

2021. 5. 24



▲ **조선/기계**
Analyst **김현**
02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 20,500 원

현재주가 (5.21) 20,800 원

상승여력 -1.4%

KOSPI 3,156.42pt

시가총액 22,702억원

발행주식수 10,914만주

유동주식비율 65.89%

외국인비중 4.95%

52주 최고/최저가 22,350원/13,500원

평균거래대금 371.0억원

주요주주(%)

현대자동차 외 3 인 33.7%

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 2.2 32.9 24.6

상대주가 2.7 7.5 -21.1

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,459.4	-279.9	-354.3	-4,168	15.5	9,695	-3.7	1.6	-12.6	-37.9	362.6
2020	2,785.3	82.1	31.0	325	-105.6	12,493	52.9	1.4	19.7	2.8	211.8
2021E	2,628.2	95.1	33.1	303	7.5	12,940	68.6	1.6	21.5	2.4	208.0
2022E	2,812.0	100.5	39.6	363	24.9	13,447	57.3	1.5	20.7	2.8	209.8
2023E	2,876.0	117.8	53.8	493	41.8	14,084	42.2	1.5	18.1	3.6	202.7

현대로템 064350

정상화 과정만 보면 된다

- ✓ 그룹의 미국 투자, 수소시장 기대감, 한미정상회담 등 본업 이외 변동성 축소 예상
- ✓ 디펜스솔루션의 안정적 수익성 + 에코플랜트 흑자전환 Vs. 레일솔루션의 부진
- ✓ 1Q21 잔고의 77.7%인 레일솔루션 매출기여도는 57.6%, 빠른 매출 성장여부가 변수
- ✓ 전환사채 오버행 이슈는 해소, 주력인 레일솔루션의 수익 정상화와 수소성장이 핵심
- ✓ 21년 예상 ROE 2.4%, PBR 1.6배 주가는 밸류에이션 매력 부재, 투자의견 Hold 유지

본업 이외의 변동성은 축소, 주력인 레일솔루션 부문의 회복 속도가 변수

17일 주를 기점으로 현대차그룹의 미국 투자 이슈(수소 포함)와 한미정상회담 과정에서 對북한 이슈의 불확실성은 종료되는 양상이다. 현대로템 3대 사업부에서 레일솔루션은 대북경협 기대감이 선반영되고, 에코플랜트는 그룹의 투자 이슈에 영향을 받아왔다. 디펜스솔루션부문은 K2전차의 2차 양산 정상납품과 3차 양산, 차륜형장갑차 3차 등 안정적 매출로 5분기 연속 5% 이상의 영업이익률을 유지 중이다. 본업 이외의 변동성이 축소됨에 따라 주력 부문인 레일솔루션의 매출성장도 이익 개선을 확인해야 할 시기다. 1분기 연결 영업이익률 3.9%로 컨센서스에 부합, 2019년 하반기 Big Bath 이후 5개 분기 연속 흑자를 달성했다.

CB 오버행 이슈 해소 + 재무건전성 개선 + "α", α는 레일솔루션과 수소

2020년 발행한 전환사채(CB) 2,400억원 중 98.1%는 이미 전환청구되어 잔여물량은 473,091주(46억원)에 불과, Overhang 이슈는 해소됐다. 2019년말 순차입금 1.08조원 대비 2021년말 예상 순차입금은 0.48조원으로 빠르게 축소, 재무구조 개선이 확인된다. 2월 출범한 특수목적법인 코하이젠(Kohygen)을 필두로 상용차용 수소충전 인프라사업 시작을 본격화했다. 상반기에는 수소전기 트램 개발을 마치고 영업을 시작한다. 현대글로벌비스의 수소 공급망 플랫폼 구축이 개시되면 그룹의 수소 인프라 사업 본격화에 따른 수혜도 기대할 수 있다.

