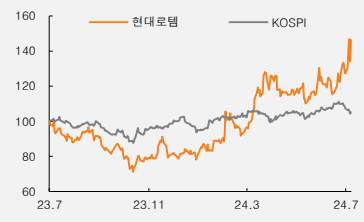


투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 65,000원
현재주가(24/7/26)	47,750원
상승여력	36.1%

영업이익(24F,십억원)	398		
Consensus 영업이익(24F,십억원)	329		
EPS 성장률(24F,%)	151.5		
MKT EPS 성장률(24F,%)	84.3		
P/E(24F,x)	12.9		
MKT P/E(24F,x)	10.6		
KOSPI	2,731.90		
시가총액(십억원)	5,212		
발행주식수(백만주)	109		
유동주식비율(%)	65.9		
외국인 보유비중(%)	23.8		
베타(12M) 일간수익률	0.24		
52주 최저가(원)	23,250		
52주 최고가(원)	47,950		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	22.8	67.5	56.0
상대주가	25.5	52.0	48.1



[방산/항공우주]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

현대로템

계속해서 갈아치울 All-Time High

2Q24 Review: 영업이익 컨센서스 36.3% 상회

2Q24 매출액 1조 원 (+10.9% YoY, 컨센 10.5% 상회), 영업이익 1,127억 원 (+67.7% YoY, OPM 10.3%, 컨센 36.3% 상회)으로 어닝 서프라이즈 및 역대 최대 실적을 달성했다. 당분기 K2 3차양산 정산금 일회성 이익 100억 원 제외 시 1,027억 원 (OPM 9.4%)이다. 주된 컨센서스 상회 요인은 폴란드 K2 공정을 회복이다.

디펜스솔루션 부문의 매출은 5,645억 원 (+16.5% YoY), 영업이익은 철도 BEP 및 에코플랜트 OPM 1.6% 가정 시 1,090억 원 (+77.3%, OPM 19.1%)으로 추정된다. 그 중 수출 매출은 3,760억 원 (+54.1% YoY, 수출비중 67%), 영업이익은 875억 원 (+82.6% YoY, OPM 23.3%)으로 산출했다. 추정 근거는 내수 방산 OPM 5.6% (과거 방산 평균 OPM)에 일회성 이익 100억 원을 감안했다.

아직 보여줄게 더 많다

[9월/K2] 폴란드와 9월 MSPO에서 K2PL 180대 추가계약 예정이다. 계약금액은 최소 4.5조 원+으로 추정한다. 폴란드 정부에 따르면, 자체 채권발행 및 국방지원금을 활용하여 계약할 계획이다. 따라서, 한국의 차관문제는 적을 것으로 판단한다.

[10월/고속철] 모로코 고속철 사업은 RFI 제출 상태이다. 본 사업은 총 168량 (2조 원+)을 공급하는 대규모 사업이며, 27년 최초납품, 30년 인도완료 계획으로 24~25년 내 수주 가능성이 높다. 10월 우선협상대상자 발표, 25년 수주계약을 예상한다.

[12월/K2] 올해 연말에는 1) 루마니아 주력전차 획득사업 구체화 및 2) 국내 K2 4차양산이 남아있다. 먼저, 루마니아 K2 사업은 250~300대 규모 (6.3~7.5조 원)로 5월 시험평가 마무리 후 단독입찰 상태이다. 25년 국방예산 편성에 맞춰 계약될 것으로 예상된다. 국내 K2 4차양산 규모는 총 150대 (1.9조 원+)이다. 이번 차수에서 국산 변속기가 장착된다면 중동 시장 진출 가능성이 높아질 전망이다.

