

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	31,979 억원
주요주주	
현대자동차(외3)	33.77%
국민연금공단	6.13%
외국인지분률	5.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/09/08)	29,300 원
KOSPI	2384.28 pt
52주 Beta	1.17
52주 최고가	31,400 원
52주 최저가	17,800 원
60일 평균 거래대금	1,465 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	14.0%	19.2%
6개월	49.9%	64.8%
12개월	15.1%	52.7%

현대로템 (064350/KS | 매수(유지) | T.P 34,000 원(상향))

첫 번째 라운드 판정승

- 투자 의견 매수 유지, 목표주가 기존 29,000 원에서 34,000 원으로 상향 조정
- 폴란드 K-2 전차 980 대 도입 기본계약, 1 차 이행계약으로 180 대 확정
- 공격적인 물량 인도에 대한 기대감 높았지만, 연내 인도될 초도 물량 10 대 수준
- 2 차 이행계약 연내 체결 가능성 대두, 폴란드 납품 꾸준하고 안정적으로 진행될 것
- 추가 수출 거론되는 노르웨이, 10 월 중 주력전차 사업 우선협상대상자 선정 가능성

투자 의견 매수, 목표주가 34,000 원으로 상향

현대로템의 투자 의견을 매수로 유지하고, 목표주가는 기존 29,000 원에서 34,000 원으로 17% 상향 조정한다. 최근 주가 상승을 견인했던 폴란드 K-2 전차 수출 기대감이 현실화되고 있다. 7 월 발표된 폴란드와의 기본계약(Framework Contract)에는 K-2 흑표전차 980 대 수출 관련 내용이 담겨있었는데, 8 월 1 차 이행계약을 체결하면서 2027 년까지 약 4 조 4,992 억원 수준의 K-2 전차 공급 소식을 구체화하여 공시한 바 있다. 현지 언론을 통해 발표된 내용에 따르면 1 차 이행계약을 통해 납품되는 K-2 전차는 총 180 대 수준으로 알려졌으며, 전차 운용을 위한 기본 교육 및 물류, 탄약 제공 등의 내용이 모두 포함된 것으로 전해졌다. 한가지 아쉬운 점은 당장 올해부터 K-2 전차의 적극적이고 공격적인 인도가 시작될 것으로 기대했으나, 연내 인도될 초도 물량은 약 10 대 수준으로 알려졌다. 하지만 2 차 이행계약 등이 올해 안 체결될 가능성이 대두되면서 폴란드 K-2 전차 납품은 꾸준하고 안정적으로 진행될 전망이다. 다만 잔여 물량에 대해서는 여타 국가들의 경쟁 모델과의 추가 경쟁 가능성도 완전히 배제할 수는 없다는 판단이다.

국내 4 차 양산과 추가 수출 가능성

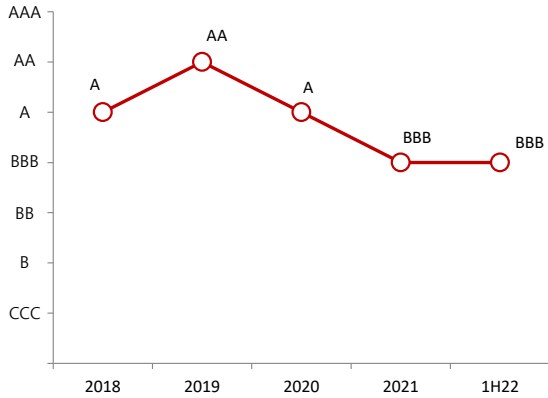
K-2 전차의 추가 수출 가능성도 높다. 가장 유력한 수출 후보로 거론되는 노르웨이는 주력전차 사업(BMT)을 추진 중인데, 현지 언론 등에 따르면 10 월 중 우선협상 대상자를 선정할 가능성이 높아 우리나라 K-2 전차의 추가 수출 기대감이 고조될 전망이다. 한편 우리나라도 K-2 전차 4 차 양산 사업을 앞두고 있다. 아직까지 구체적으로 예산 및 양산 대수 등이 정해지지 않았지만, 최대 쟁점은 국산 변속기의 도입 여부가 될 전망이다. 4 차 양산 사업에 국산 변속기 도입이 확정된다면, 순수 국내 기술만으로 제작한 전차의 해외 수출도 머지않았다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	24,593	27,853	28,725	32,012	38,754	46,452
yoy	%	2.0	13.3	3.1	11.4	21.1	19.9
영업이익	억원	-2,799	821	802	1,374	2,060	2,440
yoy	%	적지	흑전	-2.3	71.3	49.9	18.4
EBITDA	억원	-1,961	1,263	1,153	1,743	2,436	2,806
세전이익	억원	-3,494	150	353	792	1,496	1,842
순이익(지배주주)	억원	-3,543	310	665	720	1,374	1,686
영업이익률%	%	-11.4	3.0	2.8	4.3	5.3	5.3
EBITDA%	%	-8.0	4.5	4.0	5.5	6.3	6.0
순이익률	%	-14.5	0.8	1.8	2.2	3.5	3.6
EPS(계속사업)	원	-4,168	284	609	659	1,259	1,545
PER	배	N/A	60.5	34.1	44.4	23.3	19.0
PBR	배	1.6	1.4	1.8	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	배	-12.7	20.0	27.5	23.6	17.2	14.3
ROE	%	-37.9	2.8	5.0	5.4	9.5	10.5
순차입금	억원	10,788	6,226	9,036	9,217	9,978	8,440
부채비율	%	362.6	211.8	223.9	241.4	253.8	244.9

