



현대로템 (064350)

[4Q25 Review] 상저하고의 2026년 예상

▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(유지): 290,000원

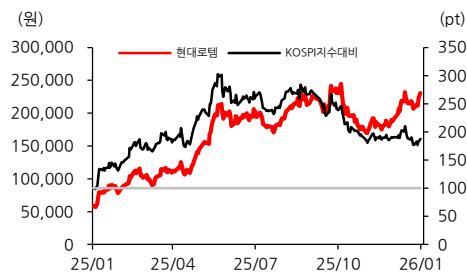
현재 주가(1/30)	230,500원
상승여력	▲25.8%
시가총액	251,573억원
발행주식수	109,142천주
52 주 최고가 / 최저가	244,500 / 56,900원
90 일 일평균 거래대금	1,501.69억원
외국인 지분율	33.5%
주주 구성	
현대자동차 (외 3 인)	33.8%
국민연금공단	8.1%
김형욱	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	22.7	-0.4	16.1	289.4
상대수익률(KOSPI)	-1.3	-28.3	-44.4	183.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,377	5,839	6,543	7,580
영업이익	457	1,006	1,201	1,526
EBITDA	504	1,116	1,487	1,818
지배주주순이익	407	770	921	1,233
EPS	3,728	7,055	8,440	11,301
순차입금	-419	-1,157	-1,207	-1,815
PER	13.3	13.1	27.3	20.4
PBR	2.7	3.2	6.3	4.8
EV/EBITDA	9.9	8.0	16.1	12.8
배당수익률	0.4	0.3	0.1	0.1
ROE	21.8	29.9	25.9	26.8

주가 추이



4Q25 Review: 영업이익 시장 기대치 하회

현대로템은 4분기 매출액 1조 6,256억원(YoY +12.8%, 이하 YoY), 영업이익 2,675억원(+65.4%, OPM 16.5%)을 시현했다. 영업이익 기준 컨센서스를 약 16% 하회했다. 시장 기대치 하회의 가장 큰 요인은 디펜스 부문의 매출액 YoY, QoQ 감소다. 4분기 디펜스 부문은 매출액 8,599억원(-4.3%), 영업이익 2,541억원(-14%, OPM 29.5%)을 기록한 것으로 추정한다. 특히, 수출 매출은 폴란드 1차 실행계약 관련 매출 인식이 마무리 단계에 접어들어 따라 2차 계약 관련 매출이 일부 발생했음에도 기존 예상 대비 부진했던 것으로 판단한다.

상저하고의 2026년 예상

4분기 디펜스 매출 내 수출 비중은 73%(수출 매출 6,277억원), 수출 OPM은 36%(3분기 35% 추정)를 기록한 것으로 추정한다. 폴란드 2차 관련 예비비 등 초기 비용이 발생한 영향으로 3분기에 이어 4분기에도 수출 OPM이 상반기(40% 내외 추정) 대비 낮았을 것으로 판단한다. 그러나 연속 생산을 통해 기존 우려 대비 EC2 사업 초기 수익성 훼손은 제한적(수출 OPM 35% 이상으로 방어)인 것으로 해석한다. 2026년은 하반기로 갈수록 디펜스 수출 부문 수익성이 회복되면서 상저하고의 실적 흐름을 기록할 것으로 전망한다.

여전히 강력한 수출 파이프라인

올해 폴란드 EC2 K2GF 인도 대수와 무관하게 수출용 K2 전차를 80대 이상 생산할 수 있을 것이라는 기존 전망을 유지한다. 그러나 이후에도 수출용 전차 생산량을 늘려가기 위해서는 추가 수출 계약이 필요하다. 추가 수출 파이프라인은 여전히 강력하다. ①페루(K2 전차 54대 및 차륜형 장갑차 141대 연내 본계약 체결 전망), ②이라크(내각 구성 마무리된 이후 논의 가속화 예상), ③루마니아(연내 입찰 공고 예상), ④폴란드 EC3 등 다수의 수출 계약을 기대해 볼 수 있는 상황이다.

투자의견 Buy, 목표주가 290,000원 유지

투자의견과 목표주가를 유지한다. 계약 시기를 특정할 수는 없겠으나 '26년은 대형 수출 모멘텀이 다시금 주목받는 해가 될 것으로 기대한다. 현재 방산 업종 내 밸류에이션 부담도 상대적으로 덜하다.

