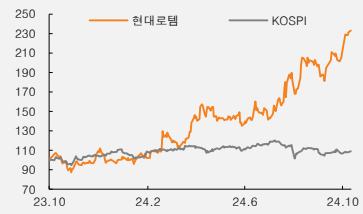


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 78,000원
현재주가(24/10/14)	62,000원
상승여력	25.8%

영업이익(24F,십억원)	410
Consensus 영업이익(24F,십억원)	405
EPS 성장률(24F,%)	148.0
MKT EPS 성장률(24F,%)	79.0
P/E(24F,x)	16.9
MKT P/E(24F,x)	10.3
KOSPI	2,623.29
시가총액(십억원)	6,767
발행주식수(백만주)	109
유동주식비율(%)	65.9
외국인 보유비중(%)	26.1
베타(12M) 일간수익률	0.32
52주 최저가(원)	23,250
52주 최고가(원)	62,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	19.7	49.0	120.2
상대주가	17.5	52.4	106.2



[방산/항공우주]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

현대로템

방산 수주잔고 10조로 레벨업

3Q24 Preview: 영업이익 컨센서스 대비 15% 상회 예상

당사는 현대로템의 3Q24 매출액 1조 1,578억원 (+24.9% YoY, 컨센 7.1% 상회), 영업이익 1,222억원 (+197.2% YoY, 컨센 14.8% 상회)으로 전망한다. 영업이익률 10.6%로 2분기의 호실적을 이어갈 것으로 기대한다. 컨센서스 상회 배경은 1) 폴란드 K2GF 진행률 매출인식은 QoQ 성장과 2) 철도 사업부 마진 소폭개선 (기존 소폭적자~BEP에서 Low-single% 예상)이다.

11월은 폴란드 2-1차 계약과 MSCI 편입 이벤트가 주도

폴란드 2-1차 계약시점은 11월 11일 (폴란드 독립기념일)로 예상한다. 세부내용은 K2 180대 (K2 120대, K2PL 60대) 외 계열전차 81대 (교량전차, 구난전차, 공병전차 등), 탄약 및 기타장비 등 추가옵션까지 포함될 예정이다. 계약금액은 1차사업 4.5조원을 상회하는 6~7조원 수준이 예상되며, 이를 K2 대수로 나눠보면 1차사업 ASP 250억원 대비 40% 증가한 350억원으로 산출된다. 해당 계약규모로 체결 시 1) 방산 수주잔고 10조원을 돌파하게 되며, 2) 당사의 25/26F 영업이익 추정치도 각각 3.3%/24.2% 상향할 수 있어 추가 업사이드를 기대할 수 있다.

현대로템은 시가총액 6.7조원으로 MSCI 편입 기준치를 충족한 상태다. MSCI 리뷰일은 11월 6일, 리밸런싱은 11월 25일이다. 현재 유동시가총액/1M 외국인 순매수 대금 비율은 1.9%이며, MSCI 편입월에 통상 3%를 채우는 점을 감안하면 11월말까지 500억원 이상의 추가 외국인 순매수가 예상된다. 또한, 11월 정기리뷰 후 추가 매수세까지 감안하면 수급에 따른 추가 하방은 견고하게 지지될 것으로 판단한다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 78,000원으로 20% 상향

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 65,000원에서 78,000원으로 20% 상향한다. 12MF Implied P/E 17.8배 수준이다. 연말로 들어섬에 따라 피어 밸류에이션 적용연도를 기존 24/25F에서 25F로 변경했다. 25F 영업이익 추정치도 15% 상향했다. 1) 방산 수출마진을 기존 21%에서 22.5%로 조정했으며, 2) 철도 사업부의 수출 비중 증가와 턴어라운드를 반영해 24/25/26F 영업이익률을 -0.4%/1.2%/2.0%에서 0.1%/2.2%/4.0%로 상향한 영향이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	3,163	3,587	4,231	5,597	5,998
영업이익 (십억원)	147	210	410	665	738
영업이익률 (%)	4.6	5.9	9.7	11.9	12.3
순이익 (십억원)	198	161	399	595	670
EPS (원)	1,812	1,475	3,658	5,455	6,136
ROE (%)	14.1	10.1	21.3	25.3	22.5
P/E (배)	15.7	18.0	16.9	11.4	10.1
P/B (배)	2.0	1.7	3.3	2.6	2.0
배당수익률 (%)	0.0	0.4	0.2	0.2	0.2

