

# 현대로템 (064350)

## 4Q25: 걱정하지 마세요

### 4분기 매출 1조 6,256억원/영업이익 2,674억원

현대로템의 25년 4분기 매출은 1조 6,256억원/영업이익은 2,674억원(OPM 13.5%)로 컨센서스(1조 7,369억원/3,201억원) 및 당사 추정치(1조 7,304억원/2,985억원)대비 매출 및 영업이익 모두 각각 -6.4%/-31.7%, -6.1%/-26.7%를 하회하는 실적을 기록하였다. 전사 매출은 3분기 대비 소폭 증가하였으나 디펜스솔루션부문의 매출이 -8.1% 감소하였으며 레일솔루션 부문의 매출 증가가 이를 만회하였다. 디펜스솔루션 부문의 주요 매출인 폴란드 K2 인도수량은 20대로 3분기 28대보다 감소하였다. 폴란드 K2는 진행률 매출로 인식하고 있어 인도 대수와 실적이 정비례하지는 않으나, 4분기 인도로 폴란드 EC1 물량의 인도가 종료됨에 따라 매출 불륨이 감소하였을 것으로 추정되며 이익률이 높은 디펜스솔루션 부문의 매출 감소에 따라 전사 영업이익 또한 일시적으로 감소 영향을 받았을 것으로 추정된다.

### 분기 실적에 크게 의미를 두지 않는 이유

분기 실적은 시장 기대에 다소 못미쳤지만 실망할 필요는 없다. 25년으로 폴란드 K2전차 EC1 계약(180대)의 인도가 성공적으로 마무리되었으며 26년부터는 EC2 계약(180대)의 인도가 시작된다. EC2의 180대 중 116대가 국내 생산 예정인 바 최소한 2026년에는 생산속도가 늦춰질 가능성이 사실상 없으며 이에 따라 실적 공백 또한 없을 전망이다. 일각에서는 여전히 계약상으로 기재된 26년 EC2 인도 물량이 31대에 불과함을 우려하고 있으나, 이는 아직 수정되지 않은 페이퍼상의 숫자일 뿐 실제로 폴란드는 납품 공백이 없이 전차를 인도받기를 원하고 있어 현대로템과 협의를 진행 중에 있으며, 실제 인도 물량은 25년 이상일 것으로 전망한다. 또한 후속 계약(EC3~EC6) 또한 이행 의지가 강력한 바 폴란드형 K2 물량은 당분간 감소 걱정을 하지 않아도 될 것으로 보인다. 다만 현지 생산이 시작될 EC2물량의 후반부(27년 예상)부터는 현지 공장의 ramp-up 속도가 실적에 영향을 미칠 가능성이 있으나 벌써부터 걱정할 단계는 아니다.

### 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 320,000원 하향, 방위산업 Top Picks 유지

한화에어로스페이스와 함께 여전히 방위산업 Top Picks와 투자 의견 BUY를 유지한다. 다만 2025년 4분기의 실적 하락을 감안하여 25년과 26년의 영업이익 추정치를 각각 -1.1%p, -0.7%p 하향하고 목표주가를 320,000원으로 -5.8% 하향했다. 동종사에 비해 주력 방산제품이 단일품목으로 구성되어 대규모의 수주소식이 자주 들리지 않는 점이 주가에 다소 부담으로 작용하고 있으나, 26년에는 반가운 소식이 있을 것으로 기대한다. 시장이 기다리고 있는 이라크 K2전차 수주 관련, 지난해 11월 이라크 총선 이후 내각 구성이 늦어지고 있는 점이 수주 지연의 원인으로 꼽히고 있는데, 최근 트럼프가 이라크 내각 구성에 대하여 친 이란 정권 인사를 포함하지 못하도록 압박을 가하면서 내각 출범에 난항을 겪고 있는 바 다소 시일이 걸릴 수 있을 전망이다. 그러나 중동형 K2(K2ME)는 이미 개발이 완료되었으며 현지 테스트만을 남겨놓고 있고, 현재의 정치적 상황이 개선되면 계약은 금물살을 타 빠르면 상반기 중 수주 가능성을 높게 본다. 유럽의 전차 생산 능력은 아직도 유의미한 증가를 보이고 있지 못한 바 향후 현대로템을 향한 유럽의 러브콜 가능성도 여전히 높게 열려 있다.