문제는 Valuation Level이다. 2021년 예상 ROE 2.4% 기준 현재 주가는 PBR 1.6배 수준이다. Global Peer의 2021년 예상 평균 ROE 10.5%, PBR 2.3배와 비교하면 밸류에이션 매력을 논하기 어렵다. Peer 대비 30% 할인율 적용을 유지하여 투자의견 Hold 유지, 적정주가는 20,500원으로 제시한다.

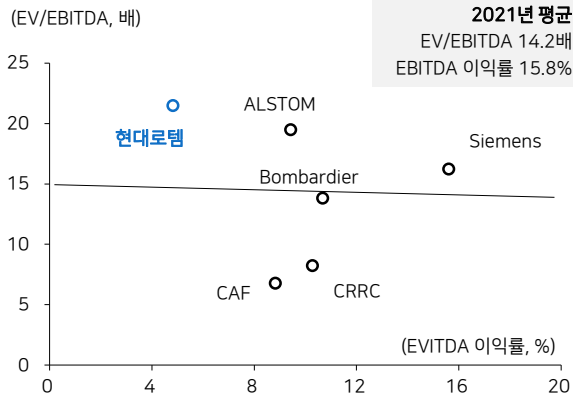
(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E	
매출액	670.5	656.6	693.2	765.0	653.4	630.4	665.0	679.4	693.9	668.1	724.5	725.4	2,785.3	2,628.2	2,812.0	
영업이익	11.7	25.6	31.1	13.7	25.8	23.7	22.6	22.9	23.4	23.2	25.9	28.0	82.1	95.1	100.5	
세전계속사업이익	-15.7	33.4	2.1	-4.8	6.3	13.3	10.7	4.2	9.5	17.4	11.6	6.2	15.0	34.5	44.8	
당기순이익(지배)	-5.0	26.5	9.0	0.5	6.2	12.8	10.3	3.8	8.4	15.4	10.3	5.5	31.0	33.1	39.6	
매출액 증가율	YoY	13.6	3.9	8.8	27.5	-2.5	-4.0	-4.1	-11.2	6.2	6.0	8.9	6.8	13.3	-5.6	7.0
	QoQ	11.7	-2.1	5.6	10.3	-14.6	-3.5	5.5	2.2	2.1	-3.7	8.4	0.1			
영업이익 증가율	YoY	918.3	흑전	흑전	흑전	121.1	-7.5	-27.3	67.9	-9.4	-2.1	14.4	22.1	-129.3	15.8	5.7
	QoQ	흑전	119.3	21.7	-56.1	88.9	-8.2	-4.4	1.3	1.9	-0.8	11.8	8.1			
영업이익률		1.7	3.9	4.5	1.8	3.9	3.8	3.4	3.4	3.4	3.5	3.6	3.9	2.9	3.6	3.6
순이익률		-0.7	4.0	1.3	0.1	1.0	2.0	1.5	0.6	1.2	2.3	1.4	0.8	1.1	1.3	1.4

