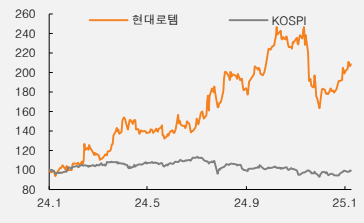


투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	85,000원
현재주가(25/1/17)	56,700원
상승여력	49.9%

영업이익(24F,십억원)	468
Consensus 영업이익(24F,십억원)	455
EPS 성장률(24F,%)	147.3
MKT EPS 성장률(24F,%)	69.4
P/E(24F,x)	13.6
MKT P/E(24F,x)	10.7
KOSPI	2,523.55
시가총액(십억원)	6,188
발행주식수(백만주)	109
유동주식비율(%)	66.2
외국인 보유비중(%)	29.1
베타(12M) 일간수익률	0.58
52주 최저가(원)	25,500
52주 최고가(원)	67,100

(%)	1M	6M	12M
절대주가	16.9	30.2	122.4
상대주가	13.8	46.7	114.6



[조선/방산/항공우주]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

현대로템

의심의 여지없는 실적

4Q24 Preview: 영업이익 컨센서스 12.9% 상회 예상

4Q24F 매출액 1조 3,876억원 (+40.3% YoY, 컨센 8% 상회), 영업이익 1,731억 원 (+148.0% YoY, 컨센 12.9% 상회)으로 추정한다. 영업이익률 12.5%로 QoQ - 0.3%p / YoY +5.4p 개선되며 호실적을 이어갈 것으로 기대한다. 컨센서스 상회 요인은 폴란드형 K2GF 28대 납품완료에 따른 진행매출 확대와 환율상승 효과다.

폴란드 2차 빅딜을 통해 방산センチ먼트 전환 필요

폴란드 K2 2차계약 (K2GF 116대, K2PL 54대 외 기타 = 6~7조원+) 은 24년부터 수차례 연기된 바 있으나, 협상 자체는 막바지 단계이다. 문제는 폴란드 정부와 PGZ社간 협상이다. PGZ가 부지, 공장증설 및 개조 등 제반 비용을 K2PL 생산단가에 반영하면서 정부와 가격협상에 차질이 생긴 것으로 파악된다. 반면, 한국 정부 및 현대로템에서 진행해야할 절차는 대부분 마무리되었기 때문에 폴란드측 협상이 끝나는 대로 계약체결이 이루어질 전망이다.

폴란드 2차계약이 체결될 시 1) 휴전이 가까워졌음에도 재래식 무기소요는 계속되며, 2) 국내 정치 불확실성에도 수출은 진행된다는 점에서 방산センチ먼트를 개선시킬 캐털리스트가 될 수 있다. 이외에도 잠재 수출 파이프라인으로 루마니아 1차 54대 (1.3조원) 및 페루 60대 (1.5조), 슬로바키아 104대 (2.6조)가 존재한다. 계약체결 시점은 폴란드 K2 2차 1Q~2Q, 루마니아 K2 하반기로 기대한다. 다만, 폴란드와 루마니아 대선이 5~6월에 진행될 예정이므로 지속적인 모니터링이 필요하다.

투자의견 '매수', 목표주가 85,000원 유지

투자의견 '매수', 목표주가 기존 85,000원으로 유지한다. 2025F EPS 5,173원 기준 Implied P/E는 16.4배이다. 12개월 선행 P/E는 11.6배로 저평가 상태다. 방산 수주잔고 확보와 철도 부문 턴어라운드가 디스카운트를 해소해줄 열쇠가 될 것이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	3,163	3,587	4,323	5,707	6,109
영업이익 (십억원)	147	210	468	689	768
영업이익률 (%)	4.6	5.9	10.8	12.1	12.6
순이익 (십억원)	198	161	398	565	628
EPS (원)	1,812	1,475	3,649	5,173	5,756
ROE (%)	14.1	10.1	21.3	24.2	21.5
P/E (배)	15.7	18.0	13.6	11.0	9.9
P/B (배)	2.0	1.7	2.6	2.4	1.9
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 3. 실적 추정치 변경표

