

투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(상향)	<b>▲ 48,000원</b>
현재주가(24/3/29)	36,800원
상승여력	30.4%

영업이익(24F, 십억원)	318
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	277
EPS 성장률(24F, %)	64.8
MKT EPS 성장률(24F, %)	48.9
P/E(24F, x)	15.1
MKT P/E(24F, x)	11.8
KOSPI	2,746.63
시가총액(십억원)	4,016
발행주식수(백만주)	109
유동주식비율(%)	65.9
외국인 보유비중(%)	16.4
베타(12M) 일간수익률	0.14
52주 최저가(원)	23,250
52주 최고가(원)	39,350

(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.0	32.6	44.0
상대주가	5.8	19.0	28.2



[방산/항공우주]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

064350 · 방산/항공우주

## 현대로템

### 폴란드만 봐도 살만하다

#### 1Q24 Preview: 컨센서스 대비 상회 예상

당사는 현대로템의 1Q24 매출액 8,436억 (+23.3% YoY, 컨센 15% 상회), 영업이익 572억 원 (+79.3% YoY, 컨센 60% 상회)으로 전망한다. 기존 추정치 대비 각각 23.5%, 143% 상향했다. 상향 요인은 폴란드 K2GF 매출 발생이다.

3/20일자로 폴란드에서 K2GF 18대를 인도 받았음을 발표했다. 18대 중 4대는 갭 필러로 시승 테스트 일정에 따라 1Q/2Q에 나눠서 인도 기준으로 반영될 예정이다. 나머지 14대는 진행률로 인식되며, 4Q23에 선인식된 8대분을 제외해도 최소 6대분이 반영되어야 한다. 또한, 올해 2/3분기 인도 물량의 일부도 진행률로 선인식될 수 있는 점을 고려하여 실적을 의미있게 상향했다.

#### 폴란드 2차계약 대규모 체결 → 5년간 고성장 전망

폴란드 2차계약 체결 시 동사의 '25F 실적 상향 및 '26F 이후 구조적 증익이 가능하다. K2GF/PL 물량으로만 연간 매출 3~4조 원, 영업이익 4,000~5,000억 원씩 추가되면서 외형성장과 이익개선을 이끌 것으로 추정한다.

계약 시점은 2분기로 기대한다. 최근 폴란드-한국 정부 차원에서 한 차례 회담을 통해 K2PL 계약을 논의하기 시작했으며, 현대로템도 폴란드 언론을 통해 K2PL 500대 현지생산에 대한 강한 의지를 밝히는 등 2차계약 관련 유의미한 시그널이 나오고 있다. 한편, 러시아는 2개 전차군 신규편성, 동원령 선포 등 여름공세를 준비하고 있다. 이에 따라, 폴란드를 포함한 부크레슈티 나인 국가들의 전력화 시급성이 높아졌으며, 폴란드-한국 방산계약에도 속도가 붙을 것으로 판단한다.

#### 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 48,000원으로 30% 상향

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 37,000원에서 48,000원으로 30% 상향한다. 당사는 목표주가 산출방식을 기존 P/B에서 SOTP 밸류에이션 ([표4] 참고)로 변경했다. 변경 사유는 1) 각 사업부별 가치를 세분화하여 반영, 2) 향후 5년간 발생할 디펜스솔루션의 가파른 영업이익 성장을 반영하기 위함이다. 동사의 불확실성은 1) 폴란드 K2 1,000대 계약 순항여부, 2) 후속주주였으나, 올해 안에 폴란드 잔여계약 전량 (820대) 체결 또는 직납물량분 (320대) 체결 시 상당부분 해소될 수 있다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	2,873	3,163	3,587	4,018	4,741
영업이익 (십억원)	80	147	210	318	420
영업이익률 (%)	2.8	4.6	5.9	7.9	8.9
순이익 (십억원)	67	198	161	265	350
EPS (원)	609	1,812	1,475	2,431	3,211
ROE (%)	5.0	14.1	10.1	14.7	16.7
P/E (배)	34.1	15.7	18.0	15.1	11.5
P/B (배)	1.8	2.0	1.7	2.1	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.4	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 현대로템 실적 비교표

