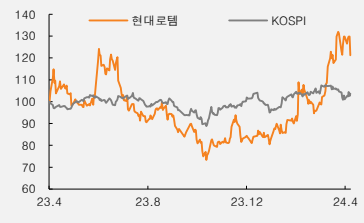


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	48,000원
현재주가(24/4/26)	38,450원
상승여력	24.8%

영업이익(24F, 십억원)	337
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	304
EPS 성장률(24F, %)	103.9
MKT EPS 성장률(24F, %)	70.8
P/E(24F, x)	12.8
MKT P/E(24F, x)	11.1
KOSPI	2,656.33
시가총액(십억원)	4,197
발행주식수(백만주)	109
유동주식비율(%)	65.9
외국인 보유비중(%)	19.9
베타(12M) 일간수익률	0.09
52주 최저가(원)	23,250
52주 최고가(원)	41,850

(%)	1M	6M	12M
절대주가	15.8	56.6	11.8
상대주가	20.2	35.6	4.6



[방산/항공우주]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

현대로템

방향성은 그대로

1Q24 Review: 영업이익 컨센서스 17.2% 하회

1Q24 매출액 7,478억 (+9.3% YoY, 컨센 8.5% 하회), 영업이익 447억 원 (+40.1% YoY, 컨센 17.2% 하회)으로 어닝 쇼크를 기록했다. 컨센서스 하회 요인은 레일솔루션 매출 부진 및 폴란드 K2 공정률 일시 둔화이다.

디펜스솔루션 부문은 매출액 3,180억 원 (+22.3 YoY)으로 견조했다. 폴란드 K2 전차 갭필러 3대 인도 기준 인식과 나머지 14대의 진행률 인식이 반영된 영향이다. 그러나, 과거 폴란드형 납품을 위해 양도받은 한국군 물량을 생산/반환함에 따라 폴란드 K2 공정률이 일시 둔화되면서 시장 기대치에는 못 미쳤다. 2Q부터는 폴란드 K2 공정률 회복에 따라 성장폭이 확대될 전망이다.

레일솔루션과 에코플랜트 부문의 매출액은 각각 2,764억 원 (-25.1% YoY), 1,534억 원 (+177.9% YoY)을 시현했다. 철도 사업은 일시적 물량 감소로 인해 올해 매출/이익 부진이 불가피하겠으나, '25년부터 회복될 전망이다. 플랜트 사업은 현대차 GP신공장 설비와 현대제철 설비 등 캡티브 사업 중심으로 견조한 실적이 예상된다.

폴란드 K2PL과 루마니아 K2 계약 속도가 관건

금번 폴란드 국방부 차관단 방한기간 (4월 22~27일) 동안 K2PL 논의가 재개된 것으로 보인다. 사측은 폴란드 K2 현지생산 범위나 일정에 대해 협의 중이며, 루마니아도 현지생산 옵션이 있어 사격 테스트 이후 계약까지 시간이 소요될 수 있다고 언급했다. 실망할 필요는 없다. 두 국가의 우선순위는 빠른 납기와 현지생산이다. 이런 측면에서 K2는 여전히 매력적인 선택지이며, 계약은 시간 문제이다. 다만, 노르웨이 사례처럼 정치적 요인이 작용할 리스크도 상존하여 속전속결로 계약할 필요는 있다.

투자 의견 '매수', 목표주가 48,000원 유지

투자 의견 '매수', 목표주가 48,000원을 유지한다. 현대로템의 실적 방향성은 달라지지 않았다. 폴란드 K2 사업이 지속되는 '24F~'25F의 매출과 영업이익 성장세는 견조하다. '25년부터는 철도 사업부의 턴어라운드와 함께 펀더멘탈은 더욱 견고해질 전망이다. 또한, K808 차륜형 장갑차의 첫 수출도 기대되는 상황이다. '25년 너머의 성장을 위한 추가 수주가 나와준다면 동사의 투자 매력도는 확대될 것이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	3,163	3,587	4,087	4,843	5,541
영업이익 (십억원)	147	210	337	472	478
영업이익률 (%)	4.6	5.9	8.2	9.7	8.6
순이익 (십억원)	198	161	328	441	495
EPS (원)	1,812	1,475	3,008	4,045	4,531
ROE (%)	14.1	10.1	17.9	20.0	18.5
P/E (배)	15.7	18.0	12.8	9.5	8.5
P/B (배)	2.0	1.7	2.1	1.7	1.4
배당수익률 (%)	0.0	0.4	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 현대로템 1Q24 실적 요약 테이블

