NH투자증권

현대로템 (064350.KS)

수은법 개정 최대 수혜 예상

폴란드 K2 전차 인도 증가하면서 디펜스솔루션 부문 실적 증가 지속 중. 수은법 개정으로 폴란드 2차 수주 및 루마니아 수주 기대되며 올해 10월 국내 4차 양산도 예정되어 있음

Analyst 이재광
02)2229-6783, jaekwang.rhee@nhqv.com
RA 이승영
02)2229-6908, sy.lee@nhqv.com

유사기업 밸류에이션 리레이팅 및 순현금 증가 반영 목표주가 상향

목표주가 49,000원으로 기존(38,000원) 대비 28.9% 상향 조정. 디펜스 솔루션 부문의 유사기업들(General Dynamics/Rheinmetall)의 밸류에이션 리레이팅을 반영하여 적용 EV/EBIT를 15배에서 17배로 상향 조정하였고, 순현금이 '23년 3분기 말 1,190억원에서 '23년 4분기 말 4,270억원으로 증가한 점을 반영하였기 때문

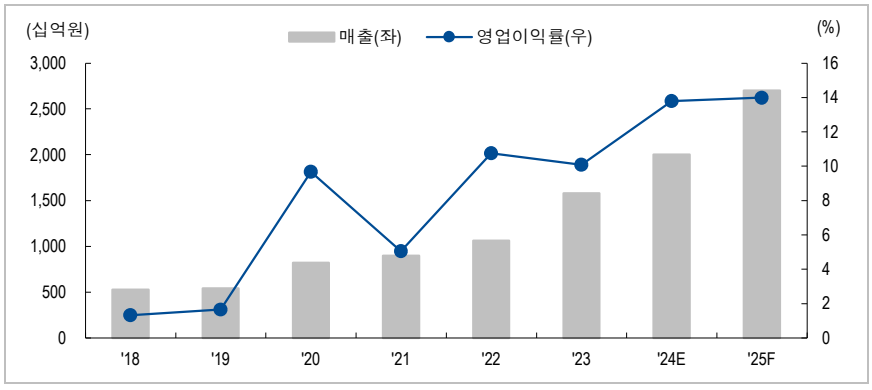
폴란드 K2 인도 증가로 디펜스솔루션 부문 실적 증가 지속

'23년 디펜스솔루션 부문 매출 1.6조원, 영업이익 1,590억원(OPM 13.8%) 기록. 폴란드 K2 전차 인도 영향이 컸을 것으로 추정. 현대로템은 '22년 폴란드 K2전차 180대 패키지를 34억 달러에 수주, '22년 10대, '23년 18대 인도하였고, '24년 56대, '25년 96대 인도 예정

수은법 개정으로 K2 추가 수출 기대 및 국내 4차 양산 예정

2월 말 수출입은행법 개정안 국회 통과로 폴란드 2차 수주 및 루마니아 수주 기대. 언론보도에 따르면 폴란드 2차 계약은 180대, 약 7조원 규모이며 루마니아는 총 300여대 도입 예상. 또 올해 10월에는 국내 4차 양산 체결 예상되는데 방위사업청에 따르면 사업비는 약 2조원이며 '28년까지 150여대 양산 예정

폴란드 K2 전차 인도 증가로 디펜스솔루션 부문 실적 증가 지속



자료: 현대로템, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**49,000원 (상향)**
현재가 (24/04/17)	**40,000원**
업종	**운수장비**
KOSPI / KOSDAQ	2584.18 / 833.03
시가총액(보통주)	4,365.7십억원
발행주식수(보통주)	109.1백만주
52주 최고가('24/04/11)	41,850원
최저가('23/10/31)	23,250원
평균거래대금(60일)	98,141백만원
배당수익률(2024E)	0.25%
외국인지분율	19.9%
주요주주	
현대자동차 외 3 인	33.8%
국민연금공단	8.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	56.9	44.7	42.1
상대수익률 (%p)	47.9	37.7	41.6