투자의견 '매수', 목표주가 65,000원으로 35% 상향

투자의견 '매수' 유지, 목표주가를 기존 48,000원에서 65,000원으로 35% 상향한다. 방산 수출마진을 16.8% → 21%로 조정, 24/25F 영업이익을 평균 20%씩 상향했다. 실적성장과 K2 추가계약을 통해 저평가를 해소해나갈 것으로 판단한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	3,163	3,587	4,234	5,019	5,815
영업이익 (십억원)	147	210	398	578	609
영업이익률 (%)	4.6	5.9	9.4	11.5	10.5
순이익 (십억원)	198	161	405	568	623
EPS (원)	1,812	1,475	3,711	5,207	5,709
ROE (%)	14.1	10.1	21.6	24.2	21.2
P/E (배)	15.7	18.0	12.9	9.2	8.4
P/B (배)	2.0	1.7	2.5	2.0	1.6
배당수익률 (%)	0.0	0.4	0.2	0.2	0.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 2Q24 실적 요약 테이블 (십억 원)

	2Q23	1Q24	2Q24P			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	987	748	1,095	46.4	10.9	1,045	4.7	991	10.5
영업이익	67	45	113	152.4	67.7	83	35.9	83	36.3
당기순이익	54	56	101	80.3	87.5	74	36.9	66	52.5
영업이익률 (%)	6.8	6.0	10.3	4.3	3.5	7.9	2.4	8.4	2.0
순이익률 (%)	5.5	7.5	9.3	1.7	3.8	7.1	2.2	6.7	2.6
사업부문별 매출액						비고			
레일솔루션	392	276	391	41.6	-0.3	1) 철도: 올해 납품물량 감소로 인해 매출볼륨 하락 2) 방산: 폴란드 K2 공정을 회복, 납품 정상화 3) 플랜트: 현대자동차/현대제철 공장설비 매출 증가			
디펜스솔루션	484	318	565	77.5	16.5				
에코플랜트	110	153	139	-9.6	26.0				
방산 매출 비중	49.1	42.5	51.6						

자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 추정치 변경표 (십억 원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	4,087	4,843	4,234	5,019	3.6	3.6	1) 방산 수출마진을 기존 16.8%에서 21%로 상향 조정 2) 24년 철도 OPM 기준 BEP에서 소폭 적자로 하향
영업이익	337	472	398	578	18.0	22.4	
세전이익	347	468	418	601	20.3	28.4	
당기순이익 (지배)	328	441	405	568	23.5	28.9	
EPS (원)	3,008	4,045	3,711	5,207	23.4	28.7	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 3. 영업실적 전망치 추정 (십억 원)

항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
수주잔고	전체	14,314	16,604	18,142	17,500	18,589	18,773	23,747	25,267	17,500	25,267	29,734	34,394
	레일솔루션	8,280	9,988	11,719	11,410	12,709	13,101	14,166	14,466	11,410	14,466	16,732	18,855
	디펜스솔루션	5,502	5,971	5,635	5,426	5,230	5,013	8,926	10,118	5,426	10,118	12,508	15,309
	에코플랜트	532	646	788	665	650	659	655	683	665	683	494	229
매출액	전체	684	987	927	989	748	1,095	1,158	1,234	3,587	4,234	5,019	5,815
	레일솔루션	369	392	381	411	276	391	339	301	1,554	1,308	1,421	1,563
	디펜스솔루션	260	484	414	420	318	565	657	749	1,578	2,288	2,890	3,468
	에코플랜트	55	110	132	159	153	139	162	184	456	638	708	784
성장률 (%)	전체	1.0	25.6	18.5	7.8	9.3	10.9	25.0	24.7	13.4	18.0	18.5	15.9
	레일솔루션	-14.8	-19.7	-17.7	4.4	-25.1	-0.3	-11.0	-26.7	-12.7	-15.8	8.6	10.0
	디펜스솔루션	42.5	112.8	101.3	-5.4	22.3	16.5	58.7	78.5	49.0	45.0	26.3	20.0
	에코플랜트	-10.6	58.8	15.8	97.4	177.9	26.0	23.0	15.9	40.1	40.0	11.0	10.8
영업이익	전체	32	67	41	70	45	113	110	130	210	398	578	609
	YoY (%)	35.5	113.9	29.2	15.1	40.0	67.7	168.4	85.9	42.4	89.3	45.4	5.4
	OPM (%)	4.7	6.8	4.4	7.1	6.0	10.3	9.5	10.5	5.9	9.4	11.5	10.5
	당기순이익 (지배)	19	54	41	47	56	101	109	124	161	405	568	623
YoY (%)	YoY (%)	38.4	105.2	22.3	-62.5	197.5	87.5	164.4	164.6	-18.6	151.5	40.3	9.6
	NPM (%)	2.8	5.5	4.4	4.7	7.5	9.3	9.4	10.1	4.5	9.6	11.3	10.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. SOTP 밸류에이션