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

표 1. 실적 추정치 변경표

(십억 원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	4,234	5,019	4,231	5,597	-0.1	11.5	1) 방산 수출마진을 기존 21%에서 22.5%로 상향 조정 2) 철도 사업부 OPM 상향
영업이익	398	578	410	665	3.1	15.0	
세전이익	418	601	450	697	7.6	16.0	
당기순이익 (지배)	405	568	399	595	-1.4	4.8	
EPS (원)	3,711	5,207	3,658	5,455	-1.4	4.8	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. 영업실적 전망치 추정

(십억 원)

항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F	
수주잔고	전체	14,314	16,604	18,142	17,500	18,589	18,773	19,248	27,070	17,500	27,070	27,359	31,396	
	레이솔루션	8,280	9,988	11,719	11,410	12,709	13,101	14,166	14,466	11,410	14,466	16,645	18,737	
	디펜스솔루션	5,502	5,971	5,635	5,426	5,230	5,013	4,425	11,921	5,426	11,921	10,219	12,430	
	에코플랜트	532	646	788	665	650	659	657	683	665	683	494	229	
매출액	전체	684	987	927	989	748	1,095	1,158	1,231	3,587	4,231	5,597	5,998	
	레이솔루션	369	392	381	411	276	391	339	302	1,554	1,308	1,507	1,594	
	디펜스솔루션	260	484	414	420	318	565	658	744	1,578	2,285	3,382	3,619	
	에코플랜트	55	110	132	159	153	139	161	185	456	638	708	784	
성장률 (%)	전체	1.0	25.6	18.5	7.8	9.3	10.9	24.9	24.5	13.4	17.9	32.3	7.2	
	레이솔루션	-14.8	-19.7	-17.7	4.4	-25.1	-0.3	-11.0	-26.7	-12.7	-15.8	15.2	5.8	
	디펜스솔루션	42.5	112.8	101.3	-5.4	22.3	16.5	59.0	77.4	49.0	44.8	48.0	7.0	
	에코플랜트	-10.6	58.8	15.8	97.4	177.9	26.0	21.8	16.8	40.1	40.0	11.0	10.8	
영업이익		32	67	41	70	45	113	122	131	210	410	665	738	
YoY (%)		35.5	113.9	29.2	15.1	40.0	67.7	197.2	87.2	42.4	95.3	62.0	11.0	
OPM (%)		4.7	6.8	4.4	7.1	6.0	10.3	10.6	10.6	5.9	9.7	11.9	12.3	
당기순이익 (지배)		19	54	41	47	56	101	115	127	161	399	595	670	
	YoY (%)		38.4	105.2	22.3	-62.5	197.7	87.5	178.7	170.6	-18.6	148.0	49.1	12.5
	NPM (%)		2.8	5.5	4.4	4.7	7.5	9.3	9.9	10.3	4.5	9.4	10.6	11.2

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 3. SOTP 밸류에이션

(십억 원)

항목			비고
영업가치	전체	8,046	
	레이 솔루션	282	
	EBITDA	35	25F EBITDA
	Target EV/EBITDA (X)	9.9	글로벌 철도 피어 25F EV/EBITDA 평균
	할인율	20%	피어 대비 1) 매출 성장률, 2) 이익률 저조
	디펜스 솔루션	7,615	
	EBITDA	662	25F EBITDA
	Target EV/EBITDA (X)	11.5	글로벌 방산 피어 25F EV/EBITDA 평균
	할인율		
	에코 플랜트	149	
	EBITDA	25	25F EBITDA
	Target EV/EBITDA (X)	6.7	글로벌 플랜트 피어 25F EV/EBITDA 평균
	할인율	10%	피어 대비 이익률 저조
비영업가치	전체	0	
	순차입금	(461)	
	비지배주주지분	(33)	
주주가치		8,539	
	주식 수 (천 주)	109,142	
목표주가 (원)		78,000	
	현재주가 (원)	62,000	
	상승여력	25.8%	
EPS	24F	3,658	
	25F	5,455	
	26F	6,136	
Implied P/E	24F	21.3	
	25F	14.3	
	26F	12.7	