(십억 원)

	1Q23	4Q23	1Q24F		성장률	
			미래에셋증권	컨센서스	YoY (%,%p)	QoQ (%,%p)
매출액	684	989	844	733	23.3	-14.7
영업이익	32	70	57	36	79.3	-18.0
영업이익률 (%)	4.7	7.1	6.8	4.9	2.1	-0.3
순이익	19	47	51	30	171.6	9.3
순이익률 (%)	2.8	4.7	6.1	4.04	3.3	1.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 현대로템 실적 추정치 변경표

(십억 원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	3,813	4,931	4,018	4,741	5.4	-3.9	1) 1Q24 K2GF 18대 인도 반영 2) 폴란드 K2 진행률 일부 수정
영업이익	269	411	318	420	18.1	2.2	
세전이익	257	402	314	411	22.1	2.3	
당기순이익 (지배)	217	339	265	350	22.3	3.4	
EPS (원)	1,992	3,102	2,431	3,211	22.1	3.5	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 3. 현대로템 영업실적 전망치 추정

(십억 원)

항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
수주잔고	전체	14,314	16,604	18,142	17,500	17,295	24,805	24,684	28,459	13,089	17,500	28,459	34,794
	레이솔루션	8,280	9,988	11,719	11,410	11,551	11,676	12,023	12,617	7,462	11,410	12,617	14,372
	디펜스솔루션	5,502	5,971	5,635	5,426	5,079	12,482	11,983	15,095	5,275	5,426	15,095	19,686
	에코플랜트	532	646	788	665	665	647	678	747	352	665	747	735
매출액	전체	684	987	927	989	844	1,053	1,019	1,102	3,163	3,587	4,018	4,741
	레이솔루션	369	392	381	411	316	333	339	321	1,779	1,554	1,308	1,420
	디펜스솔루션	260	484	414	420	422	597	553	638	1,059	1,578	2,209	2,790
	에코플랜트	55	110	132	159	106	124	127	143	325	456	500	531
성장률 (%)	전체	1.0	25.6	18.5	7.8	23.3	6.7	10.0	11.4	10.1	13.4	12.0	18.0
	레이솔루션	-14.8	-19.7	-17.7	4.4	-14.5	-15.2	-11.0	-21.9	6.2	-12.7	-15.8	8.6
	디펜스솔루션	42.5	112.8	101.3	-5.4	62.4	23.2	33.5	52.0	18.2	49.0	40.0	26.3
	에코플랜트	-10.6	58.8	15.8	97.4	91.8	12.6	-3.6	-9.6	8.2	40.1	9.8	6.2
영업이익		32	67	41	70	57	80	78	103	147	210	318	420
	YoY (%)	35.5	113.9	29.2	15.1	79.3	19.0	89.2	47.2	83.9	42.4	51.3	32.2
	OPM (%)	4.7	6.8	4.4	7.1	6.8	7.6	7.6	9.3	4.7	5.9	7.9	8.9
당기순이익 (지배)		19	54	41	47	51	68	68	79	198	161	265	350
	YoY (%)	38.4	105.2	22.5	-62.5	171.6	24.9	64.7	67.6	197.4	-18.6	64.8	32.1
	NPM (%)	2.8	5.5	4.4	4.7	6.1	6.4	6.7	7.1	6.3	4.5	6.6	7.4

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. 현대로템 SOTP 밸류에이션

(십억 원)

