

(Analyst) 정동호 dongho.jeong@miraeeasset.com

**MIRAE ASSET**  
 미래에셋증권

064350 · 방산/항공우주

# 현대로템

## 방산 이익 성장만큼 깊어지는 주주 고민

(유지)

매수

목표주가

37,000원

상승여력

30.5%

현재주가(24/1/31)

28,350원

KOSPI	2,497.09	시가총액(십억원)	3,094	발행주식수(백만주)	109	외국인 보유비중(%)	11.5
-------	----------	-----------	-------	------------	-----	-------------	------

### Report summary

#### 4Q23 Review: 영업이익 컨센서스 90.4% 상회

4Q23 매출액 9,891억 원(+7.8% YoY, 컨센 18.3% 상회), 영업이익 698억 원(+15.1% YoY, OPM 7.1%, 컨센 90.4% 상회)을 기록했다. 어닝 서프라이즈 요인은 폴란드 K2 진행매출 인식이다.

#### 1Q24 Preview: 1분기는 계절적 비수기

1Q24F 매출액 6,501억 원(-5.0% YoY), 영업이익 235억 원(-26.2% YoY)으로 전망한다. 1분기는 계절적 비수기이며, 3월까지 K2의 한국군 반환분인 32대 생산/납품에 따라 폴란드 K2 인식률이 낮을 것이다.

#### 투자의견 '매수', 목표주가 37,000원 유지

투자의견 매수, 목표주가 37,000원으로 유지한다. 24F BPS 17,742원에 Target P/B 2.1배를 적용하여 산출했다. 후속계약이 관건이다. 글로벌 전차 수요는 충분하나, 경쟁국가와 수주경합에서 계속 뒤쳐지고 있다. 수은법 개정 등 정부의 방산 수출지원이 절실한 시점이다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.6	-9.6	2.7
상대주가	13.3	-4.7	-0.2

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	2,873	3,163	3,587	3,813	4,931
영업이익 (십억원)	80	147	210	269	411
영업이익률 (%)	2.8	4.6	5.9	7.1	8.3
순이익 (십억원)	67	198	162	217	339
EPS (원)	609	1,812	1,481	1,992	3,102
ROE (%)	5.0	14.1	10.1	12.1	16.3
P/E (배)	34.1	15.7	18.0	14.2	9.1
P/B (배)	1.8	2.0	1.7	1.6	1.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

## 4Q23 Review: 영업이익 컨센서스 90.4% 상회

현대로템은 4Q23 매출액 9,891억 원(+7.8% YoY, 컨센 18.3% 상회), 영업이익 698억 원(+15.1% YoY, OPM 7.1%, 컨센 90.4% 상회)으로 어닝 서프라이즈를 기록했다. 사업부별로는 레일솔루션 4,112억 원(-17.7% YoY), 디펜스솔루션 4,195억 원(+101.3% YoY), 에코플랜트 1,585억 원(+15.8% YoY)이다.

주된 컨센서스 상회 요인은 폴란드 K2 진행매출 인식이다. 본래 4분기에는 K2 납품 일정이 비어 있었기 때문에 방산 수출매출이 급감할 것이라 판단했으나, 진행매출 회계 처리로 약 2,000억 원(K2 8대분, OP 350억 원 추정) 인식된 것으로 추정된다. 이외에도 방산 부문 일회성 창정비 정산 영향과 에코플랜트 부문의 실적 호조도 한몫했다.

23년 연간으로는 매출액 3조 5,873억 원(+13.4% YoY, 컨센 3.9% 상회), 영업이익 2,101억 원(+42.4% YoY, 컨센 17% 상회)으로 준수한 실적을 달성했다. 전체 수주잔고도 17조 5,000억 원(신규수주 7.6조, 수주잔고/매출액 비율 4.9배)으로 외형성장을 위한 공간은 충분하다.