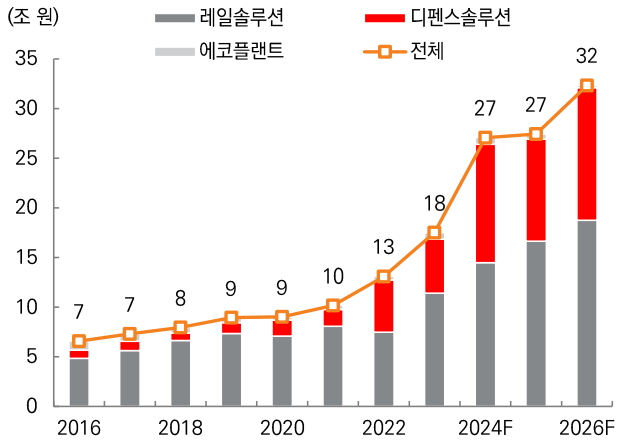
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 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	6.8	19.5	132.7	26.3	3.7	11.0	10.2	21.0	17.0	14.2	14.6	2.7	2.3
레이솔루션	지멘스	219.4	13.3	9.4	4.2	6.1	14.4	15.6	16.8	15.5	2.7	2.5	13.0	11.7
	웨텍	44.5	11.2	48.1	5.9	5.8	19.0	19.3	22.3	19.9	3.0	2.7	15.6	14.5
	CRRC	41.6	18.9	53.2	6.3	5.7	7.4	7.7	15.5	14.2	1.3	1.2	9.4	8.8
	알스툼	13.4	13.5	70.8	4.8	4.4	6.6	7.1	11.8	9.4	0.8	0.8	6.9	6.1
	CAF	1.8	6.9	11.7	4.8	5.5	5.6	5.9	9.5	8.0	1.2	1.1	4.8	4.5
	평균			12.8	38.6	5.2	5.5	10.6	11.1	15.2	13.4	1.8	1.7	9.9
디펜스솔루션	제너럴 다이내믹스	111.2	-1.8	15.3	4.5	3.4	11.3	11.6	18.2	16.7	3.4	3.2	13.8	13.1
	BAE시스템즈	67.7	-5.0	14.4	7.9	5.9	10.9	11.0	16.5	15.0	3.1	2.8	11.2	10.5
	라인메탈	30.5	-8.7	65.1	22.6	22.1	15.7	16.8	16.0	12.1	4.3	3.4	9.5	7.5
	평균			-5.2	31.6	11.7	10.5	12.6	13.2	16.9	14.6	3.6	3.1	11.5
에코플랜트	다이후쿠	9.8	7.2	-0.4	10.0	7.3	11.1	11.5	19.7	18.0	2.5	2.3	12.1	10.9
	뒤르	2.2	11.1	0.9	4.0	3.9	5.9	6.5	7.7	6.5	1.1	1.0	5.4	4.8
	아이다 엔지니어링	0.5	1.2	-6.3	2.7	5.2	14.0	14.0	9.6	9.1	0.5	0.5	2.6	2.5
	평균			6.5	-1.9	5.6	5.5	10.3	10.7	12.3	11.2	1.4	1.3	6.7

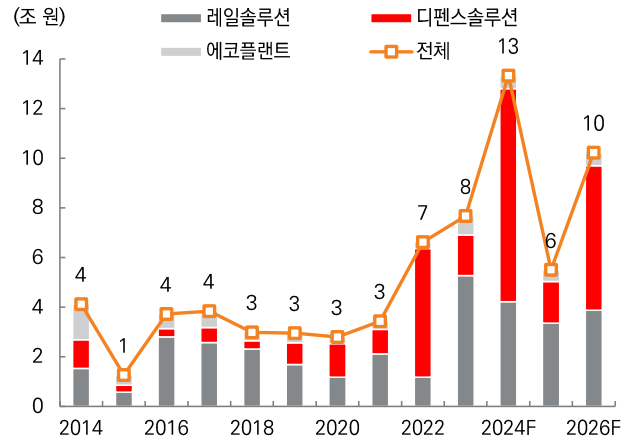
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 사업부별 수주잔고 추이 및 전망