(십억 원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	4,231	5,597	4,323	5,707	2.2	2.0	1) 4Q24 실적 추정치 변경 2) 철도 사업부 마진율 변경
영업이익	410	665	468	689	14.1	3.6	
세전이익	450	697	488	701	8.5	0.6	
당기순이익 (지배)	399	595	398	565	-0.2	-5.1	
EPS (원)	3,658	5,455	3,654	5,180	-0.1	-5.0	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. 영업실적 전망치 추정

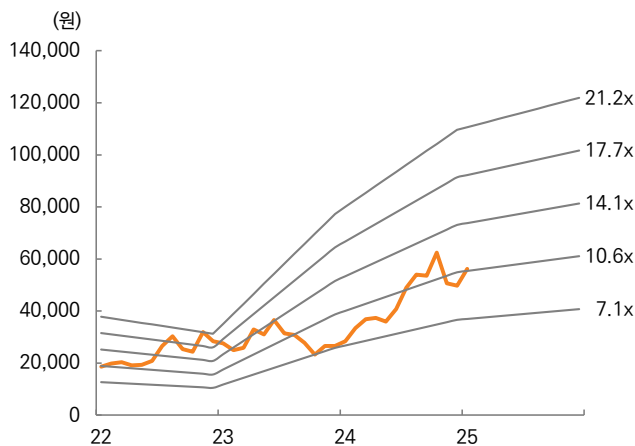
(십억 원)

항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
수주잔고	전체	14,314	16,604	18,142	17,500	18,589	18,773	18,993	20,865	17,500	20,865	27,343	31,270
	레일솔루션	8,280	9,988	11,719	11,410	12,709	13,101	13,656	14,348	11,410	14,348	16,316	18,185
	디펜스솔루션	5,502	5,971	5,635	5,426	5,230	5,013	4,476	5,598	5,426	5,598	10,196	12,407
	에코플랜트	532	646	788	665	650	659	862	919	665	919	831	678
매출액	전체	684	987	927	989	748	1,095	1,094	1,388	3,587	4,323	5,707	6,109
	레일솔루션	369	392	381	411	276	391	408	415	1,554	1,491	1,718	1,818
	디펜스솔루션	260	484	414	420	318	565	585	818	1,578	2,285	3,382	3,619
	에코플랜트	55	110	132	159	153	139	101	154	456	547	607	672
성장률 (%)	전체	1.0	25.6	18.5	7.8	9.3	10.9	18.0	40.3	13.4	20.5	32.0	7.0
	레일솔루션	-14.8	-19.7	-17.7	4.4	-25.1	-0.3	7.3	1.0	-12.7	-4.0	15.2	5.8
	디펜스솔루션	42.5	112.8	101.3	-5.4	22.3	16.5	41.2	95.0	49.0	44.8	48.0	7.0
	에코플랜트	-10.6	58.8	15.8	97.4	177.9	26.0	-23.9	-2.6	40.1	20.0	11.0	10.8
영업이익		32	67	41	70	45	113	137	173.1	210	468	689	768
YoY (%)		35.5	113.9	29.2	15.1	40.0	67.7	234.3	148.0	42.4	122.8	47.2	11.5
OPM (%)		4.7	6.8	4.4	7.1	6.0	10.3	12.6	12.5	5.9	10.8	12.1	12.6
지배순이익		19	54	41	47	56	101	104	137	161	398	565	628
YoY (%)		31.3	103.4	25.1	-62.1	197.7	87.5	153.0	190.9	-18.6	147.3	41.8	11.3
OPM (%)		2.8	5.5	4.4	4.7	7.5	9.3	9.5	9.8	4.5	9.2	9.9	10.3