	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	3,587	3,760	4,570	4,680
증감률	13.4	4.8	21.5	2.4
영업이익	210	301	412	413
증감률	42.4	43.2	36.8	0.4
영업이익률	5.9	8.0	9.0	8.8
(지배지분)순이익	161	241	324	325
EPS	1,475	2,204	2,966	2,978
증감률	-18.6	49.4	34.5	0.4
PER	18.0	18.1	13.5	13.4
PBR	1.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	9.8	10.6	7.4	6.8
ROE	10.1	13.4	15.7	13.7
부채비율	218.2	189.3	166.4	146.1
순차입금	-427	-622	-883	-1,172

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

1999년 현대정공, 대우중공업, 한진중공업의 철도차량 생산 부문이 합병되어 한국철도차량으로 설립. 합병 배경은 1997년 발생한 외환위기. 2001년 현대자동차의 대우종합기계 보유지분 인수, 현대모비스로부터 방위 사업 및 플랜트 사업 인수로 사업을 다각화하고 사명도 현대로템으로 변경. 철도차량사업, 방위사업, 플랜트사업을 영위하며 과거 3년 평균 매출 비중은 각각 53%, 36%, 11%. 최대주주는 현대차로 33.8%를 보유. 2013년 상장

Share price drivers/Earnings Momentum

- 무기체계 국내 양산 및 해외 수출 증가
- 국내외 철도사업 수주 증가

Downside Risk

- 무기체계 개발 및 생산 지연
- 국내외 철도사업 경쟁 심화
- 플랜트 캡티브 수요산업(자동차/철강) 둔화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
General Dynamics	19.5	17.5	3.5	3.4	18.0	19.3
BAE Systems	19.4	17.3	3.5	3.3	18.2	19.0
Rheinmetall	25.1	18.7	5.9	4.8	23.4	25.6
Alstom	12.5	8.5	0.6	0.6	4.7	6.7
Daifuku	29.1	25.1	3.4	3.1	11.6	12.3

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	15.7	18.0	18.1	13.5	13.4
PBR	2.0	1.7	2.3	2.0	1.7
PSR	1.0	0.8	1.2	1.0	0.9
ROE	14.1	10.1	13.4	15.7	13.7
ROIC	8.3	12.1	17.1	22.6	22.1

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

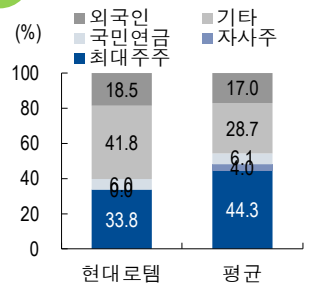
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**3,309**	**2,985**	**2,726**	**2,412**	**2,459**	**2,785**	**2,873**	**3,163**	**3,587**
영업이익	-193	106	45	-196	-280	82	80	147	210
영업이익률(%)	-5.8	3.6	1.7	-8.1	-11.4	2.9	2.8	4.7	5.9
세전이익	-297	23	-48	-324	-349	15	35	104	181
순이익	**-304**	**23**	**-46**	**-308**	**-356**	**22**	**51**	**195**	**157**
지배지분순이익	**-306**	**22**	**-47**	**-301**	**-354**	**31**	**67**	**198**	**161**
EBITDA	-126	183	127	-116	-196	126	115	186	250
CAPEX	55	20	28	30	19	31	44	32	55
Free Cash Flow	-619	591	191	-44	-220	26	-107	684	680
EPS(원)	-3,602	257	-557	-3,539	-4,168	325	609	1,812	1,475
BPS(원)	15,985	16,376	15,811	12,282	9,695	12,493	11,847	13,930	15,391
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0	0	100
순차입금	1,820	1,177	916	980	1,056	614	896	238	-427
ROE(%)	-45.1	1.6	-3.5	-25.2	-37.9	2.8	5.0	14.1	10.1
ROIC(%)	-8.9	3.4	1.6	-8.2	-11.9	9.0	4.5	8.3	12.1
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
순차입금 비율(%)	126.6	80.2	64.6	88.4	119.6	45.6	70.7	16.0	-25.9

