



현대로템

| Bloomberg Code (064350 KS) | Reuters Code (064350.KS)

2024년 2월 1일

[방위산업]

이동현 연구위원
☎ 02-3772-2675
✉ ldh@sinhan.com

방산이 선물한 서프라이즈



매수
(유지)



현재주가 (1월 31일)
28,350원



목표주가
39,000원 (유지)



상승여력
37.5%

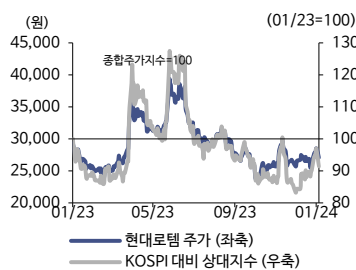
- ◆ 4Q23 Re 방산 호조로 호실적 달성
- ◆ K2전차 폴란드 진행 기준 반영, 수출은 안갯속
- ◆ 목표주가 유지, 장기투자 관점의 접근은 여전히 유효



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

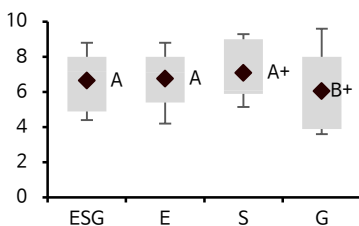
시가총액	3,094.2십억원
발행주식수	109.1백만주
유동주식수	71.9백만주(65.9%)
52주 최고가/최저가	39,350원/23,250원
일평균 거래량 (60일)	1,048,181주
일평균 거래액 (60일)	28,407백만원
외국인 지분율	11.26%
주요주주	
현대자동차 외 3인	33.77%
국민연금공단	6.97%
절대수익률	
3개월	11.1%
6개월	-11.4%
12개월	0.4%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	2.7%
6개월	-7.6%
12개월	-1.6%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



4Q23 Review 방산 부문 호조로 기대치 상회

[4Q23 실적] 매출액 9,892억원(+8%, 이하 YoY), 영업이익 698억원(+15%), 영업이익률 7.1%(+0.4%p)를 기록했다. 컨센서스 매출액을 20%, 영업이익을 98% 상회하는(컨센 영업이익 353억원) 서프라이즈이다. 방산 부문의 국내외 이익 증가에 따른 호실적이다.

[부문별/레이] 매출액 4,112억원(+8%)을 기록했다. 수주는 607억원(4Q22 3,238억원)에 그쳤다. [디펜스] 매출액 4,195억원(-5%)이지만 절반 정도가 K2전차 폴란드 수출분이 반영되었다. [에코플랜트] 매출액 1,585억원(+97%)로 급증했다. 수주잔고 증가의 영향이다. [특이점] K2전차 폴란드는 '23년 인도 기준, '24년 진행 기준으로 반영될 예정이었으나 4Q23 진행기준으로 조기 매출인식 되었다. 이익 서프라이즈의 이유이다. 이외 국내 구난전차 창정비사업의 정산이익이 반영되었다.

조삼모사, 핵심은 수주 수주

[수주잔고, 전망] 4Q23 17.5조원(+34%)으로 증가했다. 레일이 11.4조원(+53%)이지만 '22년 해외 수주 프로젝트가 사업지연되며 '24년 실적은 정체된다. 디펜스 폴란드 K2전차는 '24년 연간 물량이 늘어나지만 4Q23에 조기 반영된 부분이 있고 국내 K2전차 3차양산이 종료되며 인도가 줄어든다. '24년 4차 양산계약이 예정되어 있다. 에코플랜트는 잔고가 6,648억원(+89%)으로 증가해 '24년 실적이 개선된다.

다만 멀티플이 높아 주가의 핵심은 해외 방산 수주에 달렸다. 폴란드 2차 계약은 수은법 개정과 물려있고 이외 유럽 수출은 경쟁이 심해지고 있는 형국이다. 당장은 수은법 개정 추이를 지켜봐야 한다.

