

FS Research

이단 연구원

danlee@fsresearch.net

투자의견	Not Rated
목표주가	-
현재주가(11/22)	28,850원
상승여력	-

시가총액	3조 1,488억원
총발행주식수	109,142,293주
60일 평균 거래량	4,429,177주
52주 고	32,850원
52주 저	17,650원
외인지분율	5.8%
신용비율	2.7%
자본금	5457억원
액면가	5,000원

주요주주	
현대자동차 외3	33.8%
국민연금공단	7.2%

미전환된 주식수	(좌:행사기간)
없음	

주요 자회사	(우:지분율)
로템 SRS	100%
Hyundai Rotem USA Corporation	100%
Rotem Equipments (Beijing) Co., Ltd	100%
메인트란스	100%

FS리서치 텔레그램	FS리서치 홈페이지
------------	------------



K방산의 시작

철도와 방산 모두 좋다

동사는 1993년 설립되었으며 현대정공, 대우중공업, 한진중공업의 철도차량 사업부문이 합병되어 철도차량 제작, E&M (Electrical & Mechanical) 및 O&M (Operation & Maintenance) 등을 영위하는 레일솔루션 사업부문이 있다. 또한, 현대자동차의 대우종합기계, 현대모비스의 방위 사업 및 플랜트 사업을 인수하여 K계열 전차와 차륜형장갑차 양산사업, 창정비 사업 등을 수행하는 디펜스솔루션 사업, 그리고 제철설비와 완성차 생산설비, 스마트팩토리 설비 및 수소인프라 설비 등을 납품하는 에코플랜트 사업을 영위하고 있다. 3분기보고서 작성기준일 현재 전체 매출액은 2조 2,457억원이며 레일솔루션 부문은 1조 3,849억원으로 매출액의 62%, 디펜스솔루션부문은 6,158억원으로 매출액의 27%, 그리고 에코플랜트부문은 2,450억원으로 매출액의 11% 차지한다. 동사의 수주잔고는 지난해 3분기까지만 해도 철도부문이 6조 9,237억원, 방산부문이 1조 6,781억원으로 크게 차이가 났다. 올해 3분기 수주잔고는 철도부문이 8조 401억원, 방산부문이 6조 941억원으로 방산부문 수주가 대폭 늘었다. 지난해 기준 철도부문 영업이익률은 2~3% 내외지만 방산부문은 5~7%로 수익성이 높았다. 방산부문 수주가 늘어날수록 수익성이 크게 개선된다는 것이다. 최근 이집트 터널청 수주와 사우디 투자부와 네옴 철도 협력 MOU를 체결하면서 레일솔루션 사업부문의 해외 수주 성과를 이어가고 있다. 특히 사우디 투자부로부터 고속철 사업을 따낼 경우 한국 고속철의 첫 추출 사례로 그 기대가 크다.

10월 K2전차 첫 수출, 4분기 실적부터 촉포

동사의 4분기 영업이익에 대한 시장 가이던스는 500~600억원 수준이다. 그러나 필자는 최소 900억원 이상의 영업이익을 예상한다. (그림1)에서 보는 바와 같이 HS CODE (수출입코드) 8710.00-1000은 K2전차만을 한정한다. 따라서 (그림2) 지난 10월 현대로템 창원 사업장에서 폴란드로 수출된 금액 144,928,900달러 (한화 2,074억원, 적용환율 10월 기간 평균 1USD=1431.26)으로 파악된다. 또한 수출 중량은 550톤으로 확인되는데 K2전차의 전투 중량이 56톤임을 감안하면 총 10대가 수출되었음을 확인할 수 있다. 즉 올해 수출 예정이었던 K2전차 10대 모두 10월에 수출된 것이다. 따라서 해당 수출 단가는 207억원으로 추측할 수 있다. 동사는 지난 7월 폴란드 군비청과 4.5조원 규모의 K2전차 공급계약을 맺은 바 있다. K2 전차 긴급소요분 약 180대로 알려져 있으며, 해당 가격은

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, %, 배)

결산(12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	24,593	27,853	28,725	32,136	-
영업이익	-2,799	821	802	1,862	-
영업이익률	-	2.9	2.8	5.8	-
세전이익	-3,494	150	353	1482	-
당기순이익	-3,557	224	514	1327	-
PER	N/A	52.8	34.1	23.7	-
PBR	1.6	1.4	1.8	2.0	-

자료:FS리서치, 텔레그램 - <https://t.me/FSResearch> 홈페이지 - <http://www.fsresearch.co.kr/>

250억원으로 추산된다. 수출단가 대비 약 43억원의 차이는 포탄 및 교본비용, 예비품 등으로 파악되며, 이는 향후 추가로 공급될 전망이다.

최소한 3개월 이상의 제작기간이 걸리는 K2전차를 두 달 이내에 납품할 수 있었던 배경은 지난 2020년 12월 22일 발행된 단일판매·공급계약 공시(그림4)에서 확인할 수 있다. 계약에 따르면 현대로템은 21년부터 23년까지 3년간 54대의 k2전차를 방위사업청에 납품할 예정이었다. 21년은 계획대로 납품했다. 그러나 올해 방위사업청에 납품했던 K2전차 10대는 현대로템에서 재매입한 것으로 추정된다. 다시 말해 방위사업청에 판매한 K2전차를 폴란드에 우선 판매하기 위해 시장가치로 다시 사들인 것이다.

