

2025. 4. 18



▲ 방위산업/로봇

Analyst 이지호

02. 6454-4885

jiholee@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **140,000 원****현재주가 (4.17)** **114,900 원****상승여력** **21.8%**

KOSPI 2,470.41pt

시가총액 125,404억원

발행주식수 10,914만주

유동주식비율 66.22%

외국인비중 31.01%

52주 최고/최저가 115,700원/35,950원

평균거래대금 1,705.9억원

주요주주(%)

현대자동차 외 3 인 33.77

국민연금공단 8.08

주가상승률(%)**1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 5.4 71.2 187.3

상대주가 11.4 80.9 200.5

주가그래프

현대로템 064350

꾸준한 실적 성장에 더해지는 수주 기대감

- ✓ 1Q25E 영업이익 1,889억원을 기록하며 컨센서스(1,870억원) 부합 전망
- ✓ 폴란드 2차 계약(약 9조원) 성사 시 2026년 이후 수출 공백기에 대한 우려 해소
- ✓ 폴란드 외 수출 확대 국면 돌입: 루마니아, 슬로바키아, 중동 등
- ✓ 중장기 수출국 다변화를 통한 업종 내 멀티플 디스카운트 해소 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 140,000원으로 상향

안정적인 이익 성장의 궤적 재차 확인

동사는 당분기 매출액 1,21조원(YoY +62.1%, QoQ -15.8%), 영업이익 1,889억원(YoY +62.1%, QoQ +16.8%/OPM 15.6%)을 기록하며 컨센서스(1,870억원)에 부합, 안정적인 실적 성장세를 유지할 것으로 예상된다. 당분기 폴란드형 K2 인도량은 26대로 연간 인도 목표치인 96대(2024년 56대) 달성이 무리없이 가능할 것으로 보여진다. 폴란드 2차 계약(약 9조원 추정) 성사 시 2026년 이후 물량 또한 확보되며 수출 공백기에 대한 우려도 없어질 것으로 예상되며, 현지 생산이 본격화되는 2H26 전까지 높은 수익성(24년 방산수출 OPM 34% 추정)이 유지될 것으로 전망한다.

추가 수출국 확보를 통한 디스카운트 해소 기대

동사는 가파르게 성장하는 실적에도 불구하고, 국내 방산기업 중 가장 낮은 PER을 기록하고 있는데, 이는 여전히 부족한 수출국에 기인하는 것으로 보이며 점차 해소의 실마리가 관측될 것으로 예상된다. 폴란드 2차 계약(1H25 추정, 약 9조원)에 이어 루마니아(250대, 약 4.5조원) 계약 체결 기대감이 높으며, 최근 슬로바키아는 폴란드에서 제조된 K2 전차 구매 의향서(LOI)를 체결하며 잠재 수주 국가에 이름을 올렸다. 이외에도 부품 국산화를 바탕으로 한 중동(UAE, 사우디) 진출 또한 가능하기에 중장기 수출국 다변화를 통한 멀티플 디스카운트 해소가 기대된다.

투자의견 Buy, 적정주가 140,000원으로 상향

동사는 꾸준한 실적 성장에 더해 대규모 수주 및 추가 수출국 확보를 눈앞에 두고 있으며, 동시에 유렵이 주도하는 방산업종 멀티플 상승기를 맞이하고 있다. 적용 BPS(기존 25,155원→26,283원) 및 적용 PBR의 상승을 반영, 적정주가를 기존 96,000원에서 140,000원으로 45.8% 상향 조정한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	3,163.3	147.5	197.8	1,812	278.3	13,930	15.7	2.0	17.8	14.1	223.4
2023	3,587.4	210.1	161.0	1,475	-19.4	15,391	18.0	1.7	9.8	10.1	218.2
2024	4,376.6	456.6	406.9	3,728	158.5	18,737	13.3	2.7	9.9	21.8	163.1
2025E	5,739.2	901.3	706.1	6,470	73.6	25,007	17.8	4.6	12.0	29.6	136.7
2026E	6,476.9	1,031.7	818.9	7,503	16.0	32,209	15.3	3.6	9.9	26.2	109.9

표1 현대로템 1Q25E Preview 테이블

(십억원)	1Q25E	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,212.4	747.8	62.1	1,440.8	-15.8	1,125.1	7.8	1,277.1	-5.1
영업이익	188.9	44.7	322.8	161.7	16.8	166.3	13.6	186.6	1.2
세전이익	185.5	54.3	241.4	190.5	-2.6	165.2	12.3	151.4	22.5
순이익	147.3	56.2	161.9	145.2	1.5	131.2	12.3	138.7	6.2
영업이익률(%)	15.6	6.0		11.2		14.8		14.6	
세전이익률(%)	15.3	7.3		13.2		14.7		11.9	
순이익률(%)	12.1	7.5		10.1		11.7		10.9	