(십억 원)

항목			비고
영업가치	전체	6,008	
레이 솔루션		138	
EBITDA		19	25F EBITDA
Target EV/EBITDA (X)		9.2	글로벌 철도 피어 24/25F EV/EBITDA 평균
할인율		20%	피어 대비 1) 매출 성장률, 2) 이익률 저조
디펜스 솔루션		5,757	
EBITDA		482	25F EBITDA
Target EV/EBITDA (X)		11.9	글로벌 방산 피어 24/25F EV/EBITDA 평균
할인율			
에코 플랜트		113	
EBITDA		18	25F EBITDA
Target EV/EBITDA (X)		7.0	글로벌 플랜트 피어 24/25F EV/EBITDA 평균
할인율		10%	피어 대비 이익률 저조
비영업가치	전체	0	
순차입금		(997)	
비지배주주지분		(44)	
주주가치		7,049	
주식 수 (천 주)		109,142	
목표주가 (원)		65,000	
현재주가 (원)		47,750	
상승여력		36.1%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 글로벌 피어 밸류에이션

분류	회사명	시가총액 (조 원)	주가 수익률 (%)		매출액 성장률 (%)		영업이익률 (%)		P/E (X)		P/B (X)		EV/EBITDA (X)	
			1M	YTD	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
	현대로템	5.2	22.8	79.5	10.6	23.7	8.2	9.3	15.6	17.6	18.3	13.8	2.7	2.2
레이솔루션	지멘스	204.3	0.4	-0.1	0.8	5.1	14.0	15.1	16.7	16.7	16.1	15.0	2.6	2.4
	웹텍	38.6	-0.1	25.4	7.5	5.9	18.7	18.9	12.5	13.3	21.3	19.0	2.6	2.5
	CRRC	39.7	7.2	46.8	8.3	6.1	6.8	7.2	8.1	8.6	16.5	15.0	1.3	1.3
	알스톰	12.3	15.4	54.0	3.7	5.1	5.5	6.6	5.7	7.6	12.6	10.1	0.8	0.8
	CAF	1.8	3.6	9.7	8.7	5.1	5.3	5.7	12.3	13.6	10.4	8.7	1.3	1.2
	평균		5.3	27.2	5.8	5.5	10.1	10.7	11.1	12.0	15.4	13.6	1.7	1.6
디펜스솔루션	제너럴 다이내믹스	110.8	-1.2	12.1	12.7	3.8	10.7	11.3	18.4	19.4	20.0	17.8	3.6	3.3
	BAE시스템즈	68.4	-4.7	14.0	10.7	7.1	10.7	11.0	18.6	18.7	18.7	16.7	3.5	3.2
	라인메탈	31.9	-0.4	69.6	38.2	22.1	14.2	15.5	25.7	28.2	22.8	16.8	5.4	4.4
	평균		-2.1	31.9	20.6	11.0	11.9	12.6	20.9	22.1	20.5	17.1	4.1	3.6
에코플랜트	다이후쿠	9.0	-11.0	-7.5	0.1	9.3	10.7	10.8	14.2	13.5	20.3	18.5	2.6	2.4
	뒤르	2.1	0.9	-5.5	4.6	4.0	5.0	6.0	11.6	13.9	9.7	7.3	1.1	1.0
	아이다 엔지니어링	0.5	-4.5	3.4	3.1	2.7	14.0	14.0			11.6	10.6	0.6	0.6
	평균		-4.9	-3.2	2.6	5.3	9.9	10.3	12.9	13.7	13.9	12.1	1.4	1.3