표 1. 현대로템 4Q23 실적 요약 테이블

(십억 원)

	4Q22	3Q23	4Q23P			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	918	927	989	6.7	7.8	812	21.8	836	18.3
영업이익	61	41	70	69.8	15.1	26	167.8	37	90.4
당기순이익	124	38	46	22.1	-62.9	23	102.4	68	-32.4
영업이익률 (%)	6.6	4.4	7.1	2.6	0.4	3.2	3.8	4.4	2.7
순이익률 (%)	13.5	4.1	2.3	-1.8	-11.2	2.8	-0.5	8.1	-5.8
사업부문별 매출액						비고			
레일솔루션	394	381	411	8.0	4.4	1) 폴란드 K2 진행매출 인식 2) 일회성 창정비 인센티브 정산 영향			
디펜스솔루션	443	414	420	1.3	-5.4				
에코플랜트	80	132	159	20.1	97.4				
방산 매출 비중	48.3	44.7	42.4						

자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 현대로템 실적 추정치 변경표

(십억 원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	3,884	4,459	3,813	4,931	-1.8	10.6	1) 폴란드 K2 진행률 반영 2) 폴란드 K2 마진율 상향
영업이익	254	329	269	411	5.9	24.9	
세전이익	250	332	257	402	2.8	21.1	
당기순이익 (지배)	190	253	217	339	14.2	34.0	
EPS (원)	1,741	2,318	1,992	3,102	14.4	33.8	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

### 1Q24 Preview: 1분기는 계절적 비수기

당사는 현대로템의 1Q24F 매출액 6,501억 원(-5.0% YoY), 영업이익 235억 원(-26.2% YoY)으로 전망한다. 1분기는 계절적 비수기이다. 게다가, 3월까지 폴란드 갭필러 납품을 위해 양보 받은 K2의 한국군 반환분인 32대 생산/납품 예정이다. 이는 K2 3차양산에서 이미 한 차례 인식했던 물량이므로 매출기여가 낮다. 또한, 이 영향으로 폴란드 K2 생산배분이 줄어들어 방산 부문 매출이 전년 대비 소폭 감소할 것이다.

24년 연간 매출액은 3.8조 원(+6.3% YoY), 영업이익 2,685억 원(+27.8% YoY)으로 추정한다. 방산은 K2 3차양산 종료 영향으로 내수 매출이 감소하겠으나, 폴란드 K2 56대분 진행매출 인식에 따라 호실적을 기록할 전망이다. 철도는 부진했던 22년 수주물량이 인식되는 것과 일부 프로젝트 지연까지 감안하여 두 자릿 수 역성장을 예상한다. 플랜트는 캡티브 매출에 힘입어 10% 초반대 성장을 유지할 것으로 예상된다.

표 3. 현대로템 영업실적 전망치 추정

항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
수주잔고	전체	14,314	16,604	18,142	17,500	17,190	16,682	16,003	21,103	13,089	17,500	21,103	24,442
	레일솔루션	8,280	9,988	11,719	11,410	11,142	10,859	10,573	10,309	7,462	11,410	10,309	9,231
	디펜스솔루션	5,502	5,971	5,635	5,426	5,290	5,003	4,550	9,896	5,275	5,426	9,896	14,068
	에코플랜트	532	646	788	665	758	821	880	898	352	665	898	1,144
매출액	전체	684	987	927	989	650	1,031	992	1,140	3,163	3,587	3,813	4,931
	레일솔루션	369	392	381	411	332	349	357	338	1,779	1,554	1,376	1,455
	디펜스솔루션	260	484	414	420	211	556	506	657	1,059	1,578	1,929	2,943
	에코플랜트	55	110	132	159	108	126	129	146	325	455.7	509	533
성장률 (%)	전체	1.0	25.6	18.5	7.8	-5.0	4.5	7.0	15.3	10.1	13.4	6.3	29.3
	레일솔루션	-14.8	-19.7	-17.7	4.4	-10.1	-10.9	-6.4	-17.9	6.2	-12.7	-11.5	5.7
	디펜스솔루션	42.5	112.8	101.3	-5.4	-19.0	14.7	22.2	56.5	18.2	49.0	22.2	52.6
	에코플랜트	-10.6	58.8	15.8	97.4	95.0	14.5	-2.0	-8.1	8.2	40.1	11.6	4.7
영업이익	전체	32	67	41	70	24	79	70	95	147	210	269	411
	YoY (%)	35.5	113.9	29.2	15.1	-26.2	17.8	71.1	36.7	83.9	42.4	27.8	53.2
	OPM (%)	4.7	6.8	4.4	7.1	3.6	7.7	7.1	8.4	4.7	5.9	7.0	8.3
당기순이익 (지배)	전체	19	19	54	41	48	19	66	60	72	198	162	217
	YoY (%)	31.3	103.4	24.9	-61.6	0.9	22.6	45.8	51.6	197.4	-18.3	34.5	55.7
	NPM (%)	2.8	5.5	4.4	4.8	2.9	6.4	6.0	6.3	6.3	4.5	5.7	6.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 ‘매수’, 목표주가 37,000원 유지

투자의견 매수, 목표주가 37,000원으로 유지한다. 24F BPS 17,742원에 글로벌 피어 평균 P/B를 10% 할인한 2.1배를 적용하여 산출했다. 할인 사유는 폴란드 K2 이후 후속계약 부재다. 이는 루마니아 수주 이후 추가로 수출 사업들이 가시화되기 시작한다면 해소될 수 있을 것으로 판단한다.