항목			비고
영업가치	전체	4,603	
	레일 솔루션	113	
	EBITDA	15	24F EBITDA
	Target EV/EBITDA (X)	9.7	글로벌 철도 피어 24F EV/EBITDA 평균
	할인율	20%	피어그룹 대비 성장률 및 이익률 저조
	디펜스 솔루션	4,269	
	EBITDA	324	24F EBITDA
	Target EV/EBITDA (X)	13.2	글로벌 방산 피어 24F EV/EBITDA 평균
	할인율		
	에코 플랜트	221	
	EBITDA	24	24F EBITDA
	Target EV/EBITDA (X)	10.4	글로벌 플랜트 피어 24F EV/EBITDA 평균
	할인율	10%	피어그룹 대비 저조한 이익률
비영업가치	전체	0	
순차입금		(633)	
비지배주주지분		(37)	
주주가치		5,273	
주식 수 (천 주)		109,142	
목표 주가 (원)		48,000	
현재 주가 (원)		36,800	
상승여력		30.4%	

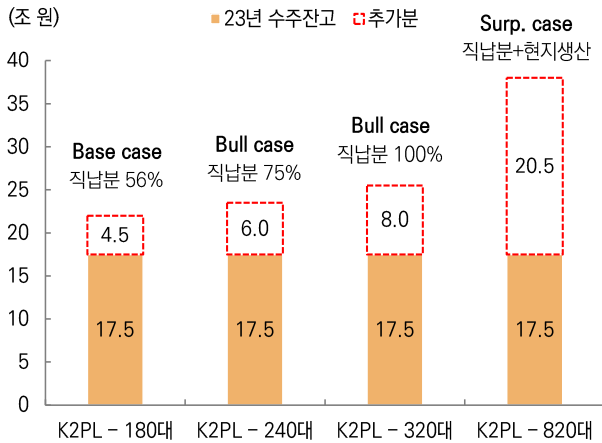
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 현대로템 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	4.0	10.0	38.3	6.9	22.9	7.2	8.5	19.0	13.0	2.1	1.8	11.2	8.0
레일솔루션	지멘스	205.6	-3.3	4.1	3.7	5.4	14.2	14.9	16.6	15.5	2.7	2.5	12.2	11.2
	웨벡	34.7	3.1	14.8	5.5	5.4	17.5	18.0	21.5	19.2	2.4	2.3	14.3	13.3
	CRRC	34.1	6.9	29.7	8.5	6.4	6.8	7.0	14.8	13.3	1.2	1.1	9.9	9.1
	알스툼	7.9	14.5	16.0	4.0	4.4	4.9	5.9	12.4	7.6	0.6	0.6	7.1	6.0
	CAF	1.7	3.2	3.7	6.5	5.1	5.5	5.8	9.9	8.3	1.3	1.2	4.8	4.4
	평균		4.9	13.7	5.6	5.3	9.8	10.3	15.1	12.8	1.6	1.5	9.7	8.8
디펜스솔루션	제너럴 다이내믹스	104.3	3.4	8.8	9.9	4.2	11.0	11.5	19.3	17.3	3.5	3.3	14.2	13.2
	BAE시스템즈	69.4	8.7	21.5	9.5	6.8	10.9	11.2	19.9	17.8	3.7	3.4	11.8	10.8
	라인메탈	32.9	22.3	81.1	37.4	20.8	14.0	15.2	24.7	18.8	5.7	4.7	13.6	10.7
	평균		11.4	37.1	18.9	10.6	11.9	12.6	21.3	18.0	4.3	3.8	13.2	11.6
에코플랜트	다이후쿠	12.1	1.1	25.6	1.1	6.6	9.3	10.3	32.0	27.0	3.8	3.4	20.1	17.5
	뒤르	2.2	4.8	0.2	4.9	3.5	5.2	6.2	10.1	7.7	1.2	1.1	5.6	4.8
	아이다 엔지니어링	0.5	3.4	7.8	1.8	5.7	5.7	7.2	17.7	13.8	0.7	0.7	5.6	4.3
	평균		3.1	11.2	2.6	5.3	6.7	7.9	19.9	16.2	1.9	1.7	10.4	8.9