## Company Brief

# Buy (Maintain)

목표주가(12M)	320,000원(하향)
증가(2026.01.30)	230,500원
상승여력	38.8%

### Stock Indicator

자본금	546십억원
발행주식수	10,914만주
시가총액	25,157십억원
외국인지분율	33.6%
52주 주가	56,900~244,500원
60일평균거래량	737,937주
60일평균거래대금	147.5십억원

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

### Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	4,377	5,839	7,448	9,247
영업이익(십억원)	457	957	1,184	1,480
순이익(십억원)	407	783	964	1,210
EPS(원)	3,728	7,170	8,833	11,091
BPS(원)	18,737	25,372	33,622	44,072
PER(배)	13.3	32.1	26.1	20.8
PBR(배)	2.7	9.1	6.9	5.2
ROE(%)	21.8	32.5	29.9	28.6
배당수익률(%)	0.4	0.1	0.1	0.2
EV/EBITDA(배)	9.9	24.1	19.3	15.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

표1. 현대로템 연간 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출	3,587.4	4,376.6	5,839.0	7,448.3	9,246.6
디펜스솔루션	1,578.0	2,365.2	3,215.3	4,433.2	6,212.5
레이솔루션	1,553.6	1,495.6	2,089.6	2,397.8	2,412.9
에코플랜트	455.7	515.8	534.1	617.3	621.2
영업이익	210.0	456.6	956.8	1,183.5	1,480.0
영업이익률	5.9%	10.4%	16.4%	15.9%	16.0%

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

표2. 현대로템 분기 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출	1,176.1	1,417.7	1,619.6	1,625.6	1,640.4	1,836.4	1,906.9	2,064.6
디펜스솔루션	658.0	761.3	936.1	859.9	978.9	1,093.0	1,164.4	1,196.8
레이솔루션	402.5	527.4	540.6	619.1	508.8	589.0	586.7	713.3
에코플랜트	115.6	129.0	142.9	146.6	152.7	154.4	155.7	154.5
영업이익	202.9	257.6	277.7	218.7	235.2	323.6	298.4	326.3
영업이익률	17.2%	18.2%	17.1%	13.5%	14.3%	17.6%	15.7%	15.8%

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

표3. 현대로템 4Q25 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	4Q25	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		4Q24	YoY %	4Q25E	차이 %	4Q25E	차이 %
매출	1,625.6	1,440.8	12.8%	1,736.9	-6.4%	1,730.4	-6.1%
영업이익	218.7	161.7	35.2%	320.1	-31.7%	298.5	-26.7%

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

표4. 현대로템 2025 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2025E	전년대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2024	YoY %	2025E	차이 %	2025E	차이 %
매출	5,839.0	4,376.6	33.4%	5,954.9	-1.9%	5,943.8	-1.8%
영업이익	956.8	456.6	109.6%	1055.8	-9.4%	1,036.7	-7.7%

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

표5. 현대로템 실적 추정치 변경

	신규 추정(A)		기존 추정(B)		차이(A-B)	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출	5,839.0	7,448.3	5,943.8	7,564.8	(104.8)	(116.5)
영업이익	956.8	1,183.5	1,036.7	1,252.3	(79.8)	(68.8)
영업이익률	16.4%	15.9%	17.4%	16.6%	-1.1%P	-0.7%P

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

표6. 현대로템 목표주가 산출

	2023	2024	2025F	2026F	비고
EPS(원)	1,475	3,728	7,141	8,798	
BPS(원)	15,391	18,737	25,014	33,229	
고점 P/E(배)	26.7	18.0	34.2	26.4	
평균 P/E(배)	19.7	11.7	21.6	24.4	
저점 P/E(배)	15.8	6.8	7.3	22.0	
고점 P/B(배)	2.6	3.6	9.8	7.0	
평균 P/B(배)	1.9	2.3	6.2	6.5	
저점 P/B(배)	1.5	1.4	2.1	5.8	
ROE(%)	19.9	28.7	26.6	25.4	지배주주순이익 기준
적용EPS(원)				8,798	2026 EPS
Target P/E(배)				36.0	Rheinmetall 10%할인
적정주가(원)				316,728	
목표주가(원)				320,000	
전일 종가(원)				230,500	
상승여력				38.8%	

