

2023. 10. 27



▲ 방위산업
Analyst **이지호**
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **38,000 원**

현재주가 (10.26) **24,550 원**

상승여력 **54.8%**

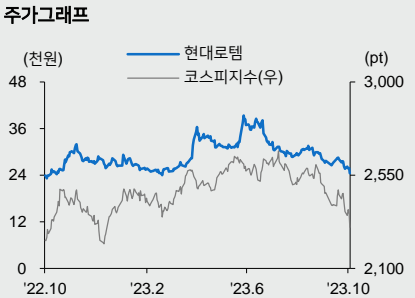
KOSPI	2,299.08pt
시가총액	26,794억원
발행주식수	10,914만주
유동주식비율	65.89%
외국인비중	10.54%
52주 최고/최저가	39,350원/23,200원
평균거래대금	390.7억원

주요주주(%)

현대자동차 외 3 인	33.77
국민연금공단	7.03

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.9	-28.6	5.8
상대주가	-3.5	-22.9	3.5



현대로템 064350

2024년을 기다리며

- ✓ 3Q23P 매출액 9,270억원(QoQ -6.1% / YoY +18.5%), 컨센서스에 부합
- ✓ 3Q23P 영업이익 411억원(QoQ -38.9% / YoY +29.2%), 컨센서스 -18.8% 하회
- ✓ 폴란드향 K2전차 인도는 가이드언스에 부합한 7대를 기록. 그러나 GF(갭필러) 물량의 국군 재납품을 위한 원가가 당분기에 반영되며 영업이익 하락을 견인
- ✓ 레일솔루션은 대규모 국내 사업의 종료 영향으로 매출액 하락. 철도 사업의 부진은 2024년까지 이어질 전망이다, 2025년부터 회복을 예상

디펜스솔루션: 본격적인 실적 성장은 2024년부터

디펜스솔루션 부문은 매출액 4,142억원(QoQ -14.5% / YoY +101.4%)을 기록했다. 당분기 폴란드향 K2 인도는 7대로 가이드언스에 부합하며 기대치보다 높은 매출액을 기록하였으나 GF(갭필러) 물량의 국군 재납품을 위한 원가가 당분기에 반영됨에 따라 영업이익은 하락했다. 4분기는 폴란드향 인도 공백으로 인해 부진이 예상되나 본격적인 K2의 인도는 내년부터 시작, '24년 56대/'25년 96대 인도 예정으로 연간 성장세를 보일 것으로 예상된다. 폴란드 2차 계약의 지연이 정권 교체와 맞물리며 잔여물량(820대)에 대한 우려를 야기했으나 전차는 폴란드의 전력화 계획 상 필수적이기에 지연될 수는 있어도 불이행의 가능성은 낮아 보인다.

레일솔루션: 2024년까지 부진 지속 → 2025년 회복 전망

레일솔루션 부문은 전동차 납품 등 대규모 사업의 종료로 인해 부진하며 3,807억원의 매출액(QoQ -3.0% / YoY -17.7%)을 기록했다. 수익성 높은 해외 수주로 인해 기대감 높았으나 사업 본격화 시기까지 시간이 소요됨에 따라 2024년 말까지 부진한 실적이 이어질 것으로 예상된다. 점차 저수익성 사업 종료되며 2025년부터는 회복세에 접어들 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 3.8만원 유지

본업인 레일솔루션의 장기 부진이 예상되나 디펜스솔루션은 기 확보된 폴란드향 수주와 2H24 중 예상되는 K2 4차 양산(150대, 2조원 추정)을 통해 2024~25년 꾸준한 성장세를 시현하며 동사의 실적 성장세를 이어갈 전망이다. 폴란드 이후 추가 수주 부재한 점은 아쉽지만 유럽에 이어 중동 지역의 추가 전쟁 발발로 인해 글로벌 무기 수요는 가속화, 높아진 재래식 무기의 중요도를 감안했을 때 여전히 동사의 사업기회를 높게 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	2,872.5	80.2	66.5	609	100.4	11,847	34.1	1.8	27.3	5.0	223.8
2022	3,163.3	147.5	197.8	1,812	278.3	13,930	15.7	2.0	17.8	14.1	223.4
2023E	3,259.4	168.8	136.9	1,254	-31.8	15,260	19.6	1.6	14.1	8.6	152.2
2024E	3,861.4	322.1	270.3	2,477	97.6	17,737	9.9	1.4	6.0	15.0	172.9
2025E	4,580.7	387.0	332.3	3,045	23.0	20,781	8.1	1.2	4.3	15.8	169.2