자료: 현대로템, NH투자증권 리서치본부

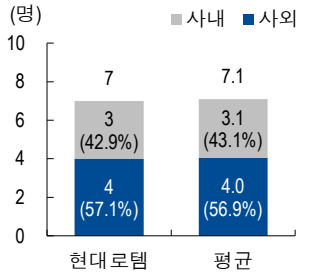
ESG Index & Event

G

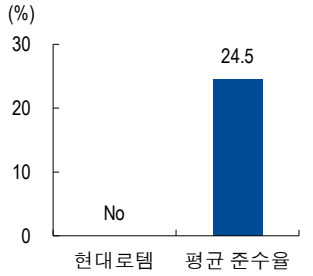
주주 구성



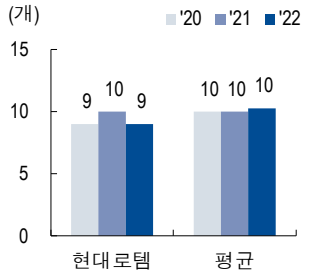
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



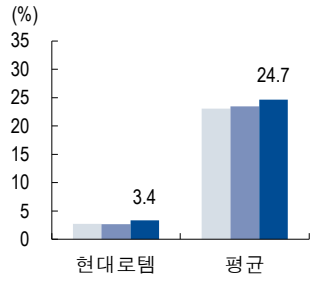
기업지배구조 핵심지표 준수



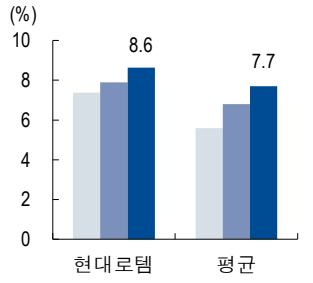
주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 현대로템, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

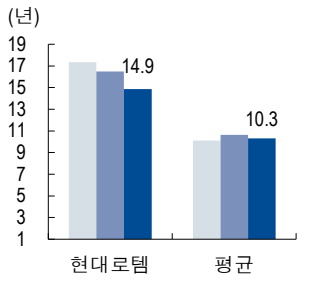
여성 임직원 비율



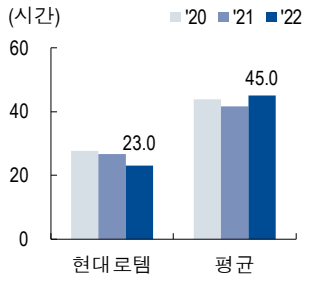
계약직 비율



근속연수



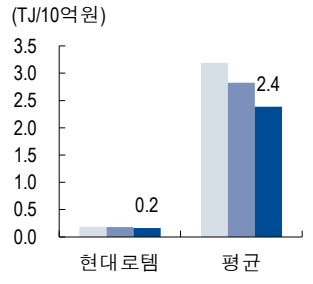
인당 교육시간



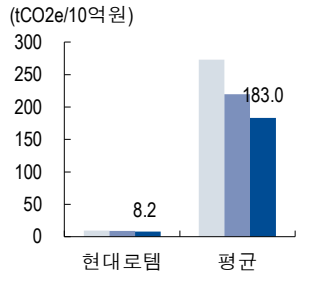
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 현대로템, NH투자증권 리서치본부

E

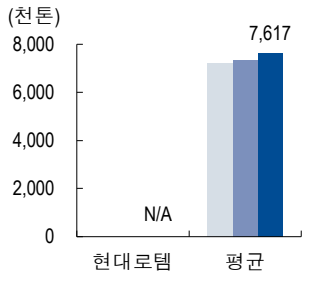
에너지 사용량



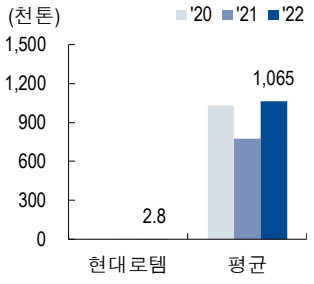
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 현대로템, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.1	- 동력분산식 고속열차, 전기 구동 다목적 무인차량, 바이오가스 기반 수소추출기 등 친환경 기술 개발
	2023.11	- 2050년까지 탄소중립 달성 선언
S	2022.1	- 철도역사 주변 소외이웃들을 돌보는 사회공헌 사업 정기 실시
G	2022.1	- 윤리적인 기업문화 형성과 투명경영 실현을 위해 이사회 안에 4개의 소위원회 운영

