

2024. 10. 29



▲ 방위산업

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **82,000 원**

현재주가 (10.28) **63,600 원**

상승여력 **28.9%**

KOSPI 2,612.43pt

시가총액 69,414억원

발행주식수 10,914만주

유동주식비율 65.89%

외국인비중 25.90%

52주 최고/최저가 67,100원/23,250원

평균거래대금 1,160.2억원

주요주주(%)

현대자동차 외 3 인 33.77

국민연금공단 8.08

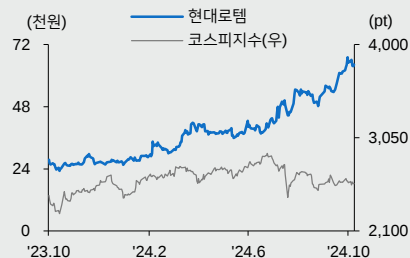
BlackRock Fund Advisors 외 9 인 5.37

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 17.8 65.4 167.8

상대주가 19.5 68.2 136.1

주가그래프



현대로템 064350

건조한 방산에 철도 더하기

- ✓ 3Q24P 매출액 1.1조원(YoY +18.0%), 컨센서스에 부합
- ✓ 3Q24P 영업이익 1,374억원(YoY +234.2% / OPM 12.6%), 컨센서스 +20.6% 상회
- ✓ [방산] 폴란드형 물량 바탕으로 수출 비중 꾸준한 성장 → 실적 우상향 주도
- ✓ [철도] 주요 수출 파이프라인 개시 효과로 흑자전환 → 꾸준한 실적 기여 전망
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 82,000원으로 상향

3Q24 Review: 꾸준한 방산 성장 + 철도사업의 흑자전환

동사는 당분기 매출액 1.1조원(QoQ -0.1%, YoY +18.0%), 영업이익 1,374억원(QoQ +21.9%, YoY +234.2%, OPM 12.6%)을 기록, 영업이익 컨센서스를 큰 폭으로 상회했다. 디펜스솔루션은 전분기 대비 높은 수출 비중(2Q24 62% Vs. 3Q24 70%)을 기록하며 꾸준한 성장세를 시현하였다. 레일솔루션은 연초부터 지연된 주요 파이프라인의 개시 효과를 확인, 당초 BEP 수준이 추정되었으나 실제로는 150억원의 영업이익을 기록하면서 주요 사업부문이 모두 기여한 실적 서프라이즈였다.

업종 내 디스카운트의 해소 기대: 수주잔고 성장 + 수출국 확대

현재 폴란드형 K2 2차 계약이 막바지로, 연내 체결 가능성이 높다. 수 차례 지연됨에 따라 계약성사에 대한 우려 일부 존재하나 오히려 K2 외 항목 추가 요청이 현지 언론을 통해 확인되며 금액은 기존 4조원대에서 6조원 이상이 될 것으로 예상된다. 최근 폴란드는 금융지원 없이 한국산 무기 구매를 결정하는 등 높은 무기 수요를 내비치고 있어 연내 2차 계약 체결 및 금액 상향 가능성을 높게 예상한다.

또한 내년 중 루마니아형 계약(약 250~300대, 5조원 이상) 체결 가능성이 높다. 이를 통해 폴란드 외 수출 국가 확보되며 폴란드에 대한 높은 방산수출 의존도는 일부 해소, 업종 내 멀티플 디스카운트(2025E 평균 PER 18.3배 Vs. 동사 14배) 또한 일부 해소될 수 있을 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 82,000원으로 상향

디펜스솔루션은 폴란드형 K2 조기납품 완료를 목표로 하며 수출 비중이 빠르게 확대되고 있으며, 당분기를 기점으로 레일솔루션의 실적 기여가 이어질 것으로 예상된다. 두 사업 부문의 실적 추정치 상향 및 12M Fwd 반영 시점 확대에 따른 BPS 상승 효과를 반영, 적정주가를 기존 58,000원에서 82,000원으로 상향한다.