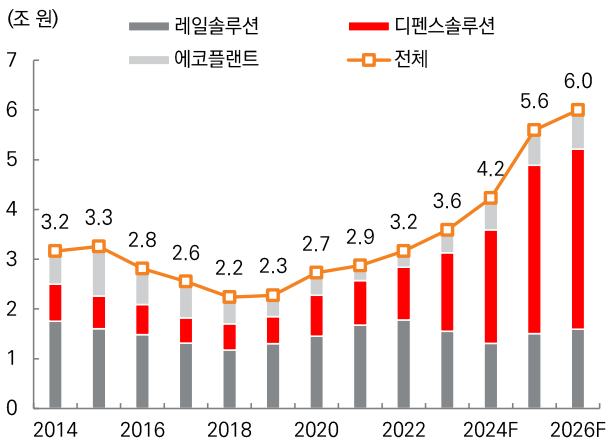
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 사업부별 신규수주 추이 및 전망



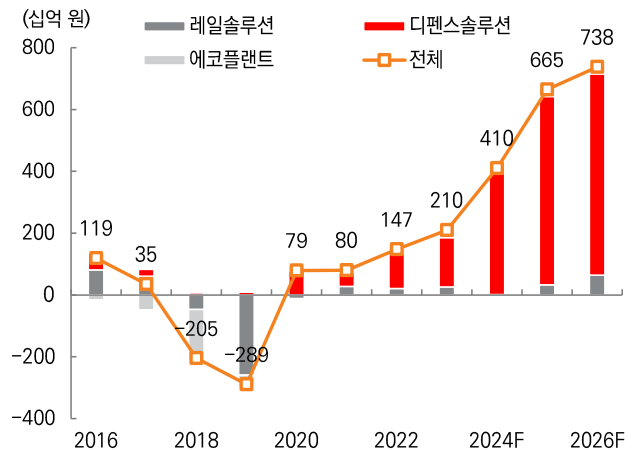
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 사업부별 매출액 추이 및 전망



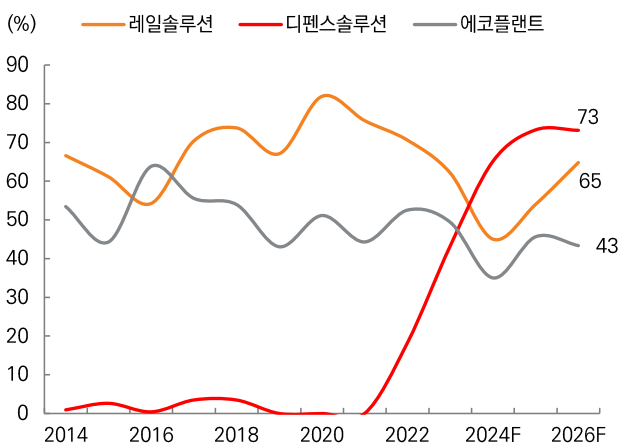
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 사업부별 영업이익 추이 및 전망



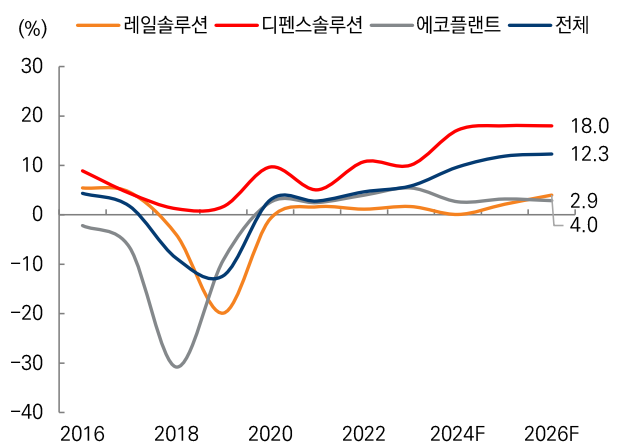
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 사업부별 수출비중 추이 및 전망