자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액(십억원)																
레이슬루션	326.1	339.8	365.4	274.4	353.7	362.2	363.8	372.3	376.6	392.6	415.7	426.9	1,305.6	1,452.0	1,611.7	1,866.1
디펜스솔루션	111.9	139.1	130.6	161.4	173.3	168.3	233.2	247.7	196.6	160.9	183.3	164.3	543.0	822.5	705.2	598.8
에코플랜트	107.9	109.0	91.2	118.3	98.2	114.1	96.3	145.0	80.2	76.8	66.1	88.2	426.3	453.6	311.3	347.1
합계	590.2	631.9	637.2	600.0	670.5	656.6	693.2	765.0	653.4	630.4	665.0	679.4	2,459.3	2,785.3	2,628.2	2,812.0
영업이익(십억원)																
레이슬루션	5.1	-43.6	-92.0	-129.0	5.0	13.6	6.4	-36.6	11.1	11.5	8.5	7.8	-259.5	-11.6	38.8	42.9
디펜스솔루션	1.3	1.7	1.9	4.2	8.9	11.8	17.8	41.1	14.5	11.8	13.4	14.3	9.1	79.6	54.1	51.5
에코플랜트	-7.9	1.1	-8.9	-23.4	-4.2	-0.6	7.0	9.2	0.2	0.4	0.7	0.9	-39.1	11.4	2.2	6.0
합계	1.1	-38.3	-96.6	-146.2	11.7	25.6	31.1	13.7	25.8	23.7	22.6	23.0	-279.9	82.1	95.1	100.5
OPM(%)																
레이슬루션	1.6	-12.8	-25.2	-47.0	1.4	3.8	1.8	-9.8	2.9	2.9	2.0	1.8	-19.9	-0.8	2.4	2.3
디펜스솔루션	1.1	1.2	1.5	2.6	5.1	7.0	7.6	16.6	7.4	7.4	7.3	8.7	1.7	9.7	7.7	8.6
에코플랜트	-7.3	1.0	-9.7	-19.8	-4.3	-0.5	7.3	6.3	0.3	0.5	1.0	1.0	-9.2	2.5	0.7	1.7
합계	0.2	-6.1	-15.2	-24.4	1.7	3.9	4.5	1.8	3.9	3.8	3.4	3.4	-11.4	2.9	3.6	3.6
수주잔고																
레이슬루션	6,562.6	6,791.8	6,677.6	7,338.3	7,820.0	7,679.5	7,310.3	7,067.6	6,658.8	6,709.6	6,670.8	7,272.5	7,338.3	7,067.6	7,272.5	7,274.7
디펜스솔루션	648.3	877.4	784.3	1,087.8	924.0	1,090.9	1,275.6	1,614.4	1,608.1	1,667.0	1,636.8	1,773.9	1,087.8	1,614.4	1,773.9	1,953.3
에코플랜트	504.3	490.9	483.9	515.1	550.4	499.5	436.7	343.0	308.2	304.1	276.5	345.2	515.1	343.0	345.2	358.7
합계	7,715.2	8,160.1	7,945.8	8,941.2	9,294.4	9,269.9	9,022.6	9,025.0	8,575.1	8,680.7	8,584.1	9,391.6	8,941.2	9,025.0	9,391.6	9,586.7

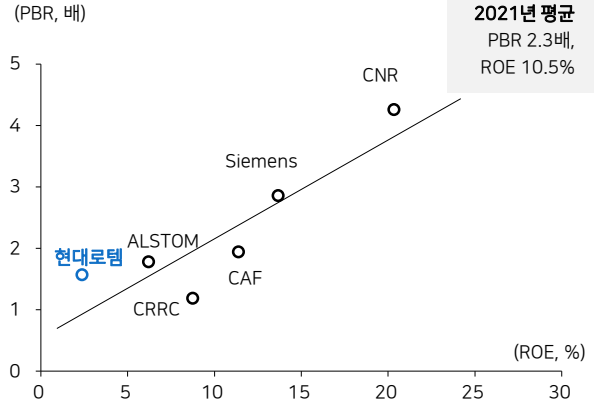
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림1 2021년 예상 EV/EBITDA, EBITDA이익률



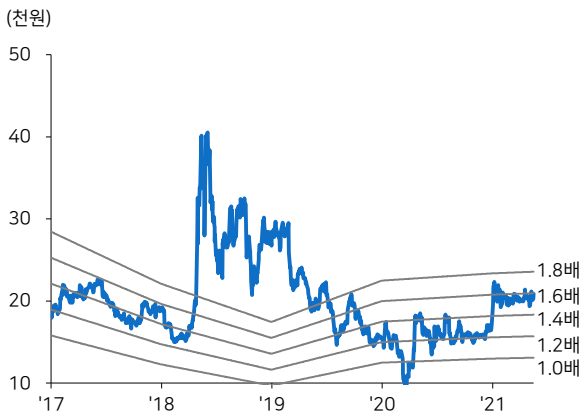
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림2 2021년 예상 PBR, ROE