(십억 원)

	1Q23	4Q23	1Q24P			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	684	989	748	-24.4	9.3	858	-12.9	818	-8.5
영업이익	32	70	45	-36.0	40.1	57	-22.1	54	-17.2
당기순이익	19	47	56	19.8	197.5	51	9.5	43	29.4
영업이익률 (%)	4.7	7.1	6.0	-1.1	1.3	6.7	-0.7	6.6	-0.6
순이익률 (%)	2.8	4.7	7.5	2.8	4.8	6.0	1.5	5.3	2.2
사업부문별 매출액						비고			
레일솔루션	369	411	276	-32.8	-25.1	1) 철도: 일시적 물량 감소에 따른 매출 부진 2) 방산: 한국군 물량 생산에 따른 폴란드 K2 공정을 둔화 3) 플랜트: 현대자동차/현대제철 공장설비 매출 증가			
디펜스솔루션	260	420	318	-24.2	22.3				
에코플랜트	55	159	153	-3.2	177.9				
방산 매출 비중	38.0	42.4	42.5						

자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 현대로템 실적 추정치 변경표

(십억 원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	4,018	4,741	4,087	4,843	1.7	2.2	1) 폴란드 K2GF 마진율 상향 2) 이익손익 조정
영업이익	318	420	337	472	6.0	12.3	
세전이익	314	411	347	468	10.4	13.8	
당기순이익 (지배)	265	350	328	441	23.9	26.1	
EPS (원)	2,431	3,211	3,008	4,045	23.7	26.0	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

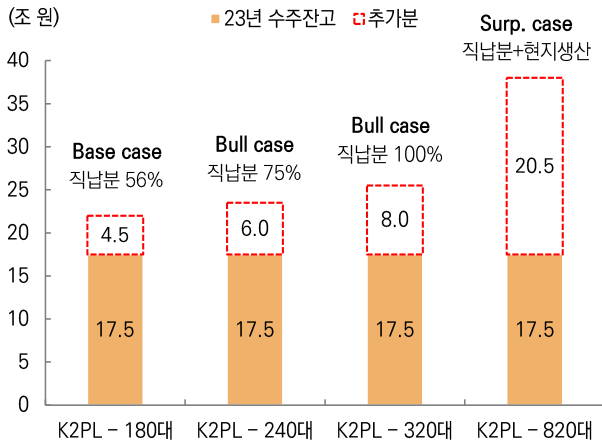
표 3. 현대로템 영업실적 전망치 추정

(십억 원)

항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
수주잔고	전체	14,314	16,604	18,142	17,500	18,589	26,107	25,891	29,588	13,089	17,500	29,588	35,813
	레일솔루션	8,280	9,988	11,719	11,410	12,709	12,834	13,181	13,735	7,462	11,410	13,735	15,491
	디펜스솔루션	5,502	5,971	5,635	5,426	5,230	12,658	12,082	15,142	5,275	5,426	15,142	19,725
	에코플랜트	532	646	788	665	650	615	629	710	352	665	710	597
매출액	전체	684	987	927	989	748	1,045	1,114	1,180	3,163	3,587	4,087	4,843
	레일솔루션	369	392	381	411	276	333	339	360	1,779	1,554	1,308	1,421
	디펜스솔루션	260	484	414	420	318	571	630	690	1,059	1,578	2,209	2,790
	에코플랜트	55	110	132	159	153	141	145	130	325	456	570	632
성장률 (%)	전체	1.0	25.6	18.5	7.8	9.3	5.9	20.2	19.3	10.1	13.4	13.9	18.5
	레일솔루션	-14.8	-19.7	-17.7	4.4	-25.1	-15.2	-11.0	-12.4	6.2	-12.7	-15.8	8.6
	디펜스솔루션	42.5	112.8	101.3	-5.4	22.3	17.9	52.2	64.4	18.2	49.0	40.0	26.3
	에코플랜트	-10.6	58.8	15.8	97.4	177.9	28.2	9.8	-17.8	8.2	40.1	25.0	11.0
영업이익		32	67	41	70	45	83	98	113	147	210	338	471
YoY (%)		35.5	113.9	29.2	15.1	40.1	22.8	137.3	62.1	83.9	42.4	60.9	39.3
OPM (%)		4.7	6.8	4.4	7.1	6.0	7.9	8.8	9.6	4.7	5.9	8.3	9.7
당기순이익 (지배)		19	54	41	47	56	74	92	106	198	161	328	441
YoY (%)		38.4	105.2	22.5	-62.5	197.5	37.3	124.3	124.9	197.4	-18.6	103.9	34.5
NPM (%)		2.8	5.5	4.4	4.7	7.5	7.1	8.3	8.9	6.3	4.5	8.0	9.1