목표주가 유지, 실망감이 반영되어 있는 주가

목표주가 3.9만원을 유지한다. BPS는 적용시점 변경으로 일부 상승했으나 해외 수주 불확실성을 반영해 PBR 할인율을 소폭 높였다. '23년 폴란드와 기타 유럽 국가의 추가 수주가 지연되며 주가가 하락한 바 있다. 사업부들의 장기 성장성을 감안하면 실망감은 주가에 기반영되어 있다고 판단된다. 해외 수주는 변수가 많아 정확한 예단이 어렵지만 철도, 에코플랜트와 함께 성장 추세 흐름은 담보되어 있어 장기 투자 관점의 접근은 여전히 유효하다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	2,872.5	80.2	66.5	609	11,847	34.1	27.3	1.8	5.0	71.2
2022	3,163.3	147.5	197.8	1,812	13,930	15.7	17.8	2.0	14.1	16.5
2023F	3,587.4	210.1	162.3	1,487	15,501	17.9	10.9	1.7	10.1	(9.1)
2024F	3,842.1	257.0	176.4	1,616	17,117	16.8	8.8	1.6	9.9	(16.4)
2025F	4,168.7	342.3	215.8	1,978	19,095	13.7	6.3	1.4	10.9	(24.6)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

현대로템 2023년 4분기 잠정 영업실적

	4Q23P	3Q23	QoQ(%)	4Q22	YoY(%)	신한(기준)	컨센서스
매출액 (십억원)	989	927	6.7	918	7.8	839	822
영업이익	70	41	69.9	61	15.1	35	35
세전이익	65	43	51.6	23	176.3	20	43
순이익	47	41	13.9	124	(62.1)	18	144
영업이익률 (%)	7.1	4.4	-	6.6	-	4.2	4.3
세전이익률	6.6	4.6	-	2.6	-	2.4	5.3
순이익률	4.7	4.4	-	13.5	-	2.1	17.5

자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지배주주 기준

현대로템 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2020	2021	2022	2023P	2024F
매출액	전체	677	786	783	918	684	987	927	989	2,785	2,873	3,163	3,587	3,842
	레일	433	489	463	394	369	392	381	411	1,452	1,676	1,779	1,554	1,553
	디펜스	183	193	240	443	260	484	414	419	823	896	1,059	1,578	1,601
	에코플랜트	62	69	114	80	55	110	132	158	454	301	325	456	688
영업이익	전체	24	31	32	61	32	67	41	70	82	80	147	210	257
세전이익	전체	14	29	37	23	17	56	43	65	15	35	104	181	210
순이익	전체	14	27	33	124	20	54	41	47	31	67	198	162	176
매출액	YoY	3.7	10.6	10.2	15.0	1.0	25.6	18.5	7.8	13.3	3.1	10.1	13.4	7.1
증가율	QoQ	(15.1)	16.0	(0.4)	17.3	(25.4)	44.2	(6.1)	6.7	-	-	-	-	-
영업이익	YoY	(8.7)	99.4	301.8	97.4	35.5	113.9	29.2	15.1	흑전	(2.2)	83.9	42.5	22.3
증가율	QoQ	(23.3)	33.4	1.3	90.6	(47.4)	110.7	(38.9)	69.9	-	-	-	-	-
영업이익률	전체	3.5	4.0	4.1	6.6	4.7	6.8	4.4	7.1	2.9	2.8	4.7	5.9	6.7
세전이익률	전체	2.1	3.7	4.7	2.6	2.5	5.7	4.6	6.6	0.5	1.2	3.3	5.0	5.5
순이익률	전체	2.1	3.4	4.2	13.5	2.8	5.5	4.4	4.7	1.1	2.3	6.3	4.5	4.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지배주주 기준