(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	4,385.2	436.6	376.4	3,449	138.5	18,714	18.4	3.4	12.9	20.2	201.7
2025E	5,537.5	609.4	497.4	4,558	32.1	23,172	14.0	2.7	8.8	21.8	193.7
2026E	6,141.5	711.0	592.7	5,430	19.1	28,502	11.7	2.2	6.9	21.0	160.0

표1 현대로템 3Q24 실적 Review

(십억원)	3Q24P	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,093.5	684.5	59.8	989.2	10.5	1,101.4	-0.7	1,055.9	3.6
영업이익	137.4	31.9	330.7	69.8	97.0	114.0	20.6	105.6	30.1
세전이익	133.5	16.9	689.8	64.9	105.6	114.5	16.6	103.6	28.8
순이익	104.2	18.9	451.5	46.9	122.0	90.7	14.8	83.1	25.4
영업이익률(%)	12.6	4.7		7.1		10.3		10.0	
순이익률(%)	9.5	2.8		4.7		8.2		7.9	

자료: 현대로템, 메리츠증권 리서치센터

표2 현대로템 분기별 실적 Table

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	684.4	986.8	927.0	989.2	747.8	1,094.5	1,093.5	1,449.4	3,587.4	4,385.2	5,537.5
레일솔루션	369.2	392.5	380.7	411.2	276.4	391.4	408.4	513.8	1,553.6	1,590.0	1,672.3
디펜스솔루션	260.0	484.4	414.2	419.5	318.0	564.5	584.6	809.2	1,578.1	2,276.3	3,302.4
에코플랜트	55.2	110.0	132.0	158.5	153.4	138.6	100.5	126.5	455.7	519.0	562.8
영업이익	31.9	67.2	41.1	69.8	44.7	112.8	137.4	141.6	210.0	436.6	609.4
% OP	4.7%	6.8%	4.4%	7.1%	6.0%	10.3%	12.6%	9.8%	5.9%	10.0%	11.0%
세전이익	16.9	56.2	42.8	64.9	54.3	131.2	133.5	143.9	180.8	463.0	625.7
순이익(지배)	18.9	54.0	41.2	46.9	56.2	101.3	104.2	114.7	161.0	376.4	497.4
% YoY											
매출액	1.0	25.6	18.5	7.8	9.3	10.9	18.0	46.5	13.4	22.2	26.3
영업이익	35.5	113.9	29.2	15.0	40.0	67.7	234.4	103.0	42.4	107.8	39.6
세전이익	17.2	92.0	16.5	176.6	221.4	133.4	212.2	121.6	74.1	156.0	35.1
순이익(지배)	31.3	103.4	25.0	-62.1	197.7	87.5	153.0	144.4	-18.6	133.8	32.2
% QoQ											
매출액	-25.4	44.2	-6.1	6.7	-24.4	46.4	-0.1	32.5			
영업이익	-47.4	110.7	-38.9	69.7	-36.0	152.4	21.9	3.0			
세전이익	-28.0	232.6	-23.9	51.8	-16.3	141.6	1.7	7.8			
순이익(지배)	-84.8	186.0	-23.8	13.9	19.9	80.1	2.8	10.1			

자료: 현대로템, 메리츠증권 리서치센터

표3 현대로템 연간 실적 전망치 변경: 철도사업 흑자 전환 & 방산부문 수출 비중 확대

(십억원)	변경전		변경후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	4,123.6	5,129.3	4,385.2	5,537.5	6.3%	8.0%
영업이익	385.4	520.6	436.6	609.4	13.3%	17.1%
세전이익	411	522.9	463	625.7	12.7%	19.7%
순이익 (지배주주)	338	417.9	376.4	497.4	11.4%	19.0%