ESG 하이라이트

현대로템 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 현대로템 ESG 평가

현대로템은 제품 생산에 있어서 친환경 저탄소화를 위해 수소 밸류체인을 구축하고, 수소전기트램, 자기부상열차 등 미래 지속가능한 수송수단 개발에 열중하고 있다.

레일솔루션, 디펜스솔루션 그리고 에코플랜트 등 모든 부문에서 친환경 통합솔루션을 제공하고 적극적인 수소 생산 인프라에 대한 투자를 통해 미래 친환경 경영의 확대가 기대된다.

자료: SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
현대로템 종합 등급	BBB	N/A	65.40
환경(Environment)	52.83	N/A	63.55
사회(Social)	37.08	N/A	45.31
지배구조(Governance)	55.27	N/A	87.24
<비교업체 종합 등급>			
한화에어로스페이스	AA	B-	46.64
한국항공우주	A	D+	44.00
LIG 넥스원	AA	N/A	40.78

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

현대로템 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

현대로템 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.04.19	Environment(환경)	'달리는 공기청정기' 수소트램 국내 첫 개발 성공
2021.10.28	ESG(종합)	한국기업지배구조원에서 첫 ESG 통합 A 등급 획득

자료: 주요 언론사, SK 증권

기준 - 현대로템 실적 추정 및 목표주가 산출

(단위: 억원)

구분	EBITDA			EV/ EBITDA	EV	비고
	2022E	2023E	평균			
레일솔루션	652	730	691	13.04	9,011	철도차량 글로벌 Peer 평균 12m fwd EV/EBITDA 적용
디펜스솔루션	561	604	582	33.17	19,320	국내 방산 동종업계 평균 12m fwd EV/EBITDA 적용
에코플랜트	326	444	385	28.68	11,048	국내 수소 동종업계 평균 12m fwd EV/EBITDA 적용
기업가치(a)					39,380	
순차입금(b)					7,582	
기업가치(a-b)					31,798	
발행주식 수(만주)					10,914	
주당 가치(원)					29,134	
목표주가(원)					29,000	
현재주가(원, 7/25 기준)					25,050	
상승여력(%)					15.7%	

자료: SK 증권 추정

변경 - 현대로템 실적 추정 및 목표주가 산출

(단위: 억원)

구분	EBITDA			EV/ EBITDA	EV	비고
	2022E	2023E	평균			
레일솔루션	652	730	691	13.04	9,011	철도차량 글로벌 Peer 평균 12m fwd EV/EBITDA 적용
디펜스솔루션	603	889	746	33.17	24,745	국내 방산 동종업계 평균 12m fwd EV/EBITDA 적용
에코플랜트	326	444	385	28.68	11,048	국내 수소 동종업계 평균 12m fwd EV/EBITDA 적용
기업가치(a)					44,803	
순차입금(b)					7,582	
기업가치(a-b)					37,221	
발행주식 수(만주)					10,914	
주당 가치(원)					34,104	
목표주가(원)					34,000	
현재주가(원, 9/8 기준)					29,300	
상승여력(%)					16.0%	

