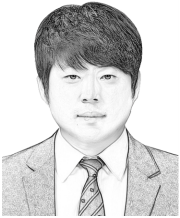


# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**나승두**

nsdoo@sk.com  
02-3773-8891

### Company Data

자본금	5,457 억원
발행주식수	10,914 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	20,573 억원
주요주주	
현대자동차(외3)	33.77%

외국인지분률	3.60%
배당수익률	0.00%

### Stock Data

주가(22/02/15)	18,150 원
KOSPI	2676.54 pt
52주 Beta	1.20
52주 최고가	26,750 원
52주 최저가	17,850 원
60일 평균 거래대금	147 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.5%	-6.8%
6개월	-23.1%	-9.8%
12개월	-8.3%	3.5%

현대로템 (064350/KS | 매수(신규편입) | T.P 25,000 원(신규편입))

## 적자 수주 해소로 이익률 개선, 신성장동력도 탑재

- 레일솔루션, 저가 수주 탈피+적자 수주 물량 해소로 이익률 개선 뚜렷
- 디펜스솔루션, 지난해 개발비+일회성비용 있었지만 올해 생산성 개선 효과 기대
- 에코플랜트, 부문 신규 수주 금액 중 수소추출시설이 차지하는 비중 68% 수준
- 수소추출시설 및 수소충전소 등 그룹사 내 수소 인프라 사업 담당하는 점에 주목
- 투자의견 매수, 목표주가 25,000 원 제시하며 신규 커버리지 개시

### 안정적 매출과 이익률 개선

현대로템은 철도차량 제작 등을 담당하는 레일솔루션 부문, K 계열 전차 및 차륜형 장갑차 등을 담당하는 디펜스솔루션 부문, 수소인프라 등을 담당하는 에코플랜트 부문으로 사업 영역이 나뉜다. 지난해 기준 매출 비중은 레일솔루션 58%, 디펜스솔루션 31%, 에코플랜트 11%로 구성되어 있으며, 신규 수주 비중은 레일솔루션 61%, 디펜스솔루션 29%, 에코플랜트 10%를 기록했다. 각 사업부문별 탄탄한 수주잔고를 바탕으로 안정적인 매출을 기록 중인 현대로템은 지난해 개발비용 및 일회성 비용 등의 영향으로 수익성이 다소 감소하는 듯한 모습을 보였다. 하지만 철도 저가 수주 탈피 전략의 효과가 나타나는 중이고, 지난해 발생한 일회성 비용(지체상금)의 올해 환입 가능성이 높아지면서 수익성 개선세가 뚜렷하게 나타날 전망이다. 에코플랜트 부문은 미래 성장동력으로 자리매김할 것으로 예상하는데, 수소추출시설의 수주가 빠르게 증가하고 있기 때문이다. 실제로 지난해 에코플랜트 부문 신규 수주금액 중 수소추출시설이 68%로 가장 많은 비중을 차지했다. 특히 그룹사 내에서 수소추출시설 및 수소충전소 등 수소 인프라 사업을 담당하고 있다는 점에 주목한다.

### 투자의견 매수, 목표주가 25,000 원 제시

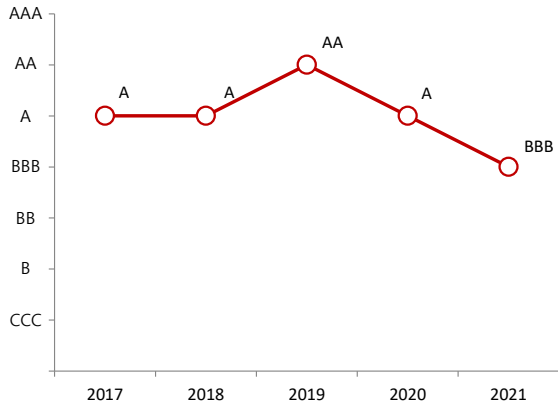
투자의견 매수, 목표주가 25,000 원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출했다. 올해 신규 수주는 작년보다 소폭 상승한 3조 5천억원 이상을 기록할 것으로 전망한다. 지난해까지 적자 수주 물량들이 충분히 해소되었고, 올해 일회성 비용들의 환입 등이 예상되는 만큼 이익률 개선세는 뚜렷할 전망이다. 올해 연고점 대비 19% 이상 하락한 주가수준도 충분히 매력적이라는 판단이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	24,119	24,593	27,853	28,725	30,812	32,754
yoy	%	-11.5	2.0	13.3	3.1	7.3	6.3
영업이익	억원	-1,962	-2,799	821	802	1,290	1,520
yoy	%	적전	적지	흑전	-2.3	60.9	17.8
EBITDA	억원	-1,161	-1,961	1,263	1,032	1,539	1,778
세전이익	억원	-3,241	-3,494	150	352	678	968
순이익(지배주주)	억원	-3,008	-3,543	310	605	703	965
영업이익률%	%	-8.1	-11.4	3.0	2.8	4.2	4.6
EBITDA%	%	-4.8	-8.0	4.5	3.6	5.0	5.4
순이익률	%	-12.8	-14.5	0.8	1.8	2.0	2.7
EPS(계속사업)	원	-3,539	-4,168	284	555	644	885
PER	배	N/A	N/A	60.5	37.5	29.3	21.3
PBR	배	2.3	1.6	1.4	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	-29.7	-12.7	20.0	28.1	17.3	14.7
ROE	%	-25.2	-37.9	2.8	4.3	4.8	6.2
순차입금	억원	9,797	10,788	6,226	6,194	6,012	5,627
부채비율	%	261.2	362.6	211.8	216.6	213.3	202.2