표 4. 현대로템 목표주가 산출 테이블

항목	내용	비고
목표주가 (원)	37,000	
현재주가 (원)	28,350	
상승여력 (%)	30.5	
Target P/B (x)	2.1	글로벌 피어 그룹 '24F P/B 평균에 10% 할인 (사유: 후속계약 부재)
24F BPS (원)	17,449	
24F ROE (%)	12.1	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주요 캐털리스트는 1) 수은법 개정 및 폴란드 2차계약, 2) 루마니아 K2 전차 300대 계약이 있다. 시점은 상반기로 예상되나, 하반기로 넘어갈 가능성도 적지 않다.

후속계약이 여전히 관건이다. 최근 발트3국 포함 러시아 접경국들이 24년 국방예산을 평균 40% 이상 상향하면서 전차 도입 가능성이 높아졌다. 문제는 리투아니아, 체코, 슬로바키아 등 대다수가 독일 레오파르트2를 선호한다는 점이다. 그럼에도 루마니아 전차 사업을 K2가 따내면, 추가 수출 기대감은 형성될 수 있다.

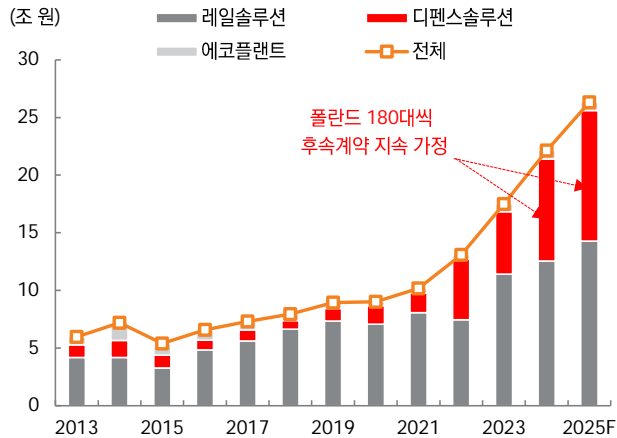
신규 전력화 수요 외에도 교체수요가 상당하다. 전차의 수명은 30~35년이다. K2 수출 가능성이 제기된 지역 (루마니아, 이집트, 모로코, 오만)의 주력전차 교체수요는 총 4,300대이다. 쟁쟁한 경쟁자들 속 난항이 예상되나, 현재 납기를 맞출 수 있는 선택지는 K2가 유일하다. 수은법 개정 등 정부의 방산 수출지원이 절실한 시점이다.

표 5. K2 잠재 수출국 교체수요

국가	제품명	생산연도	연령	보유대수	주문	국가	제품명	생산연도	연령	보유대수	주문
이집트	T-90	1995	29	0	500	모로코	M1A1SA	1990	34	222	
	T-54/55	1958	66	840			M60A1	1962	62	220	
	T-62	1961	63	500			M60A3	1978	46	120	
	M60A1	1962	62	300			T-72B	1984	40	100	
	M1 Abrams	1980	44	1130			Type-90-II	1991	33	54	
	M60A3	1978	46	850			M48A5	1970	54	200	
	합계			3,620			M1A2 SEPv3	2015	9	0	
				교체수요	3,120					합계	916
										교체수요	754
루마니아	T-55AM	1970	54	220		오만	Challenger 2	1993	31	38	
	TR-85	1980	44	103			M60A1	1962	62	6	
	TR-85 M1	1996	28	54			M60A3	1978	46	73	
	M1A2			0			합계			117	
	합계			377			교체수요			117	
				교체수요	323						

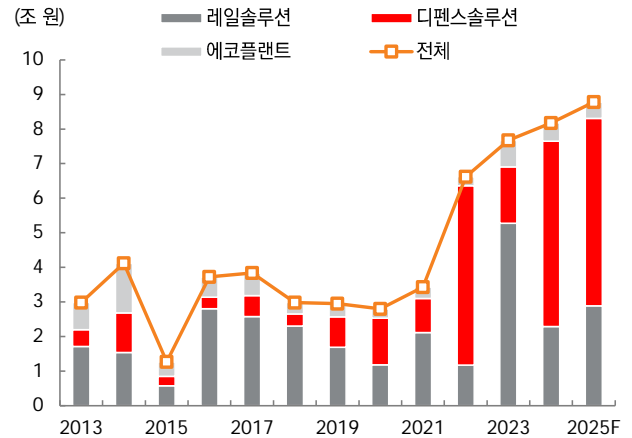
자료: IISS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 사업부별 수주잔고 추이 및 전망



