

2025. 10. 17



▲ 방위산업/로봇

Analyst 이지호

02. 6454-4885

jiholee@meritz.co.kr

Buy

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 290,000 원

현재주가 (10.16) 207,000 원

상승여력 40.1%

KOSPI 3,748.37pt

시가총액 225,925억원

발행주식수 10,914만주

유동주식비율 66.22%

외국인비중 32.83%

52주 최고/최저가 230,000원/44,450원

평균거래대금 1,589.1억원

주요주주(%)

현대자동차 외 3 인 33.77

국민연금공단 8.08

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -7.2 96.0 222.9

상대주가 -14.6 28.0 124.9

주가그래프



현대로템 064350

더 높은 곳을 향하는 전차

- ✓ 3Q25 매출액 1,46조원(YoY +34.8%), 컨센서스 부합 전망
- ✓ 3Q25 영업이익 2,883억원(YoY +109.8%/OPM 19.6%), 컨센서스 +9% 상회 전망
- ✓ 방산수출 수익성 QoQ 상승세 지속 전망: 폴란드 1차 종료 시점 도래 및 환율 영향
- ✓ 폴란드향 K2 잔여 수량 640대에 더해 이라크와 루마니아향 추가 수출 기대감 상승
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 29만원으로 상향

3Q25 Preview: 영업이익 컨센서스 소폭 상회 전망

동사는 3Q25 매출액 1,46조원, 영업이익 2,883억원(OPM 19.6%)을 기록하면서 영업이익 컨센서스를 약 9% 상회할 전망이다. 이는 폴란드향 K2 수출의 높은 수익성에 기인하며, 상반기의 이익률(1Q 36%/2Q 41%) 성장 추이가 이번 분기에도 이어져 폴란드향 OPM은 재차 상승한 43% 수준을 기록할 것으로 추정한다. 이는 폴란드향 1차 사업의 종료 시점 도래로 인한 영업이익률 상승과 부정적인 환율 효과의 해소 영향으로 볼 수 있으며, 4Q부터는 1차 대비 ASP가 높은 2차 GF물량 또한 본격적으로 반영되며 추가적인 이익률 성장 또한 기대해볼 수 있다.

수출국 다변화에 대한 기대감 본격화

꾸준한 실적 성장에 추가 수출 모멘텀 또한 더해질 전망이다. 지난 7월 폴란드향 2차 계약(180대/9조원)을 체결한 데에 이어 이라크(총 규모 약 9조원 추정) 계약의 연내 성사에 대한 기대감 높은 상황이며, 내년 하반기 중 루마니아(약 3~5조원 추정) 사업 또한 체결 가능성 높다고 판단한다. 이 외에도 다수의 국가에서 전차 수요가 확인되고 있어 수출 물량 증가에 대비하여 동사는 선제적인 생산 Capa의 확대를 진행 중이며, 생산 여력을 높게 유지하기 위해 폴란드향 2차 GF물량 또한 인도에 비해 빠른 페이스(26E 70대 생산/31대 인도 추정)로 생산될 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 290,000원으로 상향

투자의견 Buy를 유지하며 적정주가를 29만원으로 약 12% 상향한다. 재차 우호적인 환율 환경 진입 및 폴란드 1차 사업의 종료, 그리고 2차 사업의 생산 돌입을 반영하여 26/27E 영업이익 추정치를 기존 대비 각각 +7%/+8% 상향했다. 긍정적인 3분기 실적에 더해 연내 이라크향 수주까지 기대되는 것에 반해 여전히 업종 내 멀티플 최하위를 기록(26E PER 19.7배 Vs. 국내 평균 25배/유럽 평균 27배)하고 있어 밸류에이션 매력도가 재차 부각될 전망이다.

(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	5,798.4	1,105.9	867.8	7,951	113.3	29,502	26.0	7.0	18.0	33.0	135.4
2026E	6,907.8	1,405.8	1,148.8	10,526	32.4	39,677	19.7	5.2	13.5	30.4	113.3
2027E	8,081.4	1,793.4	1,487.4	13,628	29.5	52,905	15.2	3.9	9.9	29.4	100.6

표1 현대로템 3Q25E Preview 테이블

(십억원)	3Q25E	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,474.5	1,093.5	34.8	1,417.6	4.0	1,460.6	1.0	1,471.0	0.2
영업이익	288.3	137.4	109.8	257.6	11.9	251.1	14.8	263.9	9.2
세전이익	291.6	133.5	118.5	251.2	16.1	253.5	15.0	258.7	12.7
순이익	231.4	104.2	122.1	190.6	21.4	201.2	15.0	203.5	13.7
영업이익률(%)	19.6	12.6		18.2		17.2		17.9	
세전이익률(%)	19.8	12.2		17.7		17.4		17.6	
순이익률(%)	15.7	9.5		13.4		13.8		13.8	