자료: SK 증권 추정

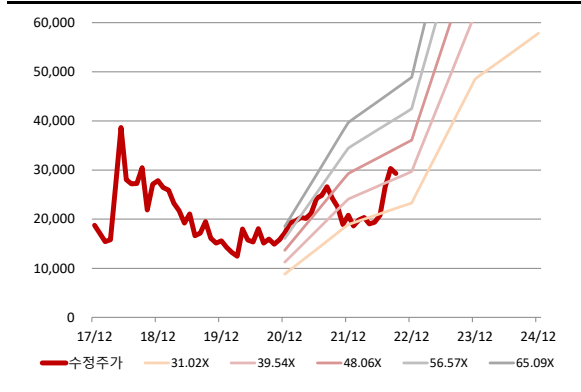
현대로템 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

구분	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	28,725	32,012	38,754	46,452
레일솔루션	16,755	18,965	20,120	22,507
디펜스솔루션	8,965	9,446	14,462	17,090
에코플랜트	3,005	3,601	4,171	6,855
영업이익	802	1,374	2,060	2,440
(OPM)	(2.8%)	(4.3%)	(5.3%)	(5.3%)

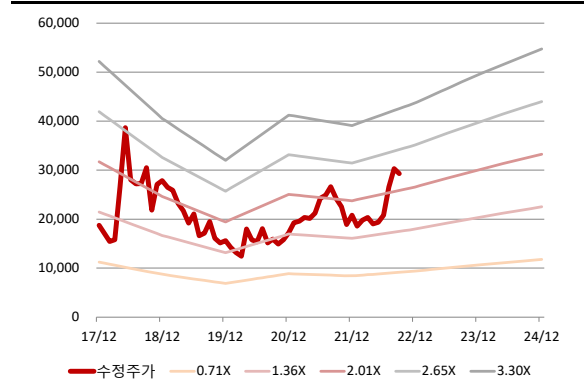
자료: 현대로템 SK 증권 추정

현대로템 P/E Band Chart



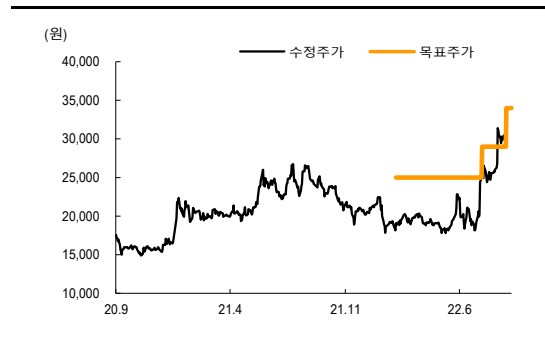
자료: Quantwise, SK 증권

현대로템 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.09.13	매수	34,000원	6개월		
2022.07.26	매수	29,000원	6개월	-6.11%	8.28%
2022.05.31	매수	25,000원	6개월	-21.76%	0.20%
2022.02.16	매수	25,000원	6개월	-23.25%	-18.60%
2021.09.08	Not Rated				
2021.02.04	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용이 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 3 자에게 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 9월 13일 기준)

매수	94.17%	중립	5.83%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	27,783	26,798	31,081	37,345	41,652
현금및현금성자산	3,387	3,197	4,632	5,150	6,427
매출채권및기타채권	3,790	2,788	3,108	3,762	4,509
재고자산	2,510	2,621	2,921	3,537	4,239
비유동자산	14,191	14,274	14,730	15,035	15,276
장기금융자산	326	336	436	436	436
유형자산	11,615	11,861	11,921	11,956	11,880
무형자산	829	787	737	705	678
자산총계	41,974	41,072	45,810	52,380	56,928
유동부채	22,303	20,907	24,751	29,071	31,507
단기금융부채	8,089	6,995	9,247	10,370	10,346
매입채무 및 기타채무	4,165	3,517	3,919	4,744	5,687
단기충당부채	535	464	517	625	750
비유동부채	6,209	7,483	7,642	8,503	8,914
장기금융부채	3,604	5,412	4,942	5,346	5,263
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1,006	828	1,091	1,321	1,584
부채총계	28,512	28,389	32,393	37,574	40,421
지배주주지분	13,635	12,931	13,699	15,122	16,858
자본금	5,457	5,457	5,457	5,457	5,457
자본잉여금	5,198	5,198	5,198	5,198	5,198
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-1,199	-483	237	1,611	3,297
비지배주주지분	-173	-248	-282	-317	-351
자본총계	13,462	12,682	13,417	14,806	16,507
부채외자본총계	41,974	41,072	45,810	52,380	56,928