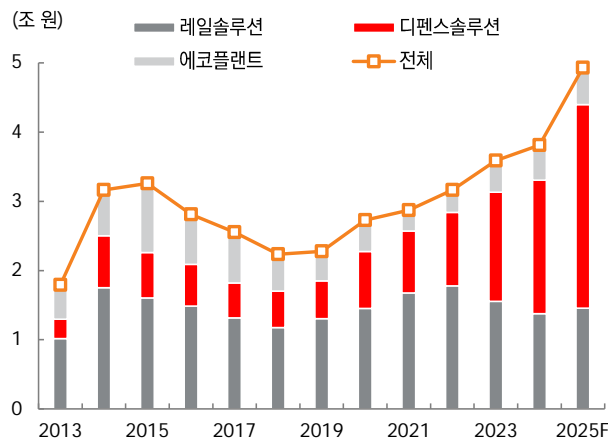
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 사업부별 신규수주 추이 및 전망



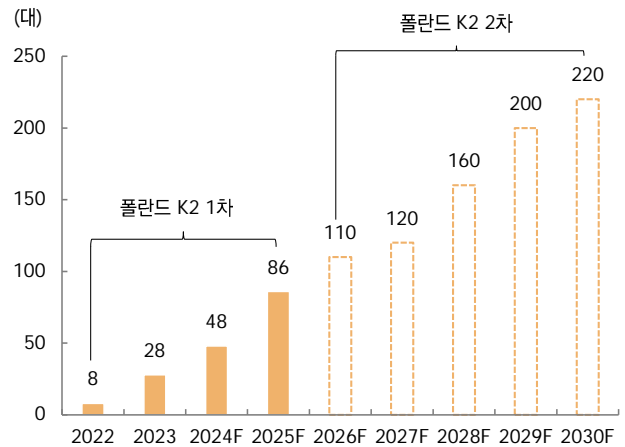
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 사업부별 매출액 추이 및 전망



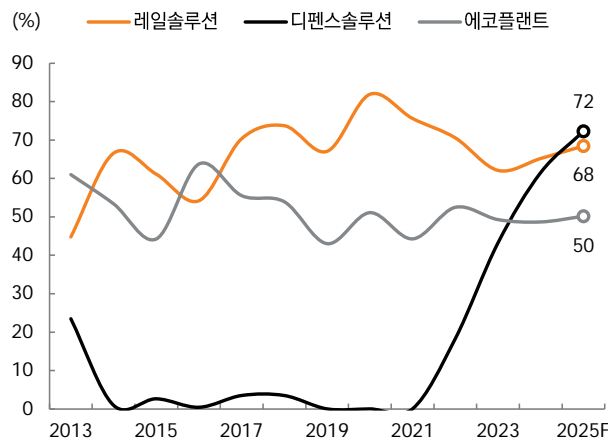
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 폴란드 K2 980대 연간 납품대수 추정



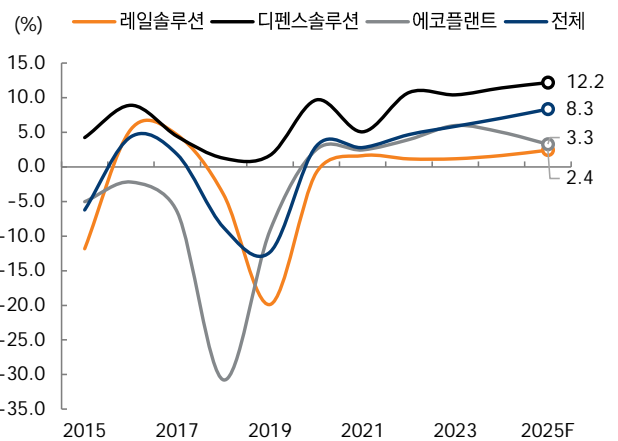
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 사업부별 수출비중 추이 및 전망