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,686	4,606	5,708	7,062	매출액	4,377	5,839	7,448	9,247
현금 및 현금성자산	472	1,081	1,762	2,595	증가율(%)	22.0	33.4	27.6	24.1
단기금융자산	277	127	59	27	매출원가	3,548	4,437	5,696	7,044
매출채권	1,041	1,364	1,719	2,115	매출총이익	829	1,402	1,752	2,203
재고자산	316	421	537	667	판매비와관리비	372	445	568	723
비유동자산	1,599	1,549	1,505	1,466	연구개발비	32	-	-	-
유형자산	1,292	1,258	1,227	1,199	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	104	88	74	62	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	5,285	6,155	7,213	8,528	영업이익	457	957	1,184	1,480
유동부채	3,020	3,169	3,330	3,509	증가율(%)	117.4	109.6	23.7	25.0
매입채무	432	576	735	913	영업이익률(%)	10.4	16.4	15.9	16.0
단기차입금	60	60	60	60	이자수익	28	40	60	87
유동성장기부채	262	262	262	262	이자비용	17	12	12	12
비유동부채	256	256	256	256	자본법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	30	28	19	18
장기차입금	3	3	3	3	세전계속사업이익	510	1,026	1,263	1,586
부채총계	3,276	3,425	3,587	3,765	법인세비용	104	246	303	381
지배주주지분	2,045	2,769	3,670	4,810	세전계속이익률(%)	11.6	17.6	17.0	17.2
자본금	546	546	546	546	당기순이익	405	779	960	1,206
자본잉여금	520	520	520	520	순이익률(%)	9.3	13.3	12.9	13.0
이익잉여금	689	1,445	2,378	3,550	지배주주귀속 순이익	407	783	964	1,210
기타자본항목	291	259	226	194	기타포괄이익	-32	-32	-32	-32
비지배주주지분	-36	-39	-43	-48	총포괄이익	373	747	928	1,173
자본총계	2,009	2,730	3,627	4,762	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

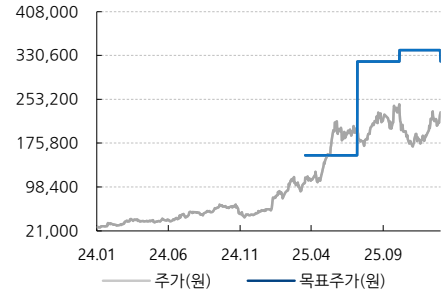
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	142	591	749	943	주당지표(원)				
당기순이익	405	779	960	1,206	EPS	3,728	7,170	8,833	11,091
유형자산감가상각비	33	34	31	28	BPS	18,737	25,372	33,622	44,072
무형자산상각비	14	16	14	12	CFPS	4,159	7,633	9,244	11,456
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	200	240	288	346
투자활동 현금흐름	233	171	90	53	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-81	-	-	-	PER	13.3	32.1	26.1	20.8
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	2.7	9.1	6.9	5.2
금융상품의 증감	-4	-1	-1	-1	PCR	12.0	30.2	24.9	20.1
재무활동 현금흐름	-300	-25	-29	-34	EV/EBITDA	9.9	24.1	19.3	15.0
단기금융부채의증감	-286	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	21.8	32.5	29.9	28.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	11.5	17.3	16.5	16.4
배당금지급	0	0	0	0	부채비율	163.1	125.5	98.9	79.1
현금및현금성자산의증감	76	608	681	833	순부채비율	-21.1	-32.3	-41.2	-48.2
기초현금및현금성자산	396	472	1,081	1,762	매출채권회전율(x)	5.7	4.9	4.8	4.8
기말현금및현금성자산	472	1,081	1,762	2,595	재고자산회전율(x)	15.0	15.9	15.5	15.4

자료 : 현대로템, iM증권 리서치본부

현대로템 투자이건 및 목표주가 변동추이

일자	투자이건	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-04-17(담당자변경)	Buy	154,000	6.1%	39.0%
2025-08-06	Buy	320,000	-35.1%	-23.6%
2025-11-04	Buy	340,000	-42.3%	-31.8%
2026-02-02	Buy	320,000		



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 기관투자자 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급

종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-