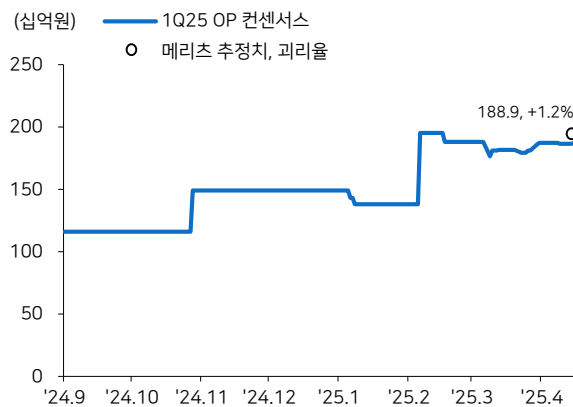
자료: 현대로템, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 현대로템 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,739.2	4,376.6	31.1	5,644.2	1.7	5,672.5	1.2
영업이익	901.3	456.6	97.4	870.1	3.6	841.6	7.1
세전이익	890.4	509.6	74.7	868.3	2.5	856.5	4.0
지배주주 순이익	706.1	406.9	73.5	688.6	2.5	675.7	4.5
영업이익률(%)	15.7	10.4		15.4		14.8	
세전이익률(%)	15.5	11.6		15.4		15.1	
순이익률(%)	12.3	9.3		12.2		11.9	

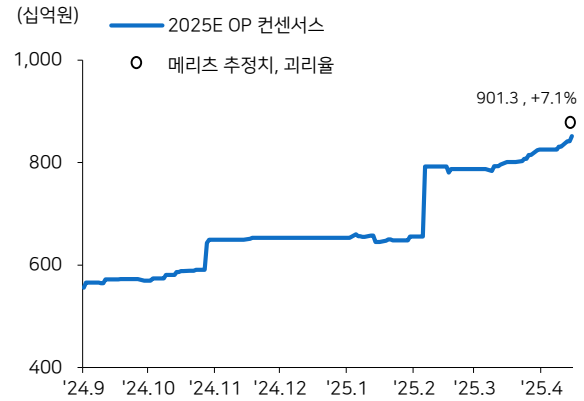
자료: 현대로템, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q25E 영업이익, 컨센서스 +1.2% 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 +7.1% 상회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 현대로템 적정주가 14만원으로 상향: 추정치 상향에 따른 적용 BPS/PBR 상승

항목	Fair Value	주요 가정
자기자본비용 (COE) (%)	8.0	무위험수익률: 당사의 미국 10년 국채 수익률 추정치 4.0% 리스크 프리미엄: 당사 추정치 4.47% 52주 평균 베타: 0.90
Sustainable ROE (%)	29.0	12M Fwd ROE 적용
Target PBR (배)	5.29	영구성장률: 글로벌 GDP 성장률 전망치 평균 3.1% (~28년)
12M Fwd BPS (원)	26,283	
주당 주주가치 (원)	139,156	
주당 적정가치 (원)	140,000	
현재가 (원)	114,900	
상승여력 (%)	21.8	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 현대로템 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	747.8	1,094.5	1,093.5	1,440.8	1,212.4	1,426.3	1,458.7	1,641.7	4,376.6	5,739.2	6,476.9
레일솔루션	276.4	391.4	408.4	419.4	353.6	430.6	433.7	456.3	1,495.6	1,674.2	1,861.6
디펜스솔루션	318.0	564.5	584.6	898.1	727.3	831.2	865.9	1,039.0	2,365.2	3,463.4	3,981.2
에코플랜트	153.4	138.6	100.5	123.3	131.5	164.6	159.1	146.4	515.8	601.6	634.1
영업이익	44.7	112.8	137.4	161.7	188.9	221.4	230.3	260.6	456.6	901.3	1,031.7
% OP	6.0%	10.3%	12.6%	11.2%	15.6%	15.5%	15.8%	15.9%	10.4%	15.7%	15.9%
세전이익	54.3	131.2	133.5	190.5	185.5	218.1	228.2	258.7	509.6	890.4	1,032.8
순이익(지배)	56.2	101.3	104.2	145.2	147.3	172.9	180.9	205.1	406.9	706.1	818.8
% YoY											
매출액	9.3	10.9	18.0	45.7	62.1	30.3	33.4	13.9	22.0	31.1	12.9
영업이익	40.0	67.7	234.3	131.7	322.8	96.4	67.6	61.2	117.4	97.4	14.5
세전이익	221.4	133.4	212.1	193.4	241.4	66.2	70.9	35.8	181.8	74.7	16.0
순이익(지배)	197.7	87.5	153.0	209.4	161.9	70.7	73.6	41.3	152.7	73.5	16.0
% QoQ											
매출액	-24.4	46.4	-0.1	31.8	-15.9	17.6	2.3	12.6			
영업이익	-36.0	152.4	21.9	17.7	16.8	17.2	4.0	13.1			
세전이익	-16.3	141.6	1.7	42.7	-2.6	17.6	4.6	13.4			
순이익(지배)	19.9	80.1	2.8	39.3	1.5	17.4	4.6	13.4			

