



## BUY(Maintain)

목표주가: 40,000원

주가(1/31): 28,350원

시가총액: 30,942억원



기계/방산/항공우주

Analyst 이한결

gksruf9212@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (1/31)		2,497.09pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	39,350 원	23,250원
등락률	-28.0%	21.9%
수익률	절대	상대
1M	6.6%	13.3%
6M	-9.6%	-4.7%
1Y	2.7%	-0.2%

## Company Data

발행주식수	109,142 천주
일평균 거래량(3M)	1,101천주
외국인 지분율	11.3%
배당수익률(23E)	0.0%
BPS(23E)	15,633원
주요 주주	현대자동차 외 3 인
	33.8%

## 투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,872.5	3,163.3	3,587.4	3,783.2
영업이익	80.2	147.5	210.0	253.5
EBITDA	115.3	185.8	250.2	293.9
세전이익	35.3	103.9	180.8	236.3
순이익	51.4	194.5	156.8	184.3
지배주주지분순이익	66.5	197.8	161.0	186.5
EPS(원)	609	1,812	1,475	1,709
증감률(% YoY)	87.3	197.4	-18.6	15.8
PER(배)	34.1	15.7	18.0	16.6
PBR(배)	1.76	2.04	1.70	1.61
EV/EBITDA(배)	27.3	17.8	12.0	10.3
영업이익률(%)	2.8	4.7	5.9	6.7
ROE(%)	5.0	14.1	10.0	10.3
순차입금비율(%)	71.2	16.4	8.1	-0.9

자료: 키움증권 리서치센터

## Price Trend



## 4Q23 Review

## 현대로템 (064350)

## 방산 부문의 추가 수주가 중요해지는 시점



4분기 영업이익의 698억원으로 실적 서프라이즈를 시현하였다. 폴란드향 K2 전차 매출 인식 방법이 변경되면서 4분기에 일부 반영된 결과로 판단한다. 올해도 디펜스솔루션 부문을 중심으로 폴란드향 K2 전차 납품 규모가 확대되며 실적 성장세를 이끌 것으로 전망한다. 신규 수주 측면에서 국군 K2 전차 4차 양산 사업과 폴란드향 2차 계약 체결을 주목할 필요가 있다고 판단한다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 영업이익 698억원 달성, 시장 기대치 상회

4분기 매출액 9,892억원(yoy +7.8%), 영업이익 698억원(yoy +15.1%, OPM 7.1%)을 달성하며 시장 기대치를 상회했다. 디펜스솔루션 부문에서 폴란드향 K2 매출 인식 방법이 인도 기준에서 진행 기준으로 변경되었고 지난 4분기부터 적용되면서 실적 서프라이즈에 기여한 것으로 판단한다. 4분기 디펜스솔루션 부문 매출액은 4,195억원(yoy -5.4%)을 시현하였는데 폴란드향 매출 비중은 약 50% 정도 차지하는 것으로 추정한다. 또한, 창정비 등 방산 프로젝트 종료에 따른 비용 정산 과정에서 약 100억원을 환입하며 일회성 수익이 발생하였다.

## &gt;&gt;&gt; 폴란드 2차 계약 등 추가 수주 달성 여부가 관건

2023년 신규 수주는 레일솔루션 부문에서 5.3조, 디펜스솔루션 부문에서 1.6조, 에코플랜트 부문에서 0.8조로 총 7.7조원 규모의 수주를 달성하였다. 수주잔고도 17.5조원으로 2022년말 13조원 대비 34% 증가하였다. 2024년에도 디펜스 솔루션 부문에서 국군 K2 4차 양산 사업과 폴란드 2차 계약 체결을 기반으로 수주잔고 확대 추세가 지속될 것으로 기대한다. 레일솔루션 부문의 적극적인 해외 사업 추진과 에코플랜트 부문의 캐티브 물량 증가도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다. 다만, 폴란드 2차 계약 체결에 앞서 수은법 개정안 통과가 필요한 상황에서 계속되는 법안 통과 지연으로 불확실성이 지속되는 구간으로 판단한다. 폴란드 이외의 해외 수출 사업도 계속 진행하고 있으나 아직 뚜렷한 성과가 보이지 않는 점은 아쉬운 부분이다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 40,000원 유지