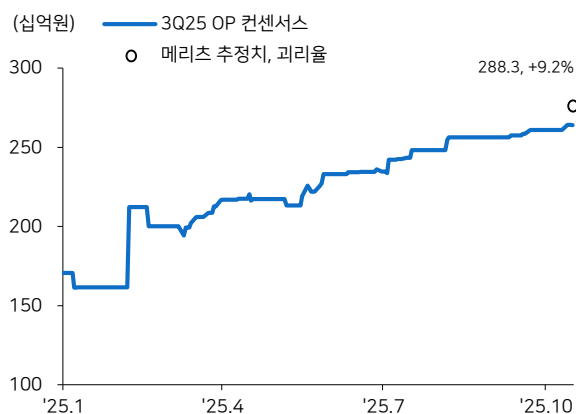
자료: 현대로템, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 현대로템 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,798.4	4,376.6	32.5	5,743.0	1.0	5,728.4	1.2
영업이익	1,105.9	456.6	142.2	983.2	12.5	1,028.2	7.6
세전이익	1,107.6	509.6	117.4	982.5	12.7	1,039.8	6.5
지배주주 순이익	867.9	406.9	113.3	768.7	12.9	810.0	7.1
영업이익률(%)	19.1			17.0		17.7	
세전이익률(%)	19.1			16.9		17.9	
순이익률(%)	15.0			13.3		14.0	

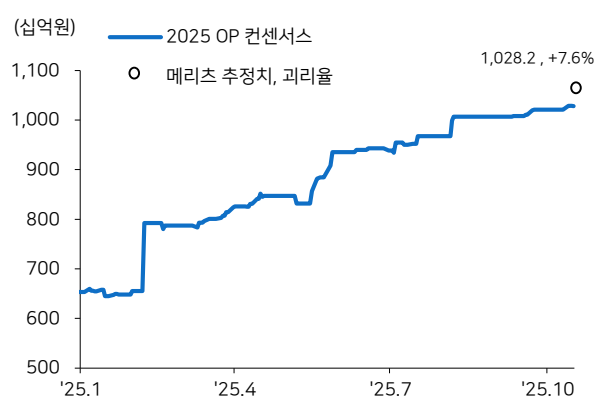
자료: 현대로템, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25E 영업이익, 컨센서스 +9% 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 +8% 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 현대로템 적정주가 29만원으로 상향: 추정치 상향에 따른 BPS 상승 반영

항목	Fair Value	주요 가정
자기자본비용 (COE) (%)	8.0	무위험수익률: 당사 미국 10년 국채 수익률 추정치 4.15% 리스크 프리미엄: 당사 추정치 4.14% 52주 평균 베타: 0.92
Sustainable ROE (%)	29.4	2027E ROE 적용
Target PBR (배)	5.4	영구성장률: 글로벌 GDP 성장률 전망치 평균 3.1% (~28년)
BPS (원)	52,905	2027E BPS 적용
주당 주주가치 (원)	287,071	
주당 적정가치 (원)	290,000	
현재가 (원)	207,000	
상승여력 (%)	40.1	