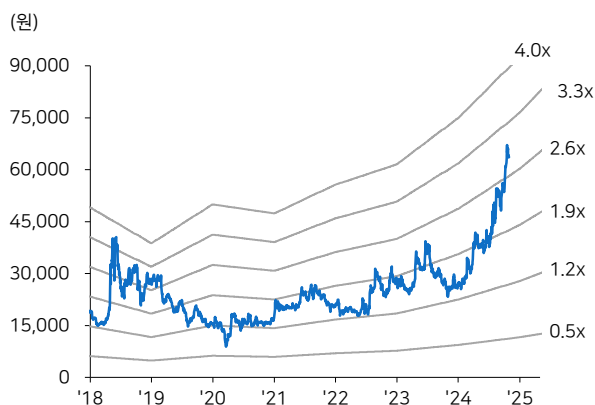
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 현대로템 적정주가 8.2만원으로 상향: 적용 BPS/PBR 상승

항목	Fair Value	주요 가정
자기자본비용 (COE) (%)	7.6	무위험수익률: 당사의 미국 10년 국채 수익률 추정치 4.1% 리스크 프리미엄: 당사 추정치 4.14% 52주 평균 베타: 0.84
Sustainable ROE (%)	20.2	12M Fwd ROE 적용
Target PBR (배)	3.8	영구성장률: 글로벌 GDP 성장률 전망치 평균 3.1% (~28년)
12M Fwd BPS (원)	21,637	
주당 주주가치 (원)	82,361	
주당 적정가치 (원)	82,000	
현재가 (원)	63,600	
상승여력 (%)	28.9	

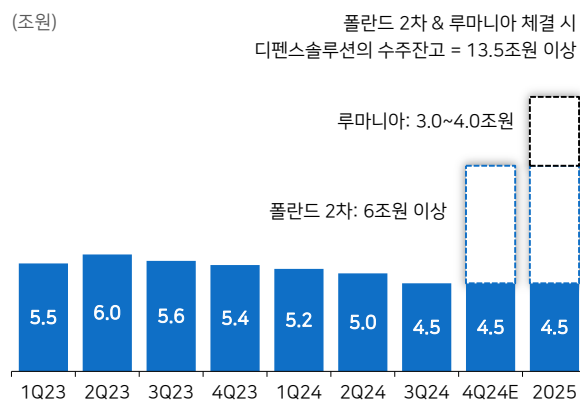
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 현대로템 12M Fwd PBR 밴드 차트



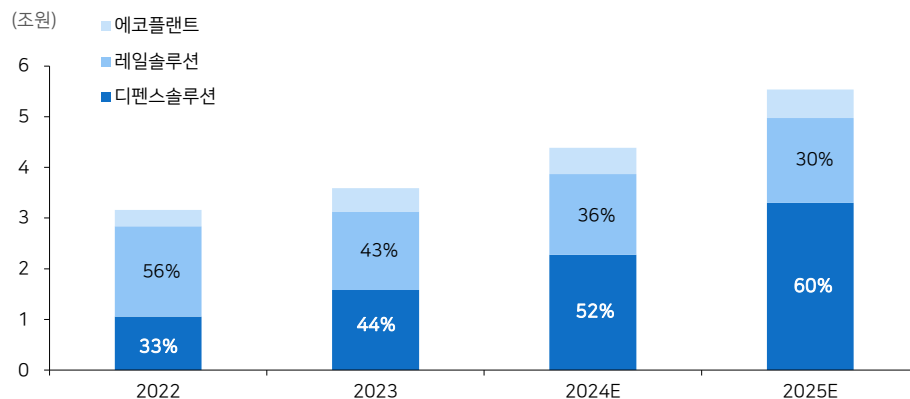
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 폴란드 2차 & 루마니아 수주에 따른 수주잔고 성장