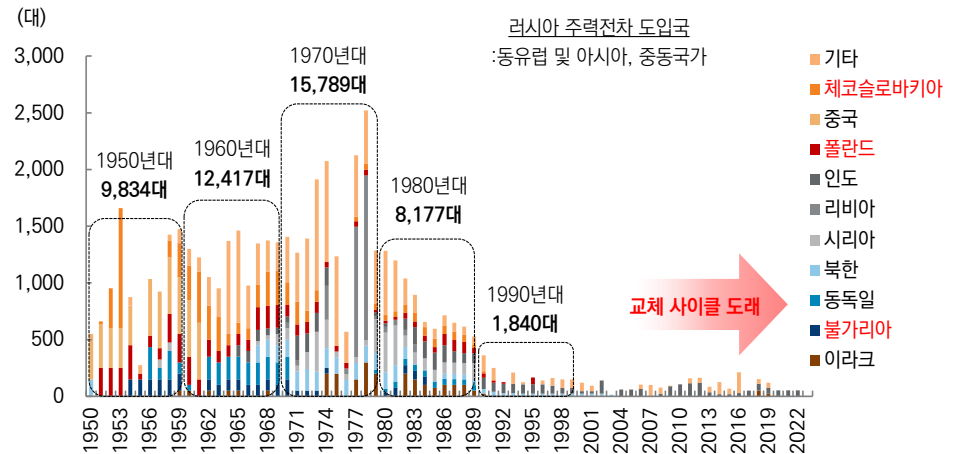
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주력전차는 과거 전쟁 시기에 대량으로 도입됨. 1970~80년대에 수출된 러시아/미국/독일제 주력전차만 **총 3.3만대**

방산도 시클릭 산업. 그간 평화시대를 향유하며 외면했던 노후화 전력들을 교체할 시기가 도래

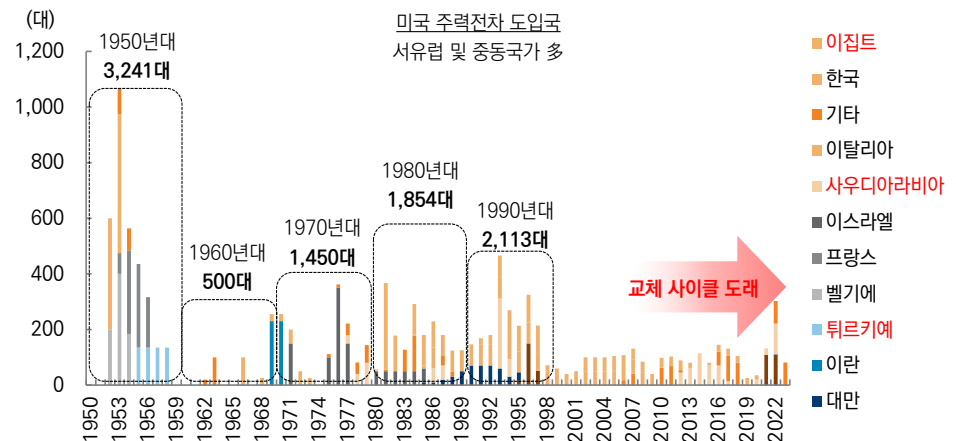
폴란드가 대표 사례. 1970~80년대에 도입한 주력전차는 **총 1,400대**. 앞으로 10년간 M1A2 366대와 K2 전차 1,000대로 교체 예정