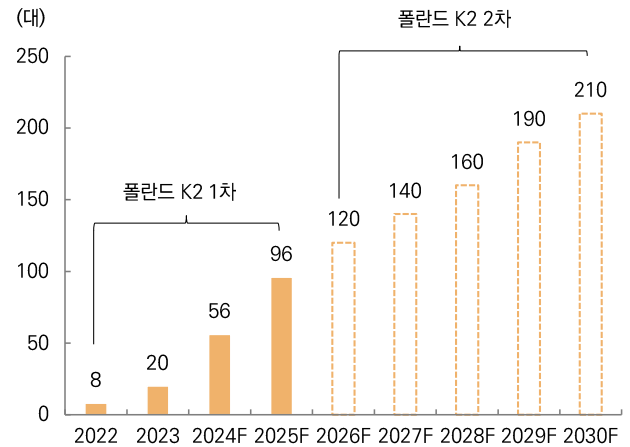
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 폴란드 2차계약 시나리오별 수주잔고 추가분 추정



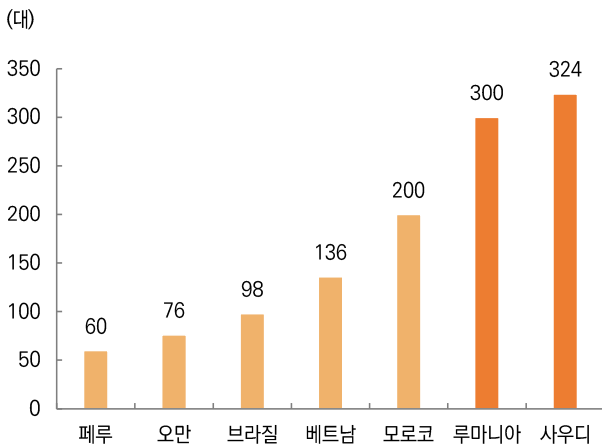
자료: Defense24, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 연도별 K2GF/PL 인도대수 추정



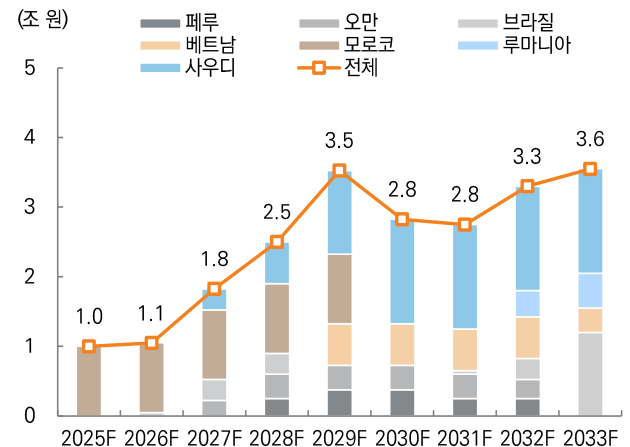
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. K2 잠재 신규획득사업 주력전차 소요



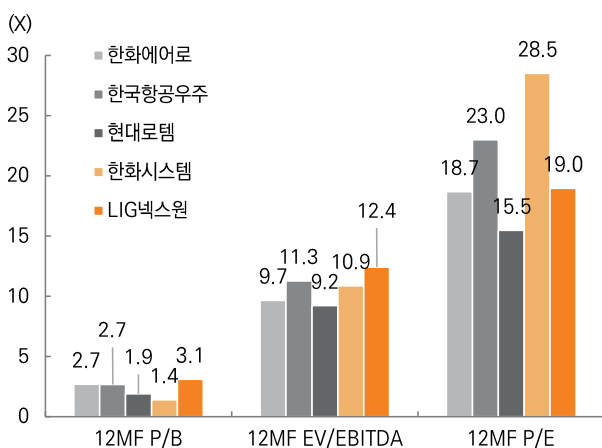
주: 전 세계 주력전차 획득사업 중 1) 이미 최종 선정됐거나, 2) K2 전차가 선정되기 어려운 사업을 제외한 나머지 사업들로 구성  
자료: Janes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 잠재사업의 K2 매출기여 추정치