자료: 현대로템, NH투자증권 리서치본부

표1. 현대로템 분기별 사업부문별 실적 추정 (단위: 십억원)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025F
매출액	2,412	2,459	2,785	2,873	3,163	3,587	3,760	4,570
디펜스솔루션	527	543	823	897	1,059	1,578	2,000	2,700
레일솔루션	1,175	1,324	1,452	1,676	1,779	1,554	1,400	1,500
에코플랜트	534	445	454	301	325	456	360	370
영업이익	(196)	(280)	82	80	147	210	301	412
디펜스솔루션	7	9	80	45	114	159	276	378
레일솔루션	(47)	(208)	(12)	28	21	26	14	23
에코플랜트	(164)	(19)	11	7	13	25	11	11
영업이익률(%)	(8.1)	(11.4)	2.9	2.8	4.7	5.9	8.0	9.0
디펜스솔루션	1.3	1.7	9.7	5.1	10.7	10.1	13.8	14.0
레일솔루션	(4.0)	(15.7)	(0.8)	1.6	1.2	1.7	1.0	1.5
에코플랜트	(30.7)	(4.3)	2.5	2.5	4.0	5.4	3.0	3.0

자료: 현대로템, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 현대로템 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	금액	비고
영업가치 (A)	4,940	
- 디펜스솔루션	4,692	12M fwd EV/EBIT 17배 적용
- 레일솔루션	140	12M fwd EV/EBIT 10배 적용
- 에코플랜트	108	12M fwd EV/EBIT 10배 적용
비영업가치 (B)	0	
기업가치 (C=A+B)	4,940	
순차입금 (D)	(427)	23년 말 기준
주주가치 (E=C-D)	5,367	
주식수(F, 백만주)	109	
적정주가 (G=E/F, 원)	49,174	

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

표3. 글로벌 항공우주/방위산업 기업 밸류에이션 테이블 (단위: 백만달러, 배, %)

	시가총액	EV/EBITDA		EV/EBIT		PER		PBR		ROE	
		Trailing	Forward	Trailing	Forward	Trailing	Forward	Trailing	Forward	Trailing	Forward
한국											
한화에어로스페이스	7,660	12.9	10.4	18.3	13.8	13.9	17.0	2.8	2.5	20.3	14.5
KAI	3,407	12.2	11.3	18.9	17.4	21.8	21.0	2.9	2.6	13.1	12.2
현대로템	3,013	13.6	9.9	16.0	11.4	22.6	15.8	2.4	2.1	10.6	13.2
LIG 넥스원	2,505	12.1	10.0	16.2	12.9	19.6	17.1	3.2	2.8	16.1	16.1
한화시스템	2,205	13.4	11.1	28.2	20.9	11.1	27.6	1.4	1.3	12.2	4.8
미국											
GE	171,381	20.2	16.6	26.2	20.7	55.0	33.9	7.3	6.4	13.4	19.0
RTX	134,081	15.6	14.1	20.3	18.4	19.5	17.9	2.3	2.1	11.8	11.7
Boeing	104,059	65.3	23.4	312.3	31.7	-	85.3	-	-	-	-
Lockheed Martin	109,259	13.2	13.3	15.5	15.6	16.6	17.1	16.9	17.0	101.3	99.2
GD	78,167	16.4	14.3	19.5	16.8	22.3	18.9	3.6	3.5	16.2	18.4
Northrop Grumman	66,715	18.4	13.9	26.8	18.5	19.0	17.6	4.5	4.2	23.9	24.0
L3Harris	38,083	14.6	12.9	17.4	15.8	16.1	15.3	2.1	2.0	12.9	13.1
Textron	17,938	12.8	11.5	15.4	14.4	16.1	14.3	2.6	2.4	16.0	16.6
유럽											
Airbus	133,928	14.4	11.9	19.7	16.2	27.0	22.3	6.8	5.7	25.3	25.4
Safran	93,120	19.8	16.0	25.9	20.6	38.3	27.8	7.1	6.1	18.5	22.0
BAE Systems	49,761	12.5	11.3	15.5	13.8	20.5	18.8	3.6	3.5	17.6	18.4
Rolls Royce	41,660	14.4	12.5	21.1	17.7	28.9	24.1	-	-	-	-
Thales	35,366	12.8	11.6	16.8	14.8	27.6	17.9	4.5	4.2	16.4	23.3
Rheinmetall	25,165	19.8	14.0	24.1	17.1	34.9	22.8	6.7	5.5	19.0	24.1
Dassault	17,375	16.5	12.6	23.2	16.4	18.3	15.9	2.7	2.5	14.9	15.6
Leonardo	13,934	8.9	8.0	13.8	11.8	17.6	14.7	1.6	1.5	9.2	10.1