그림 1. 1950~1990년대 러시아제 주력전차 도입국 추이



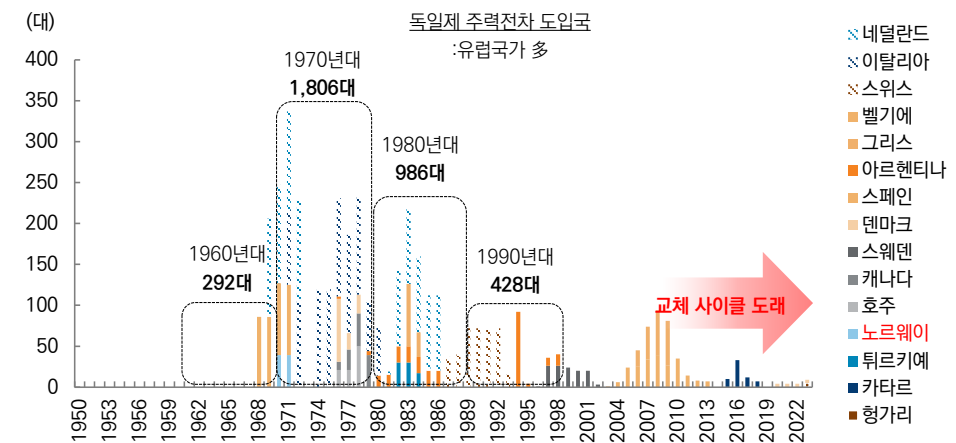
주: 빨간색으로 하이라이트 되어있는 국가들은 한국에게 K2 도입 의사표명을 한 국가
자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 1950~1990년대 미국제 주력전차 도입국 추이



주: 빨간색으로 하이라이트 되어있는 국가들은 한국에게 K2 도입 의사표명을 한 국가
자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 1950~1990년대 독일제 주력전차 도입국 추이



주: 빨간색으로 하이라이트 되어있는 국가들은 한국에게 K2 도입 의사표명을 한 국가
자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. K2 전차 도입 가능성 있는 국가들의 교체수요 추정

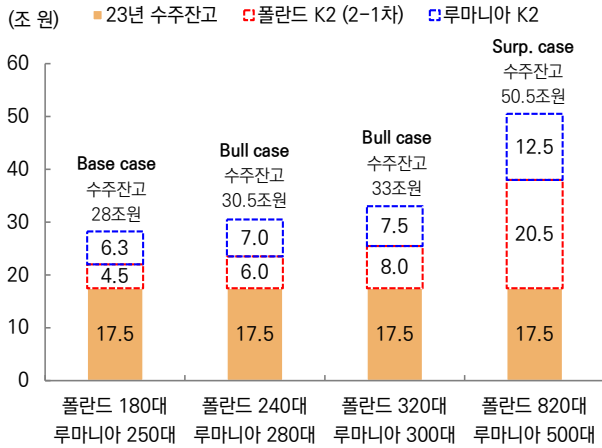
국가	제품명	생산연도 (년)	사용연한 (년)	보유대수 (대)	신규주문 (대)	K2 Value (십억 원)
루마니아 (동유럽)	T-55AM	1970	54	220		5,500
	TR-85	1980	44	103		2,575
	TR-85 M1	1996	28	54		
	M1A2 SEPv3	2020	4	0	54	
	합계			377		
	교체수요			269		8,075
이집트 (중동)	T-54/55	1958	66	840		21,000
	T-62	1961	63	500		12,500
	M60A1	1962	62	300		7,500
	M60A3	1978	46	850		21,250
	M1A1	1980	44	1130		28,250
	T-90MS	2011	13	0	500	
	합계			3,620		
	교체수요			3,120		90,500
사우디 (중동)	AMX-30	1965	59	140		3,500
	M60A3SA	1978	46	370		9,250
	M1A2S	1990	34	500		
	합계			1,010		
	교체수요			510		12,750
모로코 (중동)	M60A1	1962	62	220		5,500
	M48A5	1977	47	200		5,000
	M60A3	1978	46	120		3,000
	T-72B	1984	40	100		2,500
	M1A1SA	1990	34	222		
	Type-90-II	1991	33	54		
	M1A2 SEPv3	2020	4	0	162	
	합계			916		
	교체수요			478		16,000
오만 (중동)	M60A1	1962	62	6		150
	M60A3	1978	46	73		1,825
	Challenger 2	1998	26	38		
	합계			117		
	교체수요			79		1,975