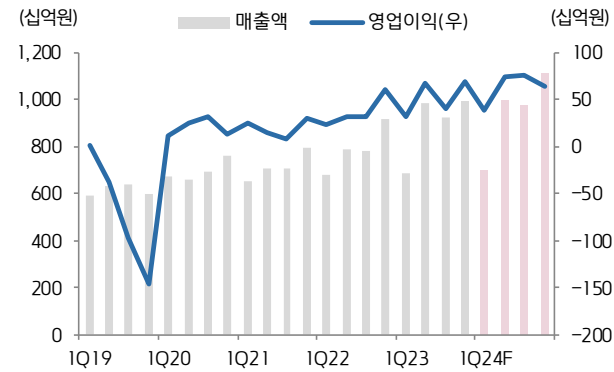
2024년 매출액 3조 7,832억원(yoy +5.5%), 영업이익 2,535억원(yoy +20.7%, OPM 6.7%)을 전망한다. 디펜스솔루션 부문에서 폴란드향 K2 납품 규모가 56대로 확대되며 실적 성장세가 지속될 것으로 판단한다. 또한, 에코플랜트 부문도 최근 5개년 중 최대 수준의 수주 잔고를 기반으로 성장세가 나타날 것이다. 레일솔루션 부문은 2021~2022년 신규 수주의 부재로 올해까지 매출 감소가 불가피한 상황이다. 하지만 2023년 신규 수주가 크게 증가하며 2025년부터 반등하는 모습을 보여줄 것으로 기대한다. 투자의견 BUY, 목표주가 40,000원을 유지한다.

## 현대로템 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2022	2023P	2024F
매출액	677.4	785.8	782.5	917.6	684.4	986.8	927.0	989.2	3,163.3	3,587.4	3,783.2
(YoY)	3.7%	10.6%	10.2%	15.0%	1.0%	25.6%	18.5%	7.8%	10.1%	13.4%	5.5%
레일솔루션	433.1	489.0	462.8	393.9	369.2	392.4	380.8	411.2	1,778.8	1,553.6	1,479.4
디펜스솔루션	182.5	227.6	205.7	443.4	260.0	484.4	414.2	419.5	1,059.2	1,578.1	1,803.3
에코플랜트	61.8	69.2	114.0	80.3	55.2	110.0	132.0	158.5	325.3	455.7	500.5
영업이익	23.6	31.4	31.8	60.7	31.9	67.2	41.1	69.8	147.5	210.0	253.5
(YoY)	-8.7%	99.4%	301.8%	97.4%	35.5%	113.9%	29.2%	15.1%	83.9%	42.4%	20.7%
OPM	3.5%	4.0%	4.1%	6.6%	4.7%	6.8%	4.4%	7.1%	4.7%	5.9%	6.7%
순이익	13.1	25.6	32.7	123.2	18.1	52.6	40.0	46.2	194.5	156.8	184.3
(YoY)	151.7%	78.7%	424.3%	380.1%	38.4%	105.2%	22.3%	-62.5%	278.4%	-19.4%	17.5%
NPM	1.9%	3.3%	4.2%	13.4%	2.6%	5.3%	4.3%	4.7%	6.1%	4.4%	4.9%

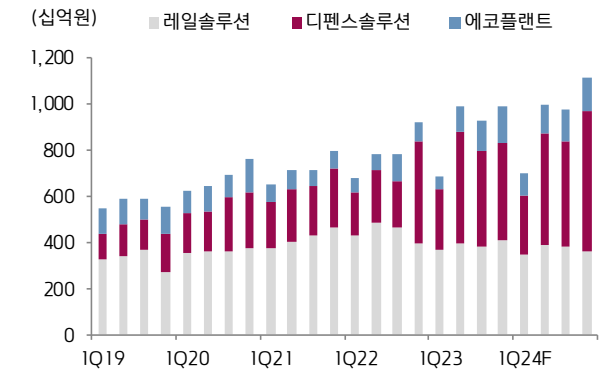
자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

### 현대로템 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



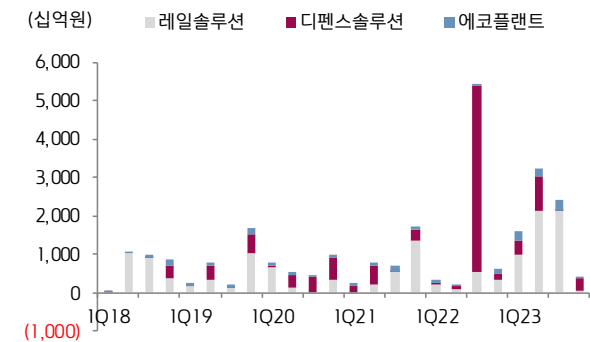
자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