자료: 현대로템, 메리츠증권 리서치센터

그림3 사업 부문별 매출액 기여도



자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 국내/글로벌 방산기업 Peer Multiple

지역 구분	회사명	시가총액 (십억달러)	주가변화율 (%)			P/E (배)			P/B (배)			ROE (%)		
			1M	3M	YTD	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
국내	한화에어로스페이스	12.4	19.1	22.3	193.1	18.9	28.5	19.6	4.7	4.5	3.7	27.9	16.6	20.6
	현대로템	5.0	17.8	33.2	139.1	48.1	18.4	14.0	4.2	3.4	2.7	10.1	20.2	21.8
	한국항공우주	3.9	4.5	8.4	10.8	24.9	23.9	18.3	3.4	3.1	2.7	14.6	13.4	15.6
	LIG넥스원	3.9	18.1	18.1	90.4	34.4	25.6	21.1	5.1	4.5	3.8	15.9	19.0	20.0
	한화시스템	2.6	4.3	-11.3	8.9	10.1	23.4	18.4	1.6	1.6	1.5	15.4	6.9	8.3
	평균					27.3	24.2	18.3	3.8	3.4	2.9	16.6	15.1	17.2
북미	Raytheon	166.6	4.0	9.8	48.8	25.0	22.5	20.5	2.8	2.7	2.6	10.8	12.2	12.0
	Lockheed Martin	133.3	-3.4	7.1	24.1	20.7	21.1	20.2	18.7	20.0	18.5	81.7	92.4	92.8
	Northrop Grumman	75.7	-1.4	8.1	10.9	22.8	20.2	18.6	4.9	5.1	4.8	22.2	25.2	26.0
	General Dynamics	83.2	0.8	4.2	16.5	24.9	21.6	18.7	4.2	3.6	3.4	17.3	17.5	19.0
	L3Harris	48.0	7.6	10.2	20.0	20.5	19.3	17.7	2.5	2.5	2.3	10.2	10.2	11.9
	Oshkosh	6.9	5.9	-8.6	-2.1	11.1	9.3	9.5	1.9	1.7	1.5	18.1	18.7	16.8
	Textron	15.3	-6.2	-10.5	2.4	15.0	14.6	12.2	2.3	2.2	2.1	15.0	14.9	16.6
	평균					20.0	18.4	16.8	5.3	5.4	5.0	25.0	27.3	27.9
유럽	Airbus	120.7	5.3	7.6	1.4	25.7	27.1	19.6	7.0	5.6	4.7	29.7	22.0	26.2
	Safran	97.4	-1.2	3.6	32.2	39.0	30.5	25.3	8.3	6.8	5.9	21.7	24.0	24.6
	BAE Systems	50.2	3.3	0.7	15.4	20.6	18.9	16.6	3.4	3.4	3.1	16.2	18.5	19.1
	Thales	33.5	4.1	4.5	12.4	19.7	17.9	15.9	4.1	4.1	3.6	21.6	23.4	22.7
	Dassault	46.3	-12.7	-8.3	-27.7	26.6	25.0	23.3	5.2	4.9	4.4	18.2	19.0	19.0
	Rheinmetall	22.7	0.0	-1.4	68.1	36.5	22.2	16.2	6.5	5.4	4.3	19.5	24.9	28.0
	Leonardo	13.6	6.5	-0.9	45.5	17.6	13.8	12.5	1.6	1.5	1.3	9.7	11.0	11.2
	Kongsberg Gruppen	18.0	10.4	5.1	144.4	56.2	38.2	31.9	12.6	10.8	9.1	24.2	30.1	31.0
	평균					30.2	24.2	20.2	6.1	5.3	4.6	20.1	21.6	22.7