주: 교체수요는 노후화 전차 (40년+) 물량에서 신규주문 대수를 뺀 값

자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

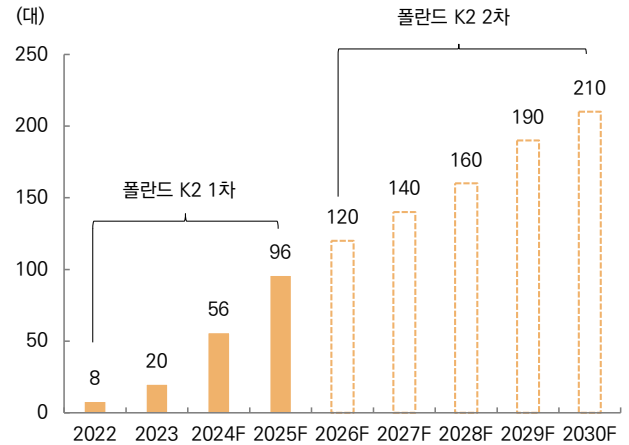
K2 전차 침투가능 수요 합계 (십억 원)	129,300
50% win (십억 원)	64,650
루마니아+사우디 K2 수출 시 기대 수주액 (십억 원)	20,825

그림 4. 폴란드 2차계약 시나리오별 수주잔고 추가분 추정



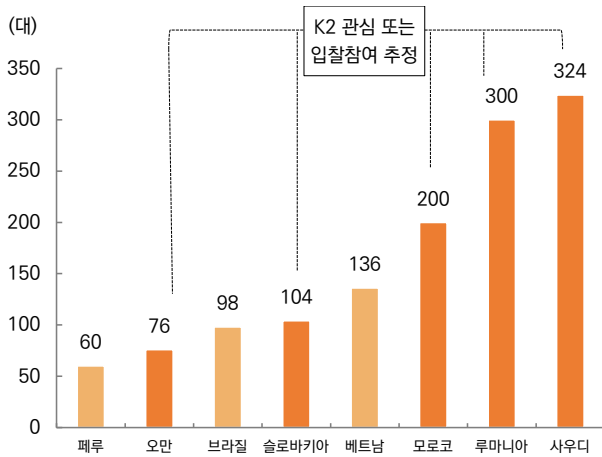
자료: Defense24, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 연도별 K2GF/PL 인도대수 추정



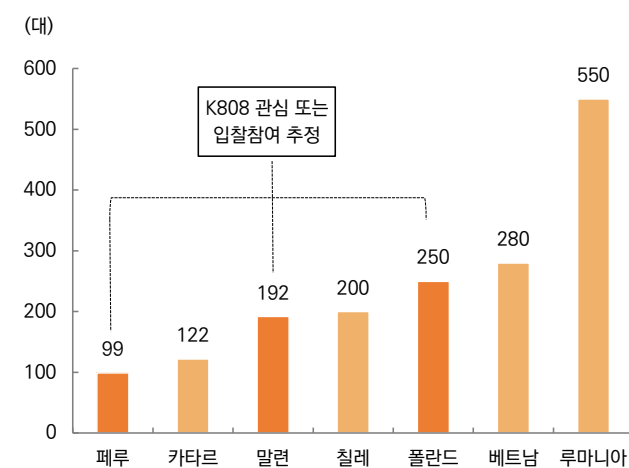
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 6. 글로벌 잠재 주력전차 신규획득사업 소요



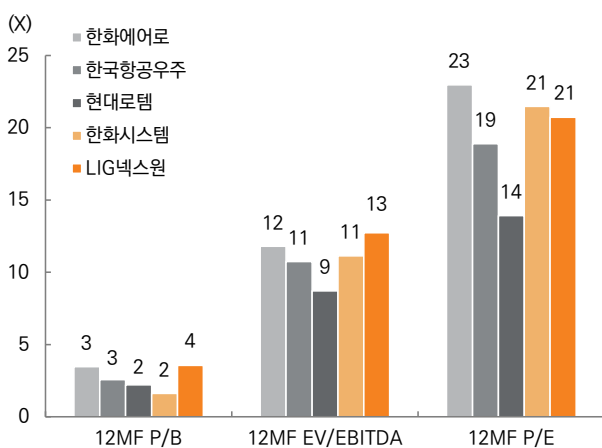
주: 전 세계 주력전차 획득사업 중 1) 이미 특정모델이 최종 선정됐거나, 2) K2 전차가 선정되기 어려운 국가/사업을 제외한 나머지 사업으로 구성
자료: Janes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 글로벌 잠재 APC 신규획득사업 소요



