되며 미국향 수출 가능성이 높은 기업들이 주가 강세를 보였다. 이에 동사는 상대적으로 소외되며 연초 대비 수익률 +22% 수준으로 상대적으로 낮은 성과를 기록 중이다. 이에 동사의 밸류에이션 매력도(26E PER 28배 Vs. 국내 평균 39배, 유럽 평균 32배)가 부각되는 구간이다. 연간 실적 성장에 대한 우려가 일부 해소된 데에 더해, 연중 수주 모멘텀 또한 강해지고 있어 연중 긍정적인 주가 흐름을 기대한다.

Meritz Research 2026. 2. 2

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	290,000원
현재주가 (1.30)	230,500원
상승여력	25.8%

KOSPI	5,224.36pt
시가총액	251,573억원
발행주식수	10,914만주
유동주식비율	66.23%
외국인비중	33.49%
52주 최고/최저가	244,500원/56,900원
평균거래대금	1,475.0억원

주요주주(%)

현대자동차 외 3인	33.77
국민연금공단	8.08

주가상승률 (%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.7	16.1	289.4
상대주가	-1.0	-27.7	89.1

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	5,839.0	1,005.6	770.0	7,055	89.2	28,500	26.6	6.6	18.2	29.9	118.7
2026E	6,846.0	1,190.2	898.8	8,235	16.7	36,385	28.0	6.3	18.4	25.4	111.7
2027E	8,461.8	1,636.2	1,270.0	11,636	41.3	47,622	19.8	4.8	12.9	27.7	110.6

표1 4Q25P 분기 실적, 영업이익 컨센서스 -16% 하회

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,625.6	1,440.8	12.8	1,619.6	0.4	1,653.7	-1.7	1,736.9	-6.4
영업이익	267.5	161.7	65.4	277.7	-3.7	316.6	-15.5	320.1	-16.4
세전이익	287.6	190.5	51.0	262.8	9.4	300.9	-4.4	333.8	-13.8
지배순이익	222.4	145.2	53.2	198.5	12.1	238.6	-6.8	247.0	-9.9
영업이익률(%)	16.5	11.2		17.1		19.1		18.4	
세전이익률(%)	17.7	13.2		16.2		18.2		19.2	
순이익률(%)	13.7	10.1		12.3		14.4		14.2	

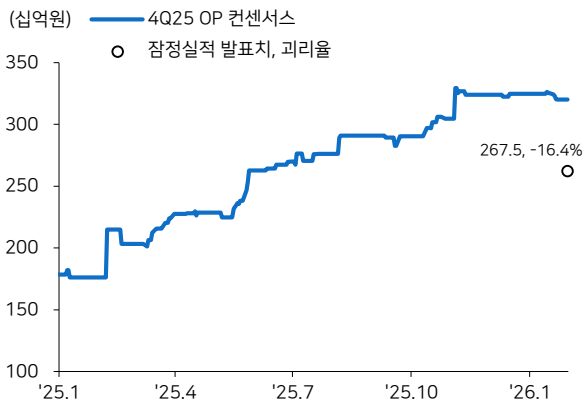
자료: 현대로템, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025년 연간 실적, 컨센서스에 부합

(십억원)	2025P	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,743.0	4,376.6	31.2	5,867.1	-2.1	5,839.0	-1.6
영업이익	983.2	456.6	115.3	1,054.9	-6.8	1,005.6	-2.2
세전이익	982.5	509.6	92.8	1,017.7	-3.5	1,004.3	-2.2
지배순이익	768.7	406.9	88.9	786.1	-2.2	770.0	-0.2
영업이익률(%)	17.1	10.4		18.0		17.2	
세전이익률(%)	17.1	11.6		17.3		17.2	
순이익률(%)	13.4	9.3		13.4		13.2	

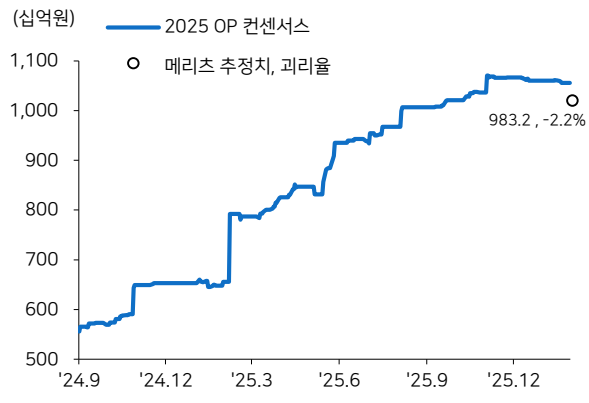
자료: 현대로템, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25P 분기 영업이익, 컨센서스 -16% 하회 기록