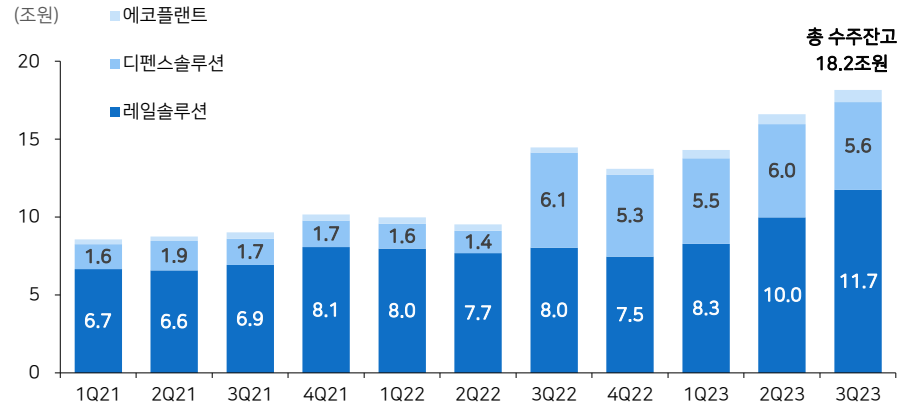
(십억원)	3Q23P	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	927.0	782.5	18.5	986.8	-6.1	904.0	2.5	898.1	3.2
영업이익	41.1	31.8	29.2	67.2	-38.9	50.7	-18.8	47.0	-12.5
세전이익	42.8	36.7	16.6	56.2	-23.9	51.9	-17.5	49.3	-13.2
순이익 (지배주주)	41.2	32.9	25.1	54.0	-23.8	41.7	-1.2	39.8	3.5
영업이익률(%)	4.4	4.1		6.8		5.6		5.2	
순이익률(%)	4.4	4.2		5.5		4.6		4.4	

자료: 현대로템, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	677.4	785.8	782.5	917.6	684.4	986.9	927.0	661.2	3,163.3	3,259.5	3,861.4
레일솔루션	433.1	489.0	462.8	393.9	369.2	392.5	380.7	366.4	1,778.8	1,508.8	1,461.5
디펜스솔루션	182.5	227.6	205.7	443.4	260.0	484.4	414.2	214.0	1,059.2	1,372.6	2,033.2
에코플랜트	61.8	69.2	114.0	80.3	55.2	110.0	132.0	80.8	325.3	378.0	366.7
영업이익	23.6	31.4	31.8	60.7	31.9	67.2	41.1	28.5	147.5	168.8	322.1
% OP	3.5%	4.0%	4.1%	6.6%	4.7%	6.8%	4.4%	4.3%	4.7%	5.2%	8.3%
세전이익	14.4	29.3	36.7	23.5	16.9	56.2	42.8	28.1	103.9	144.0	332.0
순이익(지배)	14.4	26.6	32.9	123.9	18.9	54.0	41.2	22.8	197.8	136.9	270.3
% YoY											
매출액	3.7	10.6	10.2	15.0	1.0	25.6	18.5	-27.9	10.1	3.0	18.5
영업이익	-8.7	99.4	301.8	97.4	35.5	113.8	29.2	-53.0	83.9	14.4	90.9
세전이익	128.8	95.2	431.9	231.7	17.2	92.0	16.6	19.5	194.4	38.6	130.6
순이익(지배)	86.6	64.6	377.5	246.5	31.3	103.4	25.0	-81.6	197.4	-30.8	97.5
% QoQ											
매출액	-15.1	16.0	-0.4	17.3	-25.4	44.2	-6.1	-28.7			
영업이익	-23.3	33.4	1.3	90.6	-47.4	110.6	-38.8	-30.7			
세전이익	103.8	103.0	25.4	-36.0	-28.0	232.6	-23.9	-34.4			
순이익(지배)	-59.8	84.7	23.9	276.2	-84.8	186.0	-23.8	-44.7			

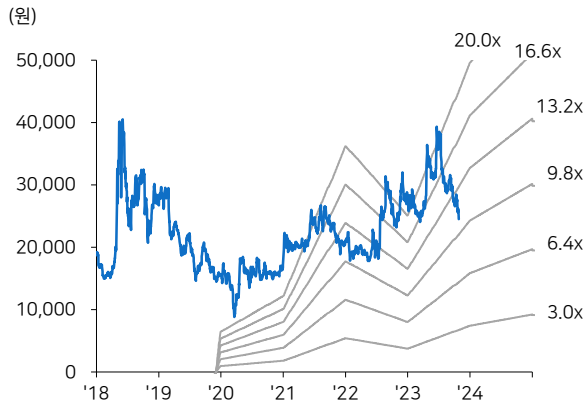
자료: 현대로템, 메리츠증권 리서치센터

그림1 분기별 수주잔고 추이



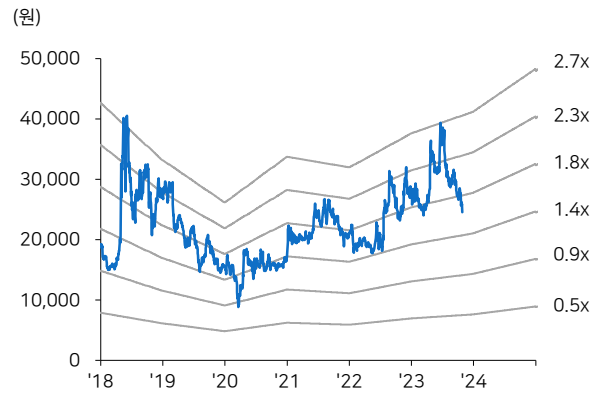
자료: 현대로템, 메리츠증권 리서치센터

그림2 현대로템 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 현대로템 12M Trailing PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