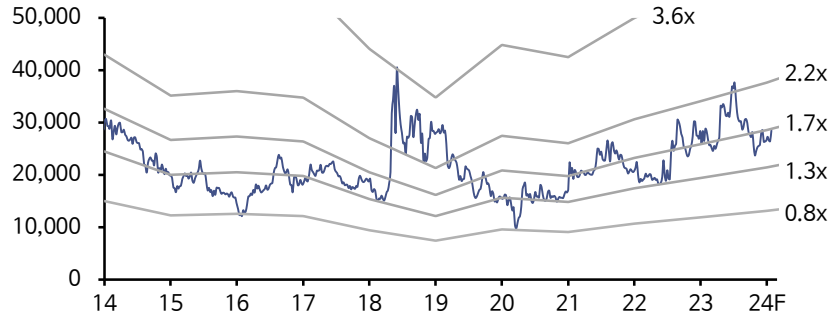
현대로템 PBR Valuation - 목표주가 39,000원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	39,000	유지
Target PBR (배)	2.3	- LIG넥스원의 타깃 PBR 2.7배를 15% 할인 적용(기준 10%); 해외 수주 증가를 기대하나 느린 속도 반영
현재주가 (원)	28,350	
상승여력 (%)	37.5	
BPS (원)	17,117	- '24년 추정 BPS, 기준 '23, '24년 평균 16,106원, +6.3%

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

현대로템 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망

(원)



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

방산업체 Global Peer Valuation 요약 비교

국가	회사 이름	시가총액 (조원)	주가상승률(%)		PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)		EPS성장률(%)	
			1M	YTD	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
한국	한화에어로스페이스	7.3	12.2	15.0	8.0	14.0	2.0	1.8	10.9	9.1	27.9	13.4	309.5	(41.6)
	한국항공우주	5.3	10.2	9.0	26.2	24.5	3.3	3.0	15.3	13.6	13.1	12.6	27.7	7.2
	현대로템	3.1	8.0	7.1	21.5	13.1	1.9	1.7	13.8	9.0	9.1	13.5	47.1	64.3
	한화시스템	3.2	(2.7)	(4.1)	9.7	30.6	1.4	1.3	15.3	13.9	14.9	4.5	흑전	(68.3)
	LIG넥스원	2.6	(11.9)	(8.4)	16.6	13.0	2.5	2.1	11.9	9.6	15.9	17.6	4.5	25.4
	평균				16.4	19.0	2.2	2.0	13.4	11.0	16.2	12.3	97.2	(2.6)
미국	RAYTHEON	171.9	7.5	6.4	17.9	16.9	2.0	1.9	14.6	13.2	10.8	10.9	3.6	(2.4)
	LOCKHEED MARTIN	139.3	(3.7)	(4.8)	15.9	16.5	14.4	16.9	12.1	12.4	81.7	96.7	17.7	(8.4)
	NORTHROP GRUMMAN	93.4	0.2	(0.9)	20.3	19.2	4.3	4.1	15.2	14.0	22.2	22.1	(9.3)	4.2
	GENERAL DYNAMICS	95.2	2.8	0.6	21.5	17.6	3.6	3.3	15.3	13.1	17.3	19.6	(1.3)	21.1
	평균				18.9	17.5	6.1	6.6	14.3	13.2	33.0	37.3	2.6	3.6
유럽	SAFRAN	106.3	7.2	7.5	32.1	25.5	6.8	5.9	16.7	14.0	21.9	23.7	44.7	25.0
	BAE SYSTEMS	60.5	7.9	5.9	18.9	17.6	3.1	3.0	11.9	10.9	16.2	16.8	13.5	6.0
	THALES	41.1	0.1	0.4	17.2	15.7	3.7	3.4	10.3	9.0	21.7	21.5	8.9	6.7
	RHEINMETALL	20.9	16.4	15.3	24.1	17.2	4.3	3.7	13.4	10.0	19.6	23.8	27.4	40.6
	LEONARDO-FINMECCANICA	13.7	10.9	9.5	13.3	11.4	1.2	1.1	7.4	7.0	9.8	10.6	(3.1)	18.9
	평균				21.1	17.5	3.8	3.4	11.9	10.2	17.8	19.3	18.3	19.4
아시아	BHARAT	22.2	8.3	2.7	39.4	34.0	9.0	7.8	27.7	23.7	23.4	24.3	22.4	17.1
	ELBIT	12.0	(6.5)	(4.9)	31.5	29.0	-	-	17.4	15.9	-	-	20.8	15.0
	ASELSAN	9.7	9.6	7.6	10.2	7.6	3.7	2.5	15.4	9.7	36.7	34.7	86.2	37.2
	평균				27.0	23.5	6.3	5.2	20.2	16.4	30.1	29.5	43.1	23.1
전체 평균					20.2	19.0	4.2	4.0	14.4	12.2	22.6	22.9	38.8	9.9