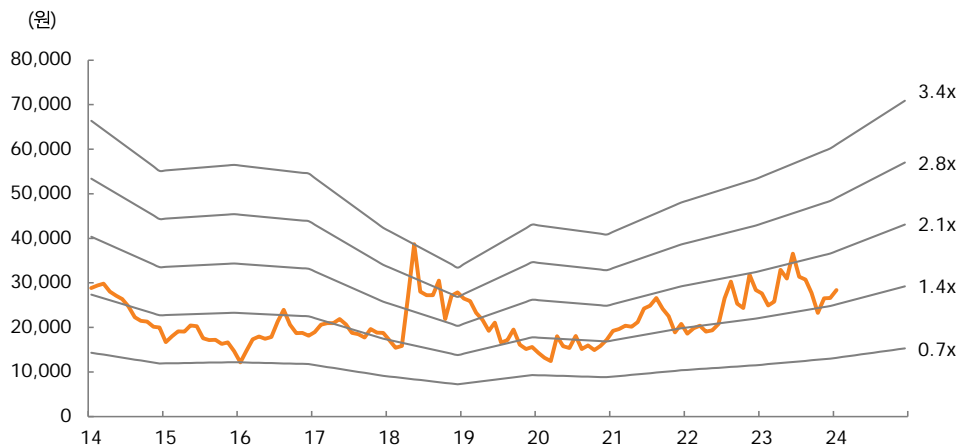
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 사업부별 영업이익률 추이 및 전망



자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 현대로템 12MF P/B 밴드차트



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 글로벌 주력전차/철도 글로벌 피어 밸류에이션 비교 테이블

분류	회사명	시가총액 (조 원)	주가 수익률 (%)		매출액 성장률 (%)		영업이익률 (%)		ROE (%)		P/E (X)		P/B (X)		EV/EBITDA (X)	
			1M	YTD	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
한국 방산	한화에어로	7.0	10.9	10.9	15.0	10.1	0.1	0.1	13.4	15.0	13.5	10.7	1.7	1.5	8.9	7.7
	한국항공우주	4.9	1.0	1.0	0.2	16.6	0.1	0.1	12.4	15.1	23.6	17.1	2.8	2.4	13.0	10.2
	현대로템	3.1	6.6	6.6	7.6	20.1	7.6	8.6	13.7	16.2	12.8	9.3	1.6	1.4	8.8	6.6
	한화시스템	2.9	-11.0	-11.0	9.3	10.5	0.0	0.0	4.5	5.5	28.3	22.1	1.2	1.2	12.8	11.3
	LIG넥스원	2.3	-19.5	-19.5	22.5	12.7	0.1	0.1	17.6	18.2	11.5	9.6	1.9	1.6	8.6	7.4
	평균		-2.4	-2.4	11.8	14.0	1.6	1.8	12.3	14.0	18.0	13.8	1.9	1.6	10.4	8.6
주력전차	제너럴 다이내믹스	96.5	2.0	2.0	9.7	4.3	11.0	11.5	18.5	19.5	18.1	16.2	3.3	3.1	13.3	12.4
	BAE시스템즈	60.4	6.0	6.0	8.2	7.4	0.1	0.1	16.8	17.6	17.6	15.9	3.0	2.7	10.9	10.1
	라인메탈	20.4	13.1	13.1	23.6	19.0	0.1	0.1	23.8	25.9	16.9	13.3	3.6	3.0	9.8	8.1
	평균		7.0	7.0	13.8	10.3	3.8	3.9	19.7	21.0	17.5	15.1	3.3	2.9	11.3	10.2
철도	지멘스	192.5	-1.9	-1.9	4.3	5.1	14.4	15.3	15.6	16.7	15.9	14.2	2.5	2.3	11.8	10.8
	CRRC	28.5	8.2	8.2	6.8	6.4	0.1	0.1	7.9	8.2	12.4	11.3	1.0	0.9		
	웹텍	31.5	3.7	3.7	8.9	-0.2	16.9	17.2	-0.8	-0.7	2.5	2.0	0.1	0.1	1.2	1.0
	평균		3.3	3.3	6.7	3.8	10.4	10.8	7.6	8.1	10.3	9.2	1.2	1.1	6.5	5.9