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

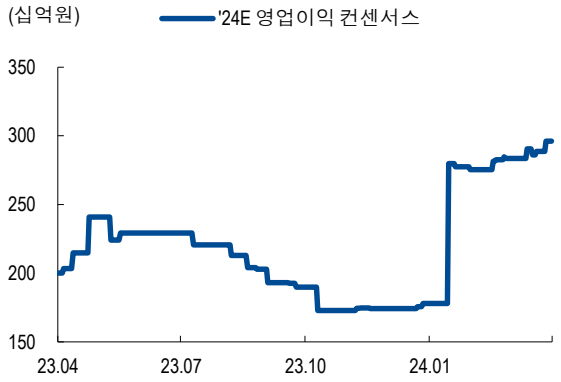
그림1 현대로템 12m fwd PER

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림2 현대로템 12m fwd PBR

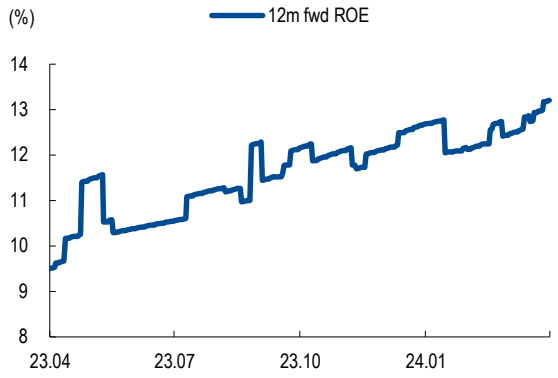
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림3 현대로템 '24E 영업이익 컨센서스



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림4 현대로템 12m fwd ROE 컨센서스



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**3,587**	**3,760**	**4,570**	**4,680**
증감률 (%)	13.4	4.8	21.5	2.4
매출원가	**3,123**	**3,196**	**3,839**	**3,939**
매출총이익	**464**	**564**	**732**	**741**
Gross 마진 (%)	12.9	15.0	16.0	15.8
판매비와 일반관리비	254	263	320	328
영업이익	**210**	**301**	**412**	**413**
증감률 (%)	42.4	43.2	36.8	0.4
OP 마진 (%)	5.9	8.0	9.0	8.8
EBITDA	**250**	**351**	**464**	**468**
영업외손익	**-29**	**20**	**20**	**20**
금융수익(비용)	0	20	20	20
기타영업외손익	-29	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	**181**	**321**	**432**	**433**
법인세비용	**24**	**80**	**108**	**108**
계속사업이익	157	241	324	325
당기순이익	**157**	**241**	**324**	**325**
증감률 (%)	-19.4	53.5	34.5	0.4
Net 마진 (%)	4.4	6.4	7.1	6.9
지배주주지분 순이익	161	241	324	325
비지배주주지분 순이익	-4	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0
총포괄이익	156	241	324	325