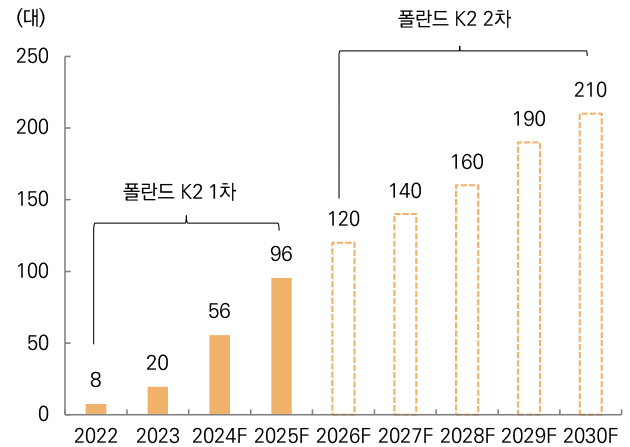
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. 폴란드 2차계약 시나리오별 수주잔고 추가분 추정



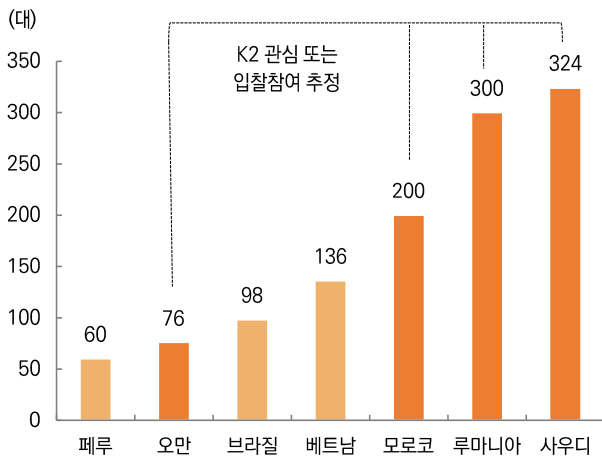
자료: Defense24, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 연도별 K2GF/PL 인도대수 추정



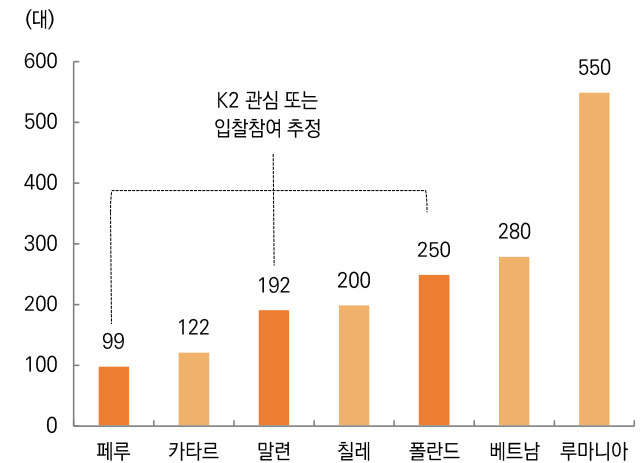
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. K2 관련 잠재 주력전차 신규획득사업 소요



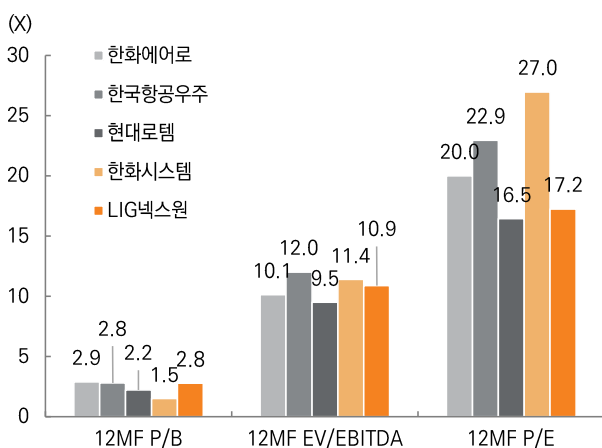
주: 전 세계 주력전차 획득사업 중 1) 이미 특정모델이 최종 선정됐거나, 2) K2 전차가 선정되기 어려운 국가/사업을 제외한 나머지 사업으로 구성
자료: Janes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. K808 관련 잠재 APC 신규획득사업 소요