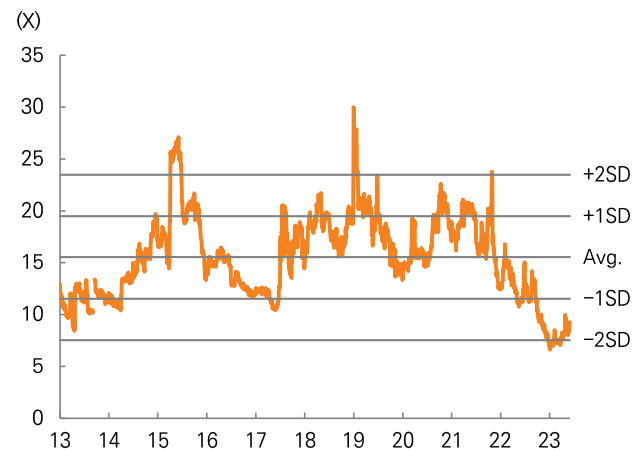
주: 잠재사업의 연도별 인도대수 \* K2PL ASP (250억)로 계산하여 K2 매출 규모 산출  
자료: Janes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 국내 방산업체 12MF 멀티플 비교



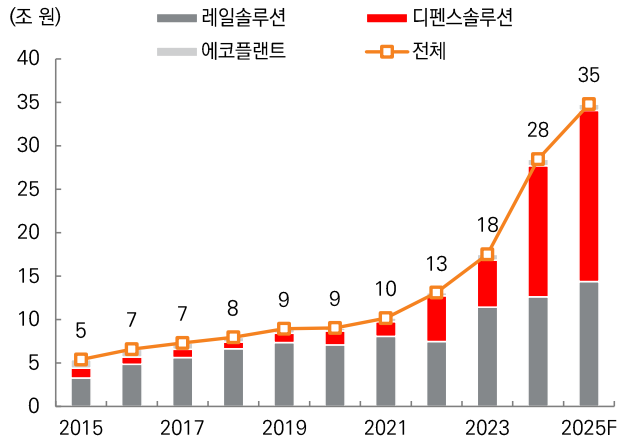
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 현대로템 12MF EV/EBITDA 밴드차트



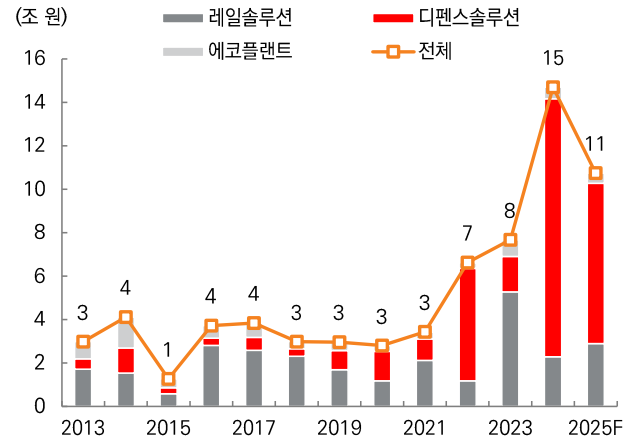
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 사업부별 수주잔고 추이 및 전망



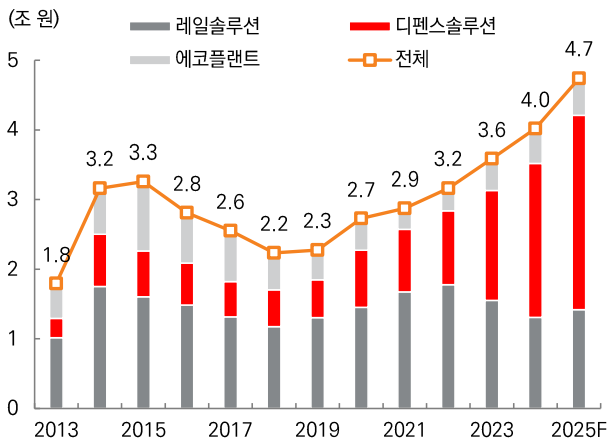
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 사업부별 신규수주 추이 및 전망