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	18.0	18.1	13.5	13.4
PBR(X)	1.7	2.3	2.0	1.7
PCR(X)	9.3	11.8	9.0	8.9
PSR(X)	0.8	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(X)	9.8	10.6	7.4	6.8
EV/EBIT(X)	11.6	12.3	8.4	7.6
EPS(W)	1,475	2,204	2,966	2,978
BPS(W)	15,391	17,496	20,362	23,240
SPS(W)	32,869	34,450	41,872	42,880
자기자본이익률(ROE, %)	10.1	13.4	15.7	13.7
총자산이익률(ROA, %)	3.1	4.5	5.7	5.4
투하자본이익률 (ROIC, %)	12.1	17.1	22.6	22.1
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.3	0.3
배당성향(%)	6.8	4.5	3.4	3.4
총현금배당금(십억원)	11	11	11	11
보통주 주당배당금(W)	100	100	100	100
순부채(현금)/자기자본(%)	-25.9	-33.1	-40.3	-46.8
총부채/자기자본(%)	218.2	189.3	166.4	146.1
이자발생부채	595	595	595	595
유동비율(%)	115.1	121.8	130.1	139.0
총발행주식수(mn)	109	109	109	109
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	26,600	40,000	40,000	40,000
시가총액(십억원)	2,903	4,366	4,366	4,366

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	396	591	852	1,141
매출채권	339	318	387	396
유동자산	**3,690**	**3,853**	**4,235**	**4,541**
유형자산	1,234	1,253	1,270	1,286
투자자산	54	54	54	54
비유동자산	**1,551**	**1,576**	**1,599**	**1,619**
자산총계	**5,241**	**5,430**	**5,834**	**6,160**
단기성부채	339	339	339	339
매입채무	465	424	515	527
유동부채	**3,205**	**3,163**	**3,254**	**3,267**
장기성부채	256	256	256	256
장기충당부채	105	105	105	105
비유동부채	**390**	**390**	**390**	**390**
부채총계	**3,595**	**3,553**	**3,644**	**3,657**
자본금	546	546	546	546
자본잉여금	520	520	520	520
이익잉여금	317	547	860	1,174
비지배주주지분	-33	-33	-33	-33
자본총계	**1,647**	**1,877**	**2,189**	**2,504**

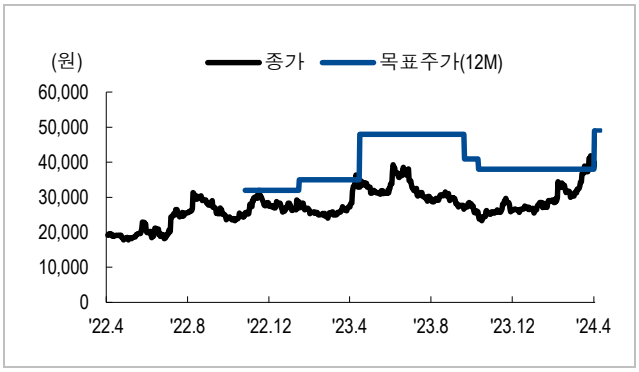
Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**734**	**281**	**347**	**375**
당기순이익	157	241	324	325
+ 유/무형자산상각비	40	50	52	55
+ 종속, 관계기업관련손익	-1	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	8	0	0	0
Gross Cash Flow	313	371	484	488
- 운전자본의증가(감소)	437	-10	-29	-5
투자활동 현금흐름	**-270**	**-75**	**-75**	**-75**
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-55	-50	-50	-50
+ 투자자산의매각(취득)	-3	0	0	0
Free Cash Flow	680	231	297	325
Net Cash Flow	464	206	272	300
재무활동현금흐름	**-576**	**-11**	**-11**	**-11**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-576	-11	-11	-11
현금의증가	-110	195	261	289
기말현금 및 현금성자산	396	591	852	1,141
기말 순부채(순현금)	-427	-622	-883	-1,172

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.04.18	Buy	49,000원(12개월)	-	-
2023.10.26	Buy	38,000원(12개월)	-23.1%	10.1%
2023.10.05	Buy	41,000원(12개월)	-33.8%	-30.5%
2023.05.01	Buy	48,000원(12개월)	-33.0%	-18.0%
2023.01.30	Buy	35,000원(12개월)	-22.9%	4.0%

현대로템 (064350.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 3월 31일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
82.4%	17.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '현대로템'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.