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025년 연간 영업이익, 컨센서스 -2% 하회 기록



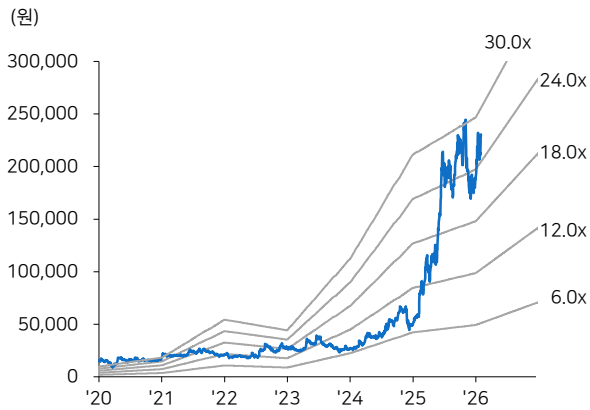
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 현대로템 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출액	1,176.1	1,417.6	1,619.6	1,625.6	1,395.0	1,628.3	1,816.9	2,005.9	5,839.0	6,846.0	8,461.8
레일솔루션	402.5	527.4	540.6	619.1	439.3	535.4	619.0	734.2	2,089.6	2,327.9	2,667.0
디펜스솔루션	658.0	761.4	936.1	859.9	810.0	948.3	1,066.9	1,126.2	3,215.4	3,951.4	5,223.9
एको플랜트	115.6	128.9	142.9	146.6	145.6	144.5	131.0	145.5	534.0	566.7	570.9
영업이익	202.9	257.6	277.7	267.5	237.9	281.8	320.6	349.9	1,005.6	1,190.2	1,636.2
% OP	17.2%	18.2%	17.1%	16.5%	17.1%	17.3%	17.6%	17.4%	17.2%	17.4%	19.3%
세전이익	202.6	251.2	262.8	287.6	223.6	268.1	308.1	340.9	1,004.3	1,140.7	1,612.6
순이익(지배)	158.4	190.6	198.5	222.4	176.7	211.4	242.6	268.1	769.9	898.8	1,270.0
% YoY											
매출액	57.3	29.5	48.1	12.8	18.6	14.9	12.2	23.4	33.4	17.2	23.6
영업이익	354.0	128.4	102.1	65.4	17.3	9.4	15.4	30.8	120.3	18.4	37.5
세전이익	272.9	91.4	96.9	51.0	10.4	6.7	17.2	18.5	97.1	13.6	41.4
순이익(지배)	181.6	88.1	90.5	53.2	11.6	10.9	22.2	20.5	89.2	16.7	41.3
% QoQ											
매출액	-18.4	20.5	14.2	0.4	-14.2	16.7	11.6	10.4			
영업이익	25.5	27.0	7.8	-3.7	-11.1	18.4	13.8	9.2			
세전이익	6.4	24.0	4.6	9.4	-22.2	19.9	14.9	10.6			
순이익(지배)	9.1	20.4	4.1	12.1	-20.6	19.7	14.7	10.5			