### 현대로템 부문별 매출 추이 및 전망



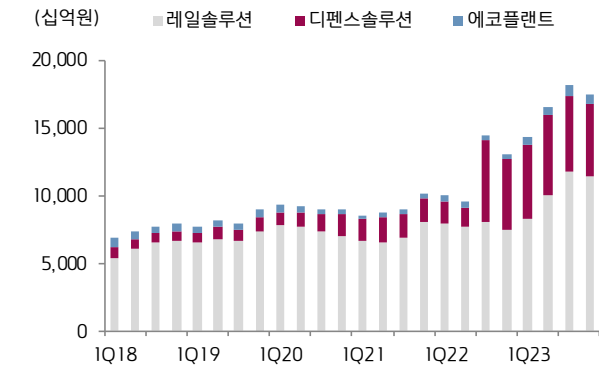
자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

### 현대로템 부문별 신규 수주 추이



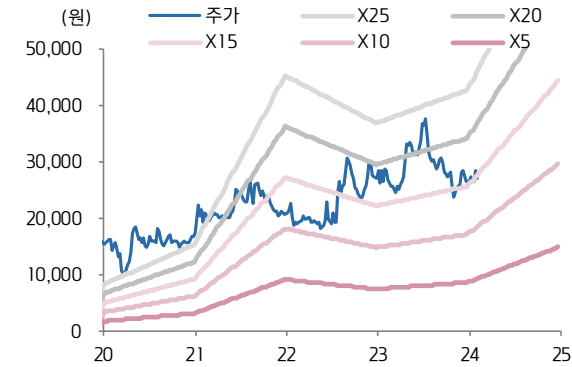
자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

### 현대로템 부문별 수주 잔고 추이



자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

### 현대로템 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

### 현대로템 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	2,872.5	3,163.3	3,587.4	3,783.2	4,804.6
매출원가	2,619.7	2,797.9	3,123.0	3,225.4	4,006.4
매출총이익	252.8	365.4	464.4	557.8	798.2
판매비	172.6	217.9	254.4	304.3	375.4
<b>영업이익</b>	80.2	147.5	210.0	253.5	422.8
<b>EBITDA</b>	115.3	185.8	250.2	293.9	463.8
<b>영업외손익</b>	-44.9	-43.6	-29.2	-17.2	-12.8
이자수익	3.8	8.9	10.0	11.5	13.8
이자비용	32.0	41.2	41.2	41.2	41.2
외환관련이익	108.0	107.5	107.5	107.5	107.5
외환관련손실	121.2	119.0	119.0	119.0	119.0
종속 및 관계기업손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	-3.4	0.3	13.6	24.1	26.2
<b>법인세차감전이익</b>	35.3	103.9	180.8	236.3	410.0
법인세비용	-16.1	-90.7	24.0	52.0	90.2
계속사업순이익	51.4	194.5	156.8	184.3	319.8
<b>당기순이익</b>	51.4	194.5	156.8	184.3	319.8
<b>지배주주순이익</b>	66.5	197.8	161.0	186.5	323.6
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	3.1	10.1	13.4	5.5	27.0
영업이익 증감율	-2.3	83.9	42.4	20.7	66.8
EBITDA 증감율	-8.7	61.1	34.7	17.5	57.8
지배주주순이익 증감율	114.4	197.4	-18.6	15.8	73.5
EPS 증감율	87.3	197.4	-18.6	15.9	73.5
매출총이익율(%)	8.8	11.6	12.9	14.7	16.6
영업이익율(%)	2.8	4.7	5.9	6.7	8.8
EBITDA Margin(%)	4.0	5.9	7.0	7.8	9.7
지배주주순이익율(%)	2.3	6.3	4.5	4.9	6.7

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	-62.7	716.2	192.3	239.1	328.5
당기순이익	51.4	194.5	156.8	184.3	319.8
비현금항목의 가감	117.4	59.2	148.8	175.4	211.9
유형자산감가상각비	22.1	25.5	27.4	29.6	32.0
무형자산감가상각비	12.9	12.8	12.8	10.7	9.0
지분법평가손익	0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	82.3	20.8	108.7	135.2	171.0
영업활동자산부채증감	-204.6	497.4	-58.1	-39.1	-85.8
매출채권및기타채권의감소	75.7	-48.8	-41.4	-19.1	-99.6
재고자산의감소	-34.8	167.5	-31.6	-14.6	-76.0
매입채무및기타채무의증가	-33.8	42.2	79.0	61.0	158.6
기타	-211.7	336.5	-64.1	-66.4	-68.8
기타현금흐름	-26.9	-34.9	-55.2	-81.5	-117.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	146.1	-429.0	-130.2	-151.3	-174.3
유형자산의 취득	-44.2	-32.5	-54.2	-58.4	-61.1
유형자산의 처분	0.2	1.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-8.1	-15.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.4	-1.6	-0.1	-0.1	-0.1
단기금융자산의감소(증가)	190.7	-387.6	-82.6	-99.5	-119.7
기타	7.1	6.9	6.7	6.7	6.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	-99.6	-97.1	-4.2	-4.2	-4.2
차입금의 증가(감소)	69.6	-92.9	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-162.4	-4.2	-4.2	-4.2	-4.2
기타현금흐름	-2.8	-3.8	-30.9	-30.9	-30.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-19.0	186.3	27.1	52.7	119.2
기초현금 및 현금성자산	338.7	319.7	506.0	533.1	585.8
기말현금 및 현금성자산	319.7	506.0	533.1	585.8	705.0