## ESG 하이라이트

### 현대로템 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>현대로템 종합 등급</b>	<b>BBB</b>	NA	<b>57.85</b>
환경(Environment)	52.83	NA	49.61
사회(Social)	37.08	NA	71.93
지배구조(Governance)	55.27	NA	62.50
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
현대위아	AA	NA	50.41
LIG 넥스원	AA	NA	28.10
한화시스템	AA	NA	52.89
풍산	AA	NA	NA

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치센터의 현대로템 ESG 평가

KCGS 가 발표한 2021 년상장기업 ESG 종합 평가에서 A 등급을 받으며 등급이 상향되었다. 지난해 7 월에는 처음으로 지속가능경영보고서를 발간하면서 ESG 경영에 대한 의지를 표명했다. 그룹사 내 친환경 모빌리티의 한 축을 담당할 것으로 보이며, 수소 밸류체인 구축 등 ESG 비즈니스 모델을 점진적으로 구축 중이다.

자료: SK 증권

### 현대로템 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

### 현대로템 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.12.13	ESG 종합	현대차그룹 5 개사, 다우존스 지속가능경영지수 최고 등급 인증패 획득, DJSI 월드지수 편입
2021.10.29.	ESG 종합	한국기업지배구조원이 발표한 상장기업 ESG 종합평가 A 등급으로 상향
2021.07.22.	ESG 종합	지속가능경영보고서 첫 발간, 수소/로봇 등 지속가능 분야 강화로 ESG 경영 추진

자료: 주요 언론사, SK 증권

## 탄탄한 수주 기반의 안정적 매출, 이익을 개선되는 중

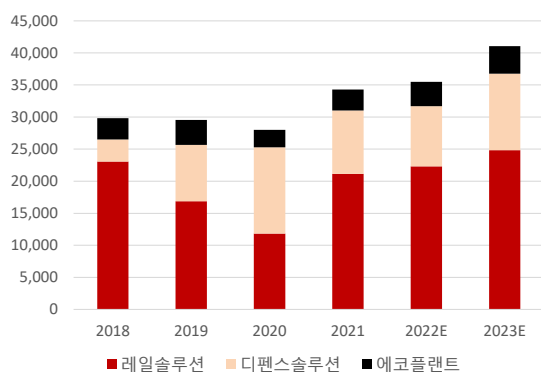
레일솔루션, 디펜스솔루션, 에코플랜트 사업 부문으로 구분, 각각 탄탄한 수주 잔고 기반으로 안정적 매출 유지증, 올해 일회성 비용 환입 및 생산성 개선 효과로 이익률 개선