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	877	-366	547	-47	2,169
당기순이익(손실)	224	514	697	1,351	1,663
비현금성항목등	528	1,174	1,357	1,086	1,142
유형자산감가상각비	297	221	246	264	257
무형자산감가상각비	145	129	123	113	108
기타	-757	521	117	-144	-144
운전자본감소(증가)	120	-2,046	-1,448	-2,339	-458
매출채권및기타채권의 감소(증가)	5	757	-779	-654	-747
재고자산감소(증가)	73	-348	-298	-615	-703
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	469	-338	380	825	942
기타	-426	-2,116	-751	-1,894	49
법인세납부	4	-7	-59	-145	-179
투자활동현금흐름	-727	1,500	-463	-584	-367
금융자산감소(증가)	-1,968	1,903	-190	-247	-154
유형자산감소(증가)	-299	-439	-235	-299	-181
무형자산감소(증가)	-145	-81	-81	-81	-81
기타	1,684	118	43	43	50
재무활동현금흐름	-552	-1,296	1,322	1,150	-525
단기금융부채증가(감소)	-3,881	-4,513	-1,211	1,123	-24
장기금융부채증가(감소)	3,778	5,093	2,847	405	-83
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-344	-1,807	-315	-377	-418
현금의 증가(감소)	-438	-190	1,434	519	1,276
기초현금	3,825	3,387	3,197	4,632	5,150
기말현금	3,387	3,197	4,632	5,150	6,427
FCF	1,085	-470	131	-483	1,848

자료 : 현대로템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	27,853	28,725	32,012	38,754	46,452
매출원가	25,408	26,197	29,006	34,675	41,588
매출총이익	2,445	2,528	3,006	4,079	4,864
매출총이익률 (%)	8.8	8.8	9.4	10.5	10.5
판매비와관리비	1,624	1,726	1,632	2,019	2,425
영업이익	821	802	1,374	2,060	2,440
영업이익률 (%)	3.0	2.8	4.3	5.3	5.3
비영업손익	-670	-449	-582	-564	-598
순금융비용	328	282	300	334	368
외환관련손익	-643	-132	-429	-373	-373
관계기업투자등 관련손익	106	-1	-1	-1	-1
세전계속사업이익	150	353	792	1,496	1,842
세전계속사업이익률 (%)	0.5	1.2	2.5	3.9	4.0
계속사업법인세	-74	-161	95	145	179
계속사업이익	224	514	697	1,351	1,663
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	224	514	697	1,351	1,663
순이익률 (%)	0.8	1.8	2.2	3.5	3.6
지배주주	310	665	720	1,374	1,686
지배주주귀속 순이익률(%)	1.11	2.32	2.25	3.54	3.63
비지배주주	-86	-151	-23	-23	-23
총포괄이익	3,096	799	735	1,389	1,701
지배주주	3,144	874	769	1,423	1,735
비지배주주	-48	-75	-34	-34	-34
EBITDA	1,263	1,153	1,743	2,436	2,806

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	133	3.1	11.4	21.1	19.9
영업이익	흑전	-2.3	71.3	49.9	18.4
세전계속사업이익	흑전	134.9	124.4	89.0	23.1
EBITDA	흑전	-8.7	51.2	39.8	15.2
EPS(계속사업)	흑전	114.4	8.2	90.9	22.7
수익성 (%)					
ROE	2.8	5.0	5.4	9.5	10.5
ROA	0.5	1.2	1.6	2.8	3.0
EBITDA마진	4.5	4.0	5.5	6.3	6.0
안정성 (%)					
유동비율	124.6	128.2	125.6	128.5	132.2
부채비율	211.8	223.9	241.4	253.8	244.9
순차입금/자기자본	46.3	71.3	68.7	67.4	51.1
EBITDA/이자비용(배)	3.5	3.6	5.3	6.5	6.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	284	609	659	1,259	1,545
BPS	12,493	11,847	12,552	13,856	15,446
CFPS	689	931	998	1,604	1,880
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	65.1	43.9	47.6	25.0	20.3
PER(최저)	31.1	31.0	27.0	14.1	11.5
PBR(최고)	1.5	2.3	2.5	2.3	2.0
PBR(최저)	0.7	1.6	1.4	1.3	1.2
PCR	25.0	22.4	29.4	18.3	15.6
EV/EBITDA(최고)	20.3	33.1	24.9	18.1	15.2
EV/EBITDA(최저)	11.1	25.7	16.4	12.0	9.9