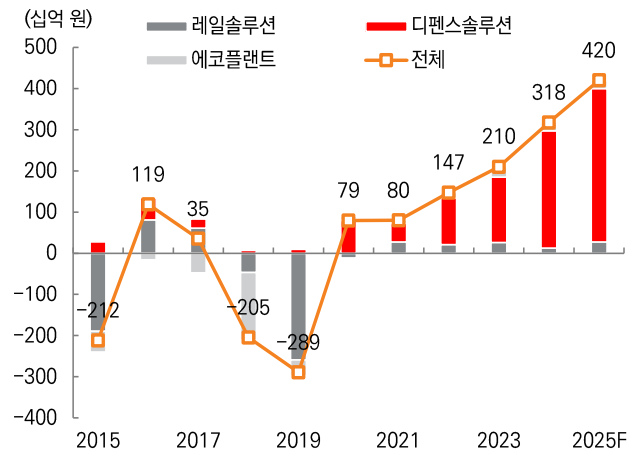
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 사업부별 매출액 추이 및 전망



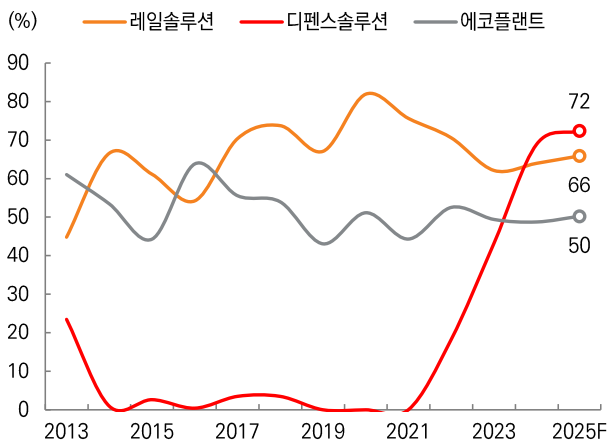
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 사업부별 영업이익 추이 및 전망



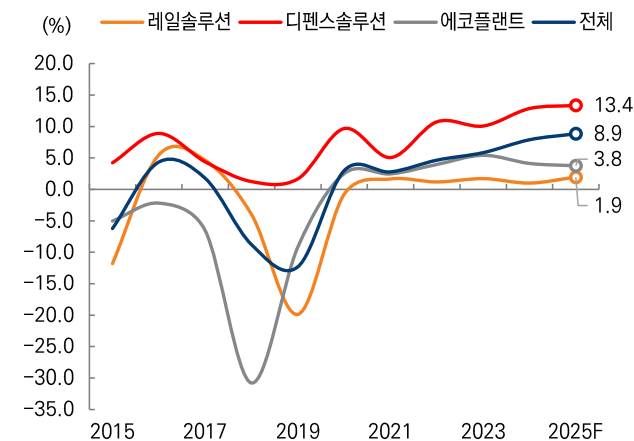
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 11. 사업부별 수출비중 추이 및 전망



자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 사업부별 영업이익률 추이 및 전망



자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

현대로템 (064350)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	3,163	3,587	4,018	4,741
매출원가	2,798	3,123	3,467	4,069
매출총이익	365	464	551	672
판매비와관리비	218	254	233	252
조정영업이익	147	210	318	420
영업이익	147	210	318	420
비영업손익	-43	-29	-4	-9
금융손익	-32	0	17	21
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	104	181	314	411
계속사업법인세비용	-91	24	53	66
계속사업이익	195	157	261	345
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	195	157	261	345
지배주주	198	161	265	350
비지배주주	-3	-4	-4	-6
총포괄이익	223	156	261	345
지배주주	227	160	265	350
비지배주주	-4	-4	-4	-6
EBITDA	186	250	362	468
FCF	684	680	267	278
EBITDA 마진율 (%)	5.9	7.0	9.0	9.9
영업이익률 (%)	4.6	5.9	7.9	8.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.3	4.5	6.6	7.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	3,319	3,690	4,019	4,380
현금 및 현금성자산	506	396	467	526
매출채권 및 기타채권	308	402	483	571
재고자산	236	269	294	328
기타유동자산	2,269	2,623	2,775	2,955
비유동자산	1,505	1,551	1,624	1,712
관계기업투자등	10	0	1	1
유형자산	1,200	1,234	1,287	1,352
무형자산	79	92	100	110
자산총계	4,824	5,241	5,642	6,091
유동부채	2,573	3,205	3,373	3,520
매입채무 및 기타채무	387	528	621	676
단기금융부채	703	339	270	182
기타유동부채	1,483	2,338	2,482	2,662
비유동부채	760	390	375	343
장기금융부채	453	256	227	199
기타비유동부채	307	134	148	144
부채총계	3,332	3,595	3,748	3,863
지배주주지분	1,520	1,680	1,931	2,271
자본금	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520
이익잉여금	168	317	572	911
비지배주주지분	-29	-33	-37	-43
자본총계	1,491	1,647	1,894	2,228