자료: 현대로템, 메리츠증권 리서치센터

표5 국내/글로벌 방산기업 Peer Multiple

지역 구분	회사명	시가총액 (십억달러)	주가변화율 (%)			P/E (배)			P/B (배)			ROE (%)		
			1M	3M	YTD	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
국내	현대로템	8.9	5.4	102.6	131.2	32.5	18.2	16.0	6.1	4.6	3.6	20.6	28.5	24.8
	한화에어로스페이스	26.3	8.4	113.3	149.9	49.5	22.9	18.9	10.1	4.9	4.0	21.9	26.2	23.6
	한국항공우주	5.6	-13.7	52.4	49.4	36.4	30.4	20.2	4.5	4.1	3.5	13.0	14.4	18.6
	LIG넥스원	4.5	-0.5	36.6	32.0	33.7	23.9	17.7	5.4	4.5	3.7	16.9	20.4	22.9
	한화시스템	5.1	-0.9	52.2	70.4	56.1	37.2	25.8	3.3	2.8	2.6	6.0	8.4	10.8
	평균					41.6	26.5	19.7	5.9	4.2	3.5	15.7	19.6	20.1
북미	Raytheon	172.6	-2.1	6.7	11.7	23.2	21.2	19.1	2.8	2.8	2.7	12.3	13.0	13.9
	Lockheed Martin	111.9	2.0	-2.7	-1.8	17.9	17.5	16.1	16.5	16.3	14.4	92.1	95.1	96.1
	Northrop Grumman	77.5	9.6	11.4	14.5	20.7	19.1	18.5	5.3	4.9	4.6	25.5	25.7	24.9
	General Dynamics	74.2	4.3	3.7	5.0	20.3	18.6	16.5	3.3	3.2	3.0	17.2	18.1	19.3
	L3Harris	41.1	2.8	0.3	4.1	16.7	19.9	17.5	2.2	2.1	2.0	12.2	10.0	11.6
	Oshkosh	5.5	-12.9	-11.9	-11.1	7.5	7.8	6.8	1.3	1.2	1.1	18.7	15.6	16.1
	Textron	11.8	-12.9	-17.9	-15.0	12.0	10.7	9.5	1.8	1.6	1.5	15.2	14.9	15.7
	평균					16.9	16.4	14.9	4.7	4.6	4.2	27.6	27.5	28.3
유럽	Airbus	122.6	-20.5	-15.4	-12.1	26.9	20.8	16.9	5.5	4.8	4.0	21.6	24.2	25.5
	Safran	102.1	-16.1	-6.8	0.0	30.6	26.9	21.2	7.2	7.6	6.4	23.1	28.5	30.4
	BAE Systems	67.9	3.9	39.1	48.0	25.4	22.6	20.4	4.6	4.2	3.9	18.2	18.4	18.8
	Thales	59.1	1.6	70.0	82.0	30.5	26.2	22.9	6.9	6.3	5.6	23.7	25.2	25.6
	Dassault	50.3	-15.6	-4.8	-1.4	25.8	23.8	22.0	5.1	4.3	3.9	19.0	17.8	17.6
	Rheinmetall	73.7	6.0	108.8	135.9	68.8	49.7	34.0	16.1	12.6	10.0	24.8	27.2	31.4
	Leonardo	29.3	-4.4	55.9	72.2	28.4	25.2	21.2	3.0	2.7	2.5	11.3	11.0	12.2
	Kongsberg Gruppen	26.9	-3.9	28.1	25.6	55.2	44.5	37.3	15.4	13.1	11.2	29.4	31.4	32.2
	평균					36.5	30.0	24.5	8.0	7.0	5.9	21.4	23.0	24.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