자료: Bloomberg, 신한투자증권

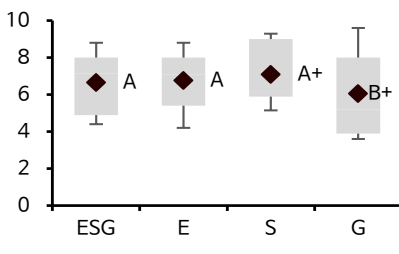
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 환경: 경영활동이 줄 수 있는 부정적인 환경 영향 최소화
- ◆ 사회: 임직원과 지역 및 글로벌 사회 즉 People과 책임있게 공존하는 노력
- ◆ 지배구조: 투명한 이사회 구성 및 운영

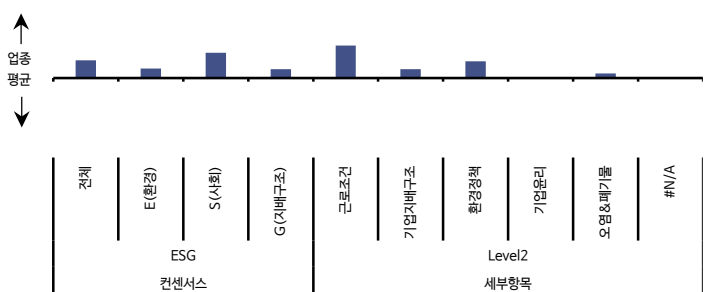
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: 신한투자증권