자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 사업부별 영업이익률 추이 및 전망



자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

현대로템 (064350)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,587	4,231	5,597	5,998
매출원가	3,123	3,538	4,652	4,995
매출총이익	464	693	945	1,003
판매비와관리비	254	283	281	265
조정영업이익	210	410	665	738
영업이익	210	410	665	738
비영업손익	-29	40	32	46
금융손익	0	15	33	46
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	181	450	697	784
계속사업법인세비용	24	53	105	118
계속사업이익	157	397	593	666
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	157	397	593	666
지배주주	161	399	595	670
비지배주주	-4	-2	-3	-3
총포괄이익	156	393	593	666
지배주주	160	397	599	673
비지배주주	-4	-4	-6	-7
EBITDA	250	455	710	783
FCF	680	278	403	546
EBITDA 마진율 (%)	7.0	10.8	12.7	13.1
영업이익률 (%)	5.9	9.7	11.9	12.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.5	9.4	10.6	11.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,690	3,924	4,780	5,517
현금 및 현금성자산	396	526	884	1,397
매출채권 및 기타채권	402	443	582	543
재고자산	269	328	431	396
기타유동자산	2,623	2,627	2,883	3,181
비유동자산	1,551	1,593	1,658	1,700
관계기업투자등	0	1	1	1
유형자산	1,234	1,295	1,359	1,394
무형자산	92	93	79	70
자산총계	5,241	5,517	6,439	7,217
유동부채	3,205	3,309	3,648	3,781
매입채무 및 기타채무	528	677	890	942
단기금융부채	339	339	300	280
기타유동부채	2,338	2,293	2,458	2,559
비유동부채	390	182	183	173
장기금융부채	256	19	-1	-21
기타비유동부채	134	163	184	194
부채총계	3,595	3,491	3,831	3,954
지배주주지분	1,680	2,062	2,647	3,306
자본금	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520
이익잉여금	317	706	1,290	1,949
비지배주주지분	-33	-36	-39	-42
자본총계	1,647	2,026	2,608	3,264

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	734	370	501	616
당기순이익	157	397	593	666
비현금수익비용가감	156	103	117	116
유형자산감가상각비	27	31	34	35
무형자산상각비	13	13	11	10
기타	116	59	72	71
영업활동으로인한자산및부채의변동	437	-115	-137	-96
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-93	-58	-140	41
재고자산 감소(증가)	131	-167	-103	35
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	212	218	202	47
법인세납부	-15	-31	-105	-118
투자활동으로 인한 현금흐름	-270	46	-60	-36
유형자산처분(취득)	-54	-91	-98	-70
무형자산감소(증가)	-26	-18	2	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-204	131	36	34
기타투자활동	14	24	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-576	-275	-70	-51
장단기금융부채의 증가(감소)	-561	-237	-59	-40
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-11	-11	-11
기타재무활동	-15	-27	0	0
현금의 증가	-110	130	358	513
기초현금	506	396	526	884
기말현금	396	526	884	1,397

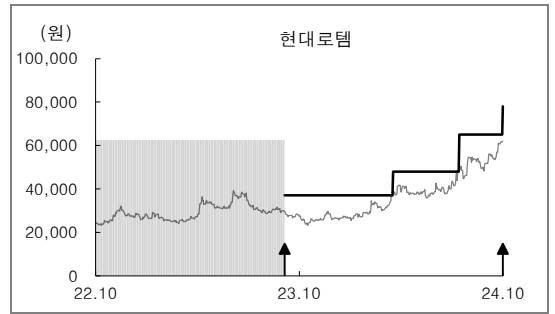
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	18.0	16.9	11.4	10.1
P/CF (x)	9.3	13.5	9.5	8.6
P/B (x)	1.7	3.3	2.6	2.0
EV/EBITDA (x)	9.8	13.4	8.0	6.6
EPS (원)	1,475	3,658	5,455	6,136
CFPS (원)	2,864	4,579	6,497	7,172
BPS (원)	15,391	18,895	24,250	30,286
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	7.0	2.7	1.8	1.6
배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	13.4	17.9	32.3	7.2
EBITDA증가율 (%)	34.5	81.9	56.2	10.2
조정영업이익증가율 (%)	42.4	95.3	62.0	11.0
EPS증가율 (%)	-18.6	148.0	49.1	12.5
매출채권 회전율 (회)	11.8	11.4	11.9	11.5
재고자산 회전율 (회)	14.2	14.2	14.7	14.5
매입채무 회전율 (회)	7.7	6.7	6.6	6.1
ROA (%)	3.1	7.4	9.9	9.8
ROE (%)	10.1	21.3	25.3	22.5
ROIC (%)	10.8	25.2	34.8	34.8
부채비율 (%)	218.2	172.3	146.9	121.2
유동비율 (%)	115.1	118.6	131.0	145.9
순차입금/자기자본 (%)	-25.1	-32.0	-39.4	-47.4
조정영업이익/금융비용 (x)	7.3	23.9	49.3	65.3

자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
현대로템 (064350)				
2024.10.15	매수	78,000	-	-
2024.07.29	매수	65,000	-18.77	-4.62
2024.04.01	매수	48,000	-17.53	-0.10
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(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 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.