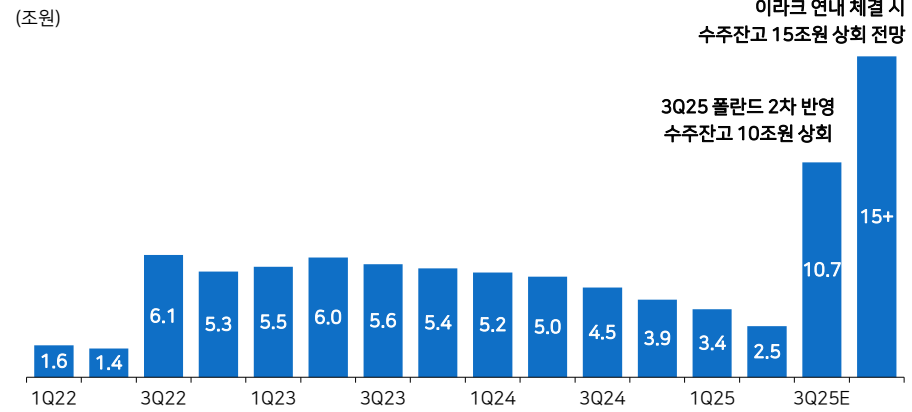
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 현대로템 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출액	1,176.1	1,417.6	1,474.5	1,730.2	1,480.1	1,643.7	1,791.2	1,992.8	5,798.4	6,907.8	8,081.4
레일솔루션	402.5	527.4	483.3	452.4	418.5	480.5	555.9	634.4	1,865.7	2,089.3	2,216.3
디펜스솔루션	658.0	761.4	845.9	1,118.2	915.1	1,017.9	1,102.7	1,205.5	3,383.4	4,241.2	5,266.3
에코플랜트	115.6	128.9	145.3	159.6	146.6	145.3	132.6	152.8	549.4	577.2	598.7
영업이익	202.9	257.6	288.3	357.2	295.0	332.8	365.6	412.4	1,105.9	1,405.8	1,793.4
% OP	17.2%	18.2%	19.6%	20.6%	19.9%	20.2%	20.4%	20.7%	19.1%	20.4%	22.2%
세전이익	202.6	251.2	291.6	362.1	302.1	341.7	377.1	426.9	1,107.6	1,447.7	1,874.2
순이익(지배)	158.4	190.6	231.4	287.5	240.0	271.3	299.4	339.0	867.9	1,149.7	1,488.4
% YoY											
매출액	57.3	29.5	34.8	20.1	25.8	15.9	21.5	15.2	32.5	19.1	17.0
영업이익	354.0	128.4	109.8	120.9	45.4	29.2	26.8	15.4	142.2	27.1	27.6
세전이익	272.9	91.4	118.5	90.1	49.1	36.0	29.3	17.9	117.4	30.7	29.5
순이익(지배)	181.6	88.1	122.2	98.0	51.5	42.3	29.4	17.9	113.3	32.5	29.5
% QoQ											
매출액	-18.4	20.5	4.0	17.3	-14.5	11.1	9.0	11.3			
영업이익	25.5	27.0	11.9	23.9	-17.4	12.8	9.8	12.8			
세전이익	6.4	24.0	16.1	24.2	-16.6	13.1	10.4	13.2			
순이익(지배)	9.1	20.4	21.4	24.2	-16.5	13.0	10.4	13.2			

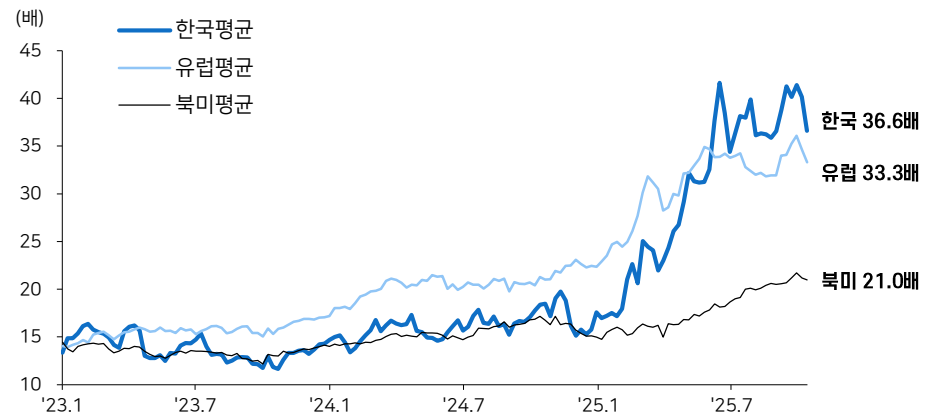
자료: 현대로템, 메리츠증권 리서치센터

그림3 현대로템 분기별 수주잔고 추이 및 전망



자료: 현대로템, 메리츠증권 리서치센터

그림4 방산업종 주요 권역별 2025E PER 평균 추이



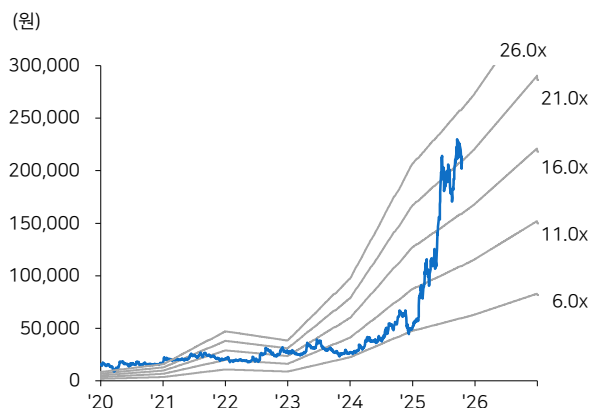
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내 방산업종 12M Fwd PER 추이