Key Chart

2050년 탄소 중립 달성 선언



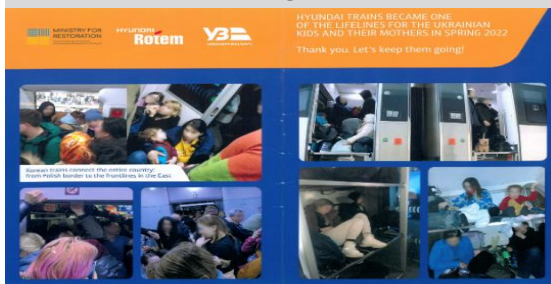
자료: 회사 자료, 언론보도, 신한투자증권

무재해 달성을 위한 안전 실천 결의



자료: 회사 자료, 언론보도, 신한투자증권

우크라이나 피난민 철도 운송 기여



자료: 회사 자료, 언론보도, 신한투자증권

마약 예방 캠페인 동참



자료: 회사 자료, 언론보도, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	4,107.2	4,823.9	5,106.0	5,623.8	6,023.0
유동자산	2,679.8	3,318.6	3,600.1	4,103.6	4,489.9
현금및현금성자산	319.7	506.0	813.4	956.5	1,156.3
매출채권	266.6	268.1	374.4	438.6	464.6
재고자산	262.1	235.5	200.7	235.1	249.0
비유동자산	1,427.4	1,505.3	1,505.8	1,520.2	1,533.2
유형자산	1,186.1	1,200.3	1,220.6	1,232.8	1,246.6
무형자산	78.7	78.6	86.7	85.7	84.9
투자자산	43.5	51.5	60.5	63.6	63.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,838.9	3,332.4	3,448.4	3,797.9	3,981.3
유동부채	2,090.7	2,572.7	3,006.8	3,330.5	3,503.6
단기차입금	362.2	199.0	132.5	132.5	132.5
매입채무	305.8	343.1	352.2	412.6	437.0
유동성장기부채	334.5	501.7	275.5	275.5	275.5
비유동부채	748.3	759.7	441.7	467.3	477.7
사채	412.3	187.6	114.6	114.6	114.6
장기차입금(경기금융부채 포함)	128.8	265.7	177.4	177.4	177.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,268.2	1,491.5	1,657.5	1,825.9	2,041.7
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
기타포괄이익누계액	275.8	287.1	296.3	296.3	296.3
이익잉여금	(48.3)	167.7	330.0	506.4	722.2
지배주주지분	1,293.0	1,520.4	1,691.8	1,868.2	2,084.0
비지배주주지분	(24.8)	(28.9)	(34.3)	(42.3)	(42.3)
*충차입금	1,240.6	1,156.2	702.6	702.6	702.6
*순차입금(순현금)	903.6	245.4	(150.2)	(300.2)	(502.7)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	(62.7)	716.2	463.9	204.9	255.5
당기순이익	51.4	194.5	156.8	168.4	215.8
무형자산상각비	22.1	25.5	26.9	27.8	27.2
무형자산상각비	12.9	12.8	12.6	12.9	12.8
외환환산손실(이익)	18.8	8.1	11.4	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	(0.4)	(0.1)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0
운전자본변동	(204.6)	497.4	230.9	(4.1)	(0.3)
(법인세납부)	(0.7)	(3.2)	(32.6)	(42.1)	(68.2)
기타	37.2	(18.6)	57.8	42.0	68.2
투자활동으로인한현금흐름	146.1	(429.0)	318.7	(61.8)	(55.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(44.2)	(32.5)	(42.1)	(40.0)	(41.0)
유형자산의감소	0.2	1.0	0.3	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(8.1)	(15.2)	(23.0)	(12.0)	(12.0)
투자자산의감소(증가)	(0.0)	0.5	0.3	(3.0)	0.0
기타	198.2	(382.8)	383.2	(6.8)	(2.7)
FCF	(26.4)	703.6	565.6	171.9	245.8
재무활동으로인한현금흐름	(99.6)	(97.1)	(478.7)	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	69.6	(92.9)	(475.8)	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(6.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(162.4)	(4.2)	(2.9)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	(0.1)	(0.0)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(2.8)	(3.8)	3.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(19.0)	186.3	307.4	143.1	199.7
기초현금	338.7	319.7	506.0	813.4	956.5
기말현금	319.7	506.0	813.4	956.5	1,156.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,872.5	3,163.3	3,587.4	3,842.1	4,168.7
증감률 (%)	3.1	10.1	13.4	7.1	8.5
매출원가	2,619.7	2,797.9	3,122.9	3,324.8	3,826.4
매출총이익	252.8	365.4	464.5	517.3	342.3
매출총이익률 (%)	8.8	11.6	12.9	13.5	8.2
판매관리비	172.6	217.9	254.4	260.3	0.0
영업이익	80.2	147.5	210.1	257.0	342.3
증감률 (%)	(2.2)	83.9	42.5	22.3	33.2
영업이익률 (%)	2.8	4.7	5.9	6.7	8.2
영업외손익	(44.9)	(43.6)	(29.3)	(46.6)	(58.3)
금융손익	(45.1)	(48.1)	(16.6)	(72.4)	(23.0)
기타영업외손익	0.3	4.6	(12.5)	25.9	(35.3)
중속 및 관계기업관련손익	(0.1)	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0
세전계속사업이익	35.3	103.9	180.8	210.5	284.0
법인세비용	(16.1)	(90.7)	24.0	42.1	68.2
계속사업이익	51.4	194.5	156.8	168.4	215.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	51.4	194.5	156.8	168.4	215.8
증감률 (%)	129.4	278.4	(19.4)	7.4	28.2
순이익률 (%)	1.8	6.1	4.4	4.4	5.2
(지배주주)당기순이익	66.5	197.8	162.3	176.4	215.8
(비지배주주)당기순이익	(15.1)	(3.3)	(5.5)	(8.0)	0.0
총포괄이익	79.9	223.2	166.0	168.4	215.8
(지배주주)총포괄이익	87.4	227.3	170.7	172.7	221.3
(비지배주주)총포괄이익	(7.5)	(4.1)	(4.6)	(4.3)	(5.5)
EBITDA	115.3	185.8	249.6	297.7	382.3
증감률 (%)	(8.7)	61.2	34.3	19.3	28.4
EBITDA 이익률 (%)	4.0	5.9	7.0	7.7	9.2