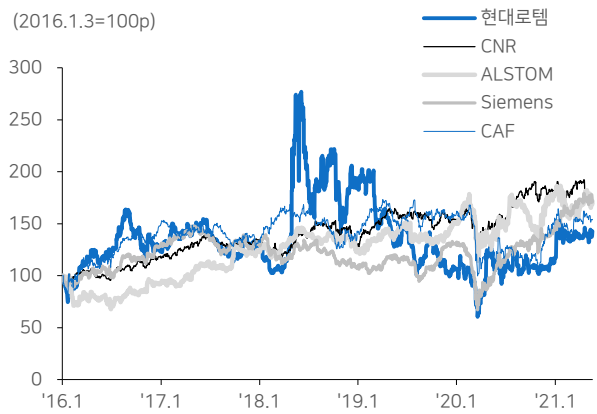
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림3 현대로템의 12개월 선행 PBR 밴드



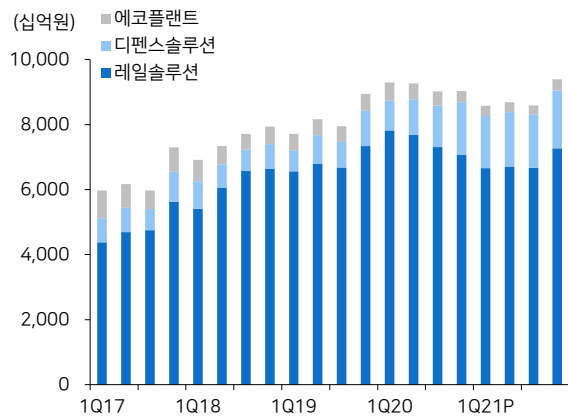
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Global peer 그룹의 주가 추이



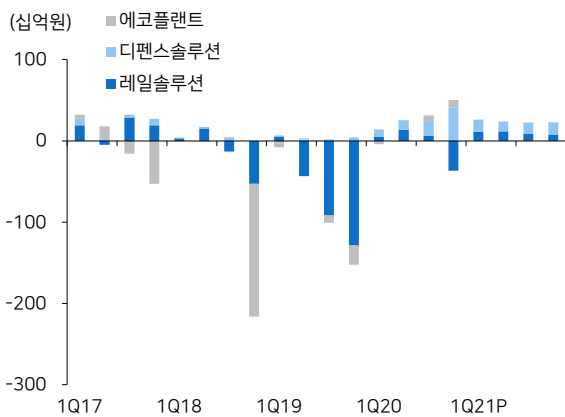
자료: WiseFn, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 현대로템의 사업부문별 수주잔고 추이 및 전망



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림6 현대로템의 사업부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터 추정