현대로템 (064350)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,872.5	3,163.3	3,259.4	3,861.4	4,580.7
매출액증가율(%)	3.1	10.1	3.0	18.5	18.6
매출원가	2,619.7	2,797.9	2,878.5	3,297.8	3,905.7
매출총이익	252.8	365.4	380.8	563.6	675.0
판매관리비	172.6	217.9	212.1	241.5	288.1
영업이익	80.2	147.5	168.8	322.1	387.0
영업이익률(%)	2.8	4.7	5.2	8.3	8.4
금융손익	-45.1	-48.1	-8.7	9.9	21.4
중속/관계기업손익	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	4.6	-15.9	0.0	0.0
세전계속사업이익	35.3	103.9	144.0	332.0	408.3
법인세비용	-16.1	-90.7	11.2	69.7	85.8
당기순이익	51.4	194.5	132.8	262.3	322.6
지배주주지분 손이익	66.5	197.8	136.9	270.3	332.3

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,679.8	3,318.6	2,584.7	3,567.9	4,361.0
현금및현금성자산	319.7	506.0	45.3	617.4	860.8
매출채권	266.6	268.1	318.1	464.5	551.0
재고자산	262.2	235.5	139.3	203.3	241.2
비유동자산	1,427.4	1,505.3	1,532.4	1,601.9	1,608.3
유형자산	1,186.1	1,200.3	1,235.3	1,306.5	1,316.9
무형자산	78.7	78.6	80.0	68.9	59.3
투자자산	43.5	51.5	54.3	63.7	69.3
자산총계	4,107.2	4,823.9	4,117.2	5,169.8	5,969.3
유동부채	2,090.7	2,572.7	1,915.6	2,622.6	3,040.6
매입채무	305.8	343.1	201.9	294.8	349.8
단기차입금	362.3	199.0	156.6	156.6	156.6
유동성장기부채	334.5	501.7	222.2	222.2	222.2
비유동부채	748.3	759.7	569.2	652.5	711.4
사채	412.3	187.6	69.8	69.8	69.8
장기차입금	124.4	260.4	200.9	150.9	130.9
부채총계	2,838.9	3,332.4	2,484.8	3,275.1	3,752.0
자본금	545.7	545.7	545.7	545.7	545.7
자본잉여금	519.8	519.8	519.8	519.8	519.8
기타포괄이익누계액	275.8	287.1	295.4	295.4	295.4
이익잉여금	-48.3	167.7	304.6	574.9	907.2
비지배주주지분	-24.8	-28.9	-33.1	-41.1	-50.9
자본총계	1,268.3	1,491.5	1,632.4	1,894.7	2,217.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-62.7	716.2	29.1	875.5	394.1
당기순이익(손실)	51.4	194.5	132.8	262.3	322.6
유형자산상각비	22.1	25.5	27.1	28.8	29.7
무형자산상각비	12.9	12.8	12.4	11.1	9.6
운전자본의 증감	-204.6	497.4	-176.8	573.3	32.3
투자활동 현금흐름	146.1	-429.1	25.0	-254.1	-131.1
유형자산의증가(CAPEX)	-44.2	-32.5	-57.8	-100.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	-0.9	-8.2	-3.0	-9.4	-5.6
재무활동 현금흐름	-99.6	-97.1	-515.3	-49.3	-19.6
차입금의 증감	71.3	-84.4	-496.6	-49.3	-19.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.0	186.3	-460.8	572.1	243.4
기초현금	338.7	319.7	506.0	45.3	617.4
기말현금	319.7	506.0	45.3	617.4	860.8

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	26,319	28,984	29,864	35,379	41,970
EPS(지배주주)	609	1,812	1,254	2,477	3,045
CFPS	1,546	2,325	2,067	3,317	3,905
EBITDAPS	1,056	1,702	1,909	3,317	3,905
BPS	11,847	13,930	15,260	17,737	20,781
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	34.1	15.7	19.6	9.9	8.1
PCR	13.5	12.2	11.9	7.4	6.3
PSR	0.8	1.0	0.8	0.7	0.6
PBR	1.8	2.0	1.6	1.4	1.2
EBITDA(십억원)	115.3	185.8	208.3	362.0	426.2
EV/EBITDA	27.3	17.8	14.1	6.0	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.0	14.1	8.6	15.0	15.8
EBITDA 이익률	4.0	5.9	6.4	9.4	9.3
부채비율	223.8	223.4	152.2	172.9	169.2
금융비용부담률	1.1	1.3	0.9	0.6	0.5
이자보상배율(x)	2.5	3.6	5.8	14.0	17.6
매출채권회전율(x)	9.5	11.8	11.1	9.9	9.0
재고자산회전율(x)	11.2	12.7	17.4	22.5	20.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대로템 (064350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