현대로템의 사업영역은 철도차량 제작 등을 담당하는 레일솔루션 부문, K 계열 전자 및 차륜형 장갑차 등을 담당하는 디펜스솔루션 부문, 스마트팩토리/스마트물류 및 수소 인프라 등을 담당하는 에코플랜트 부문으로 구분된다. 지난해 기준 각 사업 부문의 신규 수주는 레일솔루션 2 조 1,153 억원, 디펜스솔루션 9,866 억원, 에코플랜트 3,288 억원을 기록했으며, 누적 수주 잔고는 레일솔루션 8 조 650 억원, 디펜스솔루션 1 조 7,033 억원, 에코플랜트 3,966 억원이다. 각 사업부문 모두 탄탄한 수주 잔고를 토대로 안정적인 매출을 기록 중인데, 올해는 작년보다 이익률 개선이 더욱 뚜렷하게 나타날 전망이다. 레일솔루션은 해외 프로젝트 생산의 증가와 저가 수주 경쟁 탈피 효과가 지속될 것으로 판단된다. 특히 국내 노후 전동차 교체의 경우 지난 몇 년간 저가 수주 경쟁이 치열했는데, 현대로템의 특징적인 고속철과 해외 프로젝트에 조금 더 집중한 결과 지난해부터 이익률이 꾸준히 개선되는 추세다. 올해는 지난해 발생한 일회성 지체상금의 환입가능성도 높다. 디펜스솔루션 부문은 K2 전차의 3차 양산이 시작되고, K 계열 창정비(Depot Maintenance) 사업 생산성 향상 효과가 지속되는 중이다. 지난해 K2 전차 개발 비용과 일회성 비용인 지체상금이 발생하면서 이익률은 다소 감소했지만, 올해는 일회성 비용 환입 효과 및 안정적 실적 유지가 가능할 전망이다.

에코플랜트 신규 수주 중 수소 관련 수주 약 68% 차지, 향후 그룹사 수소 모빌리티 생태계 구축에도 주요한 역할 할 것

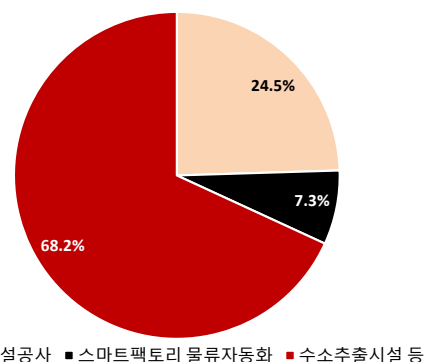
올해 특히 주목하는 부문은 에코플랜트 부문이다. 그룹사 스마트팩토리/스마트물류를 비롯하여 각종 플랜트 사업을 담당하는 에코플랜트 부문에서 수소 관련 수주 비중이 점진적으로 상승하고 있기 때문이다. 지난해 기준 에코플랜트 부문의 신규 수주 3,288 억원 중 2,241 억원이 수소추출시설 관련 신규 수주였다. 현재는 지자체 및 공기업 등을 대상으로 신규 수주가 발생하고 있지만, 향후 그룹사 수소 모빌리티 생태계 구축에 주요한 역할을 할 것으로 예상된다.

사업 부문별 연간 신규 수주 추이 및 전망 (단위: 억원)



자료: 현대로템 SK 증권 추정

2021년 에코플랜트 부문 신규 수주 구성



자료: 현대로템 SK 증권

## 밸류에이션

투자의견 매수, 목표주가 25,000 원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식을 활용하여 산출했다. 레일솔루션/디펜스솔루션/에코플랜트 각 사업부문별로 국내외 Peer 그룹과의 EV/EBITDA 비교를 통해 각 사업부문별 기업가치를 추산하였다. 이를 토대로 산출한 현대로템의 목표주가는 25,000 원이며, 2/15 종가(18,150 원) 대비 상승여력은 37.7%다.

### 현대로템 목표주가 산출(SOTP)

(단위: 억원)

구분	EBITDA(2022E)	EV/EBITDA	EV	비고
레일솔루션	652	14.88	9,705	철도차량 글로벌 Peer 평균 12m fwd EV/EBITDA 적용
디펜스솔루션	561	29.24	16,395	국내 방산 동종업계 평균 12m fwd EV/EBITDA 적용
에코플랜트	326	22.42	7,320	국내 수소 동종업계 평균 12m fwd EV/EBITDA 적용
기업가치(a)			33,420	
순차입금(b)			6,184	
기업가치(a-b)			27,236	
발행주식 수(만주)			10,914	
주당 가치(원)			24,954	
목표주가(원)			25,000	
현재주가(원, 2/15 기준)			18,150	
상승여력(%)			37.7%	

자료: SK 증권 추정

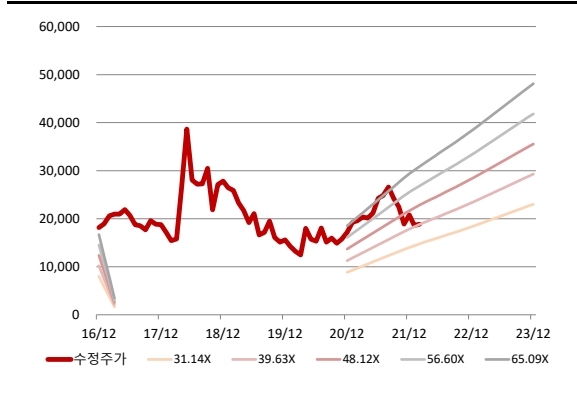
### 현대로템 실적 및 수주 전망

(단위: 억원)