자료 : 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	2,679.8	3,318.6	3,565.4	3,817.6	4,301.0
현금 및 현금성자산	319.7	506.0	533.1	585.8	705.0
단기금융자산	17.3	404.8	487.4	586.9	706.6
매출채권 및 기타채권	279.1	308.6	350.0	369.1	468.7
재고자산	262.1	235.5	267.1	281.7	357.7
기타유동자산	1,801.6	1,863.7	1,927.8	1,994.1	2,063.0
<b>비유동자산</b>	1,427.4	1,505.3	1,519.3	1,537.3	1,557.3
투자자산	42.1	43.5	43.5	43.5	43.4
유형자산	1,186.1	1,200.3	1,227.1	1,255.8	1,284.9
무형자산	78.7	78.6	65.8	55.1	46.1
기타비유동자산	120.5	182.9	182.9	182.9	182.9
<b>자산총계</b>	4,107.2	4,823.9	5,084.6	5,354.9	5,858.3
<b>유동부채</b>	2,090.7	2,572.7	2,651.8	2,712.8	2,871.4
매입채무 및 기타채무	440.7	505.4	584.5	645.5	804.1
단기금융부채	699.5	702.9	702.9	702.9	702.9
기타유동부채	950.5	1,364.4	1,364.4	1,364.4	1,364.4
<b>비유동부채</b>	748.3	759.7	759.7	759.7	759.7
장기금융부채	540.6	452.5	452.5	452.5	452.5
기타비유동부채	207.7	307.2	307.2	307.2	307.2
<b>부채총계</b>	2,838.9	3,332.4	3,411.4	3,472.4	3,631.1
<b>자본지분</b>	1,293.1	1,520.3	1,706.3	1,917.7	2,266.2
자본금	545.7	545.7	545.7	545.7	545.7
자본잉여금	519.8	519.8	519.8	519.8	519.8
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	275.8	287.1	312.0	336.9	361.9
이익잉여금	-48.3	167.7	328.7	515.2	838.8
비지배지분	-24.8	-28.9	-33.1	-35.2	-39.0
<b>자본총계</b>	1,268.2	1,491.5	1,673.2	1,882.4	2,227.2

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	609	1,812	1,475	1,709	2,965
BPS	11,847	13,930	15,633	17,570	20,764
CFPS	1,546	2,325	2,799	3,296	4,872
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	34.1	15.7	18.0	16.6	9.6
PER(최고)	45.1	18.1	27.3		
PER(최저)	28.5	9.7	15.6		
PBR	1.76	2.04	1.70	1.61	1.37
PBR(최고)	2.32	2.36	2.57		
PBR(최저)	1.46	1.27	1.47		
PSR	0.79	0.98	0.81	0.82	0.64
PCFR	13.5	12.2	9.5	8.6	5.8
EV/EBITDA	27.3	17.8	12.0	10.3	6.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	1.2	4.4	3.2	3.5	5.7
ROE	5.0	14.1	10.0	10.3	15.5
ROIC	2.9	2.2	9.0	9.5	15.2
매출채권회전율	8.7	10.8	10.9	10.5	11.5
재고자산회전율	11.2	12.7	14.3	13.8	15.0
부채비율	223.8	223.4	203.9	184.5	163.0
순차입금비용	71.2	16.4	8.1	-0.9	-11.5
이자보상배율	2.5	3.6	5.1	6.2	10.3
<b>총차입금</b>	1,240.0	1,155.4	1,155.4	1,155.4	1,155.4
순차입금	903.0	244.6	134.9	-17.3	-256.2
NOPLAT	115.3	185.8	250.2	293.9	463.8
FCF	-155.6	536.7	110.0	140.6	223.9