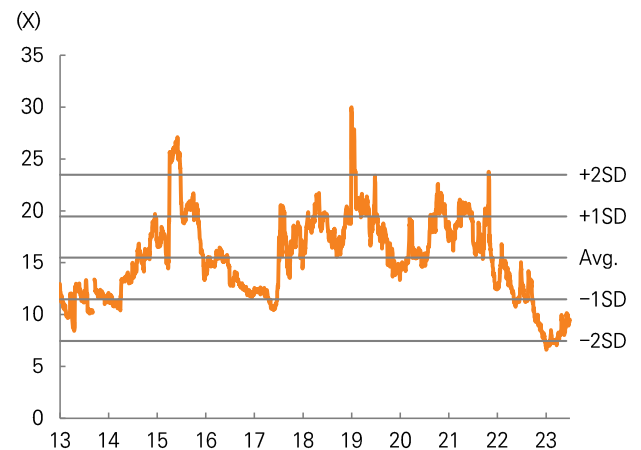
주: 전 세계 차륜형 장갑차 (APC) 획득사업 중 1) 이미 특정모델이 최종 선정됐거나, 2) K2 전차가 선정되기 어려운 국가/사업을 제외한 나머지 사업으로 구성
자료: Janes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 국내 방산업체 12MF 멀티플 비교



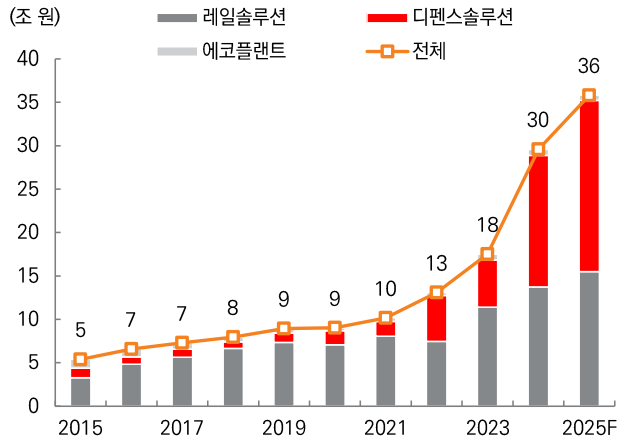
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 현대로템 12MF EV/EBITDA 밴드차트



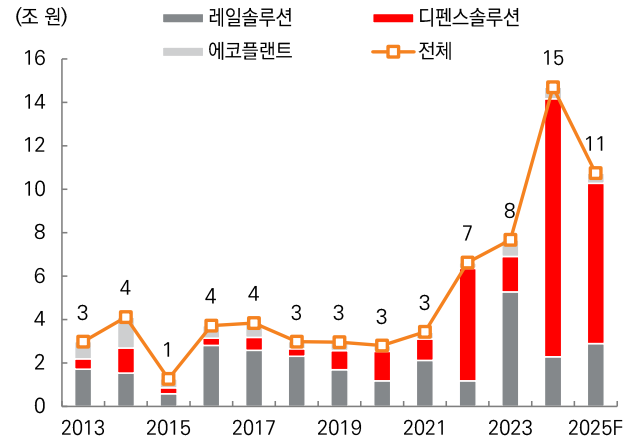
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 사업부별 수주잔고 추이 및 전망