구분	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	24,119	24,593	27,853	28,725	30,812	32,754
레일솔루션	11,750	13,056	14,520	16,755	18,965	20,120
디펜스솔루션	5,270	5,430	8,225	8,965	8,246	8,462
에코플랜트	5,338	4,263	4,536	3,005	3,601	4,171
기타	1,761	1,844	573	-	-	-
영업이익	-1,962	-2,799	821	802	1,290	1,520
레일솔루션	-471	-2,595	-116	275	547	624
디펜스솔루션	65	91	796	453	470	516
에코플랜트	-1,643	-391	114	74	274	380
기타	87	96	26	-	-	-
신규수주	29,830	29,548	27,996	34,307	35,473	41,059
레일솔루션	23,070	16,878	11,818	21,153	22,312	24,840
디펜스솔루션	3,420	8,778	13,477	9,866	9,371	11,919
에코플랜트	3,340	3,892	2,701	3,288	3,790	4,300

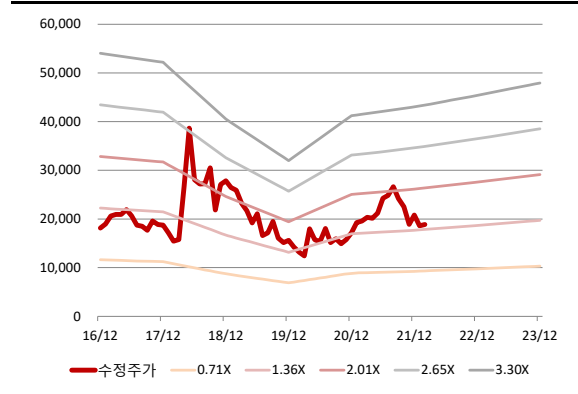
자료: 현대로템 SK 증권 추정

현대로템 P/E Band Chart



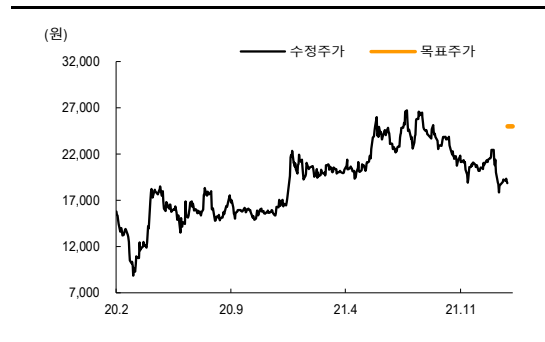
자료: Quantwise, SK 증권

현대로템 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.02.16	매수	25,000원	6개월		
2021.09.08	Not Rated				
2021.02.04	Not Rated				
2020.07.09	Not Rated				



**Compliance Notice**

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 2월 16일 기준)**

매수	94.07%	중립	5.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	27,092	27,783	30,112	31,688	32,876
현금및현금성자산	3,825	3,387	6,661	6,546	6,161
매출채권및기타채권	4,349	3,790	3,953	4,240	4,507
재고자산	2,644	2,510	2,618	2,808	2,985
<b>비유동자산</b>	13,751	14,191	14,419	14,741	14,976
장기금융자산	273	326	339	339	339
유형자산	10,749	11,615	11,825	11,877	11,991
무형자산	930	829	868	899	928
<b>자산총계</b>	40,843	41,974	44,531	46,429	47,852
<b>유동부채</b>	22,920	22,303	22,612	24,732	25,906
단기금융부채	8,315	8,089	7,785	8,828	8,999
매입채무 및 기타채무	3,941	4,165	4,345	4,660	4,954
단기충당부채	1,789	535	558	598	636
<b>비유동부채</b>	9,094	6,209	7,852	6,877	6,110
장기금융부채	6,728	3,604	5,243	3,902	2,960
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1,374	1,006	1,050	1,251	1,330
<b>부채총계</b>	32,014	28,512	30,464	31,609	32,016
<b>지배주주지분</b>	8,240	13,635	14,312	15,139	16,228
자본금	4,250	5,457	5,457	5,457	5,457
자본잉여금	4,087	5,198	5,198	5,198	5,198
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-1,566	-1,199	-644	59	1,024
비지배주주지분	588	-173	-246	-319	-392
<b>자본총계</b>	8,829	13,462	14,066	14,820	15,836
<b>부채외자본총계</b>	40,843	41,974	44,531	46,429	47,852