[표1] 현대로템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,176	1,418	1,620	1,626	1,324	1,568	1,728	1,922	4,377	5,839	6,543	7,580
디펜스솔루션	658	761	936	860	753	870	950	1,076	2,365	3,215	3,650	4,166
내수	188	242	228	232	217	290	258	262	774	891	1,027	1,266
수출	470	519	708	628	536	581	692	814	1,592	2,325	2,622	2,901
레일솔루션	403	527	541	619	445	569	635	704	1,496	2,090	2,353	2,865
에코플랜트	116	129	143	147	126	129	144	142	516	534	540	549
영업이익	203	258	278	267	219	259	317	406	457	1,006	1,201	1,526
영업이익률	17.2	18.2	17.1	16.5	16.5	16.5	18.3	21.1	10.4	17.2	18.3	20.1
디펜스솔루션	194	248	264	254	202	236	290	369	563	960	1,097	1,344
영업이익률	29.5	32.6	28.2	29.5	26.8	27.1	30.6	34.3	23.8	29.8	30.1	32.3
레일솔루션	5	6	7	9	12	19	20	30	-123	26	82	169
영업이익률	1.2	1.1	1.3	1.4	2.8	3.3	3.2	4.3	-8.2	1.3	3.5	5.9
에코플랜트	4	4	7	5	5	5	6	6	17	20	22	13
영업이익률	3.5	3.1	4.8	3.3	3.9	3.6	4.2	4.4	3.2	3.7	4.0	2.3
YoY 성장률												
매출액	57.3	29.5	48.1	12.8	12.6	10.6	6.7	18.2	22.0	33.4	12.1	15.9
디펜스솔루션	106.9	34.9	60.1	-4.3	14.5	14.3	1.5	25.1	49.9	35.9	13.5	14.2
레일솔루션	45.6	34.7	32.4	47.6	10.6	8.0	17.4	13.7	-3.7	39.7	12.6	21.8
에코플랜트	-24.6	-7.0	42.2	18.9	8.6	-0.1	0.5	-3.0	13.2	3.5	1.2	1.6
영업이익	354.0	128.4	102.1	65.4	8.0	0.6	14.1	51.6	117.3	120.3	19.4	27.1

주: 4분기 디펜스솔루션 내수/수출 매출 및 각 사업부 영업이익률은 당사 추정치

자료: 현대로템, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 현대로템 2025년 4분기 실적

(단위: 십억 원, %)

회사잠정 (십억원)	4Q25P	당사 추정치 대비		전년 동기 대비(YoY)		전분기 대비(QoQ)		시장 컨센서스 대비	
		4Q25E	차이(%)	4Q24	차이(%)	3Q25	차이(%)	4Q25E	차이(%)
매출액	1,625.6	1,741.3	-6.6	1,440.8	12.8	1,619.6	0.4	1,736.9	-6.4
영업이익	267.5	309.6	-13.6	161.7	65.4	277.7	-3.7	320.1	-16.4
순이익	225.4	233.0	-3.3	145.0	55.4	198.4	13.6	276.0	-18.3
이익률(%)									
영업이익	16.5	17.8	-1.3%p	11.2	5.2%p	17.1	-0.7%p	18.4	-2.0%p
순이익	13.9	13.4	0.5%p	10.1	3.8%p	12.2	1.6%p	15.9	-2.0%p

자료: 현대로템, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	3,587	4,377	5,839	6,543	7,580
매출총이익	464	829	1,392	1,665	2,031
영업이익	210	457	1,006	1,201	1,526
EBITDA	250	504	1,116	1,487	1,818
순이자손익	0	12	26	25	36
외화관련손익	0	0	-18	-52	-52
지분법손익	1	0	0	0	0
세전계속사업손익	181	510	1,004	1,157	1,501
당기순이익	157	405	771	921	1,233
지배주주순이익	161	407	770	921	1,233
증가율(%)					
매출액	13.4	22.0	33.4	12.1	15.9
영업이익	42.4	117.4	120.3	19.4	27.1
EBITDA	34.5	101.4	121.6	33.3	22.2
순이익	-19.4	158.5	90.1	19.5	33.9
이익률(%)					
매출총이익률	12.9	18.9	23.8	25.4	26.8
영업이익률	5.9	10.4	17.2	18.3	20.1
EBITDA 이익률	7.0	11.5	19.1	22.7	24.0
세전이익률	5.0	11.6	17.2	17.7	19.8
순이익률	4.4	9.3	13.2	14.1	16.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금흐름	734	142	982	510	1,058
당기순이익	157	405	771	921	1,233
자산상각비	40	47	110	287	292
운전자본증감	437	-541	-29	-698	-468
매출채권 감소(증가)	-93	-552	152	-539	-324
재고자산 감소(증가)	131	-153	-29	-173	-108
매입채무 증가(감소)	212	77	178	14	-36
투자현금흐름	-270	233	-278	-432	-417
유형자산처분(취득)	-54	-81	-171	-291	-281
무형자산 감소(증가)	-26	-30	-52	-134	-130
투자자산 감소(증가)	-201	325	-72	0	0
재무현금흐름	-576	-300	-304	-65	-33
차입금의 증가(감소)	-580	-291	-286	-38	0
자본의 증가(감소)	0	-11	-22	-27	-33
배당금의 지급	0	-11	-22	-27	-33
총현금흐름	313	687	1,084	1,208	1,526
(-)운전자본증가(감소)	-722	409	-46	698	468
(-)설비투자	55	81	171	291	281
(+)자산매각	-26	-30	-51	-134	-130
Free Cash Flow	954	168	907	84	647
(-)기타투자	274	114	58	6	6
잉여현금	681	54	850	78	640
NOPLAT	182	363	772	955	1,252
(+) Dep	40	47	110	287	292
(-)운전자본투자	-722	409	-46	698	468
(-)Capex	55	81	171	291	281
OpFCF	890	-80	756	252	796