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주: 현대로템은 당사 추정치 사용

현대로템 (064350)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,163.3	3,587.4	4,385.2	5,537.5	6,141.5
매출액증가율(%)	10.1	13.4	22.2	26.3	10.9
매출원가	2,797.9	3,123.0	3,595.3	4,480.6	4,933.7
매출총이익	365.4	464.4	790.0	1,056.9	1,207.8
판매관리비	217.9	254.4	353.4	447.5	496.8
영업이익	147.5	210.1	436.6	609.4	711.0
영업이익률(%)	4.7	5.9	10.0	11.0	11.6
금융손익	-48.1	0.4	20.2	28.9	47.1
종속/관계기업손익	-0.2	-0.2	-0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.6	-29.4	6.2	-12.9	-13.0
세전계속사업이익	103.9	180.8	463.0	625.4	745.2
법인세비용	-90.7	24.1	89.1	131.3	156.5
당기순이익	194.5	156.8	373.9	494.1	588.7
지배주주지분 순이익	197.8	161.0	376.4	497.4	592.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	716.2	734.2	404.6	599.2	648.0
당기순이익(손실)	194.5	156.8	373.9	494.1	588.7
유형자산상각비	25.5	27.4	31.8	35.0	37.1
무형자산상각비	12.8	12.6	13.4	13.3	13.1
운전자본의 증감	497.4	437.4	-57.4	56.9	9.1
투자활동 현금흐름	-429.1	-270.4	-12.1	-241.7	-109.9
유형자산의증가(CAPEX)	-32.5	-54.7	-101.5	-120.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	-8.2	-3.2	-1.9	-2.0	-0.3
재무활동 현금흐름	-97.1	-576.3	-224.1	3.2	-47.7
차입금의 증감	-84.4	-561.3	-185.9	14.1	-36.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	186.3	-109.9	170.2	360.7	490.3
기초현금	319.7	506.0	396.1	566.3	927.0
기말현금	506.0	396.1	566.3	927.0	1,417.3

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	3,318.6	3,690.2	4,457.4	5,632.0	6,253.0
현금및현금성자산	506.0	396.1	566.3	927.0	1,417.3
매출채권	268.1	339.2	623.0	753.3	774.3
재고자산	235.5	268.7	335.2	405.3	416.5
비유동자산	1,505.3	1,551.3	1,596.4	1,680.2	1,722.4
유형자산	1,200.3	1,234.4	1,305.0	1,390.0	1,432.9
무형자산	78.6	92.1	95.9	92.7	91.6
투자자산	51.5	54.5	56.3	58.3	58.6
자산총계	4,823.9	5,241.5	6,053.7	7,312.1	7,975.4
유동부채	2,572.7	3,204.7	3,826.2	4,560.1	4,638.9
매입채무	343.1	465.1	575.2	695.6	714.9
단기차입금	199.0	82.6	56.1	69.1	21.1
유동성장기부채	501.7	252.5	324.0	324.0	335.0
비유동부채	759.7	389.8	221.2	262.6	269.2
사채	187.6	114.7	6.9	6.9	6.9
장기차입금	260.4	131.5	2.6	2.6	2.6
부채총계	3,332.4	3,594.5	4,047.4	4,822.6	4,908.1
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	293.9	293.9	293.9
이익잉여금	167.7	317.2	683.1	1,169.6	1,751.4
비지배주주지분	-28.9	-32.9	-36.2	-39.5	-43.5
자본총계	1,491.5	1,647.0	2,006.3	2,489.5	3,067.3

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	28,984	32,869	40,179	50,737	56,270
EPS(지배주주)	1,812	1,475	3,449	4,558	5,430
CFPS	2,325	2,864	4,709	5,907	6,855
EBITDAPS	1,702	2,290	4,415	6,025	6,974
BPS	13,930	15,391	18,714	23,172	28,502
DPS	0	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	15.7	18.0	18.4	14.0	11.7
PCR	12.2	9.3	13.5	10.8	9.3
PSR	1.0	0.8	1.6	1.3	1.1
PBR	2.0	1.7	3.4	2.7	2.2
EBITDA(십억원)	185.8	250.0	481.8	657.6	761.2
EV/EBITDA	17.8	9.8	12.9	8.8	6.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.1	10.1	20.2	21.8	21.0
EBITDA 이익률	5.9	7.0	11.0	11.9	12.4
부채비율	223.4	218.2	201.7	193.7	160.0
금융비용부담률	1.3	0.8	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	3.6	7.3	25.3	37.6	46.0
매출채권회전율(x)	11.8	11.8	9.1	8.0	8.0
재고자산회전율(x)	12.7	14.2	14.5	15.0	14.9

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	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

현대로템 (064350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