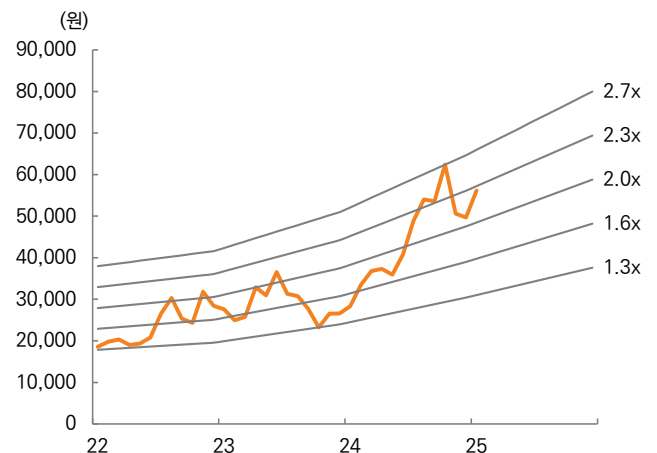
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 10. 12개월 선행 P/E 밴드차트

그림 11. 12개월 선행 P/B 밴드차트

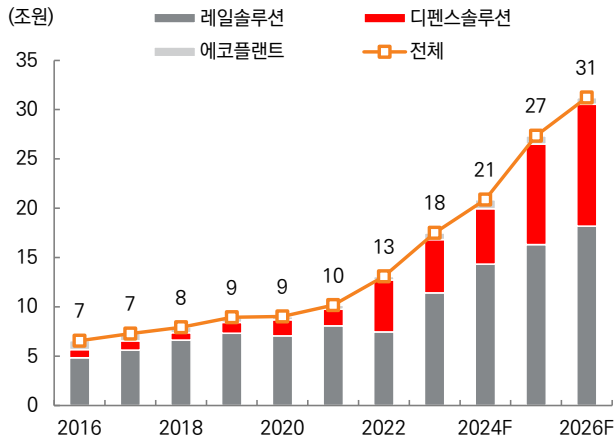


자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터



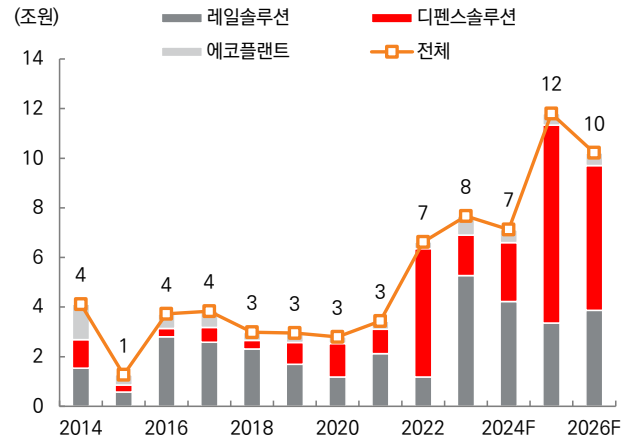
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 사업부별 수주잔고 추이 및 전망



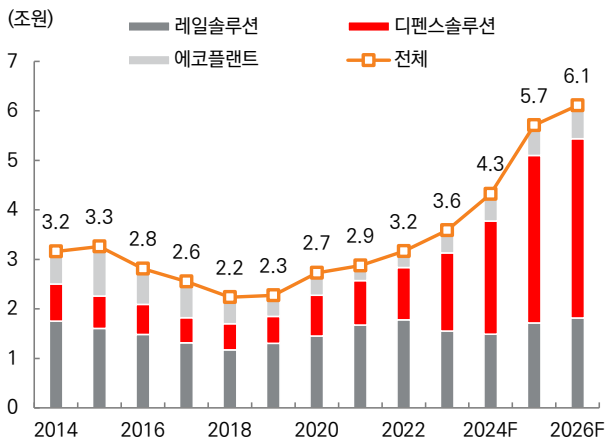
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 사업부별 신규수주 추이 및 전망