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

현대로템 (064350)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,163	3,587	3,813	4,931
매출원가	2,798	3,147	3,295	4,186
매출총이익	365	440	518	745
판매비와관리비	218	230	250	333
조정영업이익	147	210	269	411
영업이익	147	210	269	411
비영업손익	-43	-29	-12	-9
금융손익	-32	3	14	20
관계기업등 투자손익	0	-2	0	0
세전계속사업손익	104	181	257	402
계속사업법인세비용	-91	24	45	73
계속사업이익	195	157	211	329
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	195	157	211	329
지배주주	198	162	217	339
비지배주주	-3	-5	-6	-9
총포괄이익	223	165	211	329
지배주주	227	169	214	334
비지배주주	-4	-4	-3	-5
EBITDA	186	249	310	454
FCF	684	629	310	295
EBITDA 마진율 (%)	5.9	6.9	8.1	9.2
영업이익률 (%)	4.6	5.9	7.1	8.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.3	4.5	5.7	6.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	716	702	368	358
당기순이익	195	157	211	329
비현금수익비용가감	59	100	72	96
유형자산감가상각비	25	27	30	33
무형자산상각비	13	12	11	10
기타	21	61	31	53
영업활동으로인한자산및부채의변동	497	472	115	-15
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-49	-26	-30	-33
재고자산 감소(증가)	167	-28	45	-87
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	42	65	27	29
법인세납부	-3	-31	-45	-73
투자활동으로 인한 현금흐름	-429	-115	-27	-31
유형자산처분(취득)	-31	-73	-58	-63
무형자산감소(증가)	-15	-12	-7	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	-396	-35	38	37
기타투자활동	13	5	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-97	-637	-85	-89
장단기금융부채의 증가(감소)	-84	-619	-85	-89
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-13	-18	0	0
현금의 증가	186	-54	255	234
기초현금	320	506	452	707
기말현금	506	452	707	941

자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

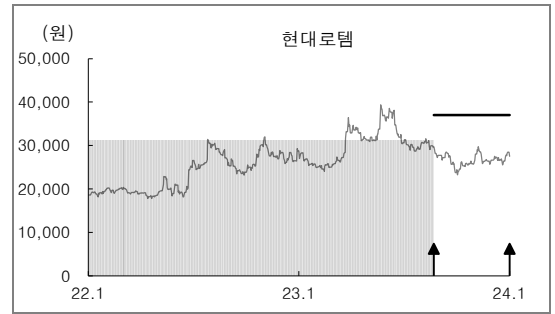
(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,319	3,494	3,799	4,245
현금 및 현금성자산	506	452	707	941
매출채권 및 기타채권	308	338	376	419
재고자산	236	330	285	372
기타유동자산	2,269	2,374	2,431	2,513
비유동자산	1,505	1,548	1,575	1,606
관계기업투자등	10	11	12	15
유형자산	1,200	1,250	1,278	1,308
무형자산	79	78	74	69
자산총계	4,824	5,042	5,374	5,851
유동부채	2,573	2,698	2,806	2,927
매입채무 및 기타채무	387	376	410	452
단기금융부채	703	291	227	157
기타유동부채	1,483	2,031	2,169	2,318
비유동부채	760	691	704	730
장기금융부채	453	246	226	206
기타비유동부채	307	445	478	524
부채총계	3,332	3,389	3,510	3,657
지배주주지분	1,520	1,687	1,905	2,243
자본금	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520
이익잉여금	168	329	547	885
비지배주주지분	-29	-34	-40	-49
자본총계	1,491	1,653	1,865	2,194

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	15.7	18.0	14.2	9.1
P/CF (x)	12.2	11.3	10.9	7.3
P/B (x)	2.0	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	17.8	10.1	7.8	4.6
EPS (원)	1,812	1,481	1,992	3,102
CFPS (원)	2,325	2,351	2,601	3,893
BPS (원)	13,930	15,458	17,449	20,551
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	10.1	13.4	6.3	29.3
EBITDA증가율 (%)	61.2	34.3	24.2	46.6
조정영업이익증가율 (%)	83.9	42.4	27.8	53.2
EPS증가율 (%)	197.4	-18.3	34.5	55.7
매출채권 회전율 (회)	11.8	12.6	12.1	14.3
재고자산 회전율 (회)	12.7	12.7	12.4	15.0
매입채무 회전율 (회)	8.6	9.4	9.6	11.3
ROA (%)	4.4	3.2	4.1	5.9
ROE (%)	14.1	10.1	12.1	16.3
ROIC (%)	12.6	9.7	13.1	19.7
부채비율 (%)	223.4	205.0	188.2	166.7
유동비율 (%)	129.0	129.5	135.4	145.0
순차입금/자기자본 (%)	16.5	-21.4	-35.0	-42.7
조정영업이익/금융비용 (x)	3.6	7.5	13.9	25.5

### 투자의견 및 목표주가 변동추이

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



\* 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
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.