방위사업청과의 총 공급 계약 5,330억원을 총 공급 물량 54대로 나누면 K2전차 1대당 99억원이 된다. 지난 3개 분기에 990억원이 매출로 인식된 셈이다. 이렇게 판매된 K2전차 10대를 990억원에 다시 매입했을 것으로 예상되며, 이렇게 매입한 K2전차 10대를 폴란드에 2070억원에 납품한 것으로 판단된다.

올 4분기에 폴란드로 수출된 K2전차 10대(2070억원)는 매출액으로 계상될 것이고 기존 3개 분기에 매출로 인식된 990억원은 매출원가로 계상될 것으로 보인다. 따라서 매출 총이익은 1,080억원에 매출총이익률 52%를 기록할 전망이다. 여기에 수출제비용 등을 제외하면 영업이익은 최소 700억원을 달성할 것으로 보인다.

종합해보면 4분기 총 매출액과 영업이익은 각각 9,679억원과 993억원을 기록할 것으로 추정된다. 철도와 방산 사업부문 모두 진행률로 매출인식이 되기 때문에 기존 매출액과 영업이익은 최근 4개분기 평균으로 계산했으며, 여기에 폴란드향 K2전차의 실적을 더해서 산출했다.

올해 전체 매출액은 3조 2,136억원(+11.6% YoY)과 영업이익 1,862억원(+131.9% YoY)을 기록할 것으로 추정된다. 여기에 노르웨이향 K2전차의 수출도 타진 중이며, 이집트와도 K2전차 수출을 위한 협상을 이어가고 있다. 추가 수주가 이뤄지면 방산 부문의 매출 비중은 더욱 확대될 것으로 예상된다.

그림1. K2전차 HSCODE

순번	HSCODE	신고비율	HS 품목 해설	신성질별 분류 해설	기본 세율
최다 신고	8710.00-1000	100%	전차	기타 수송장비	0%

▶ 신고 수리된 거래품명 HS 8710.00-1000

▶ 본 HS CODE 내비게이션은 기신고된 경험적 데이터를 토대로 고객님의 HS품목분류 업무에 도움을 드리기 위해 제공되는 서비스 입니다.

▶ 신고비율이 높은 HS CODE라 하더라도 고객님의 신고하려는 품목의 HS코드와 동일성이 보장되는 것은 아니오니 본 조회결과는 참고용으로만 활용하시기 바랍니다.

신고품명
부해설
류해설
호해설

동일한 신고 품명은 중복제거 후 표시됨

K2 MAIN BATTLE TANK

TANKS

자료: www.bandtrass.or.kr

그림2. K2전차 수출데이터

품목	[8710001000] 전차		기간	수출	
	국내지역	국가		금액	중량
	경남 창원시	폴란드	2022년	144,928,900	550,850
			01월	0	0
			02월	0	0
			03월	0	0
			04월	0	0
			05월	0	0
			06월	0	0
			07월	0	0
			08월	0	0
			09월	0	0
			10월	144,928,900	550,850

자료: www.bandtrass.or.kr

그림3. 전차 스펙

	K2전차	레오파드2 (독일)	에이브람스 (미국)
중량	56t	60t 이상	63t 이상
속도	70km/h	68km/h	68km/h
항속거리	450km	550km	430km
마력	1500	1500	1500
승무원	3명	4명	4명
무장	120mm 55 구경장 활강포	120mm 55 구경장 활강포	120mm 44 구경장 활강포
도하능력	약 4m	약 4m	약 2m



자료: The JoongAng

그림4. 현대로템 2020년 12월 22일 단일판매 공급계약

1. 판매 · 공급계약 구분		기타 판매 · 공급계약
- 체결 계약명		K2전차 3차양산
2. 계약내역	계약금액(원)	532,985,000,000
	최근매출액(원)	2,459,346,161,916
	매출액대비(%)	21.7
	대규모법인여부	해당
3. 계약상대		방위사업청 (Defense Acquisition Program Administration)
- 회사와의 관계		-
4. 판매 · 공급지역		대한민국
5. 계약기간	시작일	2020-12-21
	종료일	2023-12-29
6. 주요 계약조건		-
7. 계약(수주)일자		2020-12-21
8. 공시유보 관련내용	유보사유	-
	유보기한	-
9. 기타 투자판단과 관련한 중요사항		
1) 상기 계약은 영세율 적용대상임		
2) 상기2항 매출액은 '19년도 연결재무제표 기준임		
3) 계약기간, 계약금액 등은 진행 과정상 변동 가능함		
※ 관련공시	-	

자료: Dart

▶ Compliance Note

- 동 자료는 투자에 대한 참고자료일뿐, 투자로 인한 손실이 발생했을시에 FS리서치에서 책임지지 않습니다.
 - 동 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
 - 동 자료에 언급된 내용은 신의성실하게 작성하였지만, 모든 내용이 100% 정확하다고 할 수 없습니다.
 - 당사는 자료 작성일 현재 분석대상 기업의 발생주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
-