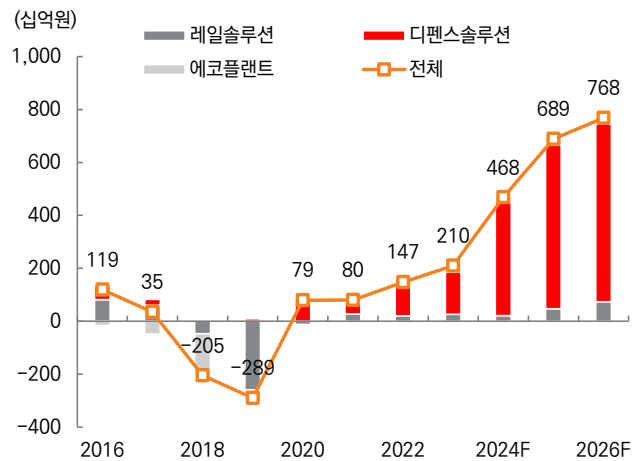
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 사업부별 매출액 추이 및 전망



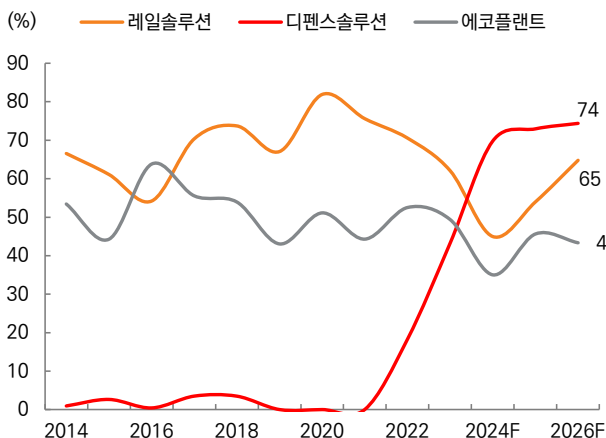
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 사업부별 영업이익 추이 및 전망



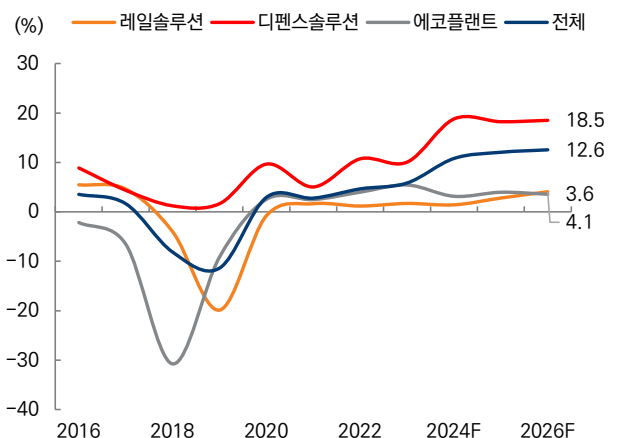
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 16. 사업부별 수출비중 추이 및 전망



자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 사업부별 영업이익률 추이 및 전망



자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

현대로템 (064350)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,587	4,323	5,707	6,109
매출원가	3,123	3,511	4,568	4,783
매출총이익	464	812	1,139	1,326
판매비와관리비	254	345	450	558
조정영업이익	210	468	689	768
영업이익	210	468	689	768
비영업손익	-29	20	12	12
금융손익	0	14	33	47
관계기업등 투자손익	0	-9	-14	-35
세전계속사업손익	181	488	701	780
계속사업법인세비용	24	93	140	156
계속사업이익	157	396	561	624
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	157	396	561	624
지배주주	161	398	565	628
비지배주주	-4	-3	-4	-4
총포괄이익	156	391	561	624
지배주주	160	393	561	624
비지배주주	-4	-2	0	0
EBITDA	250	514	737	816
FCF	680	118	374	534
EBITDA 마진율 (%)	7.0	11.9	12.9	13.4
영업이익률 (%)	5.9	10.8	12.1	12.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.5	9.2	9.9	10.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,690	3,461	4,179	4,843
현금 및 현금성자산	396	506	818	1,303
매출채권 및 기타채권	402	503	606	560
재고자산	269	370	443	402
기타유동자산	2,623	2,082	2,312	2,578
비유동자산	1,551	1,604	1,665	1,704
관계기업투자등	0	1	1	1
유형자산	1,234	1,300	1,362	1,395
무형자산	92	96	81	70
자산총계	5,241	5,065	5,844	6,547
유동부채	3,205	2,858	3,100	3,202
매입채무 및 기타채무	528	763	914	957
단기금융부채	339	287	247	227
기타유동부채	2,338	1,808	1,939	2,018
비유동부채	390	183	169	158
장기금융부채	256	1	-19	-39
기타비유동부채	134	182	188	197
부채총계	3,595	3,041	3,269	3,360
지배주주지분	1,680	2,060	2,614	3,231
자본금	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520
이익잉여금	317	705	1,259	1,876
비지배주주지분	-33	-36	-40	-44
자본총계	1,647	2,024	2,574	3,187