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	716	734	350	376
당기순이익	195	157	261	345
비현금수익비용가감	59	156	80	93
유형자산감가상각비	25	27	30	33
무형자산상각비	13	13	14	15
기타	21	116	36	45
영업활동으로인한자산및부채의변동	497	437	44	-17
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-49	-93	-61	-62
재고자산 감소(증가)	167	131	-25	-34
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	42	212	86	58
법인세납부	-3	-15	-53	-66
투자활동으로 인한 현금흐름	-429	-270	-156	-177
유형자산처분(취득)	-31	-54	-83	-98
무형자산감소(증가)	-15	-26	-22	-24
장단기금융자산의 감소(증가)	-396	-204	-51	-54
기타투자활동	13	14	0	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	-97	-576	-109	-127
장단기금융부채의 증가(감소)	-84	-561	-98	-116
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-11	-11
기타재무활동	-13	-15	0	0
현금의 증가	186	-110	71	59
기초현금	320	506	396	467
기말현금	506	396	467	526

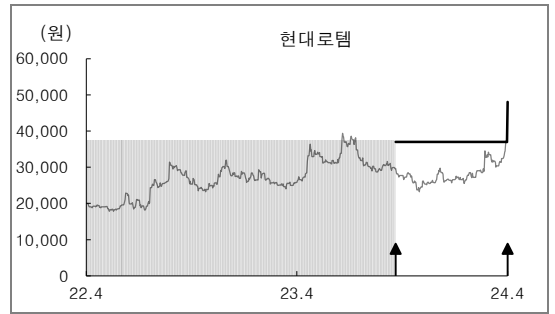
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	15.7	18.0	15.1	11.5
P/CF (x)	12.2	9.3	11.8	9.2
P/B (x)	2.0	1.7	2.1	1.8
EV/EBITDA (x)	17.8	9.8	9.3	6.7
EPS (원)	1,812	1,475	2,431	3,211
CFPS (원)	2,325	2,864	3,125	4,013
BPS (원)	13,930	15,391	17,696	20,807
DPS (원)	0	100	100	100
배당성향 (%)	0.0	7.0	4.2	3.2
배당수익률 (%)	0.0	0.4	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	10.1	13.4	12.0	18.0
EBITDA증가율 (%)	61.2	34.5	44.7	29.3
조정영업이익증가율 (%)	83.9	42.4	51.3	32.2
EPS증가율 (%)	197.4	-18.6	64.8	32.1
매출채권 회전율 (회)	11.8	11.8	10.9	11.0
재고자산 회전율 (회)	12.7	14.2	14.3	15.3
매입채무 회전율 (회)	8.6	7.7	6.8	7.0
ROA (%)	4.4	3.1	4.8	5.9
ROE (%)	14.1	10.1	14.7	16.7
ROIC (%)	12.6	10.8	19.2	24.2
부채비율 (%)	223.4	218.2	197.8	173.4
유동비율 (%)	129.0	115.1	119.1	124.4
순차입금/자기자본 (%)	16.5	-25.1	-33.4	-38.7
조정영업이익/금융비용 (x)	3.6	7.3	15.1	25.0

### 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
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

\* 2023년 12월 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.