## Compliance Notice

- 당사는 1월 31일 현재 '현대로템(064350)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

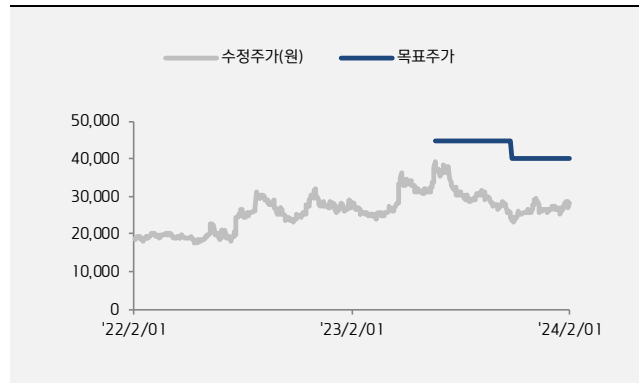
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
현대로템	2023-06-21	Outperform (Initiate)	45,000원	6개월	-18.24	-14.33
(064350)	2023-07-18	BUY(Upgrade)	45,000원	6개월	-20.87	-14.33
	2023-07-27	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-30.30	-14.33
	2023-10-13	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-31.46	-14.33
	2023-10-27	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-36.86	-34.00
	2023-11-30	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-33.81	-25.63
	2024-02-01	BUY(Maintain)	40,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

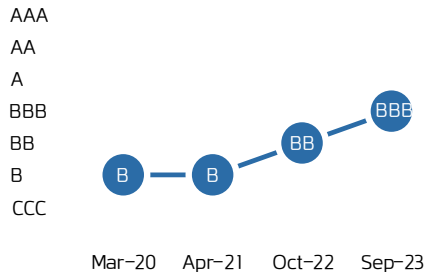
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

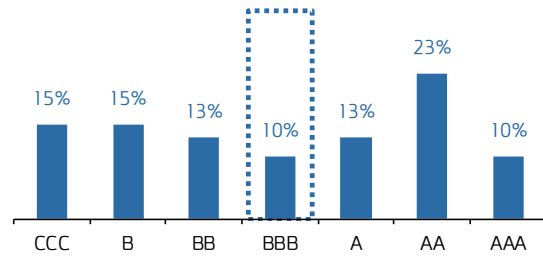
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

## MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

## MSCI 동종 업체 등급 분포



## 세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	4.7	4.9		
<b>환경</b>	4.2	4.7	24.0%	▼0.3
친환경 기술 관련 기회	4.9	4.5	12.0%	▼0.1
유독 물질 배출과 폐기물	3.5	4.9	12.0%	▼0.4
<b>사회</b>	5.9	5.4	35.0%	▲1.2
노무 관리	6.3	4.6	18.0%	▲1.6
보건과 안전	5.4	6.3	17.0%	▲0.6
<b>지배구조</b>	3.9	4.5	41.0%	▼0.5
기업 지배구조	5.1	5.5		▼0.1
기업 활동	4.2	4.9		▼1.2

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## ESG 최근 이슈

일자	내용
2023.05	대구도시철도 2호선 스크린도어 제작 및 설치와 관련하여 불법 하도급 혐의로 인한 과징금 2,500만원 부여, 상고 기각
2022.09	국내 철도차량 계약 입찰 관련 담합 혐의로 공정위 조사, 과징금 323억 6600만원 면제

자료: 키움증권 리서치

## MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 6개사 (조선/기계)	친환경 기술 관련 기회	유해 물질 배출과 폐기물	보건과 안전	노무 관리	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세				
HYUNDAI ROTEM COMPANY	● ● ●	●	● ●	● ● ● ●	● ●	● ●	BBB	▲				
HYUNDAI MIPO DOCKYARD CO.,LTD	●	● ● ● ●	●	● ● ●	●	● ● ●	BB	◀▶				
HD Hyundai Infracore Co., Ltd.	● ●	● ●	●	● ● ● ●	● ●	● ● ●	BB	◀▶				
HD Hyundai Construction Equipment Co.,Ltd.	● ● ●	● ●	● ●	● ● ●	● ●	● ● ●	BB	◀▶				
SAMSUNG HEAVY INDUSTRIES CO.,LTD	● ● ●	● ● ●	●	● ●	● ●	●	B	▲				
Hanwha Ocean Co., Ltd.	● ● ●	● ●	●	● ●	● ●	●	CCC	◀▶				

4분위 등급 : 최저 4분위 ●, 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶, 상향 ▲, 2등급 이상 상향 ▲▲, 하향 ▼, 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치