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	734	212	472	604
당기순이익	157	396	561	624
비현금수익비용가감	156	164	156	157
유형자산감가상각비	27	32	36	37
무형자산상각비	13	14	13	11
기타	116	118	107	109
영업활동으로인한자산및부채의변동	437	-316	-137	-67
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-93	-109	-104	48
재고자산 감소(증가)	131	-206	-73	41
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	212	293	148	39
법인세납부	-15	-46	-140	-156
투자활동으로 인한 현금흐름	-270	257	-76	-52
유형자산처분(취득)	-54	-94	-98	-70
무형자산감소(증가)	-26	-21	2	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-204	357	19	17
기타투자활동	14	15	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-576	-342	-71	-51
장단기금융부채의 증가(감소)	-561	-307	-60	-40
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-11	-11	-11
기타재무활동	-15	-24	0	0
현금의 증가	-110	110	312	485
기초현금	506	396	506	818
기말현금	396	506	818	1,303

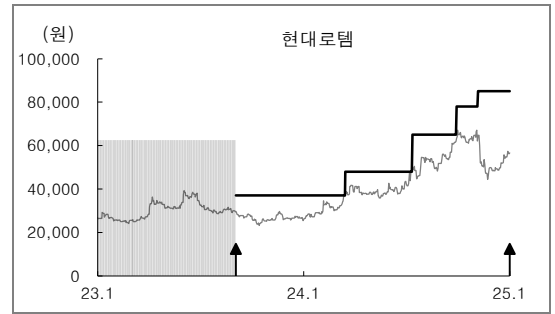
자료: 현대로템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	18.0	13.6	11.0	9.9
P/CF (x)	9.3	9.7	8.6	7.9
P/B (x)	1.7	2.6	2.4	1.9
EV/EBITDA (x)	9.8	9.6	7.2	5.9
EPS (원)	1,475	3,649	5,173	5,756
CFPS (원)	2,864	5,127	6,565	7,153
BPS (원)	15,391	18,876	23,949	29,605
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	7.0	2.8	1.9	1.7
배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	13.4	20.5	32.0	7.0
EBITDA증가율 (%)	34.5	105.6	43.5	10.6
조정영업이익증가율 (%)	42.4	122.8	47.2	11.5
EPS증가율 (%)	-18.6	147.3	41.8	11.3
매출채권 회전율 (회)	11.8	10.9	11.3	11.5
재고자산 회전율 (회)	14.2	13.5	14.0	14.5
매입채무 회전율 (회)	7.7	6.2	6.1	5.7
ROA (%)	3.1	7.7	10.3	10.1
ROE (%)	10.1	21.3	24.2	21.5
ROIC (%)	10.8	24.9	30.6	31.5
부채비율 (%)	218.2	150.2	127.0	105.4
유동비율 (%)	115.1	121.1	134.8	151.3
순차입금/자기자본 (%)	-25.1	-23.2	-31.9	-41.7
조정영업이익/금융비용 (x)	7.3	28.7	62.6	87.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
현대로템 (064350)				
2024.11.22	매수	85,000	-	-
2024.10.15	매수	78,000	-18.15	-13.97
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
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 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.