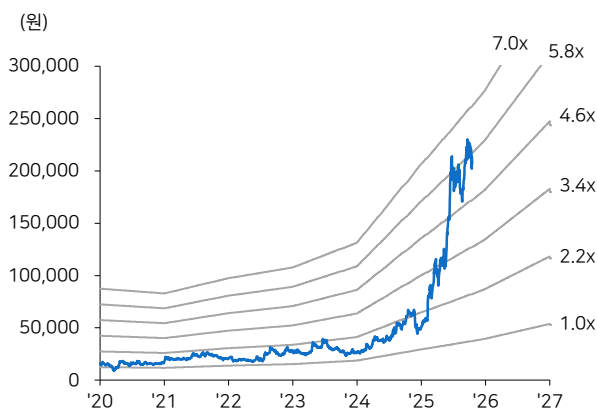
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 현대로템 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 현대로템 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 국내/글로벌 방산기업 Peer Multiple

지역 구분	회사명	시가총액 (십억달러)	주가변화율 (%)			P/E (배)			P/B (배)			ROE (%)		
			1M	3M	YTD	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
국내	현대로템	16.0	-1.9	5.0	317.5	26.0	19.7	15.2	7.0	5.2	3.9	33.0	30.4	29.4
	한화에어로스페이스	34.1	-9.0	4.6	191.4	30.4	20.1	16.7	5.3	4.2	3.4	23.2	25.6	23.6
	한국항공우주	6.8	-13.7	10.0	80.9	38.7	24.8	19.0	5.1	4.3	3.6	13.8	18.9	20.5
	LIG넥스원	6.9	-13.7	-29.0	102.3	32.0	24.0	18.4	6.7	5.5	4.4	23.1	25.5	26.4
	한화시스템	7.1	-8.0	-4.3	134.5	55.7	36.7	30.1	3.2	3.0	2.8	6.6	8.8	9.7
	평균					36.6	25.1	19.9	5.5	4.5	3.6	20.0	21.8	21.9
북미	Raytheon	210.2	-1.0	4.6	35.7	26.4	23.7	21.2	3.3	3.2	3.1	12.9	13.7	14.7
	Lockheed Martin	115.2	4.0	4.6	1.5	22.5	17.0	15.7	21.3	18.2	14.7	89.4	121.8	116.5
	Northrop Grumman	85.8	3.4	15.3	27.6	23.6	20.7	19.1	5.4	5.0	4.6	23.6	25.4	25.7
	General Dynamics	88.9	1.3	10.2	25.5	21.7	19.4	17.8	3.7	3.5	3.3	18.2	19.0	19.7
	L3Harris	53.2	0.0	7.8	35.2	27.0	22.7	20.0	2.7	2.6	2.5	10.0	12.1	13.4
	Oshkosh	8.7	0.1	10.6	43.2	12.3	10.6	9.2	1.9	1.7	1.5	16.2	16.8	17.4
	Textron	14.6	-2.1	-3.0	6.7	13.4	11.7	10.6	1.9	1.8	1.7	14.3	15.0	15.6
	평균					21.0	18.0	16.2	5.8	5.1	4.5	26.4	32.0	31.8
유럽	Airbus	190.3	6.5	13.5	33.7	31.5	25.7	21.6	7.1	6.0	5.0	24.2	25.6	25.8
	Safran	150.0	6.7	8.1	42.8	37.0	28.8	25.3	10.1	8.5	7.3	30.7	33.0	32.1
	BAE Systems	77.1	-4.4	2.6	66.1	25.3	22.7	20.5	4.7	4.2	3.9	18.1	18.9	19.7
	Thales	61.1	-1.5	3.0	83.1	27.0	23.2	20.7	6.4	5.8	5.2	24.2	24.0	24.2
	Dassault	46.1	7.3	-7.3	-12.3	21.9	20.7	19.0	4.1	3.7	3.3	17.4	17.1	17.0
	Rheinmetall	95.4	-6.7	-2.3	188.7	61.1	41.1	27.9	15.3	12.1	9.1	27.0	31.5	35.5
	Leonardo	34.3	0.0	9.4	95.9	26.8	22.8	19.4	3.0	2.8	2.5	11.3	11.9	12.7
	Kongsberg Gruppen	26.1	-2.9	-4.9	17.7	35.6	32.6	28.3	12.0	10.3	9.0	33.5	33.2	33.3
	평균					33.3	27.2	22.8	7.8	6.7	5.7	23.3	24.4	25.0