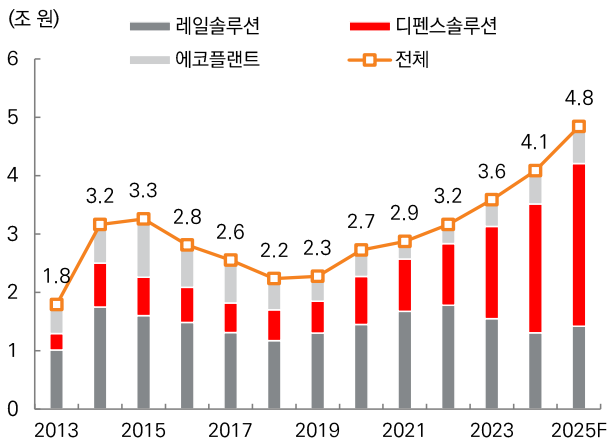
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 사업부별 신규수주 추이 및 전망



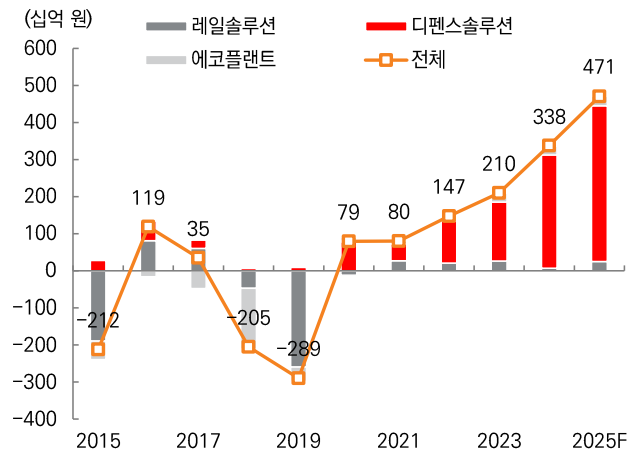
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 사업부별 매출액 추이 및 전망



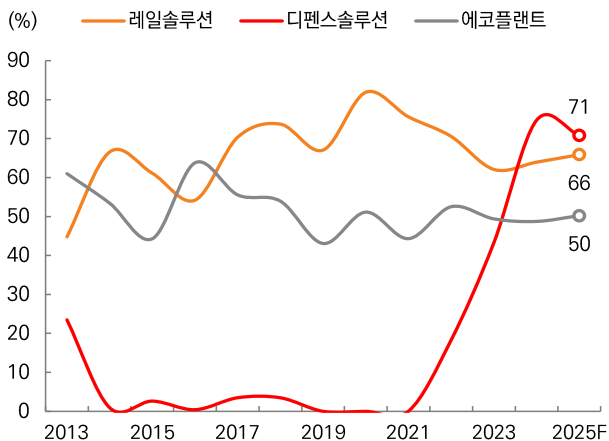
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 사업부별 영업이익 추이 및 전망



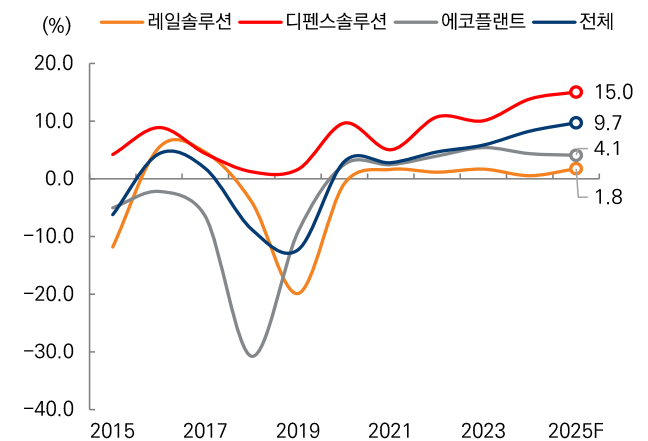
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 11. 사업부별 수출비중 추이 및 전망



자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

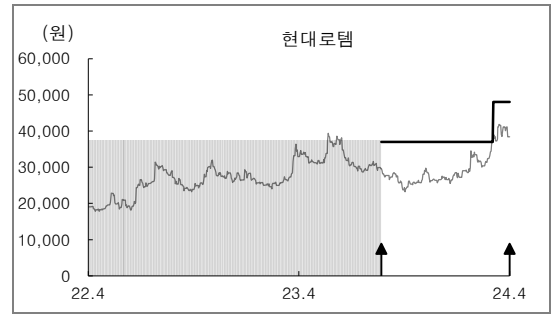
그림 12. 사업부별 영업이익률 추이 및 전망



자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
현대로템 (064350)				
2024.04.01	매수	48,000	-	-
2023.09.20	매수	37,000	-24.25	-0.54



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.