

2024. 4. 29



▲ 방위산업

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **49,000 원**

현재주가 (4.26) **38,450 원**

상승여력 **27.4%**

KOSPI	2,656.33pt
시가총액	41,965억원
발행주식수	10,914만주
유동주식비율	65.89%
외국인비중	19.90%
52주 최고/최저가	41,850원/23,250원
평균거래대금	1,107.1억원

주요주주(%)

현대자동차 외 3 인	33.77
국민연금공단	8.08
BlackRock Fund Advisors 외 9 인	5.37

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.8	56.6	11.8
상대주가	20.2	35.6	4.6

주가그래프



현대로템 064350

1Q24 Review: 일시적인 부진

- ✓ 1Q24P 매출액 7,478억원(YoY +9.3%), 컨센서스 -9.2% 하회
- ✓ 1Q24P 영업이익 447억원(YoY +40.1% / OPM 6.0%), 컨센서스 -21.3% 하회
- ✓ K2GF의 국군 재납품 물량 생산 집중으로 인해 폴란드향 K2 공정률 일시 둔화 영향
- ✓ 폴란드 2차와 루마니아 수주 기대감 높으며, 하반기 중 계약 체결 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 49,000원 유지

GF물량 재납품 마무리 → 2Q부터 본격적인 폴란드 물량 반영

1Q24P 매출액 7,478억원/영업이익 447억원(OPM 6.0%)으로 컨센서스를 하회했다. 당분기 K2GF의 국군 재납품 물량 생산이 집중됨에 따라 폴란드향 K2의 공정률이 일시적으로 둔화, 기대되던 수준의 매출액 인식이 이뤄지지 못했기 때문이다. 디펜스솔루션의 이번 분기 수출 비중은 54%로 GF물량 3대에 더해 PL물량 약 3~4대 정도가 진행률 인식 된 것으로 추정, 최대 10대 수준까지 높아졌던 기대치를 하회했다. GF물량의 국군향 재납품 물량 생산은 1분기를 기점으로 마무리되었으며, 연간 56대의 납품 가이던스는 변화 없기에 2분기부터는 본격적인 K2PL의 매출인식이 기대된다.

수출 성사 시점은 전반적으로 미뤄졌으나 그럼에도 긍정적

이번 폴란드 차관단의 방한 소식에 폴란드 2-1차(180대, 4.5조원) 계약 체결에 대한 기대치가 높았으나 불발에 그쳤다. 폴란드의 정권 교체 이후 PGZ 실무진이 변경됨에 따라 현지생산 및 기술이전에 관한 협의가 새롭게 이뤄져야 하는 상황으로, 추가적인 시간을 거쳐 하반기 중 구체적인 성과가 기대된다.

루마니아향(246대, 3~4조원) 수출 또한 기대감이 높다. 아직 구체적인 계약 사항에 대한 논의가 이뤄진 바 없기에 사측은 조심스러운 입장을 취하고 있으나, 이번 BSDA(흑해 방산/우주항공 전시회) 기간 중 5월 10일에 실거리 사격 테스트 일정 이후 협상 본격화 될 것으로 예상된다. 폴란드와 마찬가지로 현지생산 옵션이 존재하기에 계약 체결에는 시간이 소요될 전망이다. 루마니아와의 계약을 통해 중장기적으로 폴란드에 높은 의존도가 점차 해소되기를 기대한다.

투자의견 Buy, 적정주가 49,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	3,163.3	147.5	197.8	1,812	278.3	13,930	15.7	2.0	17.8	14.1	223.4
2023	3,587.4	210.1	161.0	1,475	-19.4	15,391	18.0	1.7	9.8	10.1	218.2
2024E	3,961.4	321.4	276.4	2,532	73.3	17,824	15.2	2.2	9.5	15.2	217.0
2025E	4,951.5	424.6	343.8	3,150	24.3	20,874	12.2	1.8	6.6	16.3	226.7
2026E	5,533.5	539.8	449.9	4,122	30.8	24,896	9.3	1.5	4.5	18.0	183.9

표1 현대로템 1Q24P 실적 Review

(십억원)	1Q24P	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	747.8	684.5	9.3	989.2	-24.4	823.6	-9.2	814.1	-8.1
영업이익	44.7	31.9	40.0	69.8	-36.0	56.8	-21.3	58.2	-23.2
세전이익	54.3	16.9	221.5	64.9	-16.3	53.3	1.9	55.5	-2.1
순이익	56.2	18.9	197.7	46.9	19.9	47.5	18.4	45.7	23.1
영업이익률(%)	6.0	4.7		7.1		6.9		7.1	
순이익률(%)	7.5	2.8		4.7		5.8		5.6	