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	3,690	3,686	4,580	5,309	6,354
현금성자산	1,008	770	1,219	1,232	1,839
매출채권	405	965	844	1,383	1,707
재고자산	269	316	344	518	626
비유동자산	1,551	1,599	2,137	2,282	2,407
투자자산	225	203	201	207	213
유형자산	1,234	1,292	1,811	1,878	1,929
무형자산	92	104	125	198	264
자산총계	5,241	5,285	6,717	7,591	8,761
유동부채	3,205	3,020	3,227	3,208	3,177
매입채무	1,012	670	939	953	917
유동성이자부채	339	329	45	7	7
비유동부채	390	256	419	419	419
비유동이자부채	256	22	17	17	17
부채총계	3,595	3,276	3,646	3,627	3,595
자본금	546	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520	520
이익잉여금	317	689	1,439	2,333	3,534
자본조정	297	291	606	606	606
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,647	2,009	3,071	3,965	5,165

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당지표					
EPS	1,475	3,728	7,055	8,440	11,301
BPS	15,391	18,737	28,501	36,690	47,691
DPS	100	200	250	300	300
CFPS	2,864	6,298	9,933	11,067	13,980
ROA(%)	3.2	7.7	12.8	12.9	15.1
ROE(%)	10.1	21.8	29.9	25.9	26.8
ROIC(%)	12.6	26.6	45.3	41.8	41.7
Multiples(x, %)					
PER	18.0	13.3	13.1	27.3	20.4
PBR	1.7	2.7	3.2	6.3	4.8
PSR	0.8	1.2	1.7	3.8	3.3
PCR	9.3	7.9	9.3	20.8	16.5
EV/EBITDA	10.0	9.9	8.0	16.1	12.8
배당수익률	0.4	0.4	0.3	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	218.2	163.1	118.7	91.5	69.6
Net debt/Equity	-25.1	-20.9	-37.7	-30.4	-35.1
Net debt/EBITDA	-165.4	-83.3	-103.7	-81.2	-99.8
유동비율	115.1	122.1	141.9	165.5	200.0
이자보상배율(배)	7.3	27.5	133.6	427.5	541.9
자산구조(%)					
투자자본	49.0	61.3	56.8	65.3	61.7
현금+투자자산	51.0	38.7	43.2	34.7	38.3
자본구조(%)					
차입금	26.5	14.9	2.0	0.6	0.5
자기자본	73.5	85.1	98.0	99.4	99.5

[Compliance Notice]

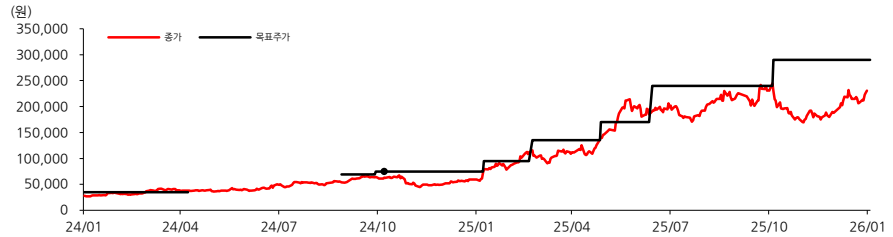
(공표일: 2026년 2월 2일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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]



[투자 의견 변동 내역]

일 자	2016.08.12	2023.05.17	2023.08.24	2023.11.10	2023.11.28	2024.09.27
투자 의견	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
투자 의견	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	2026.02.02		
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	240,000	240,000	290,000	290,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	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: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%