현대로템 (064350)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,459.4	2,785.3	2,628.2	2,812.0	2,876.0
매출액증가율 (%)	2.0	13.3	-5.6	7.0	2.3
매출원가	2,553.2	2,540.8	2,379.9	2,542.8	2,585.6
매출총이익	-93.8	244.5	248.3	269.2	290.3
판매관리비	186.1	162.4	153.3	168.7	172.6
영업이익	-279.9	82.1	95.1	100.5	117.8
영업이익률	-11.4	2.9	3.6	3.6	4.1
금융손익	-41.8	-46.1	-38.0	-32.8	-31.2
종속/관계기업손익	1.0	-0.2	-1.0	-1.0	-1.0
기타영업외손익	-28.6	-20.8	-21.6	-22.0	-22.1
세전계속사업이익	-349.4	15.0	34.5	44.8	63.5
법인세비용	6.3	-7.4	6.9	10.3	14.6
당기순이익	-355.7	22.4	27.6	34.5	48.9
지배주주지분 손이익	-354.3	31.0	33.1	39.6	53.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-200.9	56.4	194.2	59.1	101.5
당기순이익(손실)	-355.7	22.4	27.6	34.5	48.9
유형자산상각비	60.2	29.7	18.0	17.3	16.7
무형자산상각비	23.7	14.5	13.9	12.6	11.5
운전자본의 증감	-128.5	12.0	86.7	-46.4	-13.4
투자활동 현금흐름	-13.6	-75.1	-43.3	-56.3	-49.1
유형자산의증가(CAPEX)	-18.6	-30.6	-17.0	-15.6	-16.3
투자자산의감소(증가)	-5.4	-6.7	-0.4	-1.8	-1.3
재무활동 현금흐름	230.8	-21.7	14.8	24.9	-10.2
차입금의 증감	112.2	-334.9	14.8	24.9	-10.2
자본의 증가	0.3	231.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	14.6	-43.8	165.7	27.6	42.2
기초현금	367.9	382.5	338.7	504.5	532.1
기말현금	382.5	338.7	504.5	532.1	574.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,709.2	2,778.3	2,875.2	3,068.6	3,168.5
현금및현금성자산	382.5	338.7	504.5	532.1	574.3
매출채권	387.7	339.0	329.5	352.5	360.5
재고자산	264.5	251.0	243.9	260.9	266.9
비유동자산	1,375.1	1,419.1	1,404.1	1,391.0	1,384.8
유형자산	1,074.9	1,161.5	1,160.5	1,158.8	1,158.5
무형자산	93.1	82.9	75.1	68.2	62.1
투자자산	36.1	42.7	42.0	42.8	43.0
자산총계	4,084.3	4,197.4	4,279.3	4,459.6	4,553.3
유동부채	2,292.0	2,230.3	2,291.4	2,428.1	2,471.7
매입채무	340.0	377.1	355.8	375.8	382.6
단기차입금	364.2	401.3	311.3	301.3	291.3
유동성장기부채	462.3	405.3	525.3	575.3	595.3
비유동부채	909.4	620.9	598.4	591.8	577.4
사채	568.8	354.5	339.5	324.5	304.5
장기차입금	86.1	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,201.4	2,851.2	2,889.8	3,019.9	3,049.1
자본금	425.0	545.7	545.7	545.7	545.7
자본잉여금	408.7	519.8	519.8	519.8	519.8
기타포괄이익누계액	-3.4	267.5	283.2	299.0	314.7
이익잉여금	-156.6	-119.9	-86.8	-47.2	6.6
비지배주주지분	58.8	-17.3	-22.8	-28.0	-32.9
자본총계	882.9	1,346.2	1,389.5	1,439.6	1,504.2

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	28,934	29,219	24,081	25,764	26,351
EPS(지배주주)	-4,168	325	303	363	493
CFPS	-376	789	1,300	1,311	1,437
EBITDAPS	-2,307	1,325	1,163	1,194	1,337
BPS	9,695	12,493	12,940	13,447	14,084
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-3.7	52.9	68.6	57.3	42.2
PCR	-41.5	21.8	16.0	15.9	14.5
PSR	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8
PBR	1.6	1.4	1.6	1.5	1.5
EBITDA	-196.1	126.3	126.9	130.3	145.9
EV/EBITDA	-12.6	19.7	21.5	20.7	18.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-37.9	2.8	2.4	2.8	3.6
EBITDA 이익률	-8.0	4.5	4.8	4.6	5.1
부채비율	362.6	211.8	208.0	209.8	202.7
금융비용부담률	2.0	1.3	1.2	1.1	1.1
이자보상배율(x)	-5.7	2.3	3.0	3.1	3.6
매출채권회전율(x)	6.6	7.7	7.9	8.2	8.1
재고자산회전율(x)	10.4	10.8	10.6	11.1	10.9

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 해당 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 하시기를 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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 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	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대로템 (064350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