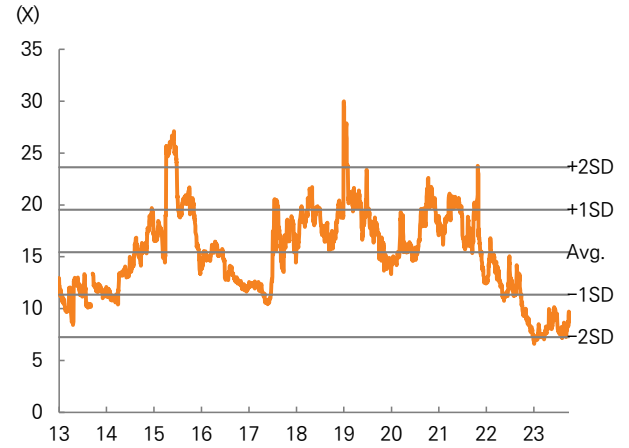
주: 전 세계 차륜형 장갑차 (APC) 획득사업 중 1) 이미 특정모델이 최종 선정됐거나, 2) K2 전차가 선정되기 어려운 국가/사업을 제외한 나머지 사업으로 구성
자료: Janes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 국내 방산업체 12MF 멀티플 비교



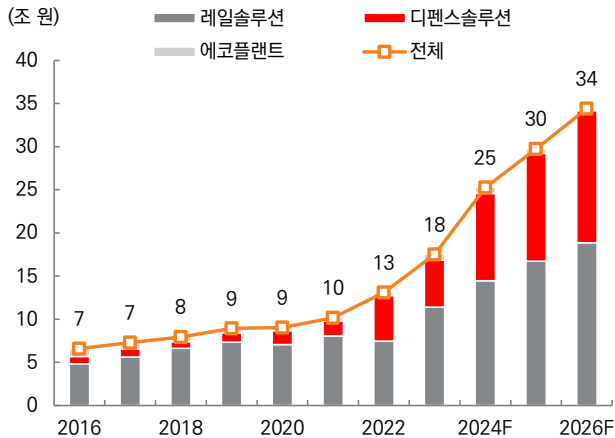
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 현대로템 12MF EV/EBITDA 밴드차트



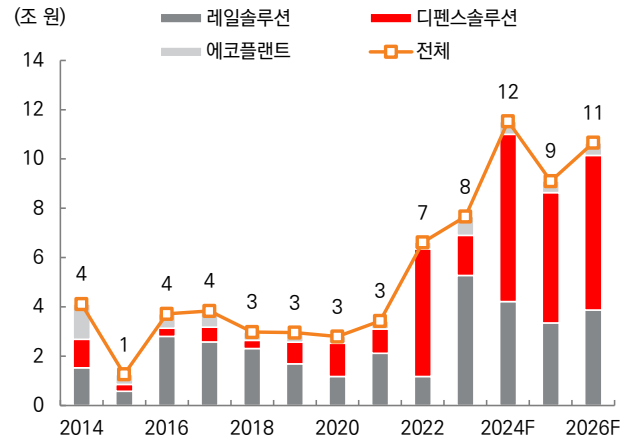
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 사업부별 수주잔고 추이 및 전망



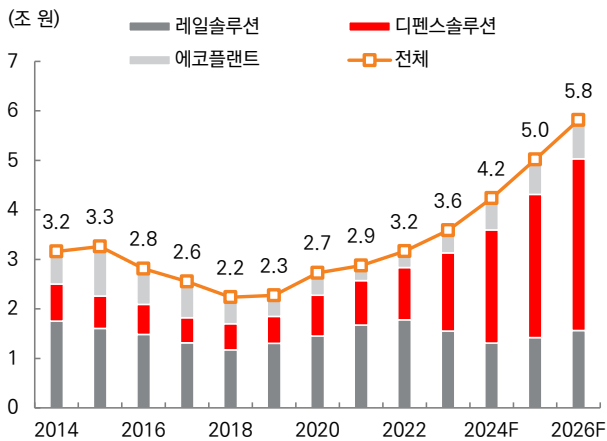
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 사업부별 신규수주 추이 및 전망