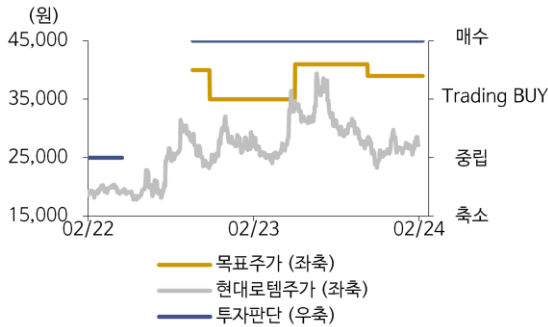
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	471	1,782	1,436	1,543	1,978
EPS (지배순이익, 원)	609	1,812	1,487	1,616	1,978
BPS (자본총계, 원)	11,620	13,665	15,187	16,730	18,707
BPS (지배지분, 원)	11,847	13,930	15,501	17,117	19,095
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	44.2	15.9	18.5	17.6	13.7
PER (지배순이익, 배)	34.1	15.7	17.9	16.8	13.7
PBR (자본총계, 배)	1.8	2.1	1.8	1.6	1.4
PBR (지배지분, 배)	1.8	2.0	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA (배)	27.3	17.8	10.9	8.8	6.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	4.0	5.9	7.0	7.7	9.2
영업이익률 (%)	2.8	4.7	5.9	6.7	8.2
순이익률 (%)	1.8	6.1	4.4	4.4	5.2
ROA (%)	1.2	4.4	3.2	3.1	3.7
ROE (지배순이익, %)	5.0	14.1	10.1	9.9	10.9
ROIC (%)	4.7	8.6	10.9	13.5	16.7
안정성					
부채비율 (%)	223.8	223.4	208.0	208.0	195.0
순차입금비율 (%)	71.2	16.5	(9.1)	(16.4)	(24.6)
현금비율 (%)	15.3	19.7	27.1	28.7	33.0
이자보상배율 (배)	2.5	3.6	7.3	10.6	14.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.1	4.0	9.4	18.5	18.0
재고자산회수기간 (일)	32.6	28.7	22.2	20.7	21.2
매출채권회수기간 (일)	38.5	30.8	32.7	38.6	39.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

현대로템(064350)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 04월 23일	중립	-	-	-
2022년 04월 18일	커버리지제외	-	-	-
2022년 09월 20일	매수	40,000	(36.7)	(27.4)
2022년 10월 28일	매수	35,000	(22.1)	4.0
2023년 04월 29일	6개월경과	-	(2.0)	(1.0)
2023년 05월 04일	매수	41,000	(22.1)	(4.0)
2023년 10월 11일	매수	39,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이동현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 30일 기준)

매수 (매수)	92.21%	Trading BUY (중립)	5.74%	중립 (중립)	2.05%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------