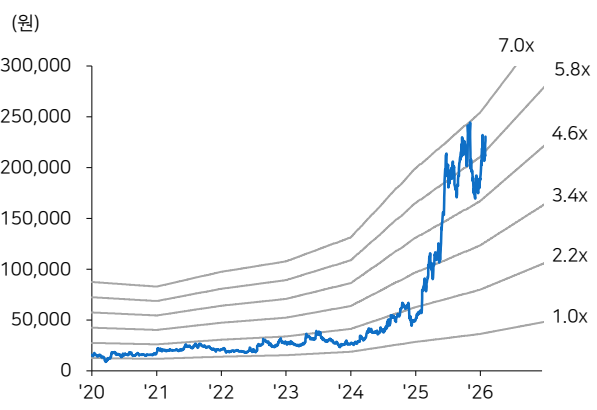
자료: 현대로템, 메리츠증권 리서치센터

그림3 현대로템 12M Fwd PER 밴드 차트



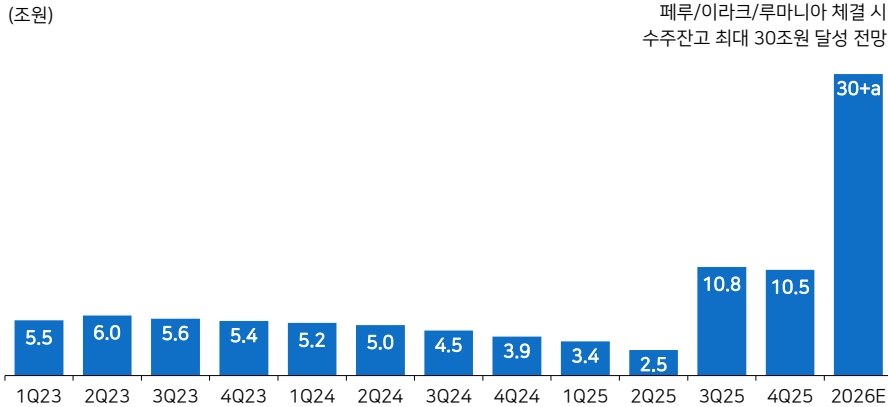
자료: 메리츠증권 리서치센터

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 (십억달러)	주가 변화율(%)			P/E (배)			P/B (배)			ROE (%)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
국내	현대로템	17.3	21.6	-1.1	21.6	26.6	28.2	19.9	6.6	6.4	4.9	29.9	25.4	27.7
	한화에어로스페이스	46.3	36.4	31.3	36.4	45.6	27.1	22.1	7.3	5.9	4.7	21.7	24.2	24.1
	한국항공우주	11.3	46.2	61.1	46.2	78.4	43.2	31.1	8.8	7.5	6.4	11.6	19.0	22.4
	LIG넥스원	7.4	13.9	-6.8	13.9	35.0	27.7	20.5	7.3	6.0	4.7	23.0	24.3	26.3
	한화시스템	12.0	68.9	53.4	68.9	66.3	67.6	51.0	4.7	4.4	4.1	8.3	7.2	8.6
	평균					50.4	38.8	28.9	6.9	6.0	5.0	18.9	20.0	21.8
북미	Raytheon	269.4	9.6	12.6	9.6	32.4	29.5	26.6	4.2	3.9	3.8	13.2	13.6	14.2
	Lockheed Martin	145.9	31.1	28.9	31.1	29.2	21.4	19.9	25.2	17.4	15.2	83.8	94.3	86.2
	Northrop Grumman	98.2	21.4	18.6	21.4	26.6	24.5	22.7	6.2	5.3	5.0	23.9	22.7	22.2
	General Dynamics	94.9	4.3	1.8	4.3	22.8	21.3	19.1	3.8	3.5	3.3	18.1	17.1	17.9
	L3Harris	64.1	16.8	18.6	16.8	32.2	27.9	23.9	3.3	3.1	3.0	10.4	12.1	13.5
	Oshkosh	9.1	14.5	16.7	14.5	13.2	12.2	10.0	2.0	1.8	1.6	16.0	15.6	17.2
	Textron	15.5	1.0	9.0	1.0	14.4	13.5	11.8	2.1	1.9	1.7	14.3	13.2	14.2
평균					24.4	21.5	19.1	6.7	5.3	4.8	25.7	27.0	26.5	
유럽	Airbus	181.9	-2.5	-9.4	-2.5	30.3	24.6	20.4	6.9	5.8	4.9	23.7	25.1	25.6
	Safran	149.5	1.2	-2.2	1.2	36.2	28.5	24.7	11.0	8.9	7.7	32.2	32.0	31.6
	SAAB	42.4	29.0	32.3	29.0	64.4	51.6	40.5	9.1	8.0	6.9	15.2	16.5	18.2
	BAE Systems	81.2	15.2	5.5	15.2	26.1	23.4	21.0	4.8	4.5	4.2	18.0	18.8	19.6
	Thales	62.6	11.4	3.7	11.4	26.9	23.3	20.6	6.5	5.8	5.2	23.8	23.9	24.2
	Dassault	37.0	-2.6	-5.7	-2.6	17.6	17.0	15.6	3.3	2.9	2.7	17.1	16.6	16.5
	Rheinmetall	97.3	14.1	4.7	14.1	66.9	43.0	29.0	15.2	12.0	9.1	24.4	29.4	34.1
	Hensoldt	11.5	14.0	-9.3	14.0	56.7	45.3	35.0	10.0	8.9	7.6	17.2	19.5	22.7
	Leonardo	38.6	14.5	10.7	14.5	29.3	24.5	21.0	3.3	3.1	2.8	11.0	12.1	13.0
	Kongsberg Gruppen	30.2	27.8	27.6	27.8	37.0	36.0	30.3	13.7	11.8	10.2	34.2	34.2	34.7
	평균					39.2	31.7	25.8	8.4	7.2	6.1	21.7	22.8	24.0