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	-1,608	877	910	844	1,107
당기순이익(손실)	-3,557	224	514	612	874
비현금성항목등	3,238	528	949	927	904
유형자산감가상각비	602	297	163	178	185
무형자산감가상각비	237	145	67	71	73
기타	1,909	-831	361	-147	-144
운전자본감소(증가)	-1,285	120	-729	-630	-578
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-98	5	-315	-287	-267
재고자산감소(증가)	-561	73	-297	-190	-177
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-161	469	490	316	294
기타	-465	-426	-607	-468	-427
법인세납부	-3	4	176	-66	-94
<b>투자활동현금흐름</b>	-73	-727	1,538	-293	-362
금융자산감소(증가)	26	-1,968	1,904	0	0
유형자산감소(증가)	-175	-299	-363	-231	-299
무형자산감소(증가)	-84	-145	-102	-102	-102
기타	161	1,684	100	40	39
<b>재무활동현금흐름</b>	1,843	-552	829	-666	-1,130
단기금융부채증가(감소)	-1,228	-3,881	-2,678	1,043	171
장기금융부채증가(감소)	2,071	3,778	3,880	-1,341	-942
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-38	-105	-51	0	0
기타	1,038	-344	-322	-368	-360
<b>현금의 증가(감소)</b>	146	-438	3,274	-115	-386
기초현금	3,679	3,825	3,387	6,661	6,546
기말현금	3,825	3,387	6,661	6,546	6,161
FCF	-1,690	1,085	968	451	652

자료 : 현대로템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	24,593	27,853	28,725	30,812	32,754
<b>매출원가</b>	25,532	25,408	26,377	27,981	29,528
<b>매출총이익</b>	-938	2,445	2,349	2,831	3,226
매출총이익률 (%)	-3.8	8.8	8.2	9.2	9.9
<b>판매비와관리비</b>	1,861	1,624	1,547	1,541	1,706
<b>영업이익</b>	-2,799	821	802	1,290	1,520
영업이익률 (%)	-11.4	3.0	2.8	4.2	4.6
<b>비영업손익</b>	-694	-670	-450	-612	-551
순금융비용	420	328	298	328	320
외환관련손익	-49	-643	-202	-429	-373
관계기업투자등 관련손익	12	109	-2	-2	-2
<b>세전계속사업이익</b>	-3,494	150	352	678	968
세전계속사업이익률 (%)	-14.2	0.5	1.2	2.2	3.0
<b>계속사업법인세</b>	63	-74	-162	66	94
<b>계속사업이익</b>	-3,557	224	514	612	874
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-3,557	224	514	612	874
순이익률 (%)	-14.5	0.8	1.8	2.0	2.7
<b>지배주주</b>	-3,543	310	605	703	965
지배주주귀속 순이익률(%)	-14.41	1.11	2.11	2.28	2.95
비지배주주	-14	-86	-91	-91	-91
총포괄이익	-3,712	3,096	656	754	1,016
지배주주	-3,705	3,144	729	827	1,089
비지배주주	-7	-48	-73	-73	-73
<b>EBITDA</b>	-1,961	1,263	1,032	1,539	1,778

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	2.0	13.3	3.1	7.3	6.3
영업이익	적지	흑전	-2.3	60.9	17.8
세전계속사업이익	적지	흑전	134.6	92.5	42.8
EBITDA	적지	흑전	-18.3	49.2	15.5
EPS(계속사업)	적지	흑전	95.1	16.2	37.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-37.9	2.8	4.3	4.8	6.2
ROA	-8.8	0.5	1.2	1.4	1.9
EBITDA마진	-8.0	4.5	3.6	5.0	5.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	118.2	124.6	133.2	128.1	126.9
부채비율	362.6	211.8	216.6	213.3	202.2
순차입금/자기자본	122.2	46.3	44.0	40.6	35.5
EBITDA/이자비용(배)	-4.0	3.5	3.1	4.2	4.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-4,168	284	555	644	885
BPS	9,695	12,493	13,113	13,871	14,868
CFPS	-3,182	689	765	873	1,121
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	65.1	48.2	34.8	25.4
PER(최저)	N/A	31.1	34.1	27.7	20.2
PBR(최고)	3.1	1.5	2.0	1.6	1.5
PBR(최저)	1.5	0.7	1.4	1.3	1.2
PCR	-4.9	25.0	27.2	21.6	16.8
EV/EBITDA(최고)	-18.8	20.3	34.4	19.9	16.9
EV/EBITDA(최저)	-12.3	11.1	26.1	16.6	14.1