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

현대로템 (064350)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,587.4	4,376.6	5,798.4	6,907.8	8,081.4
매출액증가율(%)	13.4	22.0	32.5	19.1	17.0
매출원가	3,123.0	3,547.6	4,251.5	4,969.2	5,662.6
매출총이익	464.4	829.1	1,546.9	1,938.6	2,418.8
판매관리비	254.4	372.5	441.0	532.8	625.4
영업이익	210.1	456.6	1,105.9	1,405.8	1,793.4
영업이익률(%)	5.9	10.4	19.1	20.4	22.2
금융손익	0.4	23.3	48.4	68.7	111.6
종속/관계기업손익	-0.2	-0.1	-0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-29.4	29.8	-46.9	-28.0	-32.0
세전계속사업이익	180.8	509.6	1,107.4	1,446.5	1,873.0
법인세비용	24.1	104.3	244.4	303.8	393.3
당기순이익	156.8	405.3	863.0	1,142.7	1,479.7
지배주주지분 순이익	161.0	406.9	867.8	1,148.8	1,487.4

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,690.2	3,686.3	5,417.0	6,985.9	9,224.7
현금및현금성자산	396.1	472.3	1,018.0	1,919.3	3,197.6
매출채권	339.2	909.4	883.3	1,017.4	1,210.3
재고자산	268.7	315.6	577.0	664.5	790.5
비유동자산	1,551.3	1,599.1	2,065.0	2,151.6	2,245.9
유형자산	1,234.4	1,292.0	1,812.2	1,891.6	1,976.4
무형자산	92.1	104.1	102.2	107.5	114.4
투자자산	54.5	55.2	60.8	62.7	65.4
자산총계	5,241.5	5,285.4	7,482.0	9,137.5	11,470.6
유동부채	3,204.7	3,019.9	3,856.9	4,343.1	5,147.0
매입채무	465.1	432.0	583.3	671.8	799.2
단기차입금	82.6	60.4	72.4	24.4	36.4
유동성장기부채	252.5	262.0	2.0	-38.0	-72.0
비유동부채	389.8	256.5	446.5	511.3	604.5
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	4,303.4	4,854.4	5,751.5
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	618.3	618.3	618.3
이익잉여금	317.2	688.6	1,536.0	2,646.6	4,090.3
비지배주주지분	-32.9	-35.9	-41.3	-47.3	-55.1
자본총계	1,647.0	2,009.1	3,178.6	4,283.1	5,719.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	734.2	142.5	1,321.1	1,280.0	1,651.0
당기순이익(손실)	156.8	405.3	863.0	1,142.7	1,479.7
유형자산상각비	27.4	32.6	41.3	46.6	48.3
무형자산상각비	12.6	14.4	19.0	19.8	21.1
운전자본의 증감	437.4	-541.1	315.4	70.9	102.0
투자활동 현금흐름	-270.4	232.6	-499.7	-253.4	-308.3
유형자산의증가(CAPEX)	-54.7	-81.0	-127.0	-126.0	-133.0
투자자산의감소(증가)	-3.2	-0.8	-5.7	-1.9	-2.7
재무활동 현금흐름	-576.3	-299.7	-272.0	-125.3	-64.4
차입금의 증감	-561.3	-243.9	-251.3	-87.1	-20.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-109.9	76.1	545.8	901.3	1,278.3
기초현금	506.0	396.1	472.3	1,018.0	1,919.3
기말현금	396.1	472.3	1,018.0	1,919.3	3,197.6

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	32,869	40,100	53,127	63,292	74,044
EPS(지배주주)	1,475	3,728	7,951	10,526	13,628
CFPS	2,864	6,298	10,560	13,232	16,774
EBITDAPS	2,290	4,614	10,685	13,488	17,067
BPS	15,391	18,737	29,502	39,677	52,905
DPS	100	200	350	400	550
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	18.0	13.3	26.0	19.7	15.2
PCR	9.3	7.9	19.6	15.6	12.3
PSR	0.8	1.2	3.9	3.3	2.8
PBR	1.7	2.7	7.0	5.2	3.9
EBITDA(십억원)	250.0	503.6	1,166.2	1,472.1	1,862.7
EV/EBITDA	9.8	9.9	18.0	13.5	9.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.1	21.8	33.0	30.4	29.4
EBITDA 이익률	7.0	11.5	20.1	21.3	23.0
부채비율	218.2	163.1	135.4	113.3	100.6
금융비용부담률	0.8	0.4	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	7.3	27.5	134.0	518.3	12,944.9
매출채권회전율(x)	11.8	7.0	6.5	7.3	7.3
재고자산회전율(x)	14.2	15.0	13.0	11.1	11.1

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 기재된 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	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 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	-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	-	-	