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	5,839.0	6,846.0	8,461.8
매출액증가율(%)	13.4	22.0	33.4	17.2	23.6
매출원가	3,123.0	3,547.6	4,422.4	5,171.4	6,225.9
매출총이익	464.4	829.1	1,416.6	1,674.6	2,235.9
판매관리비	254.4	372.5	411.0	484.4	599.7
영업이익	210.1	456.6	1,005.6	1,190.2	1,636.2
영업이익률(%)	5.9	10.4	17.2	17.4	19.3
금융손익	0.4	23.3	38.3	48.1	80.2
중속/관계기업손익	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-29.4	29.8	-39.6	-97.6	-103.8
세전계속사업이익	180.8	509.6	1,004.3	1,140.8	1,612.6
법인세비용	24.1	104.3	233.8	239.6	338.7
당기순이익	156.8	405.3	770.5	901.2	1,274.0
지배주주지분 순이익	161.0	406.9	770.0	898.8	1,270.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	734.2	142.5	900.9	1,011.5	1,413.8
당기순이익(손실)	156.8	405.3	770.5	901.2	1,274.0
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	-61.9	44.4	71.1
투자활동 현금흐름	-270.4	232.6	-208.6	-238.0	-300.4
유형자산의증가(CAPEX)	-54.7	-81.0	-130.7	-126.0	-133.0
투자자산의감소(증가)	-3.2	-0.8	-18.5	-5.7	-9.2
재무활동 현금흐름	-576.3	-299.7	-291.2	-124.8	-63.4
차입금의 증감	-561.3	-243.9	-275.6	-86.6	-19.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-109.9	76.1	401.2	648.7	1,050.1
기초현금	506.0	396.1	472.3	873.5	1,522.2
기말현금	396.1	472.3	873.5	1,522.2	2,572.2

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,690.2	3,686.3	4,603.2	6,124.4	8,571.7
현금및현금성자산	396.1	472.3	873.5	1,522.2	2,572.2
매출채권	339.2	909.4	733.2	904.7	1,179.4
재고자산	268.7	315.6	395.6	488.1	636.3
비유동자산	1,551.3	1,599.1	2,118.1	2,208.9	2,310.3
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	73.6	79.3	88.5
자산총계	5,241.5	5,285.4	6,721.3	8,333.3	10,882.0
유동부채	3,204.7	3,019.9	3,227.2	3,881.9	5,049.3
매입채무	465.1	432.0	552.6	681.9	888.9
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	420.3	514.7	665.7
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	3,647.6	4,396.5	5,715.0
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	1,439.4	2,300.0	3,526.4
비지배주주지분	-32.9	-35.9	-36.8	-34.4	-30.5
자본총계	1,647.0	2,009.1	3,073.7	3,936.7	5,167.0

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	32,869	40,100	53,499	62,726	77,530
EPS(지배주주)	1,475	3,728	7,055	8,235	11,636
CFPS	2,864	6,298	9,985	10,615	14,671
EBITDAPS	2,290	4,614	9,753	11,509	15,622
BPS	15,391	18,737	28,500	36,385	47,622
DPS	100	200	350	400	550
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	18.0	13.3	26.6	28.0	19.8
PCR	9.3	7.9	18.8	21.7	15.7
PSR	0.8	1.2	3.5	3.7	3.0
PBR	1.7	2.7	6.6	6.3	4.8
EBITDA(십억원)	250.0	503.6	1,064.5	1,256.1	1,705.0
EV/EBITDA	9.8	9.9	18.2	18.4	12.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.1	21.8	29.9	25.4	27.7
EBITDA 이익률	7.0	11.5	18.2	18.3	20.1
부채비율	218.2	163.1	118.7	111.7	110.6
금융비용부담률	0.8	0.4	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	7.3	27.5	130.1	803.3	-1,691.6
매출채권회전율(x)	11.8	7.0	7.1	8.4	8.1
재고자산회전율(x)	14.2	15.0	16.4	15.5	15.1

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

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

현대로템 (064350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.02.01	기업브리프	Buy	38,000	이지호	-14.2	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	-	-	