주: 1개월 컨센서스 사용

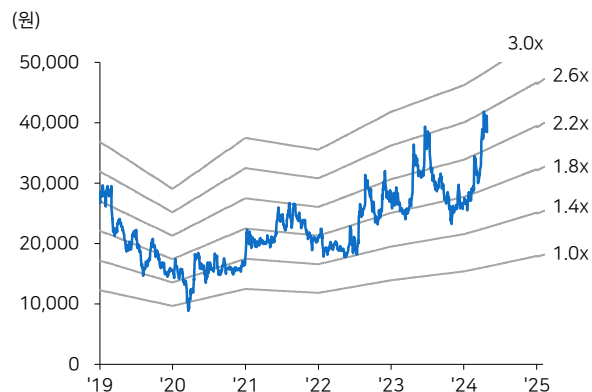
자료: 현대로템, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 현대로템 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	684.4	986.8	927.0	989.2	747.8	1,003.3	1,015.1	1,195.2	3,587.4	3,961.4	4,951.4
레이솔루션	369.2	392.5	380.7	411.2	276.4	312.2	322.4	363.3	1,553.6	1,274.4	1,429.0
디펜스솔루션	260.0	484.4	414.2	419.5	318.0	564.5	568.9	719.9	1,578.1	2,171.3	2,979.0
에코플랜트	55.2	110.0	132.0	158.5	153.4	126.6	123.8	112.0	455.7	515.8	543.5
영업이익	31.9	67.2	41.1	69.8	44.7	83.3	87.9	105.5	210.0	321.4	424.6
% OP	4.7%	6.8%	4.4%	7.1%	6.0%	8.3%	8.7%	8.8%	5.9%	8.1%	8.6%
세전이익	16.9	56.2	42.8	64.9	54.4	81.1	85.8	104.4	180.8	325.7	427.5
순이익(지배)	18.9	54.0	41.2	46.9	56.2	66.2	70.0	83.9	161.0	276.4	343.8
% YoY											
매출액	1.0	25.6	18.5	7.8	9.3	1.7	9.5	20.8	13.4	10.4	25.0
영업이익	35.5	113.9	29.2	15.0	40.1	23.9	113.7	51.2	42.4	53.0	32.1
세전이익	17.2	92.0	16.5	176.6	221.8	44.2	100.6	60.8	74.1	80.1	31.2
순이익(지배)	31.3	103.4	25.0	-62.1	197.7	22.6	70.0	78.8	-18.6	71.6	24.4
% QoQ											
매출액	-25.4	44.2	-6.1	6.7	-24.4	34.2	1.2	17.7			
영업이익	-47.4	110.7	-38.9	69.7	-35.9	86.3	5.5	20.1			
세전이익	-28.0	232.6	-23.9	51.8	-16.2	49.0	5.8	21.7			
순이익(지배)	-84.8	186.0	-23.8	13.9	19.9	17.8	5.6	19.9			

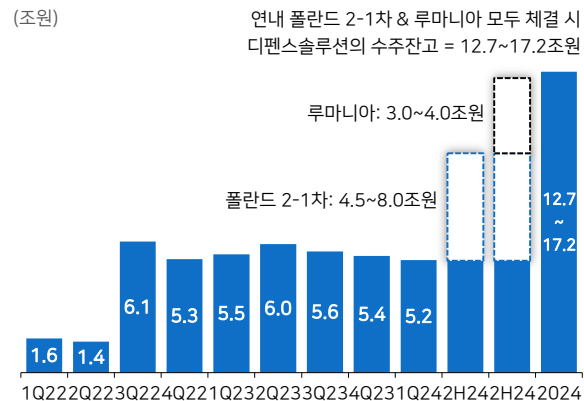
자료: 현대로템, 메리츠증권 리서치센터

그림1 현대로템 12M Trailing PBR 밴드 차트



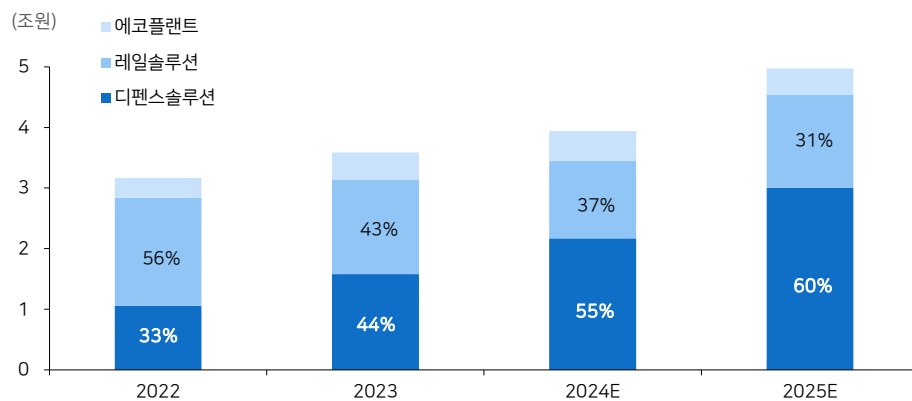
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 폴란드 2-1차 & 루마니아 수주에 따른 수주잔고 성장



자료: 현대로템, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림3 점차 높아지는 디펜스솔루션의 매출액 기여도