현대로템 (064350)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,163.3	3,587.4	4,376.6	5,739.2	6,476.9
매출액증가율(%)	10.1	13.4	22.0	31.1	12.9
매출원가	2,797.9	3,123.0	3,547.6	4,345.7	4,886.4
매출총이익	365.4	464.4	829.1	1,393.5	1,590.5
판매관리비	217.9	254.4	372.5	492.2	558.8
영업이익	147.5	210.1	456.6	901.3	1,031.7
영업이익률(%)	4.7	5.9	10.4	15.7	15.9
금융손익	-48.1	0.4	23.3	17.2	37.1
종속/관계기업손익	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	4.6	-29.4	29.8	-28.1	-36.0
세전계속사업이익	103.9	180.8	509.6	890.4	1,032.8
법인세비용	-90.7	24.1	104.3	187.0	216.9
당기순이익	194.5	156.8	405.3	703.4	815.9
지배주주지분 순이익	197.8	161.0	406.9	706.1	818.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	716.2	734.2	142.5	762.9	877.1
당기순이익(손실)	194.5	156.8	405.3	703.4	815.9
유형자산상각비	25.5	27.4	32.6	40.6	42.6
무형자산상각비	12.8	12.6	14.4	17.5	17.9
운전자본의 증감	497.4	437.4	-541.1	1.3	0.7
투자활동 현금흐름	-429.1	-270.4	232.6	-173.8	-174.6
유형자산의증가(CAPEX)	-32.5	-54.7	-81.0	-120.0	-126.0
투자자산의감소(증가)	-8.2	-3.2	-0.8	-1.2	-0.7
재무활동 현금흐름	-97.1	-576.3	-299.7	-28.0	-120.3
차입금의 증감	-84.4	-561.3	-243.9	-6.1	-87.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	186.3	-109.9	76.1	561.1	582.2
기초현금	319.7	506.0	396.1	472.3	1,033.4
기말현금	506.0	396.1	472.3	1,033.4	1,615.6

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	3,318.6	3,690.2	3,686.3	4,695.8	5,525.6
현금및현금성자산	506.0	396.1	472.3	1,033.4	1,615.6
매출채권	268.1	339.2	909.4	1,036.2	1,106.3
재고자산	235.5	268.7	315.6	359.7	384.0
비유동자산	1,505.3	1,551.3	1,599.1	1,673.1	1,764.3
유형자산	1,200.3	1,234.4	1,292.0	1,371.4	1,454.9
무형자산	78.6	92.1	104.1	97.6	104.7
투자자산	51.5	54.5	55.2	56.4	57.1
자산총계	4,823.9	5,241.5	5,285.4	6,368.9	7,289.9
유동부채	2,572.7	3,204.7	3,019.9	3,389.1	3,509.0
매입채무	343.1	465.1	432.0	492.3	525.5
단기차입금	199.0	82.6	60.4	73.4	25.4
유동성장기부채	501.7	252.5	262.0	242.0	202.0
비유동부채	759.7	389.8	256.5	289.1	307.1
사채	187.6	114.7	0.0	0.0	0.0
장기차입금	260.4	131.5	2.6	2.6	2.6
부채총계	3,332.4	3,594.5	3,276.3	3,678.2	3,816.1
자본금	545.7	545.7	545.7	545.7	545.7
자본잉여금	519.8	519.8	519.8	519.8	519.8
기타포괄이익누계액	287.1	297.1	290.8	290.8	290.8
이익잉여금	167.7	317.2	688.6	1,372.9	2,159.0
비지배주주지분	-28.9	-32.9	-35.9	-38.6	-41.5
자본총계	1,491.5	1,647.0	2,009.1	2,690.7	3,473.8

Key Financial Data

	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	28,984	32,869	40,100	52,585	59,344
EPS(지배주주)	1,812	1,475	3,728	6,470	7,503
CFPS	2,325	2,864	6,298	8,533	9,677
EBITDAPS	1,702	2,290	4,614	8,791	10,007
BPS	13,930	15,391	18,737	25,007	32,209
DPS	0	100	200	300	400
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.4	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	15.7	18.0	13.3	17.8	15.3
PCR	12.2	9.3	7.9	13.5	11.9
PSR	1.0	0.8	1.2	2.2	1.9
PBR	2.0	1.7	2.7	4.6	3.6
EBITDA(십억원)	185.8	250.0	503.6	959.5	1,092.2
EV/EBITDA	17.8	9.8	9.9	12.0	9.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.1	10.1	21.8	29.6	26.2
EBITDA 이익률	5.9	7.0	11.5	16.7	16.9
부채비율	223.4	218.2	163.1	136.7	109.9
금융비용부담률	1.3	0.8	0.4	0.2	0.2
이자보상배율(x)	3.6	7.3	27.5	64.4	86.8
매출채권회전율(x)	11.8	11.8	7.0	5.9	6.0
재고자산회전율(x)	12.7	14.2	15.0	17.0	17.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 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	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 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)	
2023.10.11	산업분석	Buy	38,000	이지호	-24.1	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	-1.0	20.5	
2025.04.18	기업브리프	Buy	140,000	이지호	-	-	