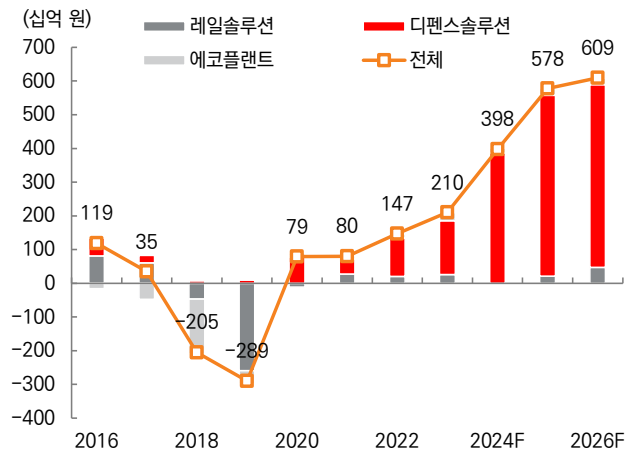
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 사업부별 매출액 추이 및 전망



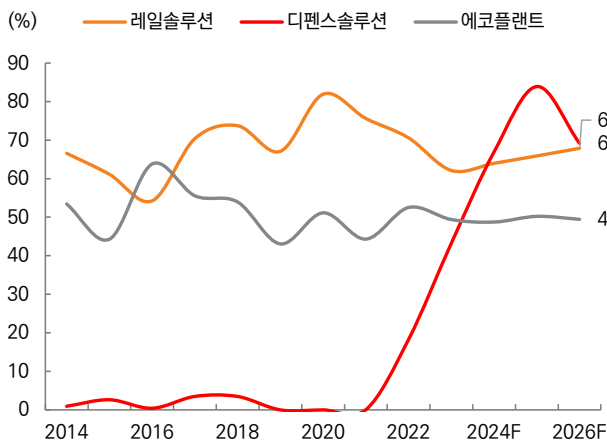
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 사업부별 영업이익 추이 및 전망



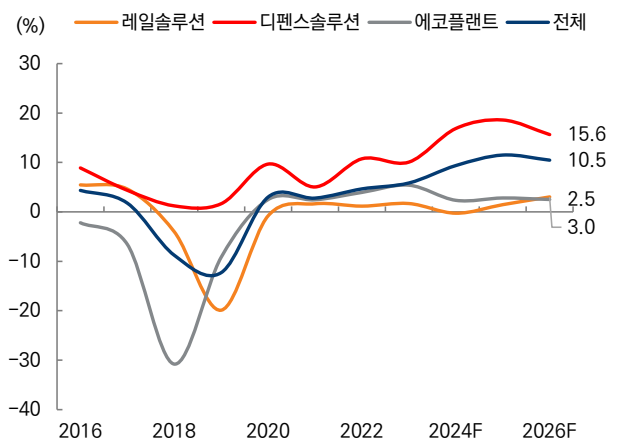
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 14. 사업부별 수출비중 추이 및 전망



자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

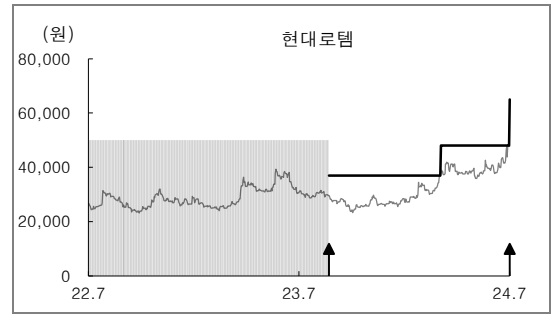
그림 15. 사업부별 영업이익률 추이 및 전망



자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
현대로템 (064350)				
2024.07.29	매수	65,000	-	-
2024.04.01	매수	48,000	-17.53	-0.10
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(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 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.