자료: 메리츠증권 리서치센터

현대로템 (064350)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,163.3	3,587.4	3,961.4	4,951.5	5,533.5
매출액증가율(%)	10.1	13.4	10.4	25.0	11.8
매출원가	2,797.9	3,123.0	3,385.0	4,210.3	4,640.4
매출총이익	365.4	464.4	576.4	741.1	893.1
판매관리비	217.9	254.4	255.0	316.6	353.3
영업이익	147.5	210.1	321.4	424.6	539.8
영업이익률(%)	4.7	5.9	8.1	8.6	9.8
금융손익	-48.1	0.4	33.2	31.6	48.3
종속/관계기업손익	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.6	-29.4	-28.9	-28.7	-28.8
세전계속사업이익	103.9	180.8	325.7	427.5	559.3
법인세비용	-90.7	24.1	54.1	89.8	117.5
당기순이익	194.5	156.8	271.6	337.7	441.8
지배주주지분 순이익	197.8	161.0	276.4	343.8	449.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	716.2	734.2	383.4	490.3	475.1
당기순이익(손실)	194.5	156.8	271.6	337.7	441.8
유형자산상각비	25.5	27.4	32.7	33.4	33.9
무형자산상각비	12.8	12.6	12.9	11.1	9.5
운전자본의 증감	497.4	437.4	66.2	108.2	-10.2
투자활동 현금흐름	-429.1	-270.4	-239.2	-291.2	-20.0
유형자산의증가(CAPEX)	-32.5	-54.7	-110.0	-80.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	-8.2	-3.2	-1.7	-2.8	0.3
재무활동 현금흐름	-97.1	-576.3	-91.2	-106.7	-77.0
차입금의 증감	-84.4	-561.3	-80.3	-95.8	-66.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	186.3	-109.9	53.0	92.3	378.0
기초현금	319.7	506.0	396.1	449.1	541.5
기말현금	506.0	396.1	449.1	541.5	919.5

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	3,318.6	3,690.2	4,429.3	5,643.2	5,915.0
현금및현금성자산	506.0	396.1	449.1	541.5	919.5
매출채권	268.1	339.2	409.9	525.4	514.4
재고자산	235.5	268.7	324.7	416.2	407.5
비유동자산	1,505.3	1,551.3	1,617.4	1,655.8	1,652.1
유형자산	1,200.3	1,234.4	1,311.6	1,358.3	1,364.4
무형자산	78.6	92.1	79.3	68.2	58.7
투자자산	51.5	54.5	56.2	59.0	58.7
자산총계	4,823.9	5,241.5	6,046.7	7,299.0	7,567.1
유동부채	2,572.7	3,204.7	3,807.4	4,789.4	4,631.0
매입채무	343.1	465.1	562.0	720.4	705.4
단기차입금	199.0	82.6	96.6	109.6	61.6
유동성장기부채	501.7	252.5	243.5	235.5	217.5
비유동부채	759.7	389.8	331.6	275.1	270.8
사채	187.6	114.7	88.7	46.7	46.7
장기차입금	260.4	131.5	71.5	11.5	11.5
부채총계	3,332.4	3,594.5	4,139.1	5,064.5	4,901.7
자본금	545.7	545.7	545.7	545.7	545.7
자본잉여금	519.8	519.8	519.8	519.8	519.8
기타포괄이익누계액	287.1	297.1	297.1	297.1	297.1
이익잉여금	167.7	317.2	582.7	915.6	1,354.5
비지배주주지분	-28.9	-32.9	-37.6	-43.8	-51.8
자본총계	1,491.5	1,647.0	1,907.7	2,234.5	2,665.4

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	28,984	32,869	36,296	45,367	50,699
EPS(지배주주)	1,812	1,475	2,532	3,150	4,122
CFPS	2,325	2,864	3,219	4,034	5,080
EBITDAPS	1,702	2,290	3,362	4,297	5,344
BPS	13,930	15,391	17,824	20,874	24,896
DPS	0	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	15.7	18.0	15.2	12.2	9.3
PCR	12.2	9.3	11.9	9.5	7.6
PSR	1.0	0.8	1.1	0.8	0.8
PBR	2.0	1.7	2.2	1.8	1.5
EBITDA(십억원)	185.8	250.0	367.0	469.0	583.2
EV/EBITDA	17.8	9.8	9.5	6.6	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.1	10.1	15.2	16.3	18.0
EBITDA 이익률	5.9	7.0	9.3	9.5	10.5
부채비율	223.4	218.2	217.0	226.7	183.9
금융비용부담률	1.3	0.8	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	3.6	7.3	15.4	24.3	37.3
매출채권회전율(x)	11.8	11.8	10.6	10.6	10.6
재고자산회전율(x)	12.7	14.2	13.4	13.4	13.4

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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대로템 (064350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.11.19	Indepth	Hold	22,000	김현	-0.4	42.7	
2022.11.19		1년 경과			35.1	78.9	
2023.10.11	산업분석	Buy	38,000	이지호	-24.1	10.1	
2024.04.15	기업브리프	